

מנורה מבטחים החזקות בע"מ¹

מעקב | ינואר 2021

אנשי קשר:

אמיר כצנלסון

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
amir.katznelson@midroog.co.il

ניל הראל

אנליסט, מעריך דירוג משני
nilh@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים
itay.navarra@midroog.co.il

¹ גב' אביטל שטיין הינה דח"צית במנורה מבטחים החזקות בע"מ וכן הינה דח"צית במידרוג בע"מ. אין לגב' שטיין כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בע"מ.

מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לאגרות חוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	5660055	Aa2.il	יציב	30/06/2022
ג'	5660063	Aa2.il	יציב	30/09/2026

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באחזקת שליטה בשלוש אחזקות ליבה בעלות איכות אשראי טובה יחסית - מנורה מבטחים ביטוח ("מנורה ביטוח") (Aa2.il, יציב), מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ ("מנורה פנסיה וגמל") ושומרה חברה לביטוח בע"מ ("שומרה"), ביחסי שירות חוב ובגמישות פיננסית גבוהים. הגמישות הפיננסית מתאפיינת ביחס כיסוי ריבית ובמינוף בולטים לטובה ביחס לדירוג ובהקטנת החוב הפיננסי בצורה מהותית בשנים האחרונות. למרות פיזור הולם יחסית של נכסי בסיס בתיק הוא עודנו ריכוזי הן בשווי והן בתזרים בתחומי הביטוח וחסכון לזמן ארוך. החברה פעלה בשנים האחרונות לגוון את התיק עם כניסה לתחומי המימון החוץ בנקאי - אמפא קפיטל בע"מ ("אמפא") ו-אי.אר.אן בע"מ ("אי.אר.אן") והרחבת פעילות הנדל"ן והפרויקטים, בעיקר בסגמנט האנרגיה המתחדשת². אולם, תרומת חברות אלו לשווי ולתזרים עדיין נמוכה יחסית גם בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2020-2021. בנוסף, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח, שומרה ומנורה פנסיה וגמל, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. לאור זאת, שליטת החברה על פוטנציאל חלוקת דיבידנדים מהמוחזקות המהותיות שלה תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. בהקשר זה, נציין כי, בשנה האחרונה המשק נמצא במשבר כלכלי הנובע מהתפרצות נגיף הקורונה ומהניסיונות למגר את התפשטותו, אשר השפיע לרעה על המרווח הפיננסי של החברה, יחד עם זאת פעולות החברה להתאמת תוכנית העבודה הובילו להתייעלות תפעולית.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021 אנו מניחים תקבולים בהיקף של כ-130-160 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך חלוקת דיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל בסך של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה³, דיבידנדים ממנורה ביטוח ושומרה בהיקף כולל של 60-70 מיליון ₪ בשנה ותקבולים מדמי ניהול, פירעון הלוואות ודיבידנדים משאר חברות הקבוצה בסך כולל של כ-30-40 מיליון ₪ בשנה. נציין כי, לאור השפעת עדכון לוחות התמורה וסביבת הריבית הנמוכה על יחסי כושר הפירעון של מנורה ביטוח, וכן מיצוי לעת עתה של מכסת ההכרה במכשירי הון רובד 2, פוטנציאל היקף החלוקה ממנה יותר מוגבל בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות. מנגד, אנו מניחים, כי שומרה צפויה להמשיך ולחלק דיבידנדים בשל עודף משמעותי מיעד הדירקטוריון לחלוקת דיבידנדים ומכך שההון הנדרש (SCR) שלה חשוף פחות למשתנים אקסוגניים ובראשם עקום הריבית. היקף תקבולים זה אינו כולל תזרימים נוספים הכוללים בין השאר תקבולים בגין מימוש אופציית הרכש של פעילות קרנות הנאמנות על ידי אלטשולר שחם בסך של כ-10-7 מיליון ₪ בשנה. כנגד תקבולים אלו, אנו מניחים תשלומים בהיקף של כ-160-200 מיליון ₪ בשנות התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית (לרבות בגין הלוואה שנטלה מנורה נדל"ן) בסך של כ-130 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות של כ-15 מיליון ₪ בשנה והמשך השקעות בפרויקטים לאנרגיה מתחדשת בסך מצטבר של עד 50 מיליון ש"ח. אנו מביאים בחשבון כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים בסכומים דומים בהיקפם לשנים האחרונות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות ומסגרת אשראי חתומה (בהיקף של כ-60 מיליון ₪) צפוי להיות גבוה ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 4-5.

² סגמנט האנרגיה המתחדשת הינה פעילות של מנורה מבטחים אנרגיה בע"מ.
³ בשנת 2020 מנורה פנסיה וגמל חילקה דיבידנדים בהיקף כולל של 170 מיליון ₪.

לחברה פרופיל נזילות איתן הנשען על תיק ניירות ערך משמעותי בסיכון שוק סביר להערכתנו ועל מסגרת אשראי חתומה ופנויה בסך של כ-60 מיליון ₪. פרופיל הנזילות צפוי להשתפר בטווח תרחיש הבסיס שלנו כך ששיעור היתרות הנזילות (ללא מסגרת האשראי) מהחוב ברוטו צפוי לעלות מכ-54% לטווח שינוע בין 100%-110%, ללא הנחת מחזור חוב בטווח התחזית, כאשר היקף החוב צפוי לקטון בכ-114 מיליון ₪ בטווח זמן זה.⁴ לחברה גמישות פיננסית גבוהה, אשר באה לידי ביטוי באמצעות יחס כיסוי ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו (כמתואר לעיל), בטווח של 5-6. בנוסף, הגמישות הפיננסית באה לידי ביטוי באמצעות שיעור מינוף (LTV)⁵ נמוך, אשר צפוי להערכתנו להיות נמוך מ-2%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של החברה. יחסים פיננסיים אלה בולטים לטובה ביחס לדירוג ותומכים ביכולת מחזור החוב, במידת הצורך.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי המעמד העסקי, הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. נציין כי, בשלב זה קיימת אי ודאות מסוימת בנוגע למשך המשבר הכלכלי, אשר נגרם בעקבות התפרצות נגיף הקורונה, ועוצמתו, ובכך על ההשלכות הצפויות על הסביבה הכלכלית, לרבות שווקי ההון, ענף הביטוח והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות העיקריות.
- שחיקה בנראות הדיבידנדים מהמוחזקות בטווח הזמן הבינוני ארוך.
- גידול משמעותי במינוף הפיננסי.
- מדיניות דיבידנדים אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה.

מנורה מבטחים החזקות (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2019	30.09.2020	
3,447	3,772	3,809	4,112	4,033	4,260	השקעות במוחזקות [1]
181	18	28	87	14	38	מזומנים ושווי מזומנים
379	328	294	258	212	461	השקעות פיננסיות
4,270	4,429	4,446	4,755	4,611	5,083	סה"כ נכסים
3,377	3,616	3,746	4,197	4,033	4,482	הון עצמי
751	667	531	391	392	430	חוב פיננסי

6%	8%	6%	1%	4%	-2%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
74%	52%	60%	88%	58%	116%	נזילות [2] לחוב

44	280	328	306	201	393	רווח נקי
197	339	180	509	345	285	סה"כ רווח כולל
238	73	163	246	141	121	דיבידנד שהתקבל
-	(100)	(50)	(100)	(100)	-	דיבידנד ששולם

[1] בנטרול עודף הפסדים על השקעות במוחזקות
[2] מזומנים ושווי מזומנים + השקעות פיננסיות

⁴ תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון תשלום עבור החוב של מנורה נדל"ן בהיקף של כ-7 מיליון ₪ בטווח התחזית.
⁵ שיעור המינוף (LTV) לוקח בחשבון את יתרות הנזילות של החברה ואת החוב של מנורה נדל"ן.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

אחזקת שליטה בפעילויות משיקות בתחומי הביטוח וחיסכון ארוך טווח מהוות נדבך מהותי לדירוג

לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענף הביטוח והפיננסים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן מנורה ביטוח⁶, מנורה פנסיה וגמל ושומרה, המהוות נכון לסוף שנת 2019 כ-49%, כ-22% וכ-15% משווי ההשקעות בספרי החברה, בהתאמה. נכסי בסיס אלה צפויים להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתזרימי המזומנים בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021. דירוג מנורה ביטוח משקף פרופיל עסקי הולם, נוכח גודלה והיותה אחת מחמשת חברות הביטוח הגדולות בישראל, עם נתח שוק של כ-10% לאורך זמן ופיזור קווי העסקים, התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. כמו כן, פרופיל הסיכון הינו הולם ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה מתונה יחסית ללקוחות גדולים, יחד עם זאת חל גידול בחשיפה לקולקטיבים במגזר הבריאות עם זכייתה במכרזים לביטוח סיעודי קבוצתי של קופות החולים מאוחדת ולאומית. כמו כן, הלימות ההון ופרופיל הנזילות של מנורה ביטוח הולמים לדירוג, כאשר האחרון נתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית. מנורה פנסיה וגמל מנהלת נכסים בהיקף של כ-174 מיליארד ₪, נכון ליום 30 בספטמבר 2020. נכסים אלה כוללים ניהול קרנות פנסיה בסך של כ-143 מיליארד ₪, המשקפים נתח שוק משמעותי של כ-33%, וניהול קופות גמל בסך של כ-31.4 מיליארד ₪. מנורה פנסיה וגמל הציגה צמיחה מואצת של כ-50% בהיקף הנכסים המנוהלים משנת 2016 (נכסים מנוהלים בהיקף של 110 מיליארד ₪), בין היתר בגין סביבה מאקרו-כלכלית תומכת, עלייה סטטוטורית בהיקף ההפרשות הפנסיוניות ותשואות גבוהות יחסית בשוק ההון בשנים האחרונות. עובדה זו השתקפה בגידול בסך ההכנסות והרווח הנקי, למרות שחיקה מתמשכת בשיעור דמי הניהול בעקבות התחזקות התחרות בענף, שנתמכה גם בתמורות רגולטוריות. להערכתנו, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בטווח הזמן של השנתיים הקרובות, כאשר לחץ המחירים צפוי להימשך ולהכביד על רווחיות מנורה פנסיה וגמל, נוכח התגברות התחרות ובתמיכת הרגולציה. כמו כן, המשבר הכלכלי הנובע מהתפרצות נגיף הקורונה ומהניסיונות למגר, הוביל להשפעות על הסביבה הכלכלית אשר באים לידי ביטוי, בין היתר בשיעורי אבטלה עולים וכן הוביל לתנודתיות ואי ודאות גבוהה יותר בשווקי ההון, אשר עלולים להשפיע על פעילות הפנסיה והגמל. בנוסף, אסטרטגיית החברה לגוון את תיק ההשקעות מהווה גורם חיובי בדירוג, אשר עשוי לתמוך בשרידות החברה לאורך המחזור ובפרט בענפים בעלי קורלציה נמוכה יחסית עם החזקות הליבה וככל שהתלות (בשווי ובתזרים) באחזקות אלה תקטן. אחזקות אלה כוללות מספר אחזקות קטנות יותר, אשראי חוץ בנקאי (אמפא ו-אי.אר.אן), נדל"ן ופרייקטי אנרגיה מתחדשת, אשר תורמות לפיזור התיק, אולם היקף הדיבידנדים הצפוי מהן עדיין שולי יחסית.

קרן הפנסיה הינה מקור הדיבידנדים המרכזי בשל נחיתות מבנית להתחייבויות בחברות המבטחות לצד המגבלות

הרגולטוריות הנתונות עליהן בקשר עם חלוקת דיבידנדים

לחברה תלות משמעותית בהיקפי הדיבידנדים המחולקים על ידי המוחזקות העיקריות שלה לצורך שירות החוב ומימון פעילותה השוטפת. מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברות הביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטחים לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים (באם קיימים). רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטחים היכולת לשרת את התחייבויותיהם, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את חובה הפיננסי של החברה. בנוסף, ענף הביטוח והחיסכון לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבות ואיתנות הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. כתוצאה מכך, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח ושומרה חברה לביטוח, לרבות ביצוע חלוקת דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מחלק מהמוחזקות המהותיות שלה תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר הסולבנסי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניות ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון). מנורה ביטוח ושומרה קבעו יעדים פנימיים לגבי יחס כושר הפירעון לצורך חלוקת דיבידנדים, אשר עמדו ביום 31 בדצמבר 2019 על כ-111% ו-104%, בהתאמה, ויעלו בהדרגה בשנים הקרובות עד לתום תקופת המעבר בשנת 2024 ל-115% ו-110%, בהתאמה. יחסי כושר הפירעון של מנורה ביטוח ושומרה ליום 31 בדצמבר 2019 (ללא

⁶ מנורה ביטוח מדורגת בדירוג Aa2.il באופק יציב.

התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות) עמדו על כ-120.5%⁷ וכ-134.8%, בהתאמה, לעומת כ-120.2% וכ-114.6% בהתאמה, ליום 31 בדצמבר 2018. אנו מניחים, כי לאור השפעות עדכון לוחות התמזותה וסביבת הריבית הנמוכה על יחסי כושר הפירעון של מנורה ביטוח וכן מיצוי לעת עתה של מכסת ההכרה במכשירי הון רובד 2, פוטנציאל היקף החלוקה יוותר מוגבל בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות. מנגד, אנו מניחים כי שומרה צפויה להמשיך לחלק דיבידנדים בתרחיש הבסיס שינועו להערכתנו בטווח של 15-20 מיליון ₪ בשנה. זאת משום ששומרה מציגה עודף משמעותי מיעד הדירקטוריון לחלוקת דיבידנדים, בין השאר בגין החלטת בית המשפט העליון בקשר עם תביעות השיבוב בביטוח לאומי, לגבי ריבית ההיוון של עתודות רכב חובה וחבויות, אשר הקטינה את העתודות הביטוחיות בכ-31 מיליון ₪ בשנת 2020. בנוסף, ההון הנדרש (SCR) שלה חשוף פחות למשתנים אקסוגניים ובראשם עקום הריבית. בהתאם לדברי החברה, נציין כי ביום 31 בדצמבר 2020, חילקה שומרה דיבידנד בסך 100 מיליון ₪. מקור דיבידנדים משמעותי ויציב נוסף לחברה הינו מנורה פנסיה וגמל, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף הדיבידנדים המשמעותי שחילקה מאז שנת 2015, בדגש על החלוקה שנעשתה בשנת 2020 אשר עמדה על סך כולל של 170 מיליון ₪. לקרן הפנסיה נראות דיבידנדים טובה יותר ביחס למבטחים בשל עודפי הון גבוהים יחסית בסך של כ-203 מיליון ₪⁸, נכון ליום 30 בספטמבר 2020, חשיפה נמוכה יותר למשתני שוק ופוטנציאל יצור רווחים הנובע גם מיתרונות משמעותיים לגודל.

יחסי שירות החוב גבוהים ביחס לדירוג, לאור פירעון מלא של סדרה א', אך מושפעים לרעה בשל השקעות משמעותיות

יחסית בפרוייקטי אנרגיה מתחדשת וחלוקת דיבידנדים

בשנים האחרונות הקטינה החברה את היקף החוב הפיננסי בצורה מהותית (קיטון של כ-240 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות), תוך שיפור פרופיל הסיכון. לאור פירעון מלא של אגרות החוב סדרה א' בשנת 2019, אנו מעריכים, כי לוח הסילוקין בשנתיים הקרובות יהיה נוח יותר. בתרחיש הבסיס לשנים 2020-2021 אנו מניחים היקף תקבולים של כ-130-160 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך חלוקת דיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל בסך של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה, דיבידנדים ממנורה ביטוח ושומרה בהיקף כולל של 60-70 מיליון ₪ בשנה ותקבולים מדמי ניהול, פירעון הלוואות ודיבידנדים משאר חברות הקבוצה בסך כולל של כ-30-40 מיליון ₪ בשנה. בנוסף לאמור לעיל, נכון ליום 30 בספטמבר 2020, לחברה מזומנים והשקעות פיננסיות בהיקף כולל של כ-500 מיליון ₪. היקף תקבולים זה אינו כולל תזרימים נוספים הכוללים, בין היתר, תקבולים בגין מימוש אופציית הרכש של פעילות קרנות הנאמנות על ידי אלטשולר שחם בסך של כ-7-10 מיליון ₪ בשנה. כנגד תקבולים אלו, אנו מניחים תשלומים שנתיים בהיקף של כ-160-200 מיליון ₪ בשנות התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית (לרבות בגין הלוואה שנטלה מנורה נדל"ן) בסך של כ-130 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות של כ-15 מיליון ₪ בשנה והמשך השקעות בפרוייקטים לאנרגיה מתחדשת בסך מצטבר של עד 50 מיליון ₪ ש"ח. אנו מביאים בחשבון כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים בסכומים דומים בהיקפם לשנים האחרונות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות ומסגרת אשראי חתומה (בהיקף של כ-60 מיליון ₪) צפוי להיות גבוה ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 4-5. עם זאת, נציין כי יחס שירות החוב (DSCR) השוטף יוותר נמוך יחסית להערכתנו וינוע בטווח שבין 0.7-1.4 בתקופת התחזית וכנגזר יוביל לשחיקה מסוימת בכרית הנזילות המהותית בטווח הזמן הקצר והבינוני, ללא הנחה של מחזור חוב.

⁷ עד למועד הפרסום לראשונה של דוח יחס כושר פירעון בגין נתוני 31 בדצמבר 2019, יחס כושר הפירעון עמד על כ-119.5%.

⁸ נציין כי, עודפי ההון הינם לאחר חלוקת דיבידנד בהיקף של 50 מיליון ₪ אשר נעשתה לאחר מועד הדוח הכספי של יום 30 בספטמבר 2020.

גמישות פיננסית גבוהה אשר באה לידי ביטוי ביחסי כיסוי ריבית ובמינוף בולטים לטובה ביחס לדירוג

להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס כיסוי ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, בטווח של 5-6. בנוסף, שיעור המינוף (LTV)⁹ הינו נמוך ולהערכתנו צפוי להיות נמוך מ-2%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של החברה. יחס זה תומך ביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לטובה גם מגמישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים באג"ח ושעבוד שלילי על נכסיה. נציין, כי לחברה מספר אפיקים נוספים התומכים בגמישות הפיננסית, לרבות מימוש יתרת הנדל"ן להשקעה שברשותה.

פרופיל הנזילות איתן, אך צפוי להישחק במידה מסוימת בטווח הזמן הקצר והבינוני

נכון ליום 30 לספטמבר 2020 קיימת לחברה יתרות נזילות בהיקף מהותי של כ-500 מיליון ₪, המהווים כ-108% מסך החוב ברוטו וכ-193% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשנתיים הקרובות. בהתאם לדברי החברה, נכון ליום 31 בדצמבר 2020, יתרות הנזילות שלה הינן בהיקף של כ-650 מיליון ₪, נוכח קבלת דיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל (בהיקף של 50 מיליון ₪) ושומרה (בהיקף של 100 מיליון ₪). נציין, כי יתרות הנזילות כוללות תיק ניירות ערך סחיר משמעותי, בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית, להערכתנו. בנוסף, לחברה מסגרת אשראי פנויה וחתומה בהיקף של כ-60 מיליון ₪, שאנו מניחים כי תישאר בתוקף בטווח תרחיש הבסיס. יתרות הנזילות מהוות כרית ביטחון הולמת כנגד שחיקה בנראות הדיבידנדים, או אירועים חד פעמיים ובלתי צפויים. נציין, כי במסגרת דירוג אגרות החוב, הצהירה החברה על כוונתה לשמור על נכסים נזילים וקווי אשראי בשיעור של 100% מהחזרי החוב (קרן וריבית) שנה מראש, לפי לוח הסילוקין, כאשר ירידה מיחס זה עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג. בתרחיש הבסיס של מידורג צפויות יתרות הנזילות להישחק בשנתיים הקרובות, ללא הנחת מחזור חוב ולעמוד על כ-400 מיליון ₪ בסוף שנת 2021, יחד עם זאת, היקף החוב צפוי לקטון בהיקף דומה, כך ששיעור הנזילות לסך החוב ברוטו במועד זה צפוי להישאר בטווח של כ-100%-110% מסך החוב ברוטו.¹⁰ נציין, כי היקף החוב בתרחיש זה יקטן בכ-114 מיליון ₪ לרמה של כ-350 מיליון ₪¹¹.

המשבר הכלכלי הנובע מהתפרצות נגיף הקורונה השפיע לרעה על המרווח הפיננסי של הקבוצה, יחד עם זאת פעולות הקבוצה להתאמת תוכנית העבודה הובילו להתייעלות תפעולית

התפרצות נגיף הקורונה והנסיגות למגרו אשר גרמה למשבר כלכלי עולמי הביאה לירידה חדה בהיקפי הפעילות הכלכלית, כאשר הוכרזו מגבלות על תנועה ותעסוקה באזורים רבים בעולם ובישראל. במהלך השנה, חלה תנודתיות משמעותית בשווקים הפיננסיים אשר השפיעו לרעה על תיק הנוסטרו של הקבוצה וכן על תיק ההשקעות של מנורה ביטוח עבור חוזים תלויי תשואה אשר להם השפעה על המרווח הפיננסי ודמי הניהול להם זכאית החברה המבטחת ממבטחיה. במישור הפיננסי, בשל התשואה הריאלית השלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח החיים בנין חוזים תלויי תשואה ששווקו עד שנת 2004, מנורה ביטוח לא רשמה הכנסות מדמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2020 אלא מדמי ניהול קבועים בלבד. להערכת הקבוצה, בהתאם לתוצאות שחלו לאחר תקופת הדיווח (30.09.2020) ועד סמוך לפרסום הדוחות, הושגה תשואה ריאלית חיובית אשר תאפשר לגבות דמי ניהול משתנים. במישור התפעולי בעקבות המשבר הכלכלי העולמי, פעלה הקבוצה להתאמת תוכנית העבודה שלה לשנת 2020, ובכלל זה לצמצום היקף העסקה באמצעות הוצאת 20% מכוח האדם לחל"ת וצמצום היקף המשרה ליתר העובדים ל-80% משרה, מפרוץ המשבר עוד ליום 17 למאי 2020. כמו כן, החברה פעלה לקיצוץ שכר הבכירים, הקפאת עדכוני שכר העובדים לשנת 2020¹² וביטול פעילות הרווחה לשנה זו, תוך יצירת קרן רווחה לעובדים נזקקים. בנוסף הקבוצה פועלת לצמצום עלויות ספקים והוצאות הנהלה וכלליות אחרות. להערכת הקבוצה, התאמת תוכנית העבודה לשנת 2020 כמפורט לעיל, צפויה להביא לחיסכון בהוצאות של כ-90-100 מיליון ₪ בשנת 2020 וכ-60-75 מיליון ₪ בשנת 2021. במישור הביטוחי, במרבית תחומי הפעילות לא זוהתה הרעה. הקבוצה מציינת כי בתחילת המשבר, חלה ירידה בהכנסות מפרמיות בענפי הרכב לצד ירידה בהיקף התביעות ומאידך על רקע חזרת המשק באופן הדרגתי לפעילות החל מהרבעון השני מסתמן

⁹ שיעור המינוף (LTV) לוקח בחשבון את יתרות הנזילות של החברה ואת החוב של מנורה נדל"ן.

¹⁰ שיעור הנזילות לסך החוב לוקח בחשבון תרחישי לחץ שונים בקשר עם תיק ניירות הערך של החברה.

¹¹ תרחיש הבסיס של מידורג לוקח בחשבון תשלום עבור החוב של מנורה נדל"ן בהיקף של כ-7 מיליון ₪ בטווח התחזית. כמו כן, אנו מניחים כי הדיבידנד אשר חולק משומרה לחברה בהיקף של 100 מיליון ₪ ביום 31 בדצמבר 2020 יחולק לבעלי המניות בשנת 2021.

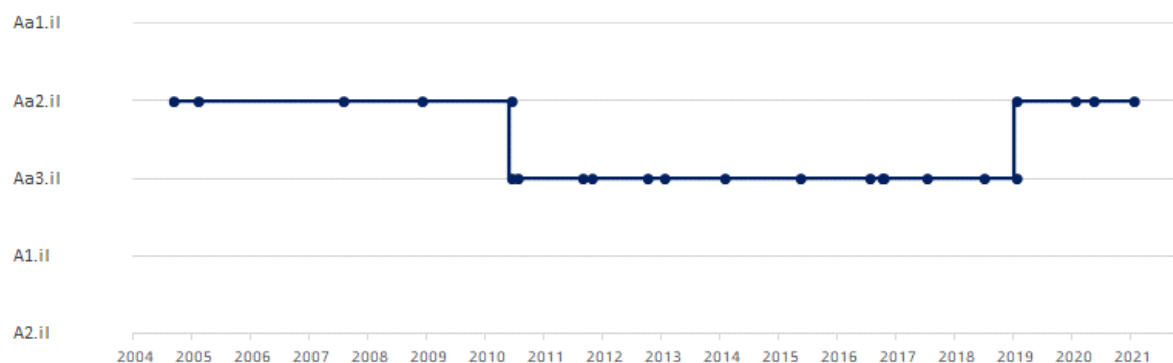
¹² אלא אם תוצאות שנת 2020 יעלו על שיעור מוסכם מיעד הרווח המקורי לשנה זו.

שינוי מגמה וחזרה היקפי הפעילות טרם המשבר. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר השפעות המשבר הכלכלי על החברה, ותעדכן את הדירוג בהתאם לצורך.

אודות החברה

החברה הינה חברת החזקות ואחת מחמש קבוצות הביטוח והפיננסיים הגדולות בישראל, המנהלת את קרן הפנסיה הגדולה בישראל - "מבטחים החדשה", ובעלת השליטה בחברות הביטוח מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ושומרה חברה לביטוח בע"מ. החברה עוסקת, באמצעות חברות בנות בשליטה (לרבות סוכנויות ביטוח), בכל ענפי הביטוח העיקריים, ובכלל זה ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, הכולל פנסיה וגמל, ביטוח כללי, הכולל ביטוח רכב (חובה ורכוש) ביטוח כללי אחר וכן ביטוח בריאות. לחברה מספר פעילויות נוספות כגון השקעות בנדל"ן ובפרויקטים ובעיקר פעילות סולארית בארץ באמצעות חברות בשליטה, פעילות אשראי ומימון לעסקים קטנים ובינוניים ופעילות של מתן התחייבויות לפירעון אמצעי תשלום, וזאת באמצעות חברות כלולות. מניות החברה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה של החברה הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים בנאמנות עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ, בהתאמה, והמוחזקים ביחד בכ- 62% ממניות החברה. מנכ"ל החברה הינו מר ארי קלמן.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מנורה מבטחים החזקות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, נובמבר 2017](#)

[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

10.01.2021	תאריך דוח הדירוג:
01.01.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.08.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מנורה מבטחים החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מנורה מבטחים החזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>