

# מנורה מבטחים החזקות בע"מ<sup>1</sup>

מעקב | ינואר 2020

## אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח  
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אילאיל שטנר  
אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג משנית  
[ilil@midroog.co.il](mailto:ilil@midroog.co.il)

אבי בן נון, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

---

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

## מנורה מבטחים החזקות בע"מ

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

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

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

### שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באחזקת שליטה בשלוש אחזקות ליבה בעלות איכות אשראי טובה יחסית - מנורה מבטחים ביטוח ("מנורה ביטוח") (Aa2.il, יציב), מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ ("מנורה פנסיה וגמל") ושומרה חברה לביטוח בע"מ ("שומרה"), ביחסי שירות חוב טובים ובגמישות פיננסית גבוהה. זו מתאפיינת ביחס שירות ריבית ובמינוף בולטים לטובה ביחס לדירוג ובהקטנת החוב הפיננסי בצורה מהותית בשנים האחרונות.

למרות פיזור טוב יחסית של נכסי בסיס בתיק הוא עודנו ריכוזי הן בשווי והן בתזרים בתחומי הביטוח וחיסכון לזמן ארוך. החברה פעלה בשנים האחרונות לגוון את התיק עם כניסה לתחומי המימון החוץ בנקאי - אמפא קפיטל בע"מ ("אמפא") ו-אי.אר.אן בע"מ ("אי.אר.אן") והרחבת פעילות הפרויקטים ובעיקר בסגמנט האנרגיה המתחדשת דרך מנורה מבטחים נדל"ן בע"מ ("מנורה נדל"ן"). אולם תרומת חברות אלו לשווי ולתזרים עדיין נמוכה יחסית גם בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2020-2021. בנוסף, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח, שומרה ומנורה פנסיה וגמל, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. לאור כך, שליטת החברה על פוטנציאל חלוקת הדיבידנדים מהמוחזקות המהותיות שלה תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021 אנו מניחים היקף מקורות של כ-120-130 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך חלוקת דיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל בסך של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה, דיבידנדים ממנורה ביטוח ושומרה בהיקף של 20-40 מיליון ₪ בשנה ותקבולים מדמי ניהול, פירעון הלוואות ודיבידנדים משאר חברות הקבוצה בסך כולל של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה. נציין, כי לאור השפעת עדכון לוחות התמורות וסביבת הריבית הנמוכה על יחסי כושר הפירעון של מנורה ביטוח, וכן מיצוי לעת עתה של מכסת ההכרה במכשירי הון רובד 2, פוטנציאל היקף החלוקה ממנה ייותר מוגבל ותנודתי בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות. מנגד, אנו מניחים, כי שומרה צפויה להמשיך ולחלק דיבידנדים בשל עודף משמעותי מיעד הדירקטוריון לחלוקת דיבידנדים ומכך שההון הנדרש (SCR) שלה חשוף פחות למשתנים אקסוגניים ובראשם עקום הריבית. היקף מקורות זה אינו כולל תזרימים נוספים הכוללים בין השאר תקבולים בגין מימוש אופציית הרכש של פעילות קרנות הנאמנות על ידי אלטשולר שחם בסך של כ-10 מיליון ₪ בשנה. כנגד מקורות אלו אנו מניחים שימושים שנתיים בהיקף של כ-150-180 מיליון ₪ בשנות התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית (לרבות בגין הלוואה שנטלה מנורה נדל"ן) בסך של כ-105-110 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות של כ-15 מיליון ₪ בשנה והמשך השקעות בפרויקטים לאנרגיה מתחדשת (דרך מנורה נדל"ן) בסך מצטבר של עד 80 מיליון ש"ח.

אנו מביאים בחשבון כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים בסכומים דומים בהיקפם לשנים האחרונות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות ומסגרת אשראי חתומה (בהיקף של כ-60 מיליון ₪) צפוי להמשיך ולהיות טוב ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 3.5-4.5.

לחברה פרופיל נזילות טוב הנשען על תיק ניירות ערך משמעותי בסיכון שוק סביר להערכתנו ועל מסגרת אשראי חתומה ופנויה בסך של כ-60 מיליון ₪. זה צפוי להישחק בטווח תרחיש הבסיס שלנו כך ששיעור היתרות הנזילות (ללא מסגרת האשראי) מהחוב ברוטו צפוי לרדת מכ-55%-60% לכ-30%-40% ללא הנחת מחזור חוב בטווח התחזית, כאשר היקף החוב צפוי לקטון בכ-170 מיליון ₪

בטווח זמן זה. לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו (כמתואר לעיל), בטווח של 5.0-6.0. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך שכולל העמסת חוב מלאה של מנורה נדל"ן ושצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 5% ל-10%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של החברה. יחסים אלה בולטים לטובה ביחס לדירוג ותומכים ביכולת מחזור החוב, במידת הצורך.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי לרעה בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידורג.

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

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

| 31.12.2015 | 31.12.2016 | 31.12.2017 | 31.12.2018 | 30.09.2018 | 30.09.2019 |                       |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-----------------------|
| 3,439      | 3,447      | 3,772      | 3,809      | 3,924      | 3,996      | השקעות במוחזקות [1]   |
| 27         | 181        | 18         | 28         | 7          | 14         | מזומנים ושווי מזומנים |
| 236        | 379        | 328        | 294        | 265        | 212        | השקעות פיננסיות       |
| 3,907      | 4,270      | 4,429      | 4,446      | 4,499      | 4,585      | סה"כ נכסים            |
| 3,180      | 3,377      | 3,616      | 3,746      | 3,827      | 3,995      | הון עצמי              |
| 611        | 751        | 667        | 531        | 531        | 403        | חוב פיננסי            |

|     |     |     |     |     |     |                            |
|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----------------------------|
| 10% | 6%  | 8%  | 6%  | 7%  | 4%  | חוב נטו לסך השקעה במוחזקות |
| 43% | 74% | 52% | 60% | 51% | 56% | נזילות [2] לחוב            |

|     |     |       |      |      |       |                |
|-----|-----|-------|------|------|-------|----------------|
| 215 | 44  | 280   | 328  | 290  | 208   | רווח נקי       |
| 142 | 197 | 339   | 180  | 261  | 352   | סה"כ רווח כולל |
| 70  | 238 | 73    | 163  | 119  | 141   | דיבידנד שהתקבל |
| -   | -   | (100) | (50) | (50) | (100) | דיבידנד ששולם  |

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

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### אחזקת שליטה בפעילויות משיקות בתחומי הביטוח וחיסכון ארוך טווח, המהוות עוגן לדירוג

לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענף הביטוח והפיננסים, כאשר שלושת המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) הינן מנורה ביטוח (Aa2.il, יציב), מנורה פנסיה וגמל ושומרה, המהוות כ-50%, כ-22% וכ-14% משווי ההשקעות בספרי החברה, בהתאמה ל-31 בדצמבר 2018. נכסי בסיס אלה צפויים להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתזרימי המזומנים בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021. דירוג מנורה ביטוח משקף פרופיל עסקי הולם, נוכח גודלה והיותה אחת מחמשת חברות הביטוח הגדולות בישראל, עם נתח שוק של כ-10% לאורך זמן ופיזור קווי העסקים, התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. כמו כן, פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה מתונה יחסית ללקוחות גדולים וזאת למרות גידול בחשיפה לקולקטיבים במגזר הבריאות, לאחר זכייתה במכרזים לביטוח סיעודי קבוצתי של קופות החולים מאוחדת ולאומית. מנגד, הפרופיל הפיננסי של מנורה ביטוח מוגבל לאור רווחיות נמוכה ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה ושחיקה מסוימת באיכות הנכסים. יחד

עם זאת, הלימות ההון ופרופיל הנזילות של מנורה ביטוח הולמים לדירוג, כאשר האחרון נתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית. מנורה פנסיה וגמל מנהלת נכסים בהיקף של כ-162 מיליארד ₪ ל-30 בספטמבר 2019. אלה כוללים ניהול קרנות פנסיה בסך של כ-132 מיליארד ₪, המשקפים נתח שוק משמעותי של כ-34%, וניהול קופות גמל בסך של כ-30 מיליארד ₪. מנורה פנסיה וגמל הציגה צמיחה מואצת של כ-50% בהיקף הנכסים בשנים האחרונות (2016: 110 מיליארד ₪), בין היתר בגין סביבה מאקרו-כלכלית תומכת, עלייה סטטוטורית בהיקף ההפרשות הפנסיוניות ותשואות גבוהות יחסית בשוק ההון. עובדה זו השתקפה בגידול בסך ההכנסות והרווח הנקי, למרות שחיקה מתמשכת בשיעור דמי הניהול בעקבות התחזקות התחרות בענף, שנתמכה גם בתמורות רגולטוריות. להערכתנו, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בטווח הזמן של השנתיים הקרובות, כאשר לחץ המחירים צפוי להימשך ולהכביד על רווחיות מנורה פנסיה וגמל, נוכח התגברות התחרות ובתמיכת הרגולציה. אולם, במקביל צפוי המשיך גידול מהיר יחסית בהיקף הנכסים המנוהלים כתוצאה מהפקדות מנדטוריות שוטפות משמעותיות במגזר הפנסיה, בתמיכת שיעור האבטלה הנמוך וצמיחת השכר הריאלי. נציין, כי אנו צופים המשך צמיחה גם בפעילות הגמל, נוכח מספר רפורמות בשנים אחרונות שעוררו מחדש את הענף. בנוסף, אסטרטגיית החברה לגוון את תיק ההשקעות מהווה גורם חיובי בדירוג, אשר עשוי לתמוך בשרידות החברה לאורך המחזור ובפרט בענפים בעלי קורלציה נמוכה יחסית עם החזקות הליבה וככל שהתלות (בשווי ובתזרים) באחזקות אלה תקטן. אחזקות אלה כוללות מספר אחזקות קטנות יותר, אשראי חוץ בנקאי (אמפא ו-אי.אר.אן) ונדל"ן ופרויקטים (מנורה נדל"ן), אשר תורמות לפיזור התיק, אולם היקף הדיבידנדים הצפוי מהן עדיין שולי יחסית.

## **נחיתות מבנית אל מול התחייבויות המבטחים לצד מגבלות רגולטוריות על חלוקת דיבידנד; סביבת הריבית הנמוכה תעיב על יכולת החלוקה ממנורה ביטוח, כאשר קרן הפנסיה תוסיף להוות מקור דיבידנדים מרכזי**

לחברה תלות משמעותית בהיקפי הדיבידנדים המחולקים ע"י המוחזקות העיקריות שלה לצורך שירות החוב ומימון פעילותה השוטפת. מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברות הביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטחים לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים (באם קיימים). רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטחים היכולת לשרת את התחייבויותיו, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את חובה הפיננסי של החברה. בנוסף, ענף הביטוח והחיסכון לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבות ואיתנות הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. מתוך ש כך, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח ושומרה חברה לביטוח, לרבות ביצוע חלוקת דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מחלק מהמוחזקות המהותיות שלה תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר הסולבנסי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניות ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון).

מנורה ביטוח ושומרה קבעו יעדים פנימיים לגבי יחס כושר הפירעון לצורך חלוקת דיבידנדים, אשר עמדו ב-30 ביוני 2019 על כ-111% ו-103% בהתאמה, ויעלו בהדרגה בשנים הקרובות עד לתום תקופת המעבר בשנת 2024 ל-115% ו-108%, בהתאמה. יחסי כושר הפירעון של מנורה ביטוח ושומרה ליום 30 ביוני 2019 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות) עמדו על כ-120%<sup>2</sup> וכ-138%, בהתאמה, לעומת כ-120% וכ-115% בהתאמה, ליום 31 בדצמבר 2018. אנו מניחים, כי לאור השפעות עדכון לוחות התמורות וסביבת הריבית הנמוכה על יחסי כושר הפירעון של מנורה ביטוח וכן מיצוי לעת עתה של מכסת ההכרה במכשירי הון רובד 2 פוטנציאל היקף החלוקה יוותר מוגבל ותנודתי בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות. מנגד, אנו מניחים כי שומרה צפויה להמשיך לחלק דיבידנדים בתרחיש הבסיס שינועו להערכתנו בטווח של 20-30 מיליון ₪ בשנה. זאת משום ששומרה מציגה עודף משמעותי מיעד הדירקטוריון לחלוקת דיבידנדים, בין השאר בגין ביטול החלטת וועדת וינוגרד לגבי ריבית ההיוון של עתודות רכב חובה וחבויות, אשר הקטינה את העתודות הביטוחיות בכ-73 מיליון ₪. בנוסף, ההון הנדרש (SCR) שלה חשוף פחות למשתנים אקסוגניים ובראשם עקום הריבית.

<sup>2</sup> בהתחשב באירועים מהותיים שהתרחשו בתקופה שבין תאריך המאזן לתאריך הדיווח והשפיעו על יחס כושר הפירעון

מקור דיבידנדים משמעותי ויציב נוסף לחברה הינו מנורה פנסיה וגמל, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף הדיבידנדים המשמעותי שחילקה מאז שנת 2015.

לקרן הפנסיה נראות דיבידנדים טובה יותר ביחס למבטחים בשל עודפי הון גבוהים יחסית של כ-243 מיליון ₪ ליום ה-30 בספטמבר 2019, חשיפה נמוכה יותר למשתני שוק ופוטנציאל יצור רווחים טוב הנובע גם מיתרונות משמעותיים לגודל.

### **יחסי שירות החוב טובים ביחס לדירוג, גם לאור הקלה בעומס הפירעונות, אך מושפעים לשלילה מצרכי השקעות במיזמי אנרגיה מתחדשת וחלוקת דיבידנדים**

בשנים האחרונות הקטינה החברה את היקף החוב הפיננסי בצורה מהותית (קיטון של כ-370 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות), תוך שיפור פרופיל הסיכון. בשנים 2018-2019 הייתה עלייה משמעותית יחסית בעומס הפירעונות אשר צפוי להתמתן מהותית בשנים הקרובות לאחר פירעון מלא של אגרות חוב סדרה א' בשנת 2019. כך, אנו צופים, כי לוח הסילוקין בשנתיים הקרובות יהיה נוח יותר ביחס לתזרים הנכנס, דבר שיתמוך ביחסי שירות החוב בתרחיש הבסיס שלנו.

בתרחיש הבסיס לשנים 2020-2021 אנו מניחים היקף מקורות של כ-120-130 מיליון ₪ בשנה. הנחה זו מתבססת על המשך חלוקת דיבידנדים ממנורה פנסיה וגמל בסך של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה, דיבידנדים ממנורה ביטוח ושומרה בהיקף של כ-20-40 מיליון ₪ בשנה ותקבולים מדמי ניהול, פירעון הלוואות ודיבידנדים משאר חברות הקבוצה בסך כולל של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה. היקף מקורות זה אינו כולל תזרימים נוספים הכוללים בין היתר תקבולים בגין מימוש אופציית הרכש של פעילות קרנות הנאמנות על ידי אלטשולר שחם בסך של כ-10 מיליון ₪ בשנה.

כנגד מקורות אלו, אנו מניחים שימושים שנתיים בהיקף של כ-150-180 מיליון ₪ בשנות התחזית, הכוללים תשלומי קרן וריבית (לרבות בגין הלוואה שנטלה מנורה נדל"ן) בסך של כ-105-110 מיליון ₪ בשנה, הוצאות הנהלה וכלליות של כ-15 מיליון ₪ בשנה והמשך השקעות בפרויקטים לאנרגיה מתחדשת (דרך מנורה נדל"ן) בסך מצטבר של עד 80 מיליון ₪.

אנו מביאים בחשבון כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים בסכומים דומים בהיקפם לשנים האחרונות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות ומסגרת אשראי חתומה (בהיקף של כ-60 מיליון ₪) צפוי להיות טוב ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 3.5-4.5.

עם זאת, נציין כי יחס שירות החוב (DSCR) השוטף יוותר נמוך להערכתנו וינוע בטווח שבין 0.7-0.8 בתקופת התחזית וכנגזר יוביל לשחיקה בכרית הנזילות המהותית בטווח הזמן הקצר והבינוני, ללא הנחה של מחזור חוב.

### **גמישות פיננסית גבוהה הנתמכת ביחסי שירות ריבית ובמינוף בולטים לטובה ביחס לדירוג**

להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו (כמתואר לעיל), בטווח של 5.0-6.0. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך הכולל את העמסת החוב של מנורה נדל"ן וצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 5%-10%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של החברה. יחס זה תומך ביכולת מחזור החוב הטובה של החברה, במידת הצורך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם מגמישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים באג"ח ושעבוד שלילי על נכסיה. נציין, כי לחברה מספר כלים נוספים התומכים בגמישות הפיננסית, לרבות מימוש יתרת הנדל"ן להשקעה שברשותה.

### **פרופיל הנזילות טוב, אך צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר והבינוני**

נכון ל-30 לספטמבר 2019 קיימת לחברה כרית נזילות בהיקף מהותי של כ-226 מיליון ₪, המהווים כ-56% מסך החוב וכ-115% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשנתיים הקרובות. להערכתנו, החברה תסיים את שנת 2019 עם כרית נזילות בהיקף של כ-330 מיליון ₪, נוכח קבלת דיבידנדים מחברות מוחזקות, תקבול מתמורת עסקת מכירת הקרקע ברחוב רוטשילד בתל אביב, אשר תקוזז מהשקעות בחברות מוחזקות. כרית הנזילות מורכבת ברובה מתיק ניירות ערך סחיר בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית, להערכתנו. בנוסף, לחברה מסגרת אשראי פנויה וחתומה בהיקף של כ-60 מיליון ₪, שאנו מניחים כי תישאר בתוקף בטווח תרחיש הבסיס. כרית

נזילות זו מהווה כרית ביטחון הולמת כנגד שחיקה בנראות הדיבידנדים, או אירועים חד פעמיים ובלתי צפויים. נציין, כי במסגרת דירוג אגרות החוב, הצהירה החברה על כוונתה לשמור על נכסים נזילים וקווי אשראי בשיעור של 100% מהחזרי החוב (קרן וריבית) שנה מראש, לפי לוח הסילוקין, כאשר ירידה מיחס זה עלולה להשפיע לשלילה על הדירוג.

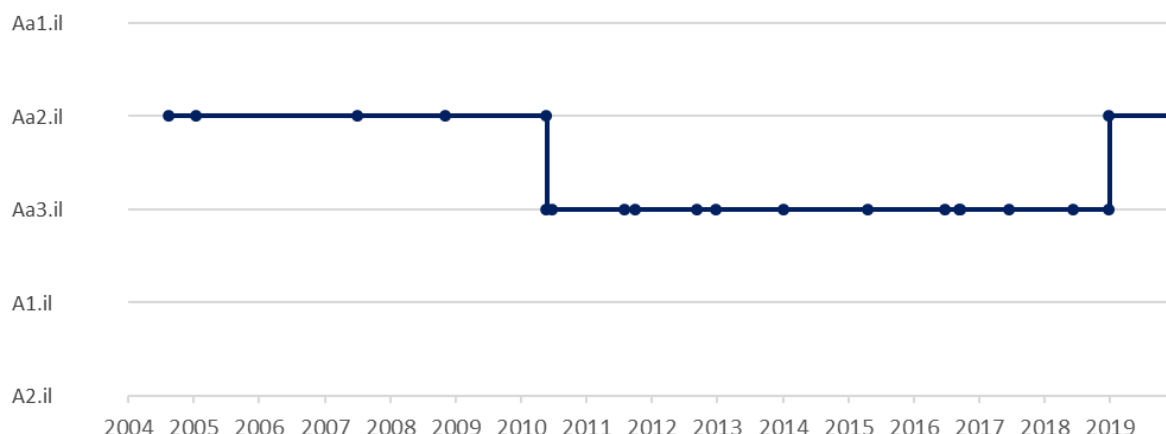
בתרחיש הבסיס של מידרוג צפויה כרית הנזילות להישחק משמעותית בשנתיים הקרובות, ללא הנחת מחזור חוב ולעמוד על כ- 70 מיליון ₪ בסוף שנת 2021, כך ששיעור הנזילות לסך החוב במועד זה צפוי לרדת לרמה של כ-30%-40% מסך החוב ברוטו. נציין, כי היקף החוב בתרחיש זה יקטן בכ- 170 מיליון ₪ לרמה של כ- 220 מיליון ש"ח.

## אודות החברה

החברה הינה חברת החזקות ואחת מחמש קבוצות הביטוח והפיננסיים הגדולות בישראל, המנהלת את קרן הפנסיה הגדולה בישראל - "מבטחים החדשה", ובעלת השליטה בחברות הביטוח מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ושומרה חברה לביטוח בע"מ. החברה עוסקת, באמצעות חברות בנות 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 ובפרויקטים ובעיקר פעילות סולארית בארץ באמצעות חברות בשליטתה, פעילות אשראי ומימון לעסקים קטנים ובינוניים ופעילות של מתן התחייבויות לפירעון אמצעי תשלום, ופעילות ניהול קרנות נאמנות וזאת באמצעות חברות כלולות.

מניות החברה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה של החברה הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים בנאמנות עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ, בהתאמה, והמוחזקים ביחד בכ- 62% ממניות החברה. מנכ"ל החברה הינו מר ארי קלמן.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

## מידע כללי

|            |                                      |
|------------|--------------------------------------|
| 01.01.2020 | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 06.01.2019 | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 09.08.2004 | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |

שם יוזם הדירוג:

מנורה מבטחים החזקות בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מנורה מבטחים החזקות בע"מ

### מידע מן המנפיק

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

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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