

# מנורה מבטחים החזקות בע"מ

מעקב | ינואר 2024

## אנשי קשר:

### מיכל בדינר

אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית  
[michal.b@midroog.co.il](mailto:michal.b@midroog.co.il)

### אביאור דגן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני  
[avior.dagan@midroog.co.il](mailto:avior.dagan@midroog.co.il)

### מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים  
[moty.c@midroog.co.il](mailto:moty.c@midroog.co.il)

## מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרה

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il למנפיק ולאגרות החוב (סדרה ג) שהנפיקה מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "החברה").  
אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/09/2026	יציב	Aa2.il	5660063	מנורה מב אגח ג

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בשליטה בשלוש אחזקות ליבה בעלות איכות אשראי גבוהה יחסית - מנורה מבטחים ביטוח (להלן: "מנורה ביטוח") (Aa1.il, באופק יציב), מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ (להלן: "מנורה פנסיה וגמל") ושומרה חברה לביטוח בע"מ (להלן: "שומרה") (A1.il, באופק יציב), ביחסי שירות חוב בולטים לחיוב ביחס לדירוג ובגמישות פיננסית גבוהה ביחס לדירוג, הנתמכת ביחס כיסוי ריבית (ICR) וביחסי מינוף אשר בולטים לטובה ביחס לדירוג. על אף השיפור בפזר נכסי הבסיס, התיק עודנו ריכוזי, הן בשווי והן בתזרים בתחומי הביטוח וחסכון לזמן ארוך. לחברה מספר אחזקות קטנות יותר בתחומי המימון החוץ בנקאי - אמפא קפיטל בע"מ ואי.אר.אן בע"מ, וכן בנדל"ן, אשר תורמות לפזר התיק, אולם היקף הדיבידנדים הצפוי מהן עדיין שולי יחסית. בנוסף, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח, שומרה ומנורה פנסיה וגמל, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. בשל כך, שליטת החברה על פוטנציאל חלוקת הדיבידנדים מהמוחזקות המהותיות שלה תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת באופן מסוים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מניחים היקף תקבולים של כ-183 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך קבלת דיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל, אולם בהיקף מתון יותר ביחס לשנים עברו. בסך של כ-40 מיליון ₪ בשנה, דיבידנדים ממנורה ביטוח ושומרה בהיקף כולל של כ-110 מיליון ₪ בשנה ותקבולים מדמי ניהול, פירעון הלוואות ודיבידנדים משאר חברות הקבוצה בסך כולל של כ-34-36 מיליון ₪ בשנה. כנגד תקבולים אלו, אנו מניחים תשלומים תשלומי קרן וריבית שנתיים בסך של כ-78-155 מיליון ₪, הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-21 מיליון ₪ בשנה והשקעות במיזמים נוספים, בסכום של כ-150 מיליון ₪, אשר פרוסות על פני מספר שנים. להערכתנו, החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים לבעלי המניות, אולם בהיקף מתון יותר ביחס להיקף שחולק בשנת 2022, וזאת בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת של קרן וריבית לשנה קדימה, בהתאם למדיניות הדיבידנד<sup>2</sup> של החברה. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות, צפוי לבלוט לחיוב ביחס לדירוג ולעמוד על כ-2.4-5.1 בשנות התחזית, תחת תרחיש לחץ לגבי היקף החוב של החברה.

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג כאמור, ונתמך ביתרות נזילות משמעותיות בהיקף של כ-361 מיליון ₪ נכון ליום 30 בספטמבר 2023. יתרות נזילות אלו, כוללות תיק ניירות ערך סחירים בהיקף משמעותי, בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית, להערכתנו. לחברה גמישות פיננסית גבוהה ביחס לדירוג, אשר נגזרת ממדיניות פיננסית שמרנית, כפי שבאה לידי ביטוי ביחס כיסוי ריבית (ICR) אשר בולט לטובה ביחס לדירוג, אולם, תחת תרחיש לחץ לגבי היקף החוב של החברה, בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לנוע בטווח של 3.1-3.4 ולהיות נמוך ביחס לדירוג. בנוסף, החברה מאופיינת בשיעור מינוף (LTV)<sup>3</sup> ויחס חוב פיננסי ל-FFO אשר בולטים

<sup>1</sup> סכומים אלה כוללים תשלומי קרן וריבית בגין הנחה לגיוס בתרחיש הבסיס. ללא הנחת הגיוס, התשלומים צפויים לנוע בטווח שבין כ-58-59 מיליון ₪.  
<sup>2</sup> בחודש דצמבר 2021 אימצה החברה מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה החל משנת 2022 תחלק החברה דיבידנד לבעלי מניותיה בשיעור של לפחות 35% מהרווח השנתי הראוי לחלוקה.  
<sup>3</sup> שיעור המינוף (LTV) לוקח בחשבון את יתרות הנזילות של החברה.

לטובה ביחס לדירוג, וצפויים להערכתנו לעמוד על כ-4.8%-5.2% ועל כ-4.3%-5.0, בהתאמה, בשנות התחזית, תחת תרחיש לחץ בקשר עם היקף החוב של החברה ושווי האחזקות, כפועל יוצא משווי השוק של החברה, כאשר יחסים אלו תומכים בגמישות הפיננסית וביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. גמישותה הפיננסית של החברה מושפעת לטובה גם מגמישות גבוהה לגורמים המממנים, לצד היעדר קובננטים אפקטיביים באג"ח.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי המעמד העסקי, הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה יישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ופיחות בשער החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא, הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).<sup>4</sup>

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

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

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023	
4,112	4,567	4,973	5,746	5,481	6,247	השקעות במוחזקות [1]
87	130	111	40	50	75	מזומנים ושווי מזומנים
258	530	679	408	502	286	השקעות פיננסיות
4,755	5,383	5,939	6,401	6,240	6,797	סה"כ נכסים
4,197	4,846	5,502	5,897	5,760	6,262	הון עצמי
391	430	323	371	369	375	חוב פיננסי

1%	-5%	-9%	-1%	-3%	0%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
88%	153%	244%	121%	150%	96%	נזילות [2] לחוב

306	648	656	534	441	360	רווח נקי*
509	654	950	410	219	534	סה"כ רווח כולל*
246	[3] 308	[3] 506	[3] 309	[3] 248	50	דיבידנד שהתקבל*
(100)	-	[4] (100)	(50)	-	(175)	דיבידנד ששולם*

[1] בנטרול עודף הפסדים על השקעות במוחזקות.

[2] מזומנים ושווי מזומנים + השקעות פיננסיות.

[3] כולל השקעות פיננסיות שהתקבלו כדיבידנד בסך של כ-146.5 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2022, כ-91.4 מיליון ₪ ליום 30 בספטמבר 2022, כ-61.8 מיליון ליום 31 בדצמבר 2021, וכ-35.3 מיליון ליום 31 בדצמבר 2020.

[4] בנוסף, החברה חילקה את מניות מנורה מבטחים אנרגיה בע"מ בסך של 242 מיליון ₪ כדיבידנד בע"מ. \*מצטבר מתחילת שנה.

<sup>4</sup> [דוח מופיע באתר מידרוג.](#)

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענף הביטוח והפיננסים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה בשלושתן) הינן מנורה ביטוח, מנורה מבטחים פנסיה וגמל ושומרה, המהוות נכון לסוף שנת 2022 כ-51%, כ-16% וכ-11% משווי ההשקעות בספרי החברה, בהתאמה, וזאת לעומת כ-57%, כ-18% וכ-13% משווי ההשקעות בספרי החברה בשנת 2021, בהתאמה, ועל כן חל שיפור מסוים בפרופיל תיק האחזקות של החברה כתוצאה משיפור בריכוזיות האחזקות בענף הביטוח והפיננסים. נכסי בסיס אלו, צפויים להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתזרימי המזומנים בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025. דירוג האיתנות הפיננסית של מנורה ביטוח (Aa1.il, באופק יציב) משקף פרופיל עסקי הולם, נוכח גודלה והיותה אחת מחמשת חברות הביטוח הגדולות בישראל, עם נתח שוק של כ-10% לאורך זמן, כאשר הפרופיל העסקי מושפע גם משליטה הולמת במערך ההפצה ובסיס לקוחות רחב, התומכים ביכולת יצור ההכנסות והרווחים לאורך המחזור הכלכלי. כמו כן, פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית. בנוסף, הלימות ההון של מנורה ביטוח בולטת לטובה ביחס לדירוג, אולם פרופיל הנזילות שלה נמוך ביחס לדירוג, אך נתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית, לצד חשיפה מסוימת ללקוחות גדולים. חברת הבת מנורה פנסיה וגמל, מנהלת נכסים<sup>5</sup> בהיקף של כ-252 מיליארד ש"ח, נכון לחודש נובמבר 2023. נכסים אלה כוללים ניהול קרנות פנסיה בסך של כ-216 מיליארד ש"ח, המשקפים נתח שוק משמעותי של כ-30%, וניהול קופות גמל בסך של כ-36 מיליארד ש"ח. על אף הגידול בנכסים המנוהלים במהלך שנת 2023, קיימת מגמת שחיקה ברווחיות מנורה פנסיה וגמל במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 ובמהלך שנת 2022, וזאת בשל הפסד מניהול קופות גמל מבטיחות תשואה. אסטרטגיית החברה לגוון את תיק ההשקעות מהווה גורם חיובי בדירוג, אשר עשוי לתמוך באיתנות החברה לאורך המחזור הכלכלי ובפרט, בענפים בעלי קורלציה נמוכה יחסית עם החזקות הליבה וככל שהתלות (בשווי המוחזקות ובתזרים) באחזקות אלה תקטן. אחזקות אלה כוללות מספר אחזקות קטנות יותר, אשראי חוץ בנקאי (אמפא ו-אי.אר.אן) ונדל"ן, אשר תורמות לפיזור התיק, אולם היקף הדיבידנדים הצפוי מהן עדיין שולי יחסית. בנוסף, לחברה מוחזקות נוספות, אשר מרכזות את פעילות הסוכנויות.

### היקף החלוקה מהמבטחים תלוי בגורמים אקסוגניים, אולם נתמך במרווח משמעותי מהדרישה הרגולטורית; מדיניות הדיבידנדים בקרן הפנסיה תומכת בנראות התקבולים

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 לחוב הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטחים לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים. רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטחים היכולת לשרת את התחייבויותיהם, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את החוב הפיננסי של החברה. בנוסף, ענף הביטוח והחסכון לזמן ארוך פועל תחת רגולציה רחבה ודינמית, שמטרתה לשמור על יציבותן ואיתנותן הפיננסית של חברות הביטוח, תוך חתירה לשיפור זכויות המבטחים. על כן, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח ושומרה, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. בהתאם לכך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מחלק מהמוחזקות המהותיות שלה תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן, מוגבלת באופן מסוים. תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של 100% לפחות לפי חוזר סולבנטי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניית 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 30 ביוני 2023 על כ-113.9% וכ-109.8%, בהתאמה, ויעלו בהדרגה בשנים הקרובות עד לתום תקופת המעבר בשנת 2024 ל-115%<sup>6</sup> ו-113%, בהתאמה. יחסי כושר הפירעון של מנורה ביטוח ושומרה ליום 30 ביוני 2023 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת

<sup>5</sup> על פי הנתונים המוצגים באתרים [פנסיה נט וגמל נט](#).

<sup>6</sup> בחודש נובמבר 2023 עדכנה חברת מנורה ביטוח את הון היעד כך שמתום שנת 2024, יעלה בהדרגה הון היעד באופן ליניארי מ-115% עד 130% בשנת 2032.

הפריסה ובהתאמת תרחיש מניית) עמדו על כ-154.5% (לאחר השפעת פעולות הוניות מהותיות<sup>7</sup>) ועל כ-166.2%, בהתאמה, כאשר יחסים אלו מהווים מרווח משמעותי מהדרישה הרגולטורית ומיעדי הדירקטוריון כאחד. בהקשר זה, נציין כי יחס כושר הפרעון הבולט לטובה של שומרה הושפע לחיוב, בין היתר, מקיטון בהיקף הדיבידנדים אשר חולקו לבעלי המניות בשנתיים האחרונות, כאשר נכון למועד הדוח, טרם התקבל דיבידנד משומרה במהלך שנת 2023. במהלך שנת 2022 קיבלה החברה משומרה דיבידנד בסך של כ-30 מיליון ₪, וזאת בהשוואה לכ-130 מיליון ₪ בשנת 2021 ולכ-100 מיליון ₪ בשנת 2020. להערכתנו, מנורה ביטוח ושומרה תוכלנה להמשיך לחלק דיבידנדים בהיקף דומה להיקף שחולק בשנים האחרונות, לאור הצפי להמשך שמירה על מרווח משמעותי מהדרישה הרגולטורית ומיעדי ההון שנקבעו על ידי הדירקטוריון לצורך חלוקה, ובמקביל להמשך שמירה על יחסי כושר פרעון טובים ביחס לענף הביטוח. בנוסף, לחברה מקור דיבידנדים משמעותי ויציב ממנורה פנסיה וגמל, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף הדיבידנדים המשמעותי שחילקה מאז שנת 2015, בדגש על החלוקה שנעשתה בשנים 2020-2022, כאשר חלקה של החברה בשנים אלו נע בין כ-158-170 מיליון ₪ בכל שנה, וכמו כן בקביעת מדיניות חלוקת דיבידנד<sup>8</sup> חדשה, כאשר מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בנראות הדיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל.

### יחסי שירות החוב בולטים לטובה ביחס לדירוג, ונתמכים ביתרות נזילות משמעותיות

להערכתנו, מבנה לוח הסילוקין בטווח הקצר-בינוני, צפוי להמשיך להיות נוח ביחס לתזרים הנכנס וליתרות הנזילות, ולתמוך ביחסי שירות החוב. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו מניחים תקבולים בסך של כ-183 מיליון ₪ במוצע בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך קבלת דיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל, אולם בסכום נמוך יותר ביחס לשנים האחרונות, בסך של כ-40 מיליון ₪ בשנה (לעומת כ-158-170 מיליון ₪ בשנה, בשנים 2020-2022). דיבידנדים ממנורה ביטוח ושומרה בהיקף כולל של כ-110 מיליון ₪ בשנה ותקבולים מדמי ניהול, פירעון הלוואות ודיבידנדים משאר חברות הקבוצה בסך כולל של כ-34-36 מיליון ₪ בשנה. בנוסף לאמור לעיל, נכון ליום 30 בספטמבר 2023, לחברה מזומנים והשקעות פיננסיות בהיקף כולל של כ-361 מיליון ₪. כנגד תקבולים אלו, אנו מניחים תשלומי קרן וריבית שנתיים בסך של כ-78-155 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-21 מיליון ₪ בשנה והשקעות במיזמים נוספים, בסכום של כ-150 מיליון ₪ אשר פרוס על פני מספר שנים, בגין השקעה בקרן מנורה<sup>9</sup>. אנו מעריכים, כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים לבעלי המניות, אולם באופן מתון יותר ביחס להיקף שחולק בשנת 2022, זאת בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת לשירות קרן וריבית לשנה קדימה, בהתאם למדיניות הדיבידנד<sup>10</sup> של החברה. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות, צפוי לבלוט לטובה ביחס לדירוג ולעמוד על כ-2.4-5.1 בשנות התחזית, תחת תרחיש לחץ לגבי היקף החוב של החברה.

### גמישות פיננסית גבוהה אשר באה לידי ביטוי ביחס כסוי ריבית ובמינוף, הבולטים לטובה ביחס לדירוג

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס כסוי ריבית (ICR) הבולט לטובה ביחס לדירוג. עם זאת, תחת תרחיש לחץ לגבי היקף החוב של החברה בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לנוע בטווח של כ-3.1-3.4 ולהיות נמוך ביחס לדירוג. נכון ליום 30 בספטמבר 2023, לחברה היקף חוב ברוטו אשר הסתכם בכ-375 מיליון ₪ ולצד זאת, לחברה קיימות יתרות נזילות (מזומנים והשקעות פיננסיות) בהיקף של כ-361 מיליון ₪. לפיכך, לחברה היקף חוב פיננסי (נטו) נמוך יחסית, התומך בגמישותה הפיננסית. בהתאם לכך, החברה מאופיינת בשיעור מינוף (LTV) ויחס חוב פיננסי ל-FFO הבולטים לחיוב ביחס לדירוג, אשר להערכתנו צפויים

<sup>7</sup> לאחר תאריך המאזן גייסה מנורה ביטוח סך של 300 מיליון ₪ במסגרת הנפקה לציבור של סדרת אגרות חוב חדשה (סדרה ח') אשר הוכרה על ידי הממונה על הביטוח כמכשיר הון רובד 2. מתוך הסכום המונפק, הוכר סך של כ-183 מיליון ₪ כהון המוכר, ללא התחשבות בתקופת הפריסה. נכון ליום 30 ביוני 2023, יחס כושר פירעון ללא הוראות הפריסה וללא השפעת פעולות הוניות מהותיות עומד על כ-150.5%.

<sup>8</sup> במסגרת הסכם השקעה של אלייד החזקות בע"מ כנגד הקצאה של 4.9% מהון המניות המונפק והנפרע, בדילול מלא, של מנורה פנסיה וגמל, נקבעה מדיניות דיבידנדים חדשה, כך שבכל אחת מהשנים 2021 ו-2022 מנורה פנסיה וגמל תחלק דיבידנדים בהיקף שלא יפחת מהסכום שחולק על ידה במהלך שנת 2020, והחל משנת 2023 תחלק מידי שנה דיבידנדים בשיעור שלא יפחת מ-70% מהרווח השנתי.

<sup>9</sup> דירקטוריון החברה אישר השקעה באמצעות חברת בת, לצד גופים פיננסיים מובילים נוספים, כמשקיע עוגן בקרן ההשקעות "מנורה". הקרן מתוכננת לפעול לתקופה בלתי מוגבלת (evergreen) ותקופת ההשקעות שלה תתפרס לכל אורך חייה. כמשקיע עוגן, הקבוצה תא רשאית לפדות את השקעתה לאחר שבע שנים ממועד ההתחייבות להשקעה.

<sup>10</sup> בחודש דצמבר 2021 אימצה החברה מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה החל משנת 2022 תחלק החברה דיבידנד לבעלי מניותיה בשיעור של לפחות 35% מהרווח השנתי הראוי לחלוקה.

לעמוד על כ-4.8%-5.2% ועל כ-4.3-5.0, בהתאמה, בשנות התחזית, תחת תרחיש לחץ לגבי היקף החוב של החברה ושווי האחזקות, כפועל יוצא משווי השוק של החברה, כאשר יחסים אלו תומכים בגמישות הפיננסית וביכולת מחזור החוב של החברה, במידת הצורך. גמישותה הפיננסית של החברה מושפעת לטובה גם מנגישות גבוהה למממנים ומהיעדר קובננטים אפקטיביים בגין האג"ח.

### פרופיל הנזילות בולט לטובה ביחס לדירוג ונתמך ביתרות נזילות משמעותיות

נכון ליום 30 לספטמבר 2023, קיימות לחברה יתרות נזילות (מזומנים והשקעות פיננסיות) בהיקף מהותי של כ-361 מיליון ₪, המהווים כ-157% מסך אגרות החוב וכ-307% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשנתיים הקרובות. נציין, כי יתרות נזילות אלה כוללות תיק ניירות ערך סחירים בהיקף משמעותי (כ-286 מיליון ₪), בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית, להערכתנו. 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) ל-12 החודשים העוקבים לפי לוח הסילוקין, כאשר ירידה מיחס זה עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג. בתרחיש הבסיס של מידרוג, היתרות הנזילות צפויות לגדול בשנים 2024-2025, בהתאם להיקף המקורות והשימושים הצפויים כאמור, ולעמוד על כ-250 מיליון ₪ בסוף שנת 2025.

## שיקולים נוספים לדירוג

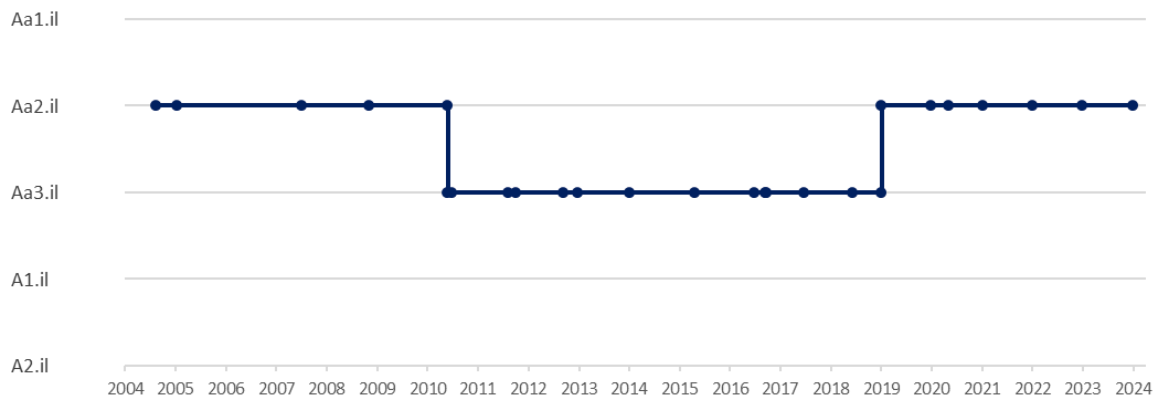
### שיקולי ESG

להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה, כאשר חשיפת החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה נוכח מדיניות פיננסית סולידית. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת במדיניות חלוקה המאזנת בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב (חלוקה של לפחות 35% מהרווח הכולל על פי הדוחות הכספיים) ובהיקף מדוד של השקעות והתרחבות. בחברה קיימת אחריות על אכיפה פנימית וציות, אשר משמשת כמנונה על האכיפה בקרב החברות המוחזקות בקבוצה ובנוסף לכך, לחברה ישנה יחידת אבטחת מידע המשמשת את החברה להגנה מפני מתקפות סייבר.

### אודות החברה

החברה הינה חברת החזקות ואחת מחמש קבוצות הביטוח והפיננסים 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 בשליטתה (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 באמצעות חברות בשליטתה, 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 בחברה הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידי זרים), המוחזקים בנאמנות עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ, בהתאמה, ומוחזקים ביחד בכ-63% ממניות החברה. יו"ר דירקטוריון החברה הינו מר ערן גריפל ומנכ"ל החברה הינו מר ארי קלמן.

היסטוריית דירוג



מטריצת הדירוג

ניקוד	תחזית מידרוג [1]		ליום 30.09.2023		פרמטרים	קטגוריה
	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	ניקוד		
Aa.il	-	Aa.il	-	Aa.il	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק ההחזקות
A.il	-	A.il	-	A.il	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים	
A.il	-	A.il	-	A.il	מאפייני ריכוזיות התיק	
Aaa.il	5.0%-4.8%	Aaa.il	1.3%	Aaa.il	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם ICR	פרופיל פיננסי
A.il	3.4-3.1	Aaa.il	2.2	Aaa.il	חוב פיננסי ל-FFO	
Aa.il	5.0-4.3	Aaa.il	2.3	Aaa.il	גמישות פיננסית	
Aa.il	-	Aa.il	-	Aa.il	DSCR+CASH	
Aa.il	5.1-2.4	Aa.il	-	Aa.il	מדיניות פיננסית	
Aa2.il						<b>דירוג נגזר</b>
Aa2.il						<b>דירוג בפועל</b>

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם תרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

**דוחות קשורים**

- [מנורה מבטחים החזקות בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [שומרה חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)
- [דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, מאי 2022](#)
- [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

**מידע כללי**

10.01.2024	תאריך דוח הדירוג:
05.01.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
10.08.2004	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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדיון החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

#### מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).