



# מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

מעקב ודצמבר 2012

1

## מחברים:

אוהד שריד - אנליסט

[ohads@midroog.co.il](mailto:ohads@midroog.co.il)

שי מרום - אנליסט בכיר

[shaym@midroog.co.il](mailto:shaym@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרוייקטים

[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

| אופק | דירוג | סדרה |                                      |
|------|-------|------|--------------------------------------|
| יציב | Aa3   | 1    | כתבי התחייבות נדחים (הון משני נחות)  |
| יציב | Aa3   | א'   |                                      |
| יציב | A1    | ב'   | כתבי התחייבות נדחים (הון משני מורכב) |

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג כתבי התחייבות נדחים (הון משני נחות), סדרות 1 ו-א', של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ (להלן: "החברה" או "המבטח") מדירוג Aa2 לדירוג Aa3, והורדת דירוג כתבי התחייבויות נדחים (הון משני מורכב) סדרה ב', מדירוג Aa3 לדירוג A1 ושינוי האופק של כתבי התחייבויות משלילי ליציב.

הורדת הדירוג לוקחת בחשבון את חלוקת מניות מנורה מבטחים פנסיה בע"מ (להלן "מנורה פנסיה"), כ"דיבידנד בעין" למנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "אחזקות" או "החברה האם"), שבוצעה בשנת 2012 ואת ביטול מקדם הקצבה (לעניין זה ראה הרחבה בהמשך) המצרים את תמהיל העסקים של החברה.

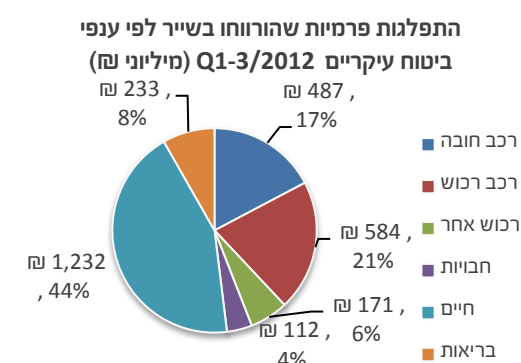
להערכת מידרוג, פעילות הפנסיה מהווה מקור רווח משמעותי ויציב יחסית לאורך זמן למבטח, המאפיין ברמת סיכון עסקי נמוכה ביחס לענפי הביטוח השונים בכלל ולענף החיסכון לטווח ארוך בפרט.

סך כתבי התחייבות הנדחים בספרי החברה ליום 30/09/2012 מסתכם בכ- 843 מיליון ₪, מתוכם כ- 613 מיליון ₪ מוכרים לצורך ההון העצמי המחושב על פי תקנות הפיקוח, ומהווים כ- 34% מההון המוכר.

| סדרה | מס נ"ע  | מועד הנפקה ראשוני | ריבית שנתית נקובה | הצמדה | יתרה בספרים 30/9/2012 (במיליון ₪) | שנות פירעון       |
|------|---------|-------------------|-------------------|-------|-----------------------------------|-------------------|
| 1    | לא סחיר | מאי 2004          | 5.45%             | מדד   | 179                               | 2010-2015         |
| א    | 1103670 | מאי 2007          | 4.05%             | מדד   | 429                               | 2012-2022         |
| ב    | לא סחיר | אוקטובר 2011      | 4.65%             | מדד   | 203                               | 2024 <sup>1</sup> |

\* לחברה כתבי התחייבויות נדחים נוספים, אשר אינם מדורגים ע"י מידרוג, בסך כ- 32 מיליון ₪, נכון ל- 30/09/2012.

## שיקולים עיקריים לדירוג



החברה הינה אחת מחברות הביטוח המובילות בישראל. החברה פועלת בתחום החיסכון לטווח ארוך בתחום ביטוח החיים בלבד ובעלת נתח שוק, מסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (פנסיה, גמל וביטוח חיים), בשיעור כ- 3%. בעקבות העברת הפנסיה לבעלות חברת האם, השתנה תמהיל העסקים של החברה למוטה ביטוח כללי, המאפיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון. בביטוח הכללי, לחברה נתח שוק במונחי פרמיות, בשיעור כ- 13%. רווחיות החברה דומה

לממוצע בענף בשנים האחרונות ואף טובה במעט מהממוצע בענף רכב חובה. לחברה פעילות צומחת בתחום ביטוחי הבריאות המהווה כ- 6% מהענף (במונחי פרמיות). בנוסף, לחברה יכולת גיוס הון רגולטורי מהגבוהים בענף.

<sup>1</sup> לחברה אופציה לפירעון מוקדם בשנת 2021

<sup>2</sup> נתח השוק של החברה (כ- 13 מיליארד ₪ בביטוח חיים) ביחס לסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (452 מיליארד ₪) - סך נכסי הפנסיה כ- 123 מיליארד ₪, סך נכסי הגמל כ- 168 מיליארד ₪, סך נכסי ביטוח החיים כ- 161 מיליארד ₪.



חלוקת מניות של חברות מניבות, כגון הפנסיה, "כדיבידנד בעין" מעלה את הגמישות הפיננסית של חברת האם מצד אחד, ומצד שני מצרה את תמהיל הענפים, היקף הפעילות והרווחיות של החברה.

## התפתחויות עסקיות עיקריות

### חלוקת מניות חברת הפנסיה לחברת האם

בפברואר 2012 חולקו מניות מנורה מבטחים פנסיה בע"מ (להלן: "מנורה פנסיה") "כדיבידנד בעין" לחברת האם. להערכת מידרוג, העברת הבעלות הישירה על חברת הפנסיה, מקטינה את רווחיות החברה מחד, ותורמת לחיזוק הגמישות הפיננסית של חברת האם, מאידך. בהקשר זה יש לציין כי נכון למועד דוח זה, למבטח יכולת גיוס נוספת, הון משני ו/או שלישי בסך של כ- 602 מיליון ₪. סכום זה ושיעורו מסך ההון הנדרש, גבוה ביחס לענף.

### טיטות נייר עמדה בדבר עדכון הנחות דמוגרפיות וטיטות חוזר מקדמי קצבה

ביולי 2012 פרסם הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן "המפקח"), טיטות נייר עמדה בנושא "עדכון מערך ההנחות הדמוגרפיות בקרנות פנסיה וביטוחי חיים" (להלן "טיטות נייר העמדה"). בנוסף, פרסם המפקח טיטות חוזר "מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים" (להלן "טיטות החוזר"). טיטות נייר העמדה עוסקות בעדכון מערכת ההנחות הדמוגרפיות לקרנות הפנסיה ולחישוב העתודות לקצבה בחברות הביטוח והנגזר מכך.

בעקבות פרסומי המפקח, מידרוג הכניסה את החברה לרשימת מעקב, על מנת לבחון את ההשלכות של טיטות נייר העמדה וטיטות החוזר, על הונה העצמי ועל רווחיותה. מידרוג בחנה את השפעת טיטות נייר העמדה על החברה ועל ענף הביטוח בכללותו. החברה עדכנה את הערכותיה בדבר ההתחייבויות לגמלה על בסיס האומדנים המעודכנים של תוחלת החיים והשיפורים העתידיים, הכלולים בטיטות נייר העמדה, בדוחותיה ל- 30.06.2012. סך תוספת ההפרשות לעתודה לגמלאות (להלן: "ההפרשות") עמדה על כ- 52 מיליון ₪, לפני מס. השפעת ההפרשה על הרווח הנקי לרבעון השני של שנת 2012, הסתכמה לסך של כ- 34 מיליון ₪. להערכת מידרוג, השפעת טיטות נייר העמדה על החברה בפרט והענף בכלל, לטווח הקצר, אינה מהותית ועל כן, מידרוג החליטה בתאריך 13/9/2012 על הוצאת דירוג החברה מרשימת המעקב.<sup>3</sup>

### חוזר מקדמי קצבה

ב-29/11/2012 פרסם המפקח על הביטוח חוזר מקדמי קצבה, המגלמים הבטחת תוחלת חיים<sup>4</sup>. שעיקרו ביטול שיווק תכניות ביטוח חיים משולבות חסכון עם מקדמי קצבה, המגלמים הבטחת תוחלת חיים למי שמלאו להם פחות מ- 60 שנה. כמו כן, אפשר המפקח ניד פוליסות קיימות בתנאים מסוימים בין חברות הביטוח לשנת 2013 בלבד. להערכת מידרוג, ביטול מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים, צפוי לחזק את מעמד הפנסיה בענף החסכון ארוך טווח, ולהקטין את האפשרות לניוד תיק ביטוחי החיים הקיים כיום. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר השפעת ביטול מקדם הקצבה על החברה בפרט וענף החיסכון ארוך הטווח, בכלל.

### ביטול עתודות עודף הכנסות על הוצאות

עתודות עודף הכנסות על הוצאות בענפי רכב חובה וחבויות, מחושבת כהפרש בין הוצאות בשייר עצמי להכנסות בשייר עצמי, בתוספת הכנסות מהשקעות. בהתאם לרגולציה הקיימת כיום, מכירה חברת הביטוח בעודף שנוצר לה רק לאחר 3 שנים, למעט הכנסות מהשקעה המוכרות באופן מיידי, במידה וגבוהים מ- 3% ריאלי לשנה. ביולי 2012 פרסם משרד האוצר "טיטות לעניין חישוב עתודות ביטוח בביטוח כללי", שעיקרן שינוי השיטה בה מחושבת העתודה לענפי הביטוח הכללי. עיקר השינוי, ככל שיתקבל ע"י משרד האוצר, הינו הכרת הרווח בגין אותן שנות צבירה כאמור. עפ"י הודעת משרד

<sup>3</sup> קישור: [חברות הביטוח וענף החיסכון ארוך הטווח - הוצאה מרשימת מעקב](#)

<sup>4</sup> קישור: [חוזר מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים](#)

האוצר, התיקון נובע מהתפתחויות שחלו בשנים האחרונות באופן הערכת העתודות ולאור גידול בכמות המשאבים, הידע והניסיון של חברות הביטוח בתחום.

כאמור, ההנחיות בנושא הינן בגדר טיוטה ואין באפשרות החברה להעריך באופן סופי את היקף השפעת שינוי זה על דוחותיה.

#### דומה לענף, לחברה עליה ברווחיות בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012.

בשנת 2011 רשמה החברה רווח נקי בסך כ- 53 מיליון ₪, לעומת רווח נקי של כ- 226 מיליון ₪ בשנת 2010. הירידה ברווח הנקי, בסך כ- 173 מיליון ₪, נובעת, בין היתר, מאי גביית דמי ניהול משתנים בביטוחי החיים (קרן י') בסך כ- 102 מיליון ₪ וקישור בשיעור כ- 103% בהכנסות מהשקעות. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, רשמה החברה רווח נקי בסך כ- 172 מיליון ₪, לעומת רווח נקי בסך כ- 28 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. בביטוח הכללי, החברה רשמה רווח לפני מס בסך כ- 160 מיליון ₪, בתחום החיסכון לטווח ארוך רשמה החברה הפסד לפני מס בסך כ- 16 מיליון ₪ ובביטוח בריאות רווח לפני מס בסך כ- 58 מיליון ₪. זאת, ביחס לרווח לפני מס של כ- 78 מיליון ₪ בביטוח הכללי, הפסד לפני מס בסך כ- 8 מיליון ₪ בתחום החיסכון לטווח ארוך ורווח לפני מס של כ- 30 מיליון ₪ בביטוח הבריאות, בתקופה מקבילה אשתקד. החברה הציגה גידול ברווח לפני מס בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012 שנובע בעיקר, מעליה ברווחים מביטוח רכב חובה, עליה בהכנסות השקעה שלא בעסקי ביטוח וגידול חד-פעמי, בהיקף של 50 מיליון ₪<sup>5</sup> רווח בביטוח בריאות<sup>6</sup>, בנוסף, הטבת מס בסך כ- 54 מיליון ₪ בגין יתרת הפסדים צבורים לצורכי מס אשר נבעו מפעילות שנרכשה<sup>7</sup>. לעומת זאת חל גידול בהפסד מחיסכון לטווח ארוך, בין היתר, כתוצאה מהוצאת הפנסיה והפרשה לעתודה לגמלאות כמפורט לעיל<sup>7</sup>.

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

| 2009  | 2010 | 2011  | 1-9/11 | 1-9/12 |                                               |
|-------|------|-------|--------|--------|-----------------------------------------------|
| 292   | 163  | (23)  | (8)    | (16)   | רווח (הפסד) לפני מס, מחיסכון לטווח ארוך, מזה: |
| 198** | 63   | (114) | (70)   | (26)   | רווח (הפסד) עסקי ביטוח חיים                   |
| 93    | 100  | 91    | 62     | 10     | רווח (הפסד) מניהול קרנות פנסיה*               |
| **    | 12   | 53    | 30     | 58     | רווח (הפסד) לפני מס, מביטוח בריאות**          |
| 215   | 157  | 123   | 78     | 160    | רווח (הפסד) לפני מס, עסקי ביטוח כללי, מזה:    |
| 75    | 79   | 126   | 67     | 139    | רווח (הפסד) מביטוח רכב חובה                   |
| 40    | 6    | (47)  | (28)   | (14)   | רווח (הפסד) מביטוח רכב רכוש                   |
| 100   | 72   | 44    | 39     | 35     | רווח (הפסד) מביטוח כללי אחר                   |
| 5     | 24   | (50)  | (45)   | (15)   | רווח (הפסד) לפני מס, שלא בעסקי ביטוח          |
| 77    | 54   | 30    | 20     | 48     | הכנסות השקעה שלא בעסקי ביטוח                  |
| 418   | 256  | 13    | (7)    | 177    | רווח (הפסד) לפני מס                           |
| 327   | 226  | 53    | 28     | 172    | רווח (הפסד) נקי לתקופה                        |
| 209   | 17   | (86)  | 109    | 80     | רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה (IFRS), נטו ממס   |
| 537   | 243  | (33)  | (81)   | 252    | רווח (הפסד) כולל לתקופה (IFRS), נטו ממס       |

\* תוצאות מנורה פנסיה אינם נכללים ברווח לפני מס  
\*\* עד שנת 2010, מגזר ביטוח בריאות דווח ביחד עם ביטוח החיים

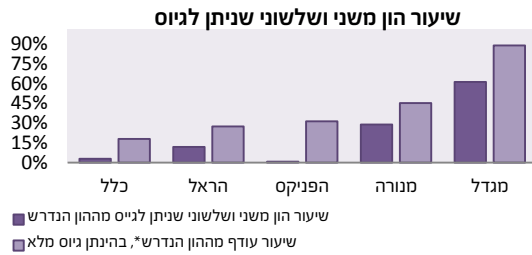
<sup>5</sup> החברה סיימה הסכם עם מבטח משנה וכתוצאה מחתימה על הסכם עם מבטח משנה אחר, נוצר רווח חד פעמי.

<sup>6</sup> במרס 2012, החברה רכשה את החברה לפתוח התעשייה בישראל בע"מ (להלן: "החברה לפיתוח תעשייה"). החברה רשמה הכנסות מס בגין יתרת ההפסדים הצבורים בחברה לפיתוח תעשייה.

<sup>7</sup> מאחר ופעילות הפנסיה משקפת פעילות עד ליום 15 בפברואר 2012, בעקבות חלוקת המניות של מנורה פנסיה לחברה האם.

מנורה פנסיה הועברה לחברת האם במהלך פברואר 2012. על כן, תוצאות תחום החיסכון ארוך הטווח בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, כוללות תוצאות של הפנסיה, בחלק היחסי של הרבעון הראשון.

#### עודפי ההון במבטח



ההון העצמי הנדרש מהחברה הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2011 חל קיטון בהון המוכר של החברה בסך כ- 34 מיליון ₪, כתוצאה מהפסד כולל שנרשם במהלך התקופה, חלוקת דיבידנד בסך כ- 100 מיליון ₪ וקיטון בכתבי התחייבויות נדחים מוכרים<sup>8</sup> אשר קוזז בחלקו ע"י גיוס כתבי התחייבות נדחים (סדרה ב') בסך כ- 200

מיליון ₪. במקביל, גדל ההון הנדרש מהחברה, בדומה לכלל הענף, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר הסתיים בסוף שנת 2011. על אף הגידול בדרישות ההון, חלוקת מנורה פנסיה לחברת האם הקטינה את דרישת ההון של החברה, כך שסך דרישת ההון קטנה.

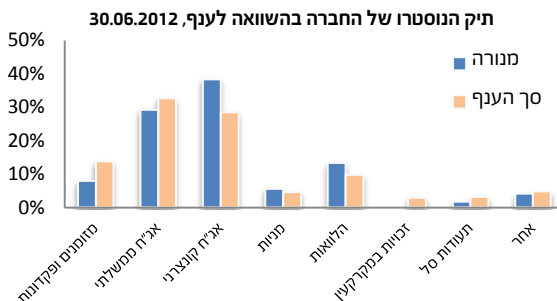
במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, קטן ההון המוכר של החברה בכ- 452 מיליון ₪, בעיקר כתוצאה מחלוקת מנורה פנסיה "כדיבידנד בעין" אשר קוזז בחלקו ע"י רווח כולל בתקופה. נכון ל- 30.09.2012, לחברה עודף הון בסך כ- 343 מיליון ₪.

#### החברה, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

| 31/12/2009 | 31/12/2010 | 31/12/2011 | 30/09/2012 |
|------------|------------|------------|------------|
| 1,792      | 1,821      | -          | -          |
| 1,980      | 2,245      | 1,835      | 2,093      |
| 1,805      | 2,313      | 2,180      | 1,823      |
| 706        | 610        | 708        | 613        |
| 2,511      | 2,922      | 2,888      | 2,436      |
| <b>531</b> | <b>678</b> | <b>373</b> | <b>343</b> |
| 27%        | 30%        | 9%         | 16%        |
| 39%        | 26%        | 33%        | 34%        |
| 24%        | 53%        | 38%        | 45%        |

הון נדרש לפי תקנות קודמות  
הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן  
הון ראשוני קיים  
הון משני מוכר  
ההון המחושב (הון ראשוני + הון משני)  
**עודף הון ליום הדוח הכספי**  
שיעור עודף הון ביחס לנדרש  
הון משני / הון ראשוני  
שיעור עודף בהיתן גיוס מלא

#### תיק הנוסטרו מוטה אג"ח קונצרני

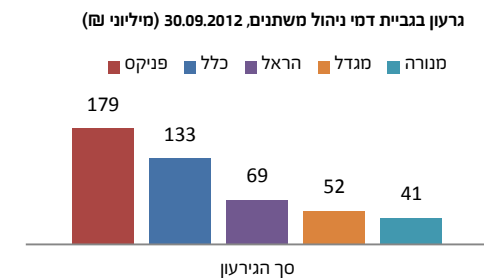
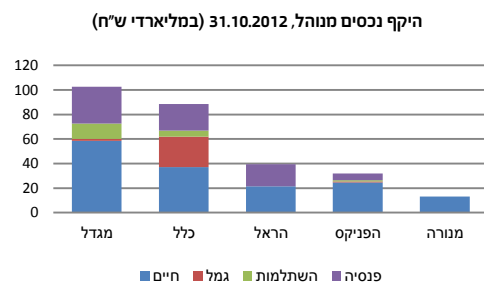
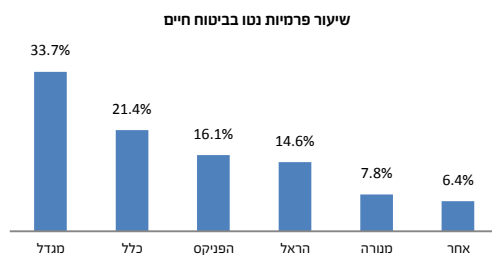


היקף תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של החברה ליום 30.6.2012 נאמד בכ- 3.9 מיליארד ₪, המהווים נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי והתחייבויות ביטוח כללי. בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק החברה ליום 30.06.2012 מוטה כלפי אג"ח קונצרני (38% מהנכסים לעומת 28% בענף) וחלוואות (13% מהנכסים לעומת 10% בענף) ובעלת משקל נמוך לנכסי מקרקעין (0% מהנכסים לעומת 3%

<sup>8</sup> עפ"י הנחיות הרגולטור, לא יוכרו לצורך חישוב ההון המוכר, כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני נחות שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות.

בענף), מזומנים ופיקדונות (8% מהנכסים לעומת 14% בענף) ואג"ח ממשלתי (29% מהנכסים לעומת 33% בענף). החברה עיבתה את מתן האשראי העסקי והקימה לשם כך מערך, המצוי במגמת צמיחה. במסגרת זו החברה מעמידה הלוואות לגורמים עסקיים, מרביתן כנגד נכסי מקרקעין, שעבודים של כלי רכב, משכנתאות ועוד.

## ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך

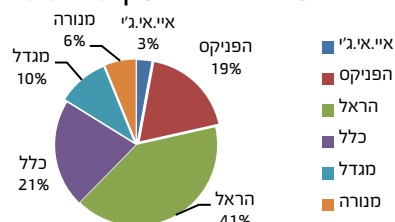


להערכת מידרוג, הנחיית המפקח על הביטוח, לפיה לא ימכרו פוליסות עם מקדם קצבה מובטח, כאמור לעיל, צפויה לשמר את תיק ביטוח החיים של החברות ולהקטין את התמריץ לניוד (פרט לניוד האפשרי בשנת 2013, בכפוף לתנאים מסוימים).

## ביטוח בריאות

### המשך גידול בפרמיות ביטוח בריאות

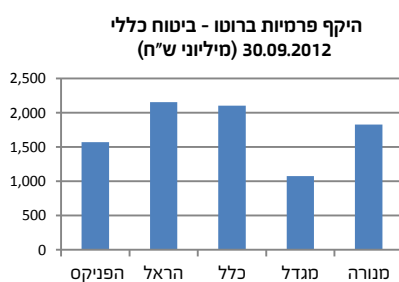
### ביטוח בריאות - נתח שוק במונחי פרמיות



תחום ביטוחי הבריאות בחברה הינו מקור צמיחה משמעותי ומהווה כ- 6% מסך הפרמיות בענף (נכון ל- 30.06.2012). נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, סך הפרמיות בביטוח הבריאות בחברה מסתכם לכ- 331 מיליון ש"ח וזאת, ביחס ל- 275 מיליון ש"ח, בתקופה המקבילה אשתקד (גידול בשיעור כ-

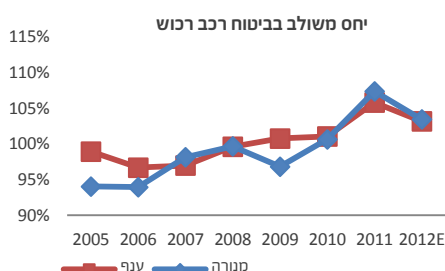
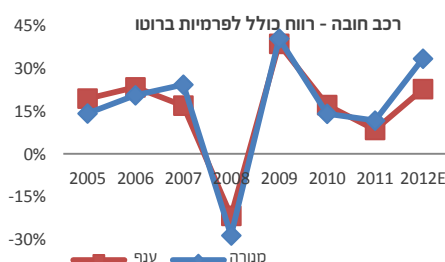
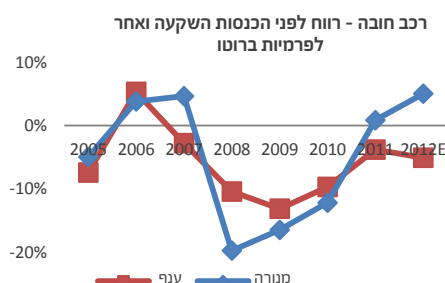
(20%). נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, לחברה רווח לפני מס בסך כ- 58 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח לפני מס בסך כ- 30 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. מרבית הפרמיות בתחום זה נובעים מפוליסות פרט (ל- 31/12/2011 כ- 18% מסך הפרמיות הינם מביטוח סיעודי ו- 9% מביטוח קולקטיבי). להערכת מידרוג, תחום הפרט בביטוח הבריאות הינו אחד ממנופי הצמיחה בחברה ובענף.

## רווחיות ביטוח כללי



לחברה נתח שוק בתחום הביטוח הכללי בשיעור של כ- 13.4%, במונחי פרמיות ברוטו. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012 רשמה החברה גידול בהיקף הפרמיות בביטוח כללי בשיעור כ- 10% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד וזאת, בהשוואה לענף אשר גדל בכ- 4% בלבד. רווחיות החברה בתחום הביטוח הכללי, נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של 2012, הינה כ- 160 מיליוני ₪ וזאת, ביחס לרווח בסך כ- 78 מיליוני ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. נתח השוק של החברה בתחום הביטוח הכללי עומד על כ- 13%.

ענפי הרכב (רכוש וחובה) מאופיינים בתחרות תעריפים חריפה וקיימות בהם השפעות אקסוגניות רבות - המייצרות תנודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. כמו כן, בענף ביטוח רכב חובה קיימת תלות גבוהה בתנודתיות שוק ההון.

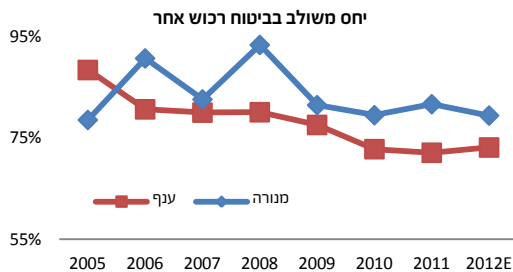


לחברה נתח שוק בענף רכב חובה בשיעור של כ- 14% מכלל הענף, במונחי פרמיות ברוטו. התוצאות החיתומיות של החברה בענף רכב חובה נמוכות במעט מממוצע הענף בשנים 2007-2010. עם זאת, בשנים 2011-2012, ניתן לראות שיפור בתוצאות. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2012, לחברה תוצאות חיתומיות ברכב חובה, טובות מהענף. יש לזכור, כי הדיווח החשבונאי בענף רכב חובה הינו בדחייה של שלוש שנים, כלומר, בשנת 2011 מוצגות תוצאות רווח/הפסד המיוחסות לשנת החיתום 2008. יחס הרווח, בנטרול רווחים/הפסדים מהשקעות, לפרמיות ברוטו בשנת 2011, בחברה, הינו 1% וזאת, ביחס לכלל הענף 4%-. יחס זה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, הינו 5%, גבוה ביחס לענף (5%-). בהקשר זה חשוב לציין כי, החברה הינה אחת מחברות הביטוח היחידות בענף שהציגו רווחיות חיתומית בתחום הרכב חובה בשנת 2011 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012.

**יחס הרווח הכולל<sup>9</sup>, לפרמיות ברוטו בשנת 2011 בחברה, הינו כ- 12% (כ- 8% בענף). יחס זה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, הינו 33%, גבוה ביחס לענף (23%).**

**ענף ביטוח רכב רכוש מאופיין בסיכון עסקי ממוצע, המתבטא בתחרות גבוהה ונאמנות לקוחות** נמוכה. לחברה נתח שוק בענף רכב רכוש, בשיעור כ- 14%, במונחי פרמיות שהורווחו בשייר, מכלל הענף. היחס המשולב

<sup>9</sup> רווח כולל אחר והכנסות מהשקעות.

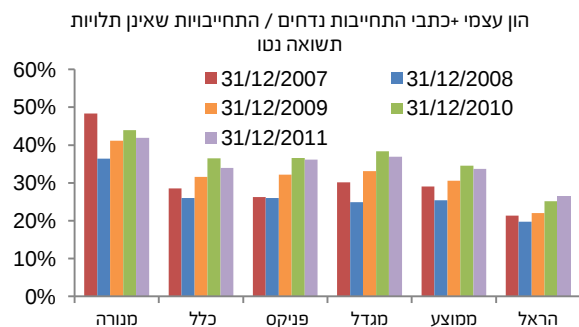
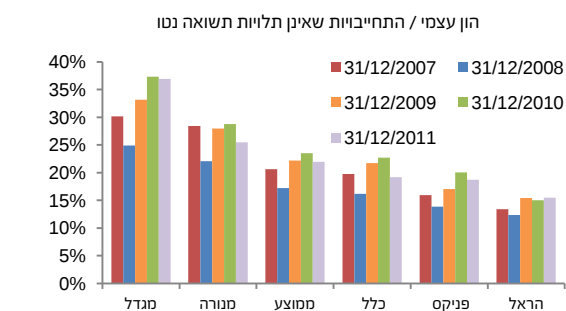
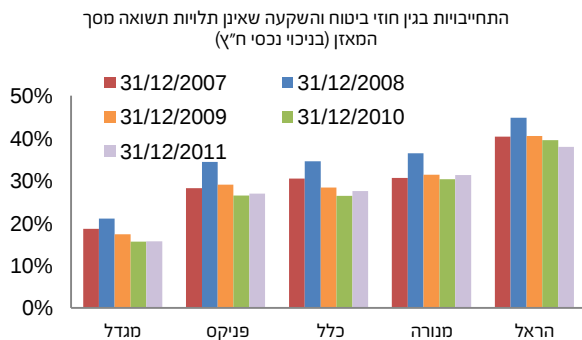


הממוצע של החברה בשנים 2007-2010, 99%, הינו נמוך מממוצע הענף, 102%. בשנת 2011, קיימת הרעה בתוצאות החיתומיות של החברה עם יחס משולב של כ-107%, גבוה במעט ביחס לענף (106%). יחס זה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, הינו 103%, בדומה ביחס לענף (103%).

בענף ביטוח רכוש אחר, לחברה נתח שוק בשיעור כ-10%. לחברה רווחיות חיתומית נמוכה ביחס לענף בשנים 2007-2010, עם ממוצע של כ-84%, כאשר הממוצע הענפי באותן שנים הינו 78%. בשנת 2011, לחברה יחס משולב גבוה מהממוצע הענפי, 82% בחברה ביחס ל-72% בממוצע הענפי.

### עליה בהיקף ההתחייבויות שאין מבטיחות תשואה בשנת 2011

חלקן של ההתחייבויות, שאין תלויות תשואה, לסך הנכסים במאזן המאוחד של החברה (בניכוי אג"ח ח"ץ מיועדות מההתחייבויות ומהנכסים) עלה בשנת 2011 ל-31%. העלייה בשנת 2008 והירידה בשנים שלאחר מכן, נבעה בעיקר מעלייה וירידה בחלקן היחסי של ההתחייבויות תלויות התשואה. מגמה דומה נצפתה בכלל ענף חברות הביטוח. יש לציין כי חברות הביטוח המוטות ביטוח כללי (הבולטות הינן הראל ומנורה) מציגות יחס גבוה יותר, לעומת חברות מוטות ענף חיים (דוגמת כלל, הפניקס ומגדל).



### איתנות פיננסית

האיתנות הפיננסית מחושבת על בסיס היחס שבין ההון העצמי (עם וללא כתבי התחייבות נדחים), לבין סך ההתחייבויות שאין תלויות תשואה, בניכוי אג"ח ח"ץ (להלן: "התחייבויות שאין תלויות תשואה נטו"). היחס המכליל את ההון העצמי, ללא כתבי התחייבות נדחים, רלוונטי לבעלי כתבי ההתחייבות הנדחים, עבורם מהווה ההון העצמי את כרית הספיגה.

היחס, המכליל את כתבי ההתחייבות הנדחים, רלוונטי לבחינת האיתנות הפיננסית לבעלי הפוליסות, עבורם, מהווים כתבי ההתחייבות הנדחים כרית ספיגה נוספת להון העצמי, בשל היותם נדחים בפני יתר ההתחייבויות של חברת הביטוח. יחס ההון העצמי הענפי, בתוספת כתבי ההתחייבות הנדחים הענפי, לסך ההתחייבויות שאין תלויות תשואה נטו ליום 31.12.2011, עמד על כ-34% ועל כ-35% ליום 31.12.2010. ואילו בחברה, היחס גבוה יותר



ועמד על כ- 42% בסוף שנת 2011, לעומת כ- 44% בסוף שנת 2010. בהקשר זה חשוב לציין כי, לחברה יכולת גיוס כתבי התחייבות נדחים בסך כ- 602 מיליון ₪.

לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.9.2012 הינה כ- 1,227 מיליון ₪. כ- 843 מיליון ₪ מתוכו גויס כנגד כתבי התחייבויות נדחים. כתבי ההתחייבות צפויים להיפרע עד שנת 2024. בשנים 2013-2015, על החברה לפרוע סך של כ- 338 מיליון ₪ בגין קרן. נציין כי, בשנים אלו ההון המשני יקטן בסך של 197 מיליון ₪.

נכון ליום 30.09.2012, במאזן סולו, לחברת האם, חובות פיננסיים בסך 866 מיליון ₪, מזומנים בסך כ- 18 מיליון ₪ ונכסים פיננסיים בסך כ- 254 מיליון. בשנים 2013-2014, חברת האם צפויה לפרוע אג"ח בסך כ- 85 מיליון ₪, כל שנה.

**גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

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

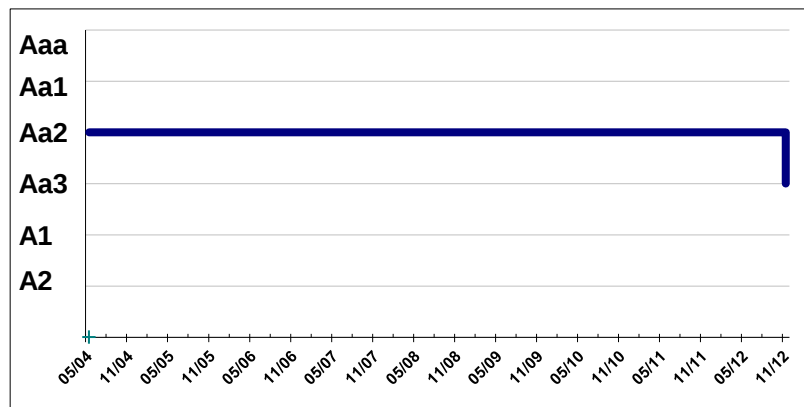
**גורמים העלולים לפגוע בדירוג:**

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

**אודות החברה**

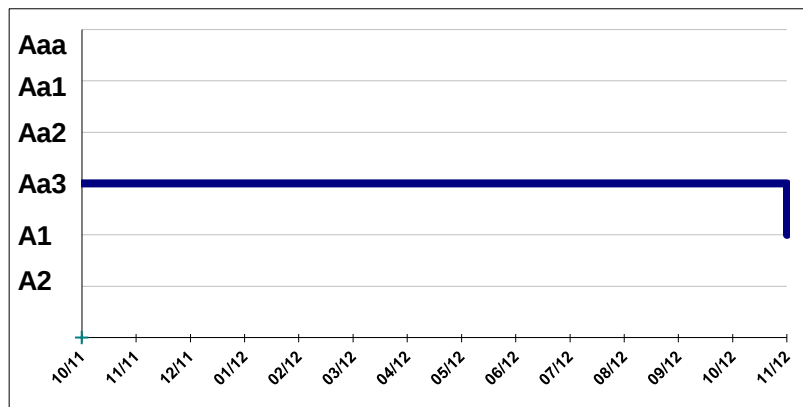
מנורה מבטחים ביטוח הינה חברה פרטית, המוחזקת בבעלות מלאה ע"י חברת האם, שהינה חברה ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א. החברה פועלת בתחומי הביטוח על כל ענפיו. בעלי מניותיה העיקריים של מנורה החזקות הינם נידן אסטבלישמנט ופלמס אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים בנאמנות עבור מר מנחם גורביץ כנהנה יחיד, ומחזיקים בכ- 61.86% ממניות חברת האם. מנכ"ל חברת האם, מר אהרון קלמן, המכהן גם כיו"ר הדירקטוריון של המבטח, מחזיק בכ- 2.7% ממניות מנורה החזקות ויתרת המניות מוחזקות בידי הציבור. בשנת 2004 רכשה החברה את חברת הניהול של קרן הפנסיה מבטחים החדשה, שהינה קרן הפנסיה הגדולה בישראל. בשנת 2012, העבירה החברה את הבעלות על חברת הפנסיה לחברת האם. בשנת 2007 רכשה החברה את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ, העוסקת בעיקר בתחומים של ביטוח רכב וביטוח רכוש.

**היסטוריית דירוג - כתבי התחייבות נדחים (הון משני נחות)**



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

## היסטוריית דירוג - כתבי התחייבות נדחים (הון משני נחות)



## חומר מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון - אוקטובר 2011

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

[חברות הביטוח וענף החיסכון ארוך הטווח - הוצאה מרשימת מעקב - ספטמבר 2012](#)

[חשיפת חברות הביטוח לנזקים בשווקי העולם - אפריל 2011](#)

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

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



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

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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

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