



# מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

מעקב | ינואר 2014

**מחברים:**

רו"ח דביר וולף, אנליסט  
[dvirw@midroog.co.il](mailto:dvirw@midroog.co.il)

שי מרום, ראש צוות  
[shaym@midroog.co.il](mailto:shaym@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רו"ח מירב בן כנען היר, סמנכ"ל  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

### מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

אופק	דירוג	סדרה	
יצ"ב	Aa2		IFSR
יצ"ב	Aa3	1	כתבי התחייבות נדחים (הון משני נחות)
יצ"ב	Aa3	א'	
יצ"ב	A1	ב'	כתבי התחייבות נדחים (הון משני מורכב)

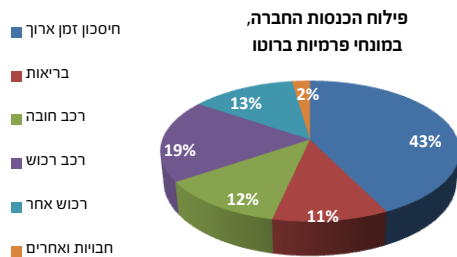
מידרוג מודיעה על הותרת דירוג ה- IFSR<sup>1</sup> של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("החברה" או "המבטח") בדירוג Aa2 באופק יציב, את דירוג כתבי התחייבות הנדחים (הון משני נחות) סדרות 1 ו- א', בדירוג Aa3 באופק יציב, ואת דירוג כתבי התחייבות הנדחים (הון משני מורכב) סדרה ב', בדירוג A1 באופק יציב.

סך כתבי התחייבות הנדחים בספרי החברה ליום 30/09/2013 מסתכם בכ- 739 מיליון ש"ח, מתוכם כ- 510 מיליון ש"ח מוכרים לצורך ההון העצמי המחושב על פי תקנות הפיקוח, ומהווים כ- 30% מההון המוכר.

סדרה	מס ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 30/9/2013 (במיליוני ש"ח)	יתרת שנות פירעון
1	לא סחיר	מאי 2004	5.45%	מדד	121	2014-2015
א	1103670	מאי 2007	4.05%	מדד	395	2014-2022
ב	לא סחיר	אוקטובר 2011	4.65%	מדד	207	2024

\* לחברה כתבי התחייבויות נדחים נוספים, אשר אינם מדורגים ע"י מידרוג, בסך כ- 16 מיליוני ש"ח, נכון ל- 30/09/2013.

### שיקולים עיקריים לדירוג



החברה הינה אחת מחברות הביטוח הגדולות בישראל. נכון ל- 30.09.2013, נתחי השוק של החברה בתחומי הביטוח הכללי, במונחי פרמיות ברוטו, הינם כ- 10% ברכב חובה, כ- 13% ברכב רכוש, וכ- 11% ברכוש אחר. בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2013, רווחיות החברה בביטוח הכללי טובה מהממוצע בענף (במונחי יחס משולב). לחברה פעילות צומחת בתחום ביטוחי הבריאות המהווה כ- 6% מהענף

(במונחי פרמיות). בתחום זה, מתמקדת החברה באסטרטגיית צמיחה ממוקדת רווחיות לגידול בתחומי הפרט (שיעור של כ- 90% מהפרמיות בשנת 2012).

בתחום החיסכון לטווח ארוך, למבטח פעילות בתחום ביטוחי החיים בלבד, עם נתח שוק של כ- 2.3% מהיקף נכסי החיסכון<sup>2</sup>. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, נגבו דמי ניהול משתנים בגין הפוליסות המשתתפות ברווחים בסך כ- 81 מיליון ש"ח וזאת ביחס לכ- 16 מיליון ש"ח בכל שנת 2012. החברה אינה פעילה במישרין בתחום קרנות הפנסיה וקופות הגמל. עם זאת, חברת האם, מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "חברת האם"), מחזיקה במנורה מבטחים פנסיה בע"מ (להלן: "מנורה פנסיה") אשר מנהלת את קרן הפנסיה הגדולה בישראל עם היקף נכסים בסך כ- 54 מיליארד ש"ח<sup>3</sup> ובחברת מנורה מבטחים פיננסים (להלן: "מנורה פיננסים") אשר מנהלת נכסי קופות גמל וקרנות השתלמות בסך כ- 14 מיליארד ש"ח<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> Insurance Financial Strength Rating

<sup>2</sup> נתח השוק של החברה (כ- 15 מיליארד ש"ח בביטוח חיים) ביחס לסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (645.5 מיליארד ש"ח) - סך נכסי הפנסיה כ- 148 מיליארד ש"ח, סך נכסי הגמל כ- 178 מיליארד ש"ח, סך נכסי ביטוח החיים כ- 182 מיליארד ש"ח.

<sup>3</sup> נתוני גמל-נט, משרד האוצר (30.09.2013).



השינוי המבני שבוצע בקבוצה, אשר במהלכו הועברה מנורה פנסיה לבעלותה הישירה של חברת האם, גרר שינוי בתמהיל העסקים של המבטח למוטה ביטוח כללי, המאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון.

נכון ל- 30.09.2013 לחברה יכולת גיוס נוספת בסך כ- 639 מיליון ₪, תחת הגבלת תקרת כתבי ההתחייבות (הון משני ושלישוני) המוכרים לצורך חישוב ההון העצמי (66.7% מסך ההון העצמי). בהינתן גיוס מלא, לחברה עודף הון בשיעור כ- 50%, גבוה ביחס לענף.

### התפתחויות עסקיות עיקריות

#### עליה ברווח בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, על רקע שוק ההון החיובי

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, החברה רשמה רווח נקי בסך כ- 253 מיליון ₪ וזאת ביחס לכ- 172 מיליון ₪ בתקופה המקבילה בשנת 2012. עיקר הגידול נובע מגביית דמי ניהול משתנים בביטוחי החיים (קרן י') בסך כ- 81 מיליון ₪ וגידול בהכנסות מהשקעות. בתחום הביטוח הכללי, החברה רשמה גידול ברווח לפני מס בסך כ- 17 מיליון ₪, חרף הקיטון בהיקף הפעילות כתוצאה מחלוקת שומרה חברה לביטוח בע"מ לחברה האם (כמפורט בהמשך). הגידול ברווח לפני מס בפעילות הביטוח הכללי נובע בעיקר כתוצאה משיפור ברווחיות בפעילויות הרכב רכוש וביטוח כללי אחר, אשר קוזזה בחלקה מהרעה בתוצאות פעילות הרכב חובה, אשר נבעה מקיטון בהכנסות מהשקעות ושחרור שנות חיתום פחות טובות. בפעילות הבריאות, החברה רשמה רווח לפני מס בסך כ- 20 מיליון ₪ וזאת ביחס לכ- 58 מיליון ₪ בתקופה מקבילה בשנת 2012. הקיטון נובע בעיקרו מרווח חד-פעמי שנרשם בתקופה המקבילה בשנת 2012<sup>4</sup>.

בשנת 2012 רשמה החברה רווח נקי בסך כ- 205 מיליון ₪, לעומת רווח נקי של כ- 53 מיליון ₪ בשנת 2011. הגידול ברווח נבע בעיקר מעליה ברווחים מביטוח רכב חובה, עליה בהכנסות השקעה שלא בעסקי ביטוח וגידול חד-פעמי, בהיקף של 50 מיליון ₪ ברווח בביטוח בריאות (Cut Off)<sup>4</sup>. בנוסף, החברה רשמה הכנסת מס בסך כ- 54 מיליון ₪ בגין יתרת הפסדים צבורים לצורכי מס אשר נבעו מפעילות שנרכשה.<sup>5</sup> במהלך שנת 2012 חל גידול בהפסד מחיסכון לטווח ארוך, בין היתר, כתוצאה מהוצאת הפנסיה<sup>6</sup> והפרשה לעתודה לגמלאות.

#### החברה: נתונים עיקריים לתוצאות הפעילות, במיליוני ₪

2010	2011	2012	1-9/2012	1-9/2013	
163	(23)	(58)	(16)	138	רווח (הפסד) לפני מס, מחיסכון לטווח ארוך, מזה:
63	(114)	(68)	(26)	138	רווח (הפסד) עסקי ביטוח חיים
100	91	10	10	-	רווח (הפסד) מניהול קרנות פנסיה*
12	53	65	58	20	רווח (הפסד) לפני מס, מביטוח בריאות
157	123	217	160	177	רווח (הפסד) לפני מס, עסקי ביטוח כללי**, מזה:
79	126	202	139	68	רווח (הפסד) מביטוח רכב חובה
6	(47)	(10)	(14)	59	רווח (הפסד) מביטוח רכב רכוש
72	44	25	35	50	רווח (הפסד) מביטוח כללי אחר
24	(50)	9	(15)	51	רווח (הפסד) לפני מס, שלא בעסקי ביטוח
54	30	77	48	101	הכנסות השקעה לא מיוחסות למגזרי פעילות
256	13	223	177	385	רווח (הפסד) לפני מס

<sup>4</sup> החברה סיימה הסכם עם מבטח משנה וכתוצאה מחתימה על הסכם עם מבטח משנה אחר, נוצר רווח חד פעמי.  
<sup>5</sup> במרס 2012, החברה רכשה את החברה לפתוח התעשייה בישראל בע"מ (להלן: "החברה לפיתוח תעשייה"). החברה רשמה הכנסות מס בגין יתרת ההפסדים הצבורים בחברה לפיתוח תעשייה.  
<sup>6</sup> מאחר ופעילות הפנסיה משקפת פעילות עד ליום 15 בפברואר 2012, בעקבות חלוקת המניות של מנורה פנסיה לחברה האם.



226	53	205	172	253	<b>רווח (הפסד) נקי לתקופה</b>
17	(86)	140	80	(40)	רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה, נטו ממס
<b>243</b>	<b>(33)</b>	<b>345</b>	<b>252</b>	<b>213</b>	<b>רווח (הפסד) כולל לתקופה, נטו ממס</b>

\* תוצאות מנורה פנסיה אינן נכללות ברווחי החברה החל מפברואר 2012  
 \*\* תוצאות שומרה אינן נכללות ברווחי החברה החל מינואר 2013

### עודפי ההון במבטח

ההון העצמי הנדרש מהחברה הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2012 חל קיטון בהון המוכר של החברה בסך כ- 363 מיליון ש"ח, בין היתר, כתוצאה מחלוקת פעילות הפנסיה לחברת האם (רבעון ראשון 2012). בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, ההון הנדרש מהחברה ירד בכ- 186 מיליון ש"ח כתוצאה מחלוקת שומרה לחברת האם (רבעון ראשון 2013), אשר במקביל הובילה גם לקיטון של כ- 90 מיליון ש"ח בהון המוכר של החברה. בנטרול הרבעון הראשון של שנת 2013, סך ההון המוכר של החברה בשנת 2013 קטן בכ- 31 מיליון ש"ח כתוצאה מקיטון בכתבי התחייבות נדחים מוכרים<sup>7</sup> בסך כ- 103 מיליון ש"ח וחלוקת דיבידנד בסך כ- 50 מיליון ש"ח אשר קוזזו בחלקן בעיקר כתוצאה מרווח כולל שנרשם בתקופה. נכון ל- 30.09.2013, לחברה עודף הון בסך כ- 313 מיליון ש"ח, אשר מהווים שיעור של כ- 16% מסך ההון הנדרש. בהינתן גיוס מלא, שיעור זה יעמוד על כ- 50%.

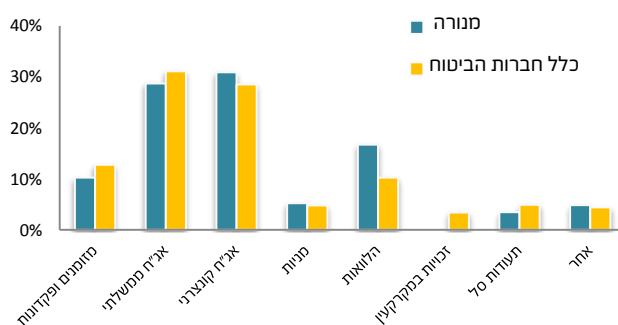
### החברה, נתונים על מבנה ההון של החברה, במיליוני ש"ח

31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	30/09/2013	
2,245	1,835	2,107	1,922	הון נדרש לפי תקנות ליום המאזן
2,313	2,180	1,915	1,724	הון ראשוני קיים
610	708	609	510	הון משני מוכר
2,922	2,888	2,525	2,234	ההון המחושב (הון ראשוני + הון משני)
<b>678</b>	<b>373</b>	<b>417</b>	<b>313</b>	<b>עודף הון ליום הדוח הכספי</b>
30%	9%	20%	16%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
26%	33%	32%	30%	הון משני / הון ראשוני
53%	38%	51%	50%	שיעור עודף בהינתן גיוס מלא

### תיק הנוסטרו מוטא אג"ח קונצרני והלוואות

היקף תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של החברה ליום 30.09.2013 נאמד בכ- 3.5 מיליארד ש"ח, המהווים נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי והתחייבויות ביטוח כללי. בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק החברה למועד זה מוטא כלפי אג"ח קונצרני (31% מהנכסים לעומת 28% בענף) והלוואות (17% מהנכסים לעומת 10% בענף) ובעלת משקל נמוך לנכסי

תיק הנוסטרו של החברה בהשוואה לענף, 30.09.2013



מקרקעין (0% מהנכסים לעומת 3% בענף), מזומנים ופקידונות (10% מהנכסים לעומת 13% בענף) ואג"ח ממשלתי (29% מהנכסים לעומת 31% בענף). החברה עיבתה את מתן האשראי העסקי (17% מהנכסים לעומת 10% בענף) והקימה לשם כך מערך, המצוי במגמת צמיחה. במסגרת זו החברה מעמידה הלוואות לגורמים עסקיים, מרביתן כנגד נכסי מקרקעין, שעבודים של כלי רכב, משכנתאות ועוד.

<sup>7</sup> עפ"י הנחיות הרגולטור, לא יוכרו לצורך חישוב ההון המוכר, כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני נחות שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות.

### חלוקת שומרה חברה לביטוח

בינואר 2013 חילקה החברה את מלוא החזקתה (בשיעור 100%) במניות שומרה חברה לביטוח בע"מ ("שומרה") לחברת האם. שומרה הינה חברת ביטוח הפעילה בעיקר בתחום הביטוח הכללי, בהתמחות בענפי הרכב (כ- 88% מהפרמיות ברוטו). חלוקת שומרה הובילה לקיטון בהיקף הפרמיות ברוטו במגזרי הרכב חובה והרכב רכוש של החברה, בשיעור של כ-25% וכ-17%, בהתאמה. הטבלה שלהלן מציגה את הפרמיות ברוטו של שומרה ע"פ תחומי הפעילות, לשלושת הרבעונים הראשונים לשנים 2012 - 2013:

פרמיות ברוטו, מיליוני ש"ח	רכב חובה	רכב רכוש	חבויות	אחר	סה"כ
1-9/2013	233	286	14	58	590
1-9/2012	206	243	11	51	512

### שינוי חוק ורגולציה

#### עמדת המפקח לגבי פיצוי בכיסוי לניתוחים פרטיים בישראל

באוגוסט 2013 פרסם המפקח הבהרה בנושא כפל הביטוח לניתוחים שיש לחלק מהמבוטחים דרך קופות החולים וחברות הביטוח. הבהרה מתייחסת לגבי ניגוד אינטרסים אפשרי בשיקול הדעת של מממן הניתוח. המצב כיום מאפשר למבוטח בפוליסת בריאות לקבל החזר כספי בגין ניתוח שבוצע באמצעות קופות החולים או מערכת הבריאות הציבורית. מצב זה עלול להטות מבטח לבחור מבצע ניתוח שלא משיקולי בריאות, שכן לעיתים השיקול הכספי עלול לגבור על השיקול הבריאותי. לאור האמור, המפקח אסר על שיווק פוליסות ביטוח המציעות למבוטח לבחור בין שיפוי עלויות ניתוח על ידי המבטח ובין פיצוי כספי לניתוח שבוצע ע"י קופות החולים או במערכת הבריאות הציבורית, החל משנת 2014. להערכת מידרוג, יישום הנחיות המפקח יביא לעלייה הדרגתית בפרמיות ביטוחי הבריאות, על מנת לפצות על הפגיעה הצפויה ברווחיות.

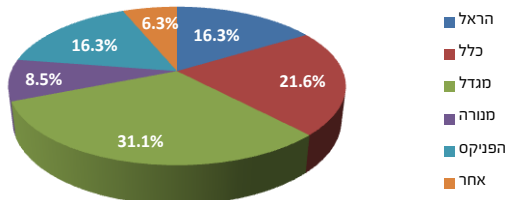
#### ביטול עתודת עודף הכנסות על הוצאות

עתודת עודף הכנסות על הוצאות ("העתודה") בענפי רכב חובה וחבויות, מחושבת כהפרש בין הוצאות בשייר עצמי להכנסות בשייר עצמי, בתוספת הכנסות מהשקעות ("העודף"). בהתאם לרגולציה הקיימת כיום, מכירה חברת הביטוח בעודף שנוצר לה רק לאחר 3 שנים, למעט הכנסות מהשקעה, המוכרות באופן מיידי, במידה וגבוהות מ-3% ריאלי לשנה. בינואר 2013 פרסם משרד האוצר חוזר "חישוב עתודות ביטוח כללי", שעיקרו שינוי השיטה בה מחושבת העתודה לענפי הביטוח הכללי ולמעשה, ביטול העתודה, אשר יאפשר לחברות הביטוח להכיר בעודף באופן מיידי<sup>8</sup>. ההנחיות בנושא יכנסו לתוקף החל מהדוחות הכספיים ליום 31.03.2014 ויאפשרו לחברות הביטוח להכיר בחלק מהעתודה הקיימת כהכנסה חד פעמית. עפ"י הודעת משרד האוצר, התיקון נובע מהתפתחויות שחלו בשנים האחרונות באופן הערכת העתודות ולאור גידול בכמות המשאבים, הידע והניסיון של חברות הביטוח בתחום. להערכת החברה ליום 30.09.2013, עומדת העתודה בשייר בענפי הרכב חובה והחבויות על כ-229 מיליון ₪.

<sup>8</sup> על אף ביטול העתודה, האקטואר של חברת הביטוח מחויב לשמור על עתודה, בהתאם להערכות סטטיסטיות.

## ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך

חיסכון זמן ארוך - נתח שוק במונחי פרמיות ברוטו

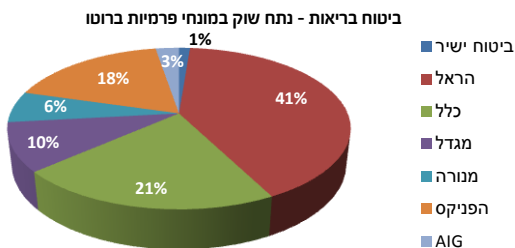


בתחום החיסכון לטווח ארוך, החברה פועלת בביטוחי חיים בלבד (לחברת האם פעילות פנסיה וגמל באמצעות חברות מוחזקות) וזאת, בשונה מארבע חברות הביטוח הגדולות הפועלות בתחומי הפנסיה והגמל, בהיקפים משמעותיים. נתח השוק של החברה (בהיקף נכסים) בענף ביטוח החיים ל-31.10.2013, עומד על כ- 8.8%. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, לחברה רווח לפני מס בסך כ- 138 מיליון ₪

מפעילות זו, וזאת ביחס להפסד בסך כ- 26 מיליון ₪ בתקופה המקבילה בשנת 2012. הגידול ברווח נובע בעיקר כתוצאה מגביית דמי ניהול משתנים (שלא נגבו בתקופה המקבילה), גידול בהכנסות השקעה. בנוסף, בתקופה המקבילה בשנת 2012, תוצאות החברה כללו הפרשה לעתודה לגמלה. להערכת מידרוג, הנחיית המפקח על הביטוח, לפיה לא ימכרו פוליסות עם מקדם קצבה מובטח, כאמור לעיל, צפויה לשמר את תיק ביטוח החיים של החברות ולהקטין את התמריץ לניוד, החל משנת 2014.

## ביטוח בריאות

### המשך גידול בפרמיות ביטוח בריאות

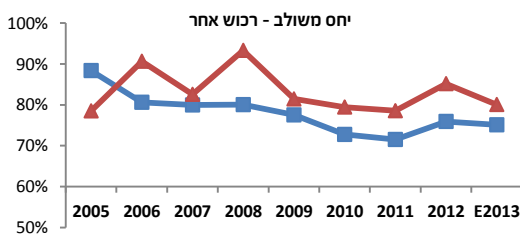
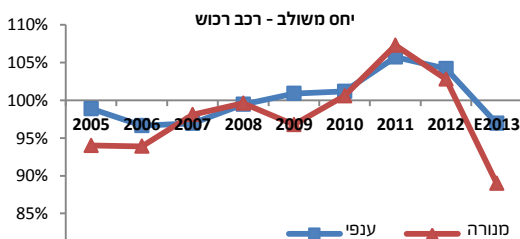
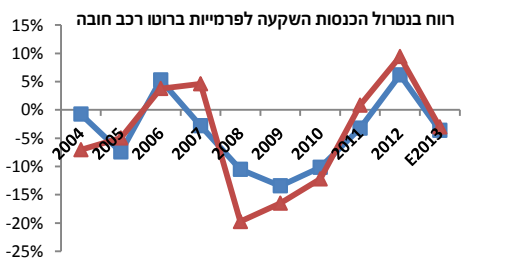
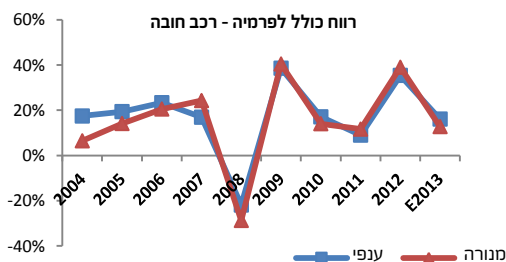


תחום ביטוחי הבריאות בחברה הינו מקור צמיחה משמעותי ומהווה כ- 6% מסך הפרמיות בענף (נכון ל- 30.09.2013). נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013, סך הפרמיות בביטוח הבריאות בחברה מסתכם לכ- 359 מיליון ₪ וזאת, ביחס ל- 331 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד (גידול בשיעור כ- 8%). החברה הציגה רווח לפני מס בסך כ-

20 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח לפני מס בסך כ- 58 מיליון ₪ בתקופה המקבילה בשנת 2012. הקיטון נובע כתוצאה מהכנסה חד פעמית בתקופה המקבילה, בגין עסקת ה- *Cut Off* שביצעה החברה (כ- 50 מיליון ₪, כפי שהוסבר לעיל). החברה מתמקדת בעיקר בתחום הפרט - לפי נתוני שנת 2012, כ- 90% מהפרמיות בפעילות הבריאות הינם ביטוחי פרט. בנוסף, תחום הביטוח הסייעודי בחברה, המאופיין בזנב פעילות ארוך וחוסר ודאות לגבי השלכותיו על תוצאות החברה, היווה כ- 15% בלבד, מסך הפרמיות. פוליסות ההוצאות הרפואיות הינן עוגן הרווחיות במגזר ביטוח הבריאות, עם שיעור רווח של כ- 82% מסך הרווח הכולל במגזר, בשנת 2012. להערכת מידרוג, תחום הפרט בביטוח הבריאות הינו אחד ממנופי הצמיחה בחברה ובענף.

נתחי השוק של המבטח בתחומי הביטוח הכללי, במונחי פרמיות ברוטו, הינם כ- 10% ברכב חובה, כ- 13% ברכב רכוש, וכ- 11% ברכוש אחר. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013 רשמה החברה רווח לפני מס של כ- 177 מיליון ₪ בביטוח הכללי, זאת לעומת כ- 160 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. העלייה ברווח מפעילות הביטוח הכללי הינה חרף חלוקת מניות חברת שומרה (כמפורט לעיל). ענפי הרכב (רכוש וחובה) מאופיינים בתחרות תעריפים חריפה וקיימות בהם השפעות אקסוגניות רבות - המייצרות תנודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. כמו כן, בענף ביטוח רכב חובה קיימת תלות גבוהה בתנודתיות שוק ההון.

**רכב חובה** - לחברה נתח שוק בענף רכב חובה בשיעור של כ- 10% מכלל הענף, במונחי פרמיות ברוטו. יחס הרווח הכולל



לפרמיה של החברה במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2013, נמוך מהענף - כ- 13%, לעומת כ- 16%. במהלך השנים 2010-2012, עומד היחס על כ-22% בחברה לעומת כ-20% בענף. בנטרול רווחי השקעה, הפגינה החברה ביצועים טובים יחסית לענף בשלושת הרבעונים הראשונים בשנת 2013, עם יחס רווח בנטרול הכנסות השקעה לפרמיות ברוטו של כ-3%, לעומת הענף עם שיעור של כ-4%, ובשנים 2010-2012, בשיעור של כ-1% לעומת כ-2% בענף. נזכיר כי הדיווח החשבונאי בענף רכב חובה הינו בדחייה של שלוש שנים, כלומר, בשנת 2013 מוצגות תוצאות רווח/הפסד המיוחסות לשנת החיתום 2010.

במהלך התקופה חלה ירידה בהיקף הפרמיות ברוטו של החברה מפעילות זו, מכ- 535 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, לכ- 401 מיליון ₪ השנה, וזאת על רקע היפרדותה משומרה.

**רכב רכוש** - ביטוח רכב רכוש מאופיין בסיכון עסקי ממוצע, המתבטא בתחרות גבוהה ונאמנות לקוחות נמוכה. לחברה נתח שוק של כ- 13% ברכב רכוש. בשנים 2010-2012 היחס המשולב<sup>9</sup> של החברה בתחום פעילות זה עמד על כ-104%, בדומה לענף. עם זאת, החל משנת 2013 שיפר כלל הענף את תוצאותיו בפעילות זו, ובהתאמה ירד היחס המשולב הענפי לכ- 97%. החברה, לעומת זאת, שיפרה את תוצאותיה באופן ניכר, מעבר לתוצאות הענף, לשיעור של כ- 89%. בדומה לפעילות הרכב חובה, גם בביטוחי הרכב רכוש חל קיטון בהיקף הפרמיות ברוטו שנגבו במהלך התקופה, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, מכ- 773 מיליון ₪ לכ- 638 מיליון ₪, קיטון של כ- 17%.

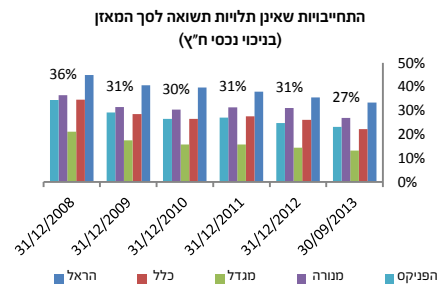
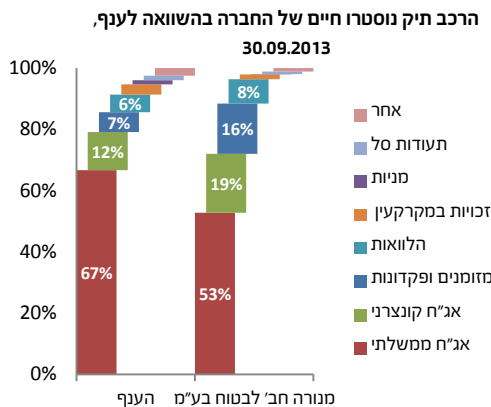
**רכוש אחר** - בענף ביטוח רכוש אחר, לחברה נתח שוק בשיעור כ-

11%. לחברה רווחיות חיתומית נמוכה ביחס לענף בשנים 2010-2012, עם יחס משולב ממוצע של כ-81%, כאשר הממוצע הענפי באותן שנים הינו 73%. בשנת 2013, לחברה יחס משולב גבוה מהממוצע הענפי, 80% בחברה ביחס ל- 75% בממוצע הענפי.

<sup>9</sup> יחס משולב - יחס נזקים (נזקים לפרמיות בשייר) בתוספת יחס הוצאות (הוצאות לפרמיות ברוטו). ככל שהיחס נמוך, כך הרווחיות החיתומית גבוהה יותר.

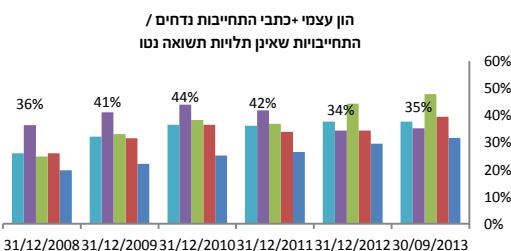
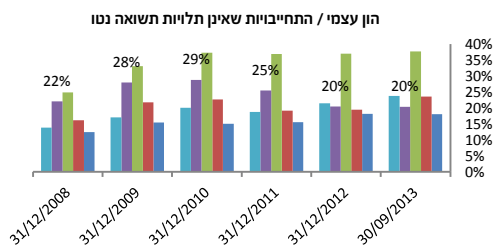
**שיפור בהיקף ההתחייבויות שאינן מבטיחות תשואה בשנת 2013**

חלקן של ההתחייבויות, שאינן תלויות תשואה (פוליסות המעניקות תשואה מובטחת), לסך הנכסים במאזן המאוחד של החברה (בניכוי אג"ח ח"ץ מיועדות מההתחייבויות ומהנכסים) קטן בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2013 ביחס לסוף שנת 2012, מ- 31% לכ- 27%. שיעור זה הינו גבוה מהמוצק בקרב חמש חברות הביטוח הגדולות, כ- 24%, זאת בשל שיעור נמוך של אג"ח ח"ץ מיועדות מסך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה - כ- 26%. שיעור גבוה של אג"ח ח"ץ מיועדות יוצר תלות נמוכה ברווחי השקעה לצורך עמידה בהתחייבויות אלו. הרכב תיק הנוסטרו חיים של החברה לעומת הענף מוצג בגרף שמשמאל. ל- 30.09.2013, יתרת נכסי הח"ץ בספרי החברה עומדת על סכום של כ- 2.45 מיליארד ₪.



**כריות הון לספיגת הפסדים**

האיתנות הפיננסית מחושבת על בסיס היחס שבין ההון העצמי (עם וללא כתבי התחייבות נדחים), לבין סך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה, בניכוי אג"ח ח"ץ ("התחייבויות שאינן תלויות תשואה נטו"). היחס המכליל את ההון העצמי, ללא כתבי התחייבות נדחים, רלוונטי לבעלי כתבי ההתחייבות הנדחים, עבורם מהווה ההון העצמי את כרית הספיגה. היחס, המכליל את כתבי ההתחייבות הנדחים, רלוונטי לבחינת האיתנות הפיננסית לבעלי הפוליסות, עבורם, מהווים כתבי ההתחייבות הנדחים כרית ספיגה נוספת להון העצמי, בשל היותם נדחים בפני יתר ההתחייבויות של חברת הביטוח. בקרב חמש חברות הביטוח הגדולות, ממוצע יחס ההון העצמי בתוספת כתבי ההתחייבות הנדחים לסך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה נטו, ליום 30.09.2013, עמד על כ- 38% ועל כ- 36% ליום 31.12.2012. בחברה, היחס נמוך יותר, כ-



35% ביום 30.09.2013, וכ- 34% בסוף שנת 2012. בהקשר זה חשוב לציין כי, לחברה יכולת גיוס כתבי התחייבות נדחים בסך כ- 639 מיליון ₪. לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2013 הינה כ- 1,051 מיליון ₪, כ- 739 מיליון ₪ מתוכו גויס כנגד כתבי התחייבות נדחים. כתבי ההתחייבות צפויים להיפרע עד שנת 2024. בשנים 2014-2015, על החברה לפרוע סך של כ- 112 מיליון ₪ בגין קרן כל שנה, וקרן בסך כ- 44 מיליון ₪ בשנה בשנים 2016-2019. ליום 30.09.2013, במאזן הסולו של חברת האם חובות פיננסיים בסך כ- 791 מיליון ₪, מזומנים בסך כ- 58 מיליון ₪ ונכסים פיננסיים בסך כ- 330 מיליון ₪. בשנים 2014-2017, תידרש חברת האם לפרוע כ- 115 מיליון ₪ כל שנה.



**גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

- גידול משמעותי בפעילות החיסכון ארוך הטווח ו/או הבריאות בתמהיל העסקים של החברה.

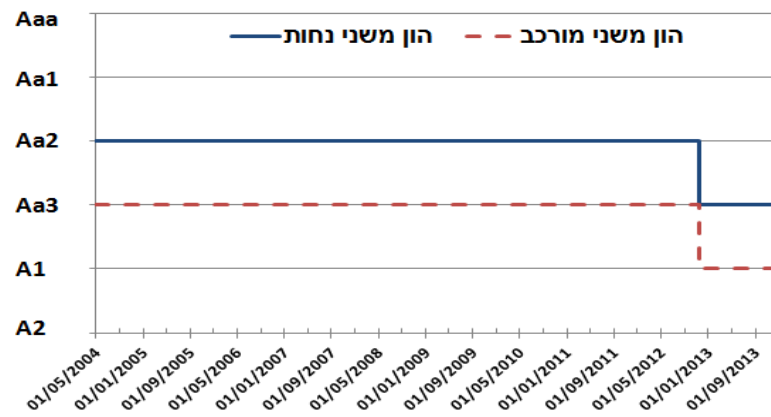
**גורמים העלולים לפגוע בדירוג:**

- ירידה בעודפי ההון ואי שמירה על עודף הון מחושב ביחס לנדרש, של 15% לפחות, לרבות אי שמירה על עודפי הון גבוהים ביחס לענף<sup>10</sup>.
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה ו/או שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת.
- חלוקת דיבידנדים, שיש בהם כדי לפגוע בנזילות או באיתנות הפיננסית של החברה.
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי משנה להם חשופה החברה במידה מהותית.

**אודות החברה**

מנורה מבטחים ביטוח הינה חברה פרטית, המוחזקת בבעלות מלאה ע"י חברת האם, שהינה חברה ציבורית, אשר מניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א. החברה פועלת בתחומי הביטוח על כל ענפיו. בעלי מניותיה העיקריים של מנורה החזקות הינם ניידן אסטבלישמנט ופלמס אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים בנאמנות עבור משפחת גורביץ, ומחזיקים בכ- 61.86% ממניות החברה. מנכ"ל חברת האם, מר אהרון קלמן, המכהן גם כיו"ר הדירקטוריון של המבטח, מחזיק בכ- 2.7% ממניות מנורה החזקות ויתרת המניות מוחזקות בידי הציבור. בעבר החזיקה החברה בחברת הניהול של קרן הפנסיה מבטחים החדשה, קרן הפנסיה הגדולה בישראל. בשנת 2012, העבירה החברה את הבעלות על חברת הפנסיה לחברת האם, כדיבידנד בעין. בינואר 2013 חילקה החברה כדיבידנד בעין את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ, העוסקת בעיקר בתחומים של ביטוח רכב וביטוח רכוש.

<sup>10</sup> לעניין זה - חמש חברות הביטוח הגדולות.



חומר מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון - דצמבר 2012

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - נובמבר 2011](#)

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדרגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.