



# מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

מעקב | נובמבר 2009

1

## מחבר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

| כתבי התחייבות נדחים | Aa2 | אופק דירוג: יציב |
|---------------------|-----|------------------|
|---------------------|-----|------------------|

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa2 באופק דירוג יציב לכתבי התחייבות נדחים שהנפיקה מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח" או "החברה").

הדירוג נתמך בגורמים הבאים: מעמד בכיר בענף ניהול החסכון הפנסיוני עם נתח שוק של כ-10% בהיקף הנכסים המנוהלים בידי הגופים המוסדיים; זרוע הפנסיה מניבה רווח משמעותי ויציב יחסית לאורך זמן הודות לדמי ניהול קבועים. יש לציין לצד זאת כי לחברה אתגר של שימור עמית הפנסיה בקרן הגדולה בישראל, בשוק תחרותי; ענף ביטוח החיים מניב על פני זמן הכנסות הנובעות מדמי ניהול קבועים ומשתנים על הפוליסות המשתתפות ברווחים וממרווח פיננסי על פוליסות החץ. מחד, מאפיין זה נתמך בקהל מבטחים נאמן התורם לוודאות יכולת השבת הרווחים על פני זמן, מאידך, חלק מהכנסות אלו חשוף לתנודתיות שוק ההון; נזילות גבוהה הנובעת ממאפייני הפעילות בענף, ונגזרת ממאפייני הנכסים וההתחייבויות; איתנות פיננסית טובה ונתמכת בעודפי הון גבוהים מעבר להון המינימלי הנדרש, תוך מוכנות סבירה להגדלת דרישות ההון בשנים הקרובות; רגולציה אינטנסיבית החותרת לשיפור ניהול הסיכונים בחברות הביטוח ולשמירה על האיתנות הפיננסית.

הסיכונים העיקריים להם חשופה החברה: חשיפה גבוהה לתנודתיות שוק ההון כתוצאה ממרכזיות תיק הנוסטרו בתרומה לרווח ולהון העצמי. בתוך כך נכלל גם תחום הביטוח הכללי אשר ליבת הרווח ממנו טמונה ברווחי השקעה מכספי הצבירה; צורך בשיפור ניהול סיכונים בחברות הביטוח מעמיד בפניהן אתגרים ניהוליים משמעותיים. להערכת מידרוג, מנורה ביטוח פועלת לשיפור תהליך ניהול הסיכונים. תהליך זה החל וצפוי להימשך בשנים הקרובות ולרתק לטובתו מקורות ניהוליים וכספיים.

אופק הדירוג היציב נשען על עודפי הון גבוהים בחברה.

להלן סדרות כתבי ההתחייבות של החברה המדורגות ע"י מידרוג:

| סדרה | מס ני"ע | מועד הנפקה ראשוני | יתרת ערך נקוב 30/6/2009 (במיליוני ש"ח) | ריבית שנתית נקובה | הצמדה | יתרה בספרים 30/6/2009 (במיליוני ש"ח) | שנות פירעון   |
|------|---------|-------------------|----------------------------------------|-------------------|-------|--------------------------------------|---------------|
| 1    | לא סחיר | מאי 2004          | 300                                    | 5.45%             | מדד   | 324.9                                | 5/2010-5/1015 |
| א    | 1103670 | מאי 2007          | 400                                    | 4.05%             | מדד   | 425.8                                | 7/2012-7/2022 |

## התפתחויות עיקריות

**תנודות חדות ברווחים בשנים 2008-2009, בעיקר על רקע תנודות שוק ההון והשפעתן על תיק הנוסטרו**

בשנת 2008 רשמה מנורה ביטוח הפסד כולל בסך של כ-330 מיליון ש"ח, זאת לעומת רווח כולל בסך של כ-216 מיליון ש"ח בשנת 2007. המעבר להפסד כולל בשנת 2008 נבע משני גורמים עיקריים: ירידה חדה ברווחי השקעה בגין נכסים פיננסיים בתיק הנוסטרו (תיק הנוסטרו - נכסים פיננסיים העומדים כנגד ההון העצמי וההתחייבויות בגין חוזי ביטוח כללי וחוזי ביטוח חיים צמודי מדד), בעיקר בגין המרכיב הסחיר, וירידה חדה בתוצאות החיתומיות בענף הביטוח הכללי. גורם אשר העצים את הפסדי הנוסטרו בשנת 2008 היו השקעות שבוצעו מכספי הלוואה בסך של 400 מיליון ש"ח שהועמדו לחברה על ידי החברה האם מנורה מבטחים החזקות בע"מ במהלך חודש יולי 2007, והוחזקו בחלקם בתיק ני"ע סחירים, זאת עד לחודש דצמבר 2008 בו נפרעה במלואה ההלוואה לחברה האם.

במחצית הראשונה של שנת 2009 רשמה החברה רווח כולל בסך של כ-370 מיליון ש"ח. המעבר לרישום רווח במחצית השנה נבע בעיקר מרווחי השקעה גבוהים על תיק הנוסטרו הסחיר ומצמצום ההפסדים החיתומים בביטוח הכללי יחסית לשנת 2008. בשנת 2008 ובמהלך המחצית הראשונה של שנת 2009 הושפעו התוצאות גם מאי גביית דמי ניהול משתנים בגין פוליסות משתתפות ברווחים (אשר היקפם בשנת 2007 הסתכם בכ-34 מיליון ש"ח). החברה הוסיפה לגבות במהלך התקופות האמורות דמי ניהול קבועים בגין פוליסות ביטוח חיים, משתתפות ואחרות, בהיקף שנתי של 55 עד 66 מיליון ש"ח. הרווח מפעילות הפנסיה לאורך התקופות נותר יציב יחסית, בסביבות 80-90 מיליון ש"ח.

**מנורה ביטוח (מאוחד): ריכוז תוצאות רווח והפסד לפי תחומים עיקריים, במיליוני ש"ח**

| 2005  | 2006  | 2007 | 2008  | 1-6/08 | 1-6/09 |                                                                                              |
|-------|-------|------|-------|--------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| IGAAP | IGAAP | IFRS | IFRS  | IFRS   | IFRS   |                                                                                              |
| 212   | 209   | 190  | (47)  | 54     | 144    | רווח (הפסד) מביטוח כללי                                                                      |
| 222   | 155   | 141  | (30)  | 3      | 158    | רווח (הפסד) מביטוח חיים                                                                      |
| 64    | 76    | 88   | 81    | 45     | 57     | רווח (הפסד) מפנסיה                                                                           |
| 26    | 29    | 10   | (199) | (10)   | 13     | רווח (הפסד) מהשקעות שלא בעסקי ביטוח                                                          |
| 36    | 22    | 55   | 92    | 48     | 29     | הוצאות ריבית בגין התחייבויות לז"א                                                            |
| 273   | 254   | 227  | (217) | 24     | 213    | רווח (הפסד) נקי לתקופה                                                                       |
| -     | -     | (11) | (113) | (14)   | 157    | שינויים בשווי הוגן של נכסים זמינים למכירה שלא דרך רווח והפסד, בניכוי השפעת המס המיוחד (IFRS) |
| -     | -     | 216  | (330) | 9      | 370    | רווח (הפסד) כולל (IFRS)                                                                      |

3

**המרכיב הלא סחיר בתיק הנוסטרו מיתן את הפסדי ההון מני"ע סחירים**

הפסדי הנוסטרו הסחיר במהלך שנת 2008 קוזזו במלואם, ומעבר לכך, נוכח מרכיב משמעותי של תיק חוב לא סחיר המוצג על פי עלות מותאמת. הכנסות ההשקעה הנרשמות בגין תיק זה כוללות את התשואה על אג"ח ייעודיות בתיק החץ (שברובה נזקפת חזרה לטובת בעלי הפוליסות, ומוערכת בכ-100 מיליון ש"ח לשנה), וכן הכנסות מימון נטו בגין אג"ח קונצרני לא סחיר והלוואות לא סחירות. בשנת 2008 כללו רווחי ההשקעה נטו בגין נכסים לא סחירים הפסד כתוצאה מהפרשה לחובות מסופקים בסך של כ-32 מיליון ש"ח כנגד הלוואות שהעמידה החברה ללקוחות בתקופה שבין אוקטובר 2004 לבין מרץ 2007 ללא בטחונות במועד העמדת הלוואות, כנגד שיעבוד פוליסות ביטוח חיים שהופקו על ידי החברה עבור הלקוחות. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2009 הופרשו סך של כ-16 מיליון ש"ח נוספים בגין הלוואות אלו שיתרן ליום 30/6/2009 עומדת על כ-135 מיליון ש"ח.

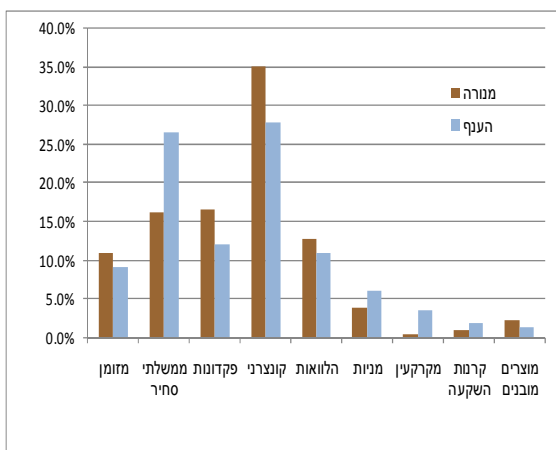
**להלן אומדן מרכיבי רווח הנוסטרו בשנת 2008 לעומת שנת 2007 (במיליוני ש"ח):**

| מנורה ביטוח (מאוחד): פירוט הכנסות השקעה כנגד הנוסטרו, במיליוני ש"ח<br>(מקור: דוחות כספיים לציבור ועיבודי מידרוג) |            |                                                                                               |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2007                                                                                                             | 2008       |                                                                                               |
| 54                                                                                                               | (241)      | רווח (הפסד) מהשקעה בגין נכסים זמינים למכירה דרך רווח והפסד (מימושים/ירידות ערך)               |
| (11)                                                                                                             | (113)      | שינוי בשווי הוגן של נכסים פיננסיים זמינים למכירה שלא דרך רווח והפסד (בניכוי השפעת המס המיוחד) |
| 404                                                                                                              | 530        | ריבית והצמדה בגין נכסים פיננסיים שאינם בשווי הוגן דרך רווח והפסד                              |
| 34                                                                                                               | (15)       | רווח (הפסד) בגין נכסים אחרים בשווי הוגן דרך רווח והפסד                                        |
| 12                                                                                                               | 13         | הכנסות דיבידנד מנכסים פיננסיים                                                                |
| <b>492</b>                                                                                                       | <b>174</b> | <b>סה"כ</b>                                                                                   |

#### תיק הנוסטרו מוטא אג"ח קונצרני - בפיזור רחב יחסית

היקף התיק הנוסטרו של החברה ליום 30/6/2009 נאמד בכ-4.8 מיליארד ש"ח, המהווים נכסי השקעה פיננסיים המוחזקים כנגד ההון העצמי והתחייבויות ביטוח כללי וביטוח חיים צמוד מדד (הנתון כולל את מנורה בלבד - ללא שומרה ואינו כולל אג"ח ייעודיות שהיקפן כ-2.2 מיליארד ש"ח). בהשוואה לתיק הענפי, התפלגות ההשקעות בתיק החברה ליום 30/6/09 מוטא כלפי אג"ח קונצרני (35% מהנכסים לעומת 28% בענף) ופיקדונות בבנקים (17% לעומת 12%). יחסית לענף, בתיק החברה משקל נמוך למניות ולנכסי מקרקעין. מנורה בולטת יחסית לענף בהיקף נכסי חוב לא סחירים (כ-28% מהנכסים לעומת 22%), בעיקר כתוצאה ממרכיב ההלוואות.

**הרכב תיק הנוסטרו ליום 30/6/09 (ללא אג"ח מיועדות) מנורה מול הענף**



החברה נכנסה בשנים האחרונות לתחום האשראי העסקי והקימה לשם כך מערך המצוי במגמת צמיחה. במסגרת זו היא מעמידה הלוואות לגורמים עסקיים, מרביתן כנגד שעבודים של כלי רכב, נכסי מקרקעין, משכנתאות ועוד. להערכת מידרוג, הפיזור בתיק נכסי החוב הקונצרני בתיק הנוסטרו של החברה הינו גבוה יחסית. לדברי החברה, הדגשים העיקריים בניהול תיק הנוסטרו כוללים: מרכיב מהותי של השקעות חסרות סיכון (מזומנים, אג"ח ממשלתי ופיקדונות), מרכיב עיקרי לנכסים צמודי מדד ופיזור לווי גבוה (ברמת לווה בודד וקבוצת לוויים). השינוי העיקרי שבוצע בתיק בחודשים האחרונים היה הגדלת משקל אג"ח חו"ל במטרה להגדיל פיזור סיכונים ולהשיא תשואה.

#### ירידת תעריפים מתמשכת בענף רכב חובה מובילה את הירידה ברווח החיתומי בביטוח הכללי. ענפי הרכוש הציגו תנודתיות חדה בשנתיים האחרונות

תוצאות ענף ביטוח כללי עומדות בסימן תנודתיות גבוהה בשנים 2008-2009 על רקע תנודתיות שוק ההון ותנודתיות בתביעות בענפי הרכוש. המעבר לרווח במחצית שנת 2009 לעומת שנת 2008 נבע מרווחי השקעה בגין נכסים פיננסיים העומדים כנגד חוזי ביטוח כללי, בעיקר בענף ביטוח חובה, וכן משיפור חד בתוצאות החיתומיות בענפי הרכוש. ענף רכב חובה נהנה במחצית הראשונה של השנה מהמגמה החזקה בשוק ההון, בהיפוך גמור למחצית העוקבת ולשנת 2008 כולה. ככלל, הרווח בביטוח רכב חובה מצוי במתאם חיובי גבוה עם מגמות שוק ההון. לצד זאת, הענף סובל מירידה מתמשכת בהיקף הצבירה המשתחררת על רקע ירידת תעריפים חדה שחלה בשנים 2005-2006. השיפור ברווח בענף רכב רכוש במחצית הראשונה של שנת 2009 נגרם בעיקר הודות לירידה בתביעות בתקופה, והוא ניכר בירידה ביחס התביעות בהשוואה לתקופה המקבילה. הירידה בתביעות נבעה לדברי החברה, מירידה בשכיחות הגניבות ובהקשחת מדיניות החיתום בחברה החל ממחצית שנת 2008. מנורה ביטוח שמרה על נתח השוק שלה בפרמיות הביטוח הכללי בשנים 2008-2009 (בהתחשב באיחוד שומרה), וחלקה בולט באופן יחסי בענפי רכב רכוש ומקיף דירות. לחברה נתח שוק נמוך יחסית בענף מחלות ואשפוז. חלקה היחסי בולט בענפי נישא דוגמת כלי טיס ושיט, מטענים בהובלה וביטוח הנדסי, אם כי היקפם האבסולוטי נמוך. עד לשנת 2008 החזיקה מעמד דומיננטי בענף ביטוח אחריות מקצועית, אך בשנה החולפת היא הקטינה את החשיפה אליו.

**להלן התוצאות בתחום הביטוח הכללי לפי ענפים מרכזיים (במיליוני ש"ח):**

| מנורה ביטוח (מאוחד) |       |        |        |                                       |
|---------------------|-------|--------|--------|---------------------------------------|
| 2007                | *2008 | 1-6/08 | 1-6/09 |                                       |
| 374                 | 557   | 286    | 330    | רכב חובה                              |
| 646                 | 837   | 451    | 486    | רכב רכוש                              |
| 493                 | 519   | 282    | 297    | ענפי רכוש אחרים **                    |
| 243                 | 244   | 131    | 132    | ענפי חבויות אחרים                     |
| 1,756               | 2,157 | 1,150  | 1,244  | סך הכול פרמיות ברוטו                  |
| 103                 | (48)  | 12     | 48     | רכב חובה                              |
| 16                  | 0     | 9      | 32     | רכב רכוש                              |
| 31                  | 3     | 7      | 30     | ענפי רכוש אחרים *                     |
| 40                  | (2)   | 26     | 33     | ענפי חבויות אחרים                     |
| 190                 | (47)  | 54     | 144    | סך הכול רווח (הפסד) לפני מס           |
| 163                 | 118   | 118    | 164    | מכר: רווחי השקעה נטו והכנסות מימון*** |
| 0.72                | 0.73  | 0.73   | 0.67   | יחס נזקים - LOSS RATIO                |
| 1.02                | 1.03  | 1.02   | 1.00   | יחס משולב - COMBINED RATIO            |
| 0.53                | 0.62  | 0.64   | 0.50   | יחס נזקים - LOSS RATIO                |
| 0.94                | 1.02  | 1.01   | 0.84   | יחס משולב - COMBINED RATIO            |

\* רכישת שומרה בדצמבר 2007 ואיחודה לראשונה החל מינואר 2008 הובילו לגידול בהיקף הפעילות בתחום הביטוח הכללי ובפרט בענפי הרכב.

\*\* ענפי רכוש אחרים כוללים מספר ענפי ביטוח בעלי מאפיינים שונים במידה מהותית, ובעיקר רכוש עסקי ודירות. תמהיל העסקים בין המגזרים השונים עשוי להשפיע באופן מהותי על הרווחיות הממוצעת

\*\*\* לא כולל שינויים בשווי הוגן של נכסים זמינים למכירה שלא דרך רווח והפסד

#### צפוי גידול בחשיפה למבטחי משנה עקב שינוי תוכנית ביטוח המשנה בחברה

חשיפת מנורה מבטחים למבטחי משנה ליום 31/12/2008 הסתכמה בכ-600 מיליון ש"ח (במאוחד עם החברה הבת שומרה). כ-20% מהחשיפה הייתה למבטח בודד - חברת הביטוח Swiss Re המדורגת על ידי מודיס בדירוג עולמי A1 (אופק דירוג שלילי). שיעור החשיפה למבטח זה מסך ההון העצמי של מנורה מבטחים עמד על כ-10%, בדומה לסוף שנת 2007. בהשוואה ענפית, זהו שיעור חשיפה סביר. במהלך שנת 2009 צפוי לגדול ההיקף הכספי של החשיפה למבטחי משנה, ובתוך כך החשיפה ל-Swiss Re, וזאת כתוצאה משינוי בתוכנית ביטוח המשנה בחברה, לפיה החברה רכשה מ-Swiss Re ביטוח קוונטות על 25% מהפרמיות בשייר בכל ענפי הביטוח הכללי, למעט רכב חובה. להערכת מידרוג שיעור החשיפה למבטח בודד ביחס להון עצמי עשוי לגדול מעל 10%.

#### שיקום ניכר של ההון העצמי בעקבות העלויות בשוק ההון בתחילת שנת 2009

ההון העצמי של מנורה ביטוח גדל במידה ניכרת במהלך המחצית הראשונה של שנת 2009 הודות לרווח הכולל הגבוה בתקופה. עודף ההון המחושב בחברה מעבר להון המינימלי הנדרש על ידי המפקח על הביטוח ליום 30/6/2009 הסתכם בכ-157 מיליון ש"ח. ההון הנדרש מהחברה לאותו מועד כלל תוספת הון מנהלית בסך של כ-365 מיליון ש"ח, המהווה 20% מההון המינימלי הנדרש מהחברה. דרישת תוספת ההון המנהלית הוטלה על החברה בתחילת שנת 2008, כחלק מהיתר השליטה לחברה האם. דרישה זו החליפה את כתב ההתחייבות מהחברה האם, להשלים בכל עת את ההון העצמי של חברת הביטוח על פי קריטריונים מסוימים. דרישה זו תפוג במועד כניסתן לתוקף של תקנות ההון החדשות ועמידת החברה בהוראות התקנות החדשות.

יש לציין כי במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2008 מנורה ביטוח לא עמדה בדרישות ההון המינימליות (כולל תוספת ההון המנהלית), ועל כן הסכימה החברה האם להעמיד כתב התחייבות להשלמת ההון כנגד הסרת תוספת ההון

המנהלית כאמור לעיל, וכן הזרימה לחברה הון בהיקף של כ-80 מיליון ש"ח. בתום הרבעון הראשון של שנת 2009 הוסר כתב ההתחייבות מהחברה האם ושבה לתוקפה דרישת ההון המנהלית.

על פי אומדן ראשוני שביצעה החברה, בהתייחס לתיקונים המוצעים לדרישות ההון מחברות הביטוח, אזי נכון ליום 30/8/2009 הייתה דרישת ההון מהחברה גדלה בסך של כ-680 מיליון ש"ח. במקביל, כתוצאה מהגדלת הדרישה, מתבטלת דרישת ההון המנהלית כך שהדרישה גדלה נטו בכ-315 מיליון ש"ח. בהינתן עודף ההון של החברה ליום 30/6/2009 (יש לשים לב כי חישוב הדרישה המתוקנת ונתון עודף ההון אינם לאותו תאריך) בסך של 157 מיליון ש"ח, תוספת ההון הנדרש מהחברה ליום 30/6/2009 מסתכמת בכ-160 מיליון ש"ח. החברה נדרשת להשלים את ההון בהתאם לתקנות החדשות באופן מדורג עד ליום 31/12/2011.

יתרת כתבי ההתחייבות הנדחים בספרי החברה ליום 30/6/2009 הסתכמה בכ-836 מיליון ש"ח, והן היוו כ-50% מההון העצמי, לעומת 65% בסוף שנת 2008. הירידה ביחס כתבי ההתחייבות להון העצמי נבעה מהגידול בהון העצמי. החברה מנצלת כ-83% מיתרת כתבי ההתחייבות הנדחים כהון משני בהתאם לתקנות ההון. בשנת 2010 מתחילה החברה לפרוע את כתבי ההתחייבות שהונפקו בשנת 2004, ובכוונת החברה להקטין את היקף המינוף במאזן.

**מנורה מבטחים ביטוח: נתונים עיקריים מתוך המאזן המאוחד ונתונים על עודף ההון (החברה סולו), במיליוני ש"ח**

| 31/12/07 | 31/12/08 | 30/6/09 |                                                                                                              |
|----------|----------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| IFRS     | IFRS     | IFRS    |                                                                                                              |
| 1,532    | 1,277    | 1,651   | סך כל ההון                                                                                                   |
| 3,315    | 3,610    | 3,894   | התחייבויות בגין חוזי ביטוח וחוזי השקעה שאינם תלויי תשואה "בביטוח כללי"                                       |
| 4,261    | 4,434    | 4,573   | התחייבויות בגין חוזי ביטוח וחוזי השקעה שאינם תלויי תשואה "בביטוח חיים"                                       |
| 8,606    | 7,080    | 8,894   | התחייבויות בגין חוזי ביטוח וחוזי השקעה תלויי תשואה (פוליסות ביטוח חיים משתתפות ברווחים)                      |
| 1,075    | 835      | 837     | התחייבויות פיננסיות                                                                                          |
| 19,805   | 18,171   | 20,995  | סך נכסים במאזן                                                                                               |
| 258      | 101      | 157     | עודף ההון הקיים על ההון המינימאלי הנדרש על פי תקנות ההון של המפקח על הביטוח, ושיעורו מסך ההון המינימלי הנדרש |
| 13.9%    | 5.5%     | 7.2%    |                                                                                                              |
| ל.ר.     | ל.ר.     | 522     | עודף הון ללא תוספת דרישת הון מנהלית                                                                          |
|          |          | 28%     |                                                                                                              |

**אופק הדירוג**

**גורמים שיכולים להוביל לשיפור אופק הדירוג:**

- שיפור מהותי בעודף ההון המחושב מעל הנדרש ושמירתו לאורך זמן

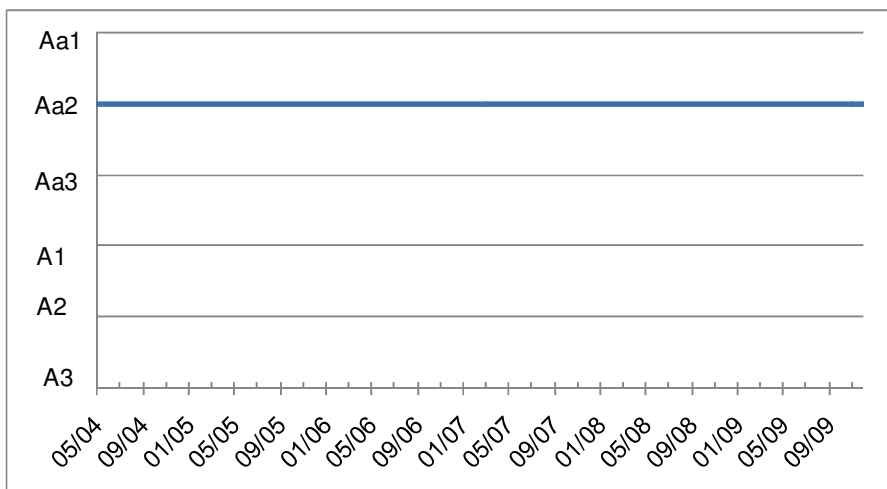
**גורמים שיכולים להוביל להורדת הדירוג:**

- ירידה בעודפי ההון ואי שמירה על עודף הון מחושב ביחס לנדרש של 15% לפחות, בהתחשב גם בעודפי ההון הנובעים מתוספת דרישת ההון המנהלית
- שינוי במאפייני ההשקעות של תיק הנוסטרו באופן שיוביל לעלייה מהותית ברמת הסיכון
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי משנה אליהם חשופה החברה במידה מהותית

## אודות החברה

מנורה מבטחים ביטוח הינה חברה פרטית המוחזקת בידי מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("מנורה החזקות") שהינה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לנ"ע בת"א. פעילותה העיקרית הינה בתחום הביטוח על כל ענפיו ובתחום הפנסיה. בעלי מניותיה העיקריים של מנורה החזקות הינם נידן אסטבלישמנט ופלמס אסטבלישמנט (תאגידים זרים) המוחזקים בנאמנות עבור מר מנחם גורביץ' כנהנה יחיד, ומחזיקים בכ-61.86% ממניות החברה. יתרת מניות מנורה החזקות מוחזקות בידי הציבור. בשנת 2004 רכשה החברה את חברת הניהול של קרן הפנסיה מבטחים החדשה שהינה קרן הפנסיה הגדולה בישראל. בשנת 2007 רכשה החברה את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ העוסקת בעיקר בתחומים של ביטוח רכב וביטוח רכוש.

## היסטוריית דירוג - כתבי התחייבות נדחים



סולם דירוג התחייבויות:

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

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 שאלה 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.



דו"ח מספר: CFM011109000M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 המדורגת.

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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. 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.