

מנורה חברה לביטוח בע"מ

מידרוג מסירה מרשימת מעקב (watch list) את דירוג כתבי ההתחייבות הנדחים של מנורה חברה לביטוח בע"מ, העומד על Aa2, לאחר שבחנה את מבנה המימון של עסקת רכישת מבטחים קרנות פנסיה בע"מ ("מבטחים"). מידרוג מעריכה כי אין בעסקה ובאופן מימונה משום פגיעה בדירוג כתבי ההתחייבות הנדחים.

בחודש ספטמבר 2004 זכתה מנורה חברה לביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח" או "החברה") במכרז לרכישת מלוא הון המניות המונפק של מבטחים בתמורה לסך של 710 מיליון ש"ח. העסקה הושלמה בחודש אוקטובר 2004. רכישת המניות מומנה בעיקר באמצעות מקורות עצמיים של מנורה ביטוח (מקורות הנוסטרו), לרבות כתבי ההתחייבות נדחים בסך 290 מיליון ש"ח שהנפיקה במהלך שנת 2004, ובאמצעות מקורות בסך כ-150 מיליון ש"ח שהזרימה לה החברה האם מנורה החזקות בע"מ ("מנורה החזקות") כנגד הנפקת הון שיוחלף בשטר הון צמית ניתן להמרה למניות¹. מקורות ההזרמה של מנורה החזקות הינם בעיקר מכירת נכסים וגיוס הלוואה בנקאית, העומדת במסגרת החוב שדרגה מידרוג למנורה החזקות.

התמיכה של מנורה החזקות ברכישת מבטחים, כמו גם מהלכים של מנורה החזקות לשיפור רמת הנזילות והאיתנות הפיננסית באמצעות גיוס משקיע פיננסי, מחזקים את הערכת מידרוג כי מנורה ביטוח נהנית מבעלי מניות אסטרטגיים בעלי נזילות גבוהה ונגישות גבוהה לשוק ההון, מאפיינים התומכים בדירוג כתבי ההתחייבות של מנורה ביטוח.

מידרוג מעריכה כי עסקת רכישת מבטחים סינרגטית לעסקי ביטוח החיים וניהול ההשקעות במנורה ביטוח, וצפויה לתרום לחיזוק מיצובה העסקי בענף החיסכון לטווח ארוך ובענף הביטוח בכלל. רכישת הגישה למאות אלפי עמיתי מבטחים עשויה להוות פלטפורמה שיווקית חשובה לפעילויות הביטוח. ענף הפנסיה מהווה יעד אסטרטגי עבור כל חברות הביטוח הגדולות בזכות האינטגרציה הגבוהה בינו לבין עסקי ביטוח חיים, וכן בשל ההערכות כי הענף עתיד לחוות צמיחה חיובית כתוצאה משינויים מבניים, זאת לעומת צמיחה מוגבלת של ענף הביטוח בישראל.

יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי מנורה ביטוח תוסיף להתמודד עם אתגרים משמעותיים נוכח הסיכונים העסקיים הכרוכים בהיקף הפעילות הנרכשת וברמת התחרות הגבוהה בענף הפנסיה.

סיגל יששכר
אנליסטית בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

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

¹ בהתאם להסכם בין מנורה החזקות לבין מנורה ביטוח, זכות מנורה החזקות לקבלת פרעון שטר ההון נדחית בפני תביעותיהם של כל הנושים האחרים של מנורה ביטוח, לרבות נושים שיהיו קיימים בעתיד.

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 משתמש 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: CBM01090400ME

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"). 2004

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 בעיניה 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.