

מנורה חברה לביטוח בע"מ

Aa2	כתבי התחייבות נדחים
-----	---------------------

פרופיל החברה

מנורה חברה לביטוח בע"מ ("מנורה" או "החברה") נוסדה בשנת 1935 ופועלת מאז בענף ביטוח החיים ובמרבית ענפי הביטוח הכללי. מנורה מוחזקת בשיעור של 96%¹ על ידי מנורה החזקות בע"מ ("מנורה החזקות"), ומהווה את ליבת הפעילות של מנורה החזקות. מנורה החזקות מוחזקת בשיעור כולל של 78.5% בהון ו-78.2% בהצבעה ע"י פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט, שתי חברות זרות המוחזקות בנאמנות עבור מר מנחם גורביץ כנהנה יחיד. מר גורביץ מכהן כיו"ר מועצת המנהלים של החברה. מאז חודש נובמבר 2001 החברה מנוהלת ע"י מר ארי קלמן.

מנורה היא הקבוצה החמישית בגודלה בענפי ביטוח חיים וכללי בישראל. חלקה היחסי של החברה מכלל הענף הוא כ- 7.6% בביטוח כללי ו- 9.6% בביטוח חיים (על בסיס נתוני תשעת החודשים הראשונים של 2003). הענפים הבולטים בדמי הביטוח הכללי במנורה הם רכב רכוש וחובה, מקיף דירות, בריאות וביטוח נושאי משרה. בשנת 2003 הסתכם הרווח הנקי ב-238 מיליון ש"ח, גידול חד ביחס לרווח של 96 מיליון ש"ח בשנת 2002. הגידול נובע ברובו מגידול בהכנסות מהשקעות. דמי הביטוח בביטוח כללי גדלו בשיעור של 16% והיוו 51% מהפרמיות בחברה, בהשוואה ל-48% בשנת 2002. ההכנסות מפרמיות ביטוח חיים גדלו בשיעור של 1%.

מנורה מתכוונת לגייס כ-220 מיליון ש"ח באמצעות הנפקת כתבי התחייבות נדחים. כתבי ההתחייבות הנדחים צמודים למדד המחירים לצרכן ועומדים לפירעון בשישה תשלומים שנתיים שווים החל מאפריל 2010. הדירוג נקבע על סמך הצהרתה של החברה כי כל עוד כתבי ההתחייבויות הנדחים לא נפרעו, החברה לא תגייס אג"ח.

מנורה חברה לביטוח בע"מ			
תמצית נתוני רווח והפסד (מיליוני ש"ח מותאמים)			
2001	2002	2003	
958	1,175	1,360	דמי ביטוח בביטוח כללי
1,407	1,295	1,308	פרמיות ברוטו בביטוח חיים
50	88	117	רווח מעסקי ביטוח כללי
183	128	255	רווח מעסקי ביטוח חיים
126	96	238	רווח נקי לתקופה

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 4.4.04. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג האמור. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים בהתחייבות הנדחים, יחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

¹ בשנת 2003 הוקצו למנכ"ל מנורה ביטוח מר ארי קלמו 4% מהון המניות של מנורה הניתנים להמרה למניות מנורה החזקות בכפוף לתנאים הקבועים בתוכנית המניות.

1. **הגדלת נתח השוק בענף ביטוח כללי לשיעור של 10% עד שנת 2007.** מנורה הגדילה את חלקה בביטוח כללי מכ-5% בשנת 1998 לכ-8% בתשעת החודשים הראשונים של 2003. הגידול בדמי הביטוח הכללי במנורה לאורך שנים אלו עמד על 19% במוצע לשנה לעומת גידול שנתי ממוצע של 6% בכלל הענף (ללא אבנר וקרנית). ענפי הביטוח שרשמו את הגידול החד ביותר בחברה היו רכב רכוש, מקיף דירות, בריאות ואחריות מקצועית. להערכת ההנהלה, מנורה היא בין שתי החברות המובילות בענף האחריות המקצועית, ובפרט בביטוח נושאי משרה.
2. **התמקדות בביטוחי פרט בענף ביטוח חיים.** ביטוחי הפרט במנורה היוו כ-45% מההכנסות מפרמיות בביטוח חיים בשנת 2003, בהשוואה לשיעור של 20% עד 30% בארבע חברות הביטוח הגדולות האחרות.
3. **משקל נמוך לביטוחים קולקטיביים בענף ביטוח כללי.** אסטרטגיה זו מאפשרת סלקטיביות של המבוטחים ותורמת לאיכות החיתום, ואולם היא מגדילה את היקף העמלות לסוכנים ואת שיעורן מדמי הביטוח.
4. **הגדלת נתח השוק בענף בריאות.** מנורה מחזיקה בענף בריאות נתח שוק של 10.4% (נכון לתשעת החודשים הראשונים של 2003), העולה על חלקה היחסי בביטוח כללי. ענף בריאות הוא ענף ביטוחי צעיר יחסית בישראל. הענף לא תרם עד כה לרווח הנקי המדווח במנורה עקב מדיניות רוברות שמרנית הנובעת מהעדר היסטוריה מוכחת של הענף בארץ. החברה מעריכה כי התבגרות הענף תאפשר רוברות נמוכות יותר ושיפור הרווחיות המדווחת.
5. **שימור סוכני הביטוח כפלטפורמת השיווק הבלעדית.** ערוץ השיווק הבלעדי של מנורה הם סוכני הביטוח, זאת בשונה מהמגמה בקרב חלק מחברות הביטוח, להרחיב את ערוץ השיווק הישיר וכן להחזיק בסוכנויות ביטוח. המדיניות של מנורה מתמקדת בטיפול הקשר עם הסוכנים תוך בניית מערך תגמול דיפרנציאלי המתבסס גם על איכות החיתום.
6. **חדירה לתחום הפנסיוני.** חדירתן של חברות הביטוח לענף הפנסיה בעקבות הרפורמה בענף היא סינרגטית לפעילותן הנוכחית, ומהווה הזדמנות להרחיב את פעילותן. מנורה החזקות, בדומה ליתר קבוצות הביטוח הגדולות, מתכוונות להרחיב את פעילותה בתחום הפנסיה. מנורה החזקות מחזיקה 65% מקרן הפנסיה "נתיבות פנסיה". אגף ההשקעות של מנורה ביטוח השתלב בניהול כספי הפנסיה לטובת העמיתים. מהלך זה יאפשר שיווק מוצרי ביטוח משלימים לעמיתי הקרנות וכן יגדיל במקביל את סל המוצרים הפנסיוני שמציעה החברה למבוטחיה.
7. **הקטנת משקל מבטחי המשנה.** שיעור הפרמיות בביטוח כללי שהועברו לביטוח משנה בשנים האחרונות במנורה היה הגבוה בענף, ועמד על ממוצע של 44% בשנים 2000 עד 2002 בהשוואה לממוצע של 34% בארבע חברות הביטוח הגדולות האחרות². על רקע פיתוח מערכות בקרה מתקדמות, במקביל לנסיגה במעמדם של מבטחי משנה מובילים, החלה מנורה להוריד את משקל מבטחי המשנה בפעילות ולהגדיל את השייר. כך, בשנת 2003 ירד חלקם של מבטחי המשנה במנורה לשיעור של 29%, בדומה לממוצע בענף. החברה מעריכה כי בכפוף לכך שהנחותיה האקטואריות יעמדו במבחן המציאות אסטרטגיה זו תתרום לשיפור הרווחיות.

² ארבע חברות הביטוח הגדולות האחרות לעיל ולהלן הן מגדל אחזקות ביטוח ופיננסיים בע"מ (להלן: "מגדל"), כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "כלל"), הראל השקעות ביטוח בע"מ (להלן: "הראל") והפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ (להלן: "הפניקס").

שיקולים עיקריים לדירוג

למנורה תיק ביטוח חיים ותיק שמניב לחברה רווחיות גבוהה ויציבה לאורך שנים, תוצאה של תוכניות ביטוח ותיקות ורווחיות, עם דומיננטיות של תוכניות פרט. מנורה מציגה לאורך שנים רווחיות גבוהה בהשוואה לענף, הן בביטוח כללי והן בביטוח חיים. בביטוח כללי, הרווחיות מושפעת לטובה מרווח חיתומי גבוה ומהתמקדות בענפים רווחיים יחסית. בביטוח חיים, הרווחיות מושפעת לטובה מתמחיל התיק ומהכנסות מהשקעות ודמי ניהול אפקטיביים גבוהים לעומת המתחרים. הרווחיות הגבוהה בשני הענפים מושגת חרף עמלות והוצאות רכישה גבוהות משמעותית בהשוואה לענף. בהשוואה לחברות הביטוח הגדולות, למנורה יחס נמוך בין ההון העצמי המחושב להון העצמי הנדרש בתקנות הפיקוח על הביטוח. בין היתר מושפע ההון העצמי ממדיניות עקבית של חלוקת דיבידנד. למנורה שיעור גבוה של הוצאות רכישה נדחות החושפות את החברה להפסד בגין ביטולי פוליסות. רובד הניהול הבכיר במנורה כולל מנהלים בעלי ניסיון עשיר וארוך במגוון ענפי הביטוח.

חוזקות עיקריות

למנורה תיק ביטוח חיים ותיק שיוסיף ליהנות במשך שנים מרווחיות יציבה הנובעת מתוכניות ביטוח ותיקות המגלמות רווחיות גבוהה. מנורה פעילה שנים ארוכות בענף ביטוח חיים, המהווה כמחצית מפעילותה. עתודות ביטוח החיים במנורה נהנות מהרווחיות הגבוהה ומהיציבות שאפיינו את תוכניות הביטוח הותיקות, בין השאר בשל תשואה מובטחת (בגיבוי אג"ח ממשלתיות מיועדות) שגילמה דמי ניהול גבוהים ויציבים עבור חברות הביטוח. בנוסף, מרכיב תוכניות הפרט במנורה גבוה יחסית ותורם אף הוא להעלאת הערך הגלום (Embedded Value) של עתודות ביטוח החיים במנורה.

מנורה מציגה רווחיות גבוהה בהשוואה לארבע חברות הביטוח הגדולות, הן בענף ביטוח כללי והן בביטוח חיים.

שיעור רווח מהפרמיות בביטוח חיים				
2001	2002	2003	ממוצע	
13.0%	9.9%	19.5%	14.1%	מנורה
14.0%	6.4%	16.0%	12.1%	מגדל
10.1%	7.1%	10.4%	9.2%	כלל
9.5%	10.5%	15.3%	11.8%	הפניקס
13.7%	6.8%	19.3%	13.3%	הראל

מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבודים של מידרוג

בממוצע על פני שלוש השנים האחרונות, מנורה רשמה את שיעור הרווח הגבוה ביותר בביטוח חיים, מבין ארבע חברות הביטוח הגדולות.

רווחיות הביטוח הכללי במנורה היא בין הגבוהות בענף. כך, בממוצע על פני השנים 2000-2002 רשמה מנורה בעסקי ביטוח כללי שיעור רווח של 9% ביחס לדמי הביטוח שהורווחו - הגבוה בענף לצד מגדל. הרווחיות הגבוהה במנורה נובעת מרווח חיתומי גבוה מהממוצע, כפי שמתבטא ביחס הנזקים הנמוך. בד בבד, העמלות הגבוהות לסוכני הביטוח, כפי שבא לידי ביטוי ביחס ההוצאות הגבוה של החברה, מקזזות חלק מהרווח החיתומי.

<u>יחסי רווחיות בעסקי ביטוח כללי</u>					
<u>שיעור הרווח</u>	<u>מנורה</u>	<u>כלל</u>	<u>הראל</u>	<u>מגדל</u>	<u>פניקס</u>
ממוצע 2000-2002	9%	5%	5%	9%	3%
שנת 2003	13%	13%	15%	11%	5%
<u>יחס הנזקים</u>					
ממוצע 2000-2002	56%	72%	73%	63%	66%
שנת 2003	66%	76%	74%	75%	75%
<u>יחס ההוצאות</u>					
ממוצע 2000-2002	44%	31%	27%	34%	37%
שנת 2003	34%	27%	29%	30%	30%

מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבודים של מידרוג

"שיעור הרווח" או "Insurance Margin": היחס בין הרווח מעסקי ביטוח כללי לבין דמי הביטוח שהורווחו. "יחס הנזקים" או "Loss Ratio": היחס בין התביעות נטו לבין דמי הביטוח שהורווחו. "יחס ההוצאות" או "Expense Ratio": היחס בין ההוצאות בשייר (לפני ניכוי הוצאות רכישה נדחות) לבין דמי הביטוח.

מנורה מציגה לאורך שנים את התשואות הגבוהות בענף על ניהול תיק הנכסים. לאור זאת, דמי הניהול האפקטיביים במנורה היו גבוהים בהשוואה למתחרות, ועמדו להערכת מידרוג על שיעור שנתי ממוצע של כ- 1.3% משווי תיק ההשקעות המשתתף ברווחים, לעומת ממוצע של כ- 1.17% החושב עבור ארבע החברות הגדולות. נתון זה מהווה יתרון תחרותי משמעותי לחברה, לאור החשיבות ההולכת וגדלה של ניהול הנכסים הפיננסיים בתחרות בין החברות הגדולות בענף ביטוח חיים.

<u>תשואות על פוליסות משתתפות ברווחים*</u>							
<u>מנורה</u>	<u>מגדל</u>	<u>כלל</u>	<u>הפניקס</u>	<u>שילוח</u>	<u>סהר</u>	<u>הדר</u>	
73.11%	61.31%	59.26%	52.05%	58.96%	54.53%	49.80%	מצטבר 1992-2003
11.37%	10.73%	11.60%	10.42%	8.78%	9.56%	8.71%	1999
3.22%	3.77%	2.50%	2.69%	2.79%	3.34%	3.25%	2000
6.46%	5.47%	5.18%	4.07%	5.49%	5.51%	5.63%	2001
(6.12)%	(7.70)%	(7.55)%	(5.94)%	(7.41)%	(7.19)%	(7.97)%	2002
19.51%	17.86%	19.06%	17.43%	19.70%	19.70%	17.72%	2003

מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח

* תשואה ריאלית נטו למבוטח

מנורה מציגה צמיחה גבוהה מהממוצע בענף ביטוח כללי. הגידול בדמי הביטוח הכללי במנורה במהלך חמש השנים 1998-2003 עמד על 19% בממוצע לשנה לעומת 6% בכלל הענף (ללא אבנר וקרנית). ענפי הביטוח שרשמו את הגידול החד ביותר בחברה בשנים האחרונות היו רכב רכוש, מקיף דירות, בריאות ואחריות מקצועית. התחזקות מעמדה העסקי של מנורה בביטוח הכללי מעניק לחברה עמדה נוחה בהתמודדות בתחרות המחריפה בביטוח החיים, ובשחיקת הרווחיות הצפויה בעקבותיה.

גורמי סיכון עסקיים

למנורה עודף הון עצמי מחושב נמוך ביחס להון העצמי הנדרש בתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח, בהשוואה לכלל, מגדל והפניקס. מטרת גיוס כתבי ההתחייבות הנדחים היא הגדלת ההון המשני, והגדלת יחס ההון העצמי המחושב להון הנדרש בתקנות. בעקבות הגיוס צפוי היחס להשתפר באופן ניכר ולתרום לחיזוק מעמדם של בעלי הפוליסות.

<u>עודף הון עצמי מחושב להון עצמי נדרש ליום 31.12.2003</u>		
<u>לאחר הנפקה*</u>	<u>לפני הנפקה</u>	
45.1%	19.2%	מנורה
	26.8%	כלל ביטוח
	37.6%	מגדל
37.5%	11.1%	הראל
	31.1%	הפניקס
* הערכת מידרוג - לא סופי		

מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבודים של מידרוג

למנורה הוצאות רכישה נדחות גבוהות ביחס להון העצמי ולעתודות ביטוח חיים בהשוואה לחברות הביטוח הגדולות. הוצאות הרכישה הגבוהות במנורה חושפות את החברה להפסדים בגין פדיונות מוקדמים של פוליסות. יש לציין כי השיעור הגבוה של הוצאות רכישה נדחות במנורה נובע במידה רבה מהשיעור הגבוה של ביטוחי פרט בחברה, המאופיינים בהוצאות רכישה גבוהות, אך במקביל גם מערכי פדיון נמוכים יותר. להערכת מידרוג, הפחתת הוצאות הרכישה בפוליסות המשווקות החל מ-1.1.2004, כמו גם השטחתן לאורך חיי הפוליסה, תפחית באופן הדרגתי את משקלן היחסי של הוצאות הרכישה הנדחות במאזן החברה.

<u>הוצאות רכישה נדחות להון עצמי ולעתודות ביטוח חיים ליום 31.12.2003</u>					
<u>מנורה</u>	<u>כלל</u>	<u>מגדל</u>	<u>הראל</u>	<u>פניקס</u>	
1.30	0.46	0.51	0.54	0.80	הוצ' רכישה נדחות להון עצמי
8.5%	4.2%	3.7%	6.3%	5.5%	הוצ' רכישה נדחות לעתודות ביטוח חיים

מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבודים של מידרוג

למנורה שיעור פדיונות מוקדמים גבוה יחסית לחברות הגדולות בענף, המושפע בין השאר משיעור גבוה יחסית של ביטוחי פרט בהשוואה לביטוחי מנהלים. פוליסות ביטוח חיים שנפדו במנורה בשנת 2003 הסתכמו בכ- 521 מיליון ש"ח בהשוואה ל- 457 מיליון ש"ח בשנת 2002, גידול של כ-14%. בכל החברות הביטוח הגדולות נרשם גידול בפדיונות בשנת 2003, בהשוואה לשנת 2002, כתוצאה מהמשך המיתון הכלכלי ואולם, גידול זה הואט ברבעון הרביעי של 2003. שיעור הפדיונות הגבוה פוגע ברווחיות מנורה. להערכת מידרוג, היקף הפדיונות עשוי להצטמצם לאור הרפורמה בתוכניות ביטוח חיים, לפיה הוצאות הרכישה בגין פוליסות המשווקות החל מינואר 2004 ישולמו לאורך חיי הפוליסה. גם חוזר החלפת פוליסות ("טוויסטינג") שהוציא המפקח על הביטוח צפוי להקטין את המעבר של מבטחים בין תוכניות ביטוח חיים, ואת הפדיונות המוקדמים.

שיעור פוליסות שנפדו				
ממוצע עתודות ביטוח ברוטו			גידול	
2001	2002	2003	2002/2003	
6.6%	6.4%	6.8%	14%	מנורה
5.9%	5.2%	5.0%	8%	מגדל
5.8%	5.3%	5.7%	15%	כלל
6.0%	5.6%	5.3%	2%	הפניקס
6.0%	5.5%	6.2%	22%	הראל

מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח ועיבודים של מידרוג

התוצאות הכספיות של מנורה מושפעות באופן מהותי מביצועי אגף ההשקעות. אגף ההשקעות במנורה מצומצם בהיקפו בהשוואה לחברות ביטוח אחרות וכולל חמישה אנשי השקעות. תוצאות האגף בולטות לטובה בהשוואה לחברות הביטוח אחרות ולמערכת הבנקאית, ותורמות מוניטין עסקי ויתרון שיווקי מהותי לחברה.

מנורה מסתמכת על סוכני ביטוח כערוץ שיווק יחיד. מצב זה מקשה על החברה להציג התייעלות משמעותית בהוצאות על עמלות לסוכנים (למרות שבשנים 2002 ו-2003 ניכרת התייעלות מסוימת בסעיף זה). אמנם, הפחתת שיעורי העמלות לסוכנים שהחלה בשנת 2004 צפויה לשפר את מצבה מבחינה זו אולם, במקביל, הפחתת העמלות עלולה לגרום להגדלת תלותה של מנורה בסוכנויות הביטוח הגדולות, זאת ככל שצמצום העמלות יגרור יציאה של סוכנים קטנים מהענף.

הפחתת שיעור הקנס על פדיון מוקדם של פוליסות ביטוח חיים עבור עצמאים עלולה לפגוע במנורה יותר מאשר בחברות הביטוח האחרות, נוכח שיעור פוליסות הפרט הגבוה בחברה. במסגרת תוכניות ביטוח חיים המשווקות החל משנת 2004 הופחת שיעור הקנס על פדיון מוקדם של פוליסות פרט משיעור של 50% בשנה הראשונה לשיעור של 15% בשנה הראשונה (בדומה לקנס החל על שכירים). להערכת הנהלת מנורה, השינוי לא צפוי להשפיע באופן משמעותי על רווחיות החברה.

גורמי סיכון ענפיים

ענף הביטוח בישראל הופך להיות תחרותי יותר לאורך השנים, ובתקופה הקרובה צפויה החרפה של התחרות בענף הביטוח נוכח שינויים מבניים ורגולטוריים:

בענף ביטוח חיים

הרפורמה בתוכניות ביטוח חיים שהחלה בשנת 2004 תגביר את השקיפות בין מרכיב החיסכון למרכיב הריסק ותגביר את התחרות על מרכיב הריסק, בין השאר מצד חברות הביטוח הישיר. השקיפות בתוכניות הביטוח נועדה לחזק את עמדתם התחרותית של המבוטחים. כל אלו עשויים לשחוק את הרווחיות של הפוליסות, בעיקר במרכיב הריסק. בנוסף, התחרות בין חברות הביטוח על עמית קרנות הפנסיה, שהחלה ממש לאחרונה, תחזק את עמדתם התחרותית של הארגונים הגדולים מול חברות הביטוח ותשחק עוד את הרווחיות בתוכניות ביטוח החיים. הגבלת הוצאות הרכישה ומעבר לעמלה מישורית קבועה על פני חיי הפוליסה יתרמו לרווחיות בטווח הארוך, אולם יובילו לירידה בפרמיות החדשות בטווח הקצר. **להערכת מידרוג, מנורה מצויה בעמדה תחרותית טובה לקראת הרפורמה בתוכניות ביטוח חיים. התשואות הגבוהות על תיק ההשקעות שהציגה בשנים האחרונות מהוות כלי שיווקי משמעותי עבורה. יחד עם זאת, קיבוע דמי הניהול על תיק ההשקעות המשתתפות ברווחים על שיעור של 1% משווי תיק ההשקעות בפוליסות שישווקו החל מינואר 2004 (לעומת הפוליסות ששווקו עד 2004, לגביהן דמי הניהול כוללים גם מרכיב משתנה, בהתאם לתשואה הריאלית על התיק), עלול לפגוע בחברה יותר מאשר באחרות, דווקא נוכח הצלחתה הבולטת בניהול הנכסים.**

בענף ביטוח כללי

רגולציה בענף רכב רכוש, שעיקרה הוא הפרדת הפוליסה לארבעה מרכיבים, עלולה לשחוק את הרווח בענף, המהווה כ-31% מדמי ביטוח כללי במנורה. בענף בריאות צפוי בשנת 2004 שחרור רזרבות בעקבות יישום שיטת חישוב חדשה. שחרור הרזרבות יגרום לקפיצת מדרגה ברווחיות המדווחת של חברות הביטוח ובפרט בקרב החברות שהציגו שיעורי צמיחה גבוהים בענף בריאות בשנים האחרונות. שחרור הרווחים מענף הבריאות עשוי לגרום להפניית מאמצי שיווק לענפים אחרים בביטוח הכללי תוך הגברת התחרות ושחיקת מחירים. בנוסף, בתקופה הקרובה צפוי מעבר של סוכני ביטוח מענף ביטוח חיים לענף ביטוח כללי כתוצאה מקיצוץ חד בעמלות לסוכנים בתוכניות ביטוח חיים חדשות. מעבר זה, ככל שיהיה נרחב יותר, יחריף את התחרות. **להערכת מידרוג, מנורה צפויה להתמודד מול לחצים תחרותיים גוברים בענף ביטוח כללי. האסטרטגיה של החברה, להגדלת נתח השוק בביטוח כללי עלולה לשחוק את הרווחיות בענף.**

הידרדרות הדירוג של מבטחי משנה בעולם. אופק הדירוג למבטחי המשנה בעולם הינו שלילי ונובע מחשיפה גבוהה למניות בתיקי הנכסים של מבטחי המשנה, זאת לאחר שבשנים 2001-1997 דיווחו מבטחי המשנה על הפסדים, שנבעו מהמחזור השלילי בשווקי ההון ובכלכלה העולמית. בתקופה האחרונה ניכרת מגמה של ירידה בהיקפי התביעות אולם עדיין הרווחיות מושפעת לרעה מהמגמות בשנים עברו, שחיקה ביחסי האיתנות הפיננסית והרווחיות. **מנורה, בצעד אסטרטגי, צמצמה בשנתיים האחרונות את שיעור הפרמיות שהועבר למבטחי משנה, שהיה בעבר מהגבוהים בענף.**

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הגדלה משמעותית של נתח השוק בענפים המאופיינים ברווחיות גבוהה מהממוצע בביטוח הכללי
- צמצום משמעותי בחלקן היחסי של הוצאות רכישה נדחות ביחס להון העצמי ולעתודות הביטוח

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- מדיניות דיבידנד שתפגע באיתנות הפיננסית של החברה וביכולת הצמיחה שלה, בפרט נוכח תקנות הפיקוח על הביטוח הדורשות להעמיד הון עצמי כנגד הוצאות רכישה נדחות
- שחיקה משמעותית ברווחיות ביטוח חיים נוכח הרפורמה בענף החל מ-2004, וקושי להתייעל בהוצאות
- גידול משמעותי בפוליסות שנפדו
- השארות מנורה החזקות מאחור ב"קרב" על קרנות הפנסיה שתעמיד את מנורה בעמדה תחרותית נחותה
- גידול משמעותי בתביעות בענפי חבויות המאופיינים ב"זנב ארוך" (רכב חובה, אחריות צד ג' ואחריות מעבידים) על רקע פסק דין שניתן לאחרונה על ידי בית המשפט העליון ב"פרשת אטינגר"³. יש לציין כי בשלב זה לא ניתן להעריך את השלכות פרשת אטינגר על ענף הביטוח בכלל, ועל מנורה בפרט

³ ביום 12 במרס 2004 ניתן על ידי בית המשפט העליון פסק דין בתיק עיזבון המנוח מיכאל אטינגר ז"ל (פרשת אטינגר) - אשר הפך הלכה שהייתה בתוקף מזה שנים (הלכת גבריאלי), ולפיה אין מפצים עזבונו של נפגע על אובדן כושר השתכרותו בשנים בהם קוצרה תוחלת חייו ("השנים האבודות"). בפרשת אטינגר קובע בית המשפט העליון כי נפגע אשר תוחלת חייו קוצרה, עזבונו זכאי לפיצוי גם בגין השנים האבודות, וזאת בגובה ההפרש בין ההכנסות שאבדו לבין ההוצאות שנחסכו. בית המשפט לא נכנס לחישוב מפורט של הפיצוי והחזיר את התיק להמשך דיון בשאלת גובה הפיצוי לבית המשפט המחוזי.

סולם הדירוג :

דרגת השקעה	Aaa	כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג Aaa הם אלה מהאיכות הטובה ביותר. בכתבי התחייבות נדחים אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגנים על כתבי ההתחייבות הנדחים יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדם החזק של כתבי התחייבות נדחים אלה.
	Aa	כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג Aa הם אלה שעל פי שיפוט של מידרוג הם איכותיים על פי כל אמת מידה. כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג זה, יחד עם קבוצת כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל ככתבי התחייבות נדחים מדרגה גבוהה (high investment grade). כתבי התחייבות נדחים אלה מדורגים בדירוג נמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכה במידת מה בהשוואה לכתבי התחייבות נדחים המדורגים Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך בכתבי התחייבות נדחים המדורגים Aa לגדול במידת מה מאשר בכתבי התחייבות נדחים המדורגים Aaa.
	A	לכתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותם כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג Baa נחשבים כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הם אינם מוגנים בצורה גבוהה אך גם אינם מוגנים בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לכתבי התחייבות נדחים אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להם גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג כוללים גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידם מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהם מוגנים היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. כתבי התחייבות נדחים השייכים לקבוצה זו מאופיינים בחוסר ודאות בנוגע למעמדם.
	B	לכתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג Caa הם בעלי מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.
	Ca	כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג Ca הם התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של כתבי התחייבות נדחים אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.
	C	כתבי התחייבות נדחים המדורגים בדירוג C הם ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שכתב ההתחייבות הנדחה מצוי בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליו הוא משתייך, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שכתב ההתחייבות הנדחה נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שכתב ההתחייבות הנדחה נמצא בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CBM010304220M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע"). המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים 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 מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.