

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ¹

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

הדירוג ניתן לכתבי התחייבות נדחים בסך של עד 500 מיליון ש"ח שיונפקו על ידי מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח" או "החברה") ויגבו כתבי התחייבות סחירים בסכום זהה שתנפיק מנורה מבטחים גיוס הון בע"מ, חברה ייעודית בבעלות מלאה של מנורה ביטוח. כתבי ההתחייבות ייפרעו ב-11 תשלומים שנתיים שווים בכל אחת מהשנים 2012 עד 2022. גיוס כתבי ההתחייבות נועד בחלקו להחלפת כתבי התחייבות נדחים קיימים, ובחלקו לחיזוק ההון המשני של מנורה ביטוח.

התפתחויות עסקיות עיקריות

החברה הפכה בשנתיים האחרונות לאחת מקבוצות ניהול הנכסים הגדולות בישראל עם יתרונות סינרגטיים משמעותיים ועמדה נוחה להתמודדות עם רפורמות עתידיות בשוק

בחודש ספטמבר 2004 זכתה מנורה ביטוח במכרז לרכישת מלוא הון המניות המונפק של מבטחים קרנות פנסיה בע"מ ("מבטחים החדשה" או "מבטחים") בתמורה לסך של 710 מיליון ש"ח. רכישת קרן הפנסיה החדשה מבטחים חיזקה מאוד את מעמד השוק של מנורה ביטוח בתחום ניהול נכסי החסכון לטווח ארוך. נכון ליום 30.9.2006 מנהלת קבוצת מנורה כ-7% מנכסי החסכון לטווח ארוך בישראל, הכוללת את הפוליסות המשתתפות ברווחים, קרנות פנסיה וקופות לקצבה, קופות גמל וקרנות ההשתלמות. מבין חברות הביטוח, מהווה מנורה את השחקן השלישי בגודלו בניהול נכסים לטווח ארוך. ענף החסכון לטווח ארוך חווה שינוי משמעותי בשנתיים האחרונות עם הפרטת קרנות הפנסיה החדשות ויישום רפורמת בכר. אלו הובילו להיטשטשות הקווים המפרידים בין המוצרים השונים לחסכון לטווח ארוך, וכפועל יוצא גברה התחליפיות בין המוצרים. מרבית השחקנים הפועלים בשוק זה מציעים כמעט את כל מגוון מוצרי החסכון לטווח הארוך, והתחרות מתמקדת באיכות המוצרים ומידת התאמתם לצורכי הלקוח, ובמידה הולכת וגוברת, בתשואות על ההשקעות.

התפלגות שוק החסכון לטווח ארוך ונתח שוק קבוצת מנורה ליום 30.9.2006 במיליארדי ש"ח				
פוליסות משתתפות	קרנות פנסיה חדשות	קופות גמל והשתלמות*	קופות לקצבה	סה"כ
79	35	226	16	356
8	16	2	-	26
9.7%	45.8%	0.8%	-	7.2%

* הפעילות נמצאת בחברה האחות מנורה קופות גמל

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 6.3.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומציא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

מחברת:

סיגל יששכר

ראש צוות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל

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 לשעבר מנורה חברה לביטוח בע"מ.

מספר רפורמות עתידיות שעשויות להמריץ את שוק החסכון בישראל בשנים הקרובות ולחולל בו שינויים מבניים מהותיים: הכניסה של הבנקים לשיווק של קרנות פנסיה במסגרת רפורמת בכר עשויה להאיץ את התחליפיות בין אפיקי החסכון השונים עם פנייתם של הבנקים לצרף יחידים לקרנות הפנסיה, בהשוואה למצב הקיים של הצטרפות קולקטיבית בעיקר; יישום הצעת המפקח על הביטוח לניוד החסכון הפנסיוני בין תוכניות חסכון שונות (כולל בין קרנות פנסיה לבין תוכניות ביטוח) צפויה להחריף ולשכלל את התחרות בין ערוצי החסכון השונים ולבסוף, יישום תוכנית ממשלתית לפנסיה חובה לכל עובד עשויה להרחיב באופן משמעותי את שוק הפנסיה, תוך יצירת רבדים שונים של חסכון פנסיוני ומקורות הכנסה למנהלי הנכסים. כל אלו מהווים אתגרים משמעותיים לשחקנים בשוק, ולהערכת מידורג, מנורה ביטוח ממוצבת בעמדה טובה להתמודד עם הרפורמות העתידיות בשוק.

בכוונת החברה לחזק את ההון המשני בין השאר על מנת להיערך להגדלת ההון העצמי המינימלי הנדרש

גיוס כתבי ההתחייבות נשאו דירוג זה נועד בעיקר לחיזוק ההון המשני של החברה, בין השאר על מנת להיערך לשינוי תקנות ההון הנדרש ממבטח, לפיו צפוי גידול הדרגתי בדרישות ההון בגין סיכונים מיוחדים בביטוח חיים כצעד משלים לביטול העתודה לסיכונים יוצאים מהכלל בביטוח חיים, ובמקביל להתרחבות פעילות החברה בתחום ביטוח חיים. התפתחות עתידית נוספת שעשויה להשפיע על דרישות ההון מהחברה הוא מעבר למדידת דרישות הון מותאמות לסיכון על בסיס כלכלי, אם כי התפתחות זו אינה צפויה בקרוב.

התפתחות התוצאות הכספיות

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - נתונים כספיים עיקריים במיליוני ש"ח						
FY 02	FY 03	FY 04	FY 05	Q1-3/05	Q1-3/06	
1,175	1,360	1,561	1,731	1,348	1,395	דמי ביטוח כללי
88	116	103	212	162	145	רווח מעסקי ביטוח כללי
1,296	1,308	1,333	1,424	1,043	1,124	פרמיות ביטוח חיים
128	254	250	202	225	124	רווח מעסקי ביטוח חיים
(19)	79	46	26	22	19	הכנסות השקעה שלא בעסקי ביטוח
-	-	20	72	53	61	הכנסות נטו מניהול קרנות פנסיה
10	9	22	36	27	24	הוצאות מימון על התחייבויות ז"א
96	238	228	273	250	186	רווח נקי
7,350	8,280	8,963	10,279	9,992	11,091	עתודות ביטוח חיים - סוף תקופה
1,585	1,886	2,197	2,488	2,494	2,701	עתודות ביטוח כללי - סוף תקופה
374	529	880	1,082	1,056	1,173	הון עצמי - סוף תקופה

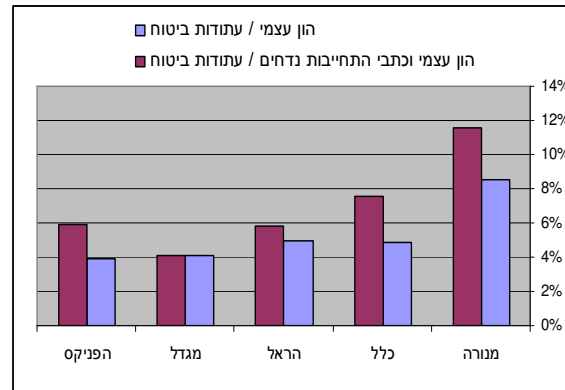
המשך מגמת גידול בהיקף תיק הביטוח מומן בעיקר בגידול משמעותי בהון העצמי

עתודות הביטוח של מנורה ביטוח רשמו גידול של 8% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006, ובמהלך השנים 2001-2006 רשמו גידול שנתי ממוצע של מעל 10%. הגידול בעתודות הביטוח הוא תוצאה של גידול ניכר בהיקף הפעילות של החברה – הן בענף ביטוח חיים והן בענף ביטוח כללי. הגידול בפעילות מומן בעיקר בגידול בהון העצמי, אולם גם בגידול בכתבי ההתחייבות הנדחים שחלקם מהווים הון משני לצורך חישוב ההון הרגולטורי. ההון העצמי הסתכם בכ- 1.2 מיליארד ש"ח לסוף ספטמבר 2006 - גידול של פי 4.5 בהשוואה להיקפו בתחילת העשור הנוכחי, זאת לעומת גידול של פי 1.2 בפרמיות ביטוח חיים וגידול של פי 2.4 בפרמיות ביטוח כללי.

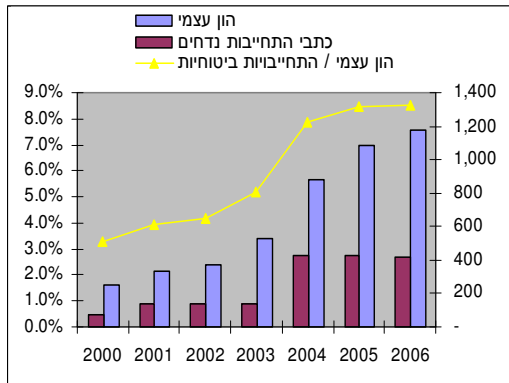
היחס בין ההון העצמי לסך ההתחייבויות הביטוחיות (עתודות ביטוח חיים וכללי) עלה במידה משמעותית במהלך השנים האחרונות והוא עומד על 8.5% בסוף חודש ספטמבר 2006 בהשוואה ל-3.3% בסוף שנת 2000. היחס בין ההון העצמי וכתבי ההתחייבות הנדחים לבין סך ההתחייבויות הביטוחיות על 11% בהשוואה ל-4.3% בסוף שנת 2000.

הגידול החד בהון העצמי הינו נבע בעיקר מרווחים שוטפים, בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות. מדיניות הדיבידנד של החברה בשנים האחרונות הייתה מתונה יחסית (ממוצע חלוקה של 30% מהרווח הנקי). יש לציין עם זאת כי חלק מהגידול בהון העצמי מימן את התרחבות החברה לתחום הפנסיה (כנגד דרישת הון שהועמדה לה בגובה ההשקעה נטו במבטחים), באמצעות הזרמת הון מהחברה האם.

חברות הביטוח הגדולות: יחס הון להתחייבויות ביטוחיות ליום 30.9.2006



מנורה ביטוח: הון עצמי, כתבי התחייבות נדחים והיחס בין ההון העצמי להתחייבויות הביטוחיות*

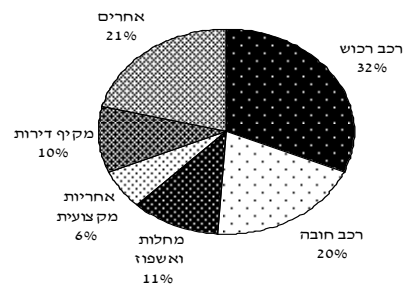


התמתנות בגידול בדמי הביטוח הכללי, בעיקר בשל ירידה בענף רכב חובה

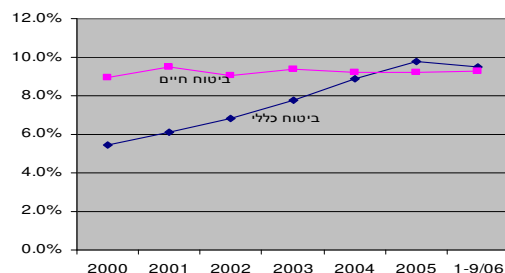
דמי הביטוח הכללי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 הסתכמו בכ-1,395 מיליוני ש"ח לעומת כ-1,348 אלפי ש"ח בתקופה המקבילה. לאחר עלייה חדה ומתמשכת במהלך השנים 2000-2005, רשמה החברה בתקופה ינואר-ספטמבר 2006 גידול מתון יחסית בדמי הביטוח הכללי בשיעור של 3.5%. בהתאם, נשחק מעט נתח השוק שלה לרמה של 9.5% בתשעת החודשים הראשונים של 2006, לעומת 9.8% בסוף שנת 2005. השחיקה בנתח השוק נבעה בעיקר מענף רכב חובה שרשם ירידה של 12% בדמי הביטוח בתקופה הנסקרת (זאת בהשוואה לירידה של 1.2% בלבד בסך הענף). הירידה בדמי הביטוח מרכב חובה במנורה נובעת בעיקר מירידה בהיקף צי הרכב המבוטח, בעיקר במגזר הרכב המסחרי.

גורם נוסף ומשמעותי הינו הירידה בתעריפי ביטוח חובה שמאפיינת את כל הענף (ומסבירה את הירידה בדמי הביטוח ברמה הענפית). יש לציין כי ברבעון השלישי של 2006 חלה התמתנות בקצב הירידה של דמי ביטוח רכב חובה במנורה. הירידה בדמי ביטוח מרכב חובה קיזזה בחלקה גידולים שנרשמו בענפי רכב רכוש (5%), אובדן רכוש (25%), מקיף דירות (5%) ואחריות מקצועית (8%). מנורה בולטת בנתח שוק גבוה במיוחד בענפי ביטוח דירות ובתי עסק (נתח שוק של כ-13%) ובענף רכב רכוש (כ-10.6%). בענף רכב חובה לעומת זאת חלקה בשוק (8.5% לעומת 9.2% בתקופה המקבילה) נמוך מנתח השוק הכללי שלה. החברה מציינת כי בכוונתה להתמקד בפלח השוק של הנהגים המבוגרים ולהמשיך ולהימנע מביטוחים קבוצתיים בענף רכב חובה.

מנורה ביטוח: התפלגות דמי ביטוח כללי 1-9/2006



מנורה ביטוח: נתח שוק בביטוח כללי ובביטוח חיים

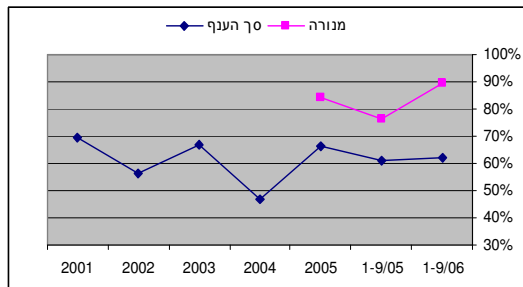


ירידה ברווחיות הביטוחית בענפי הרכוש הובילה את עיקר הירידה ברווח מעסקי ביטוחי כללי, החברה ממשיכה לבלוט ברווחיות חיתומית גבוהה יחסית בענפים הקצרים

רווחי החברה מעסקי ביטוח כללי בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 הסתכמו בכ-145 מיליון ש"ח, בהשוואה לכ-162 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. כבכל תקופה, השינוי ברווח מעסקי ביטוח הינו תמהיל של השפעות שונות ומנוגדות בענפי הביטוח השונים. ההשפעה העיקרית לירידה ברווח מעסקי ביטוח כללי בתקופה הנסקרת הינה הירידה ברווחיות הביטוחית בענפי רכוש (ללא רכב רכוש) כפי שהיא מתבטאת ביחס הנזקים (Loss ratio). יחס הנזקים הינו היחס בין התביעות נטו לתקופה לבין דמי הביטוח שהורווחו בתקופה, והוא מבטא מכלול של גורמים המגלמים הקשורים ברווחיות הביטוחית עצמה (לפני השפעת הכנסות מהשקעות, הוצאות ועמלות לסוכנים), אשר כוללים בין השאר את איכות החיתום, תמחור הפוליסות, רכישת ביטוח משנה וכן גורמים אקסוגניים כמו שיעור הפריצות לדירות. ככל שיחס הנזקים גבוה יותר, כך נמוכה יותר הרווחיות הביטוחית.

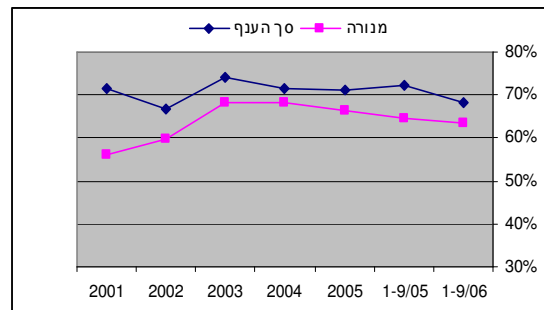
יחס הנזקים בענפי רכוש מרכזיים במנורה ביטוח בהשוואה לסך הענף

בתי עסק*

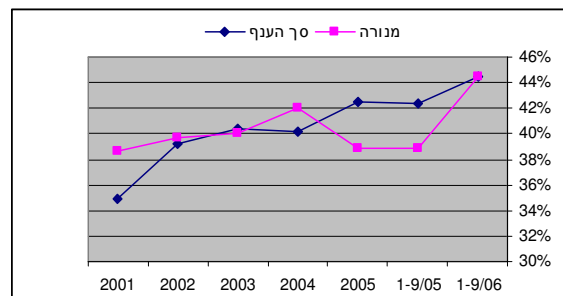


* לחברה אין נתונים נפרדים לענף לפני שנת 2004

ענף רכב רכוש



ביטוח דירות ומשכנתאות



יחס הנזקים עלה בחדות בענף מקיף דירות, בענף בתי עסק ובענפי ביטוח אחרים קטנים יותר. בענף רכב רכוש, המהווה מרכיב מרכזי בפעילות וברווחיות החברה (כשליש מדמי הביטוח), מציגה מנורה לאורך השנים יחס נזקים טוב משל הענף, שאף מצוי במגמת שיפור החל משנת 2004, בין השאר בשל הגדלת היקף השייר (כלומר, הקטנת היקף ביטוח המשנה), גזרת של גידול בניסיון הנצבר בחברה ובהיקף צי הרכב המבוטח. עדיין היקף השייר של מנורה בענף רכב חובה גבוה מזה של הענף. בענף ביטוח דירות ומשכנתאות מציגה מנורה יחס נזקים תנודתי, אולם עדיין נמוך מהענף במרבית התקופות האחרונות.

ענף בתי עסק הינו ענף הפסדי בחברה, לפחות החל משנת 2005, בה ההחלה החברה לדווח על ענף זה בנפרד. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 הוא חולל הפסד של כ-7.8 מיליון ש"ח, בדומה להפסד בשנת 2005 כולה. זהו ענף המאופיין בסיכון ביטוחי גבוה מאוד בשל גובה הנזקים. נתח השוק של מנורה בענף בתי עסק הינו גבוה יחסית לחלקה הכולל, כ-14.5%, אולם ככל הנראה היא עדיין שחקנית קטנה ולא מפורזת מספיק בענף.

השפעה שלילית נוספת נבעה מהרעה בתוצאות של ענף מחלות ואשפוז, אשר נבעה משלושה גורמים שונים: גידול בהוצאות הנהלה וכלליות, קיטון בהכנסות מהשקעות ומעבר להערכה אקטוארית בענף שיניים על פי הוראות המפקח על הביטוח, שהובילה לגידול בעתודה ולקיטון ברווח השוטף.

ענף רכב חובה הוסיף לתרום רווחים גבוהים בגין שנות החיתום הסגורות

הרווח מענף ביטוח רכב חובה היווה מרכיב מרכזי ברווח מעסקי ביטוח בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006, והוא הסתכם בכ-41 מיליון ש"ח לעומת כ-27 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה וכ-56 מיליון ש"ח בשנת 2005 כולה. הגידול ברווח מענף זה נבע משחרור עודפים בגין שנת החיתום 2003 שהייתה טובה יותר משנת 2002 בשל רווחי ההשקעה הגבוהים שנצברו בה. רווחי ההשקעה היוו בכל אחת משנות החיתום 1999-2003 את המרכיב העיקרי בתרומת הענף לרווחים, בשל תקופת הצבירה הארוכה של עתודות הביטוח. בחינת רווחיות רכב חובה על בסיס שנות החיתום הסגורות בחברה, מצביעה על המרכיב הגבוה - והגדל, של רווחי ההשקעה מסך הרווח בשייר בין השנים 2000-2002, לעומת רווחיות חיתומית פוחתת, תוצאה בעיקר של הפחתת התעריפים האחידים ששררו בענף עד לשנת 2000. שחרור העודפים בשנת 2006 מתבסס על שנת החיתום 2003 (לגביה החברה לא פרסמה נתונים סופיים עדיין), וניתן להעריך שהרווחיות בה טובה יותר בשל ההשפעה החיובית של שוק ההון על תשואות ההשקעה החל משנת 2003 ואילך.

ענף רכב חובה: רווחיות לפי שנות חיתום ליום 31.12.2005* במיליוני ש"ח				
	2002	2001	2000	1999
דמי ביטוח ברוטו	201	161	143	126
רווח בשייר	47	23	23	22
השפעת הכנסות מהשקעות על העודף המצטבר	42	11	11	14
רווח בשייר בנטרול הכנסות מהשקעות	5	12	12	8
שיעור הרווח בשייר	12%	16%	16%	16%
שיעור הרווח בשייר בנטרול הכנסות מהשקעות	3%	6%	9%	10%
שיעור הכנסות מהשקעות מהרווח בשייר	88%	50%	43%	67%

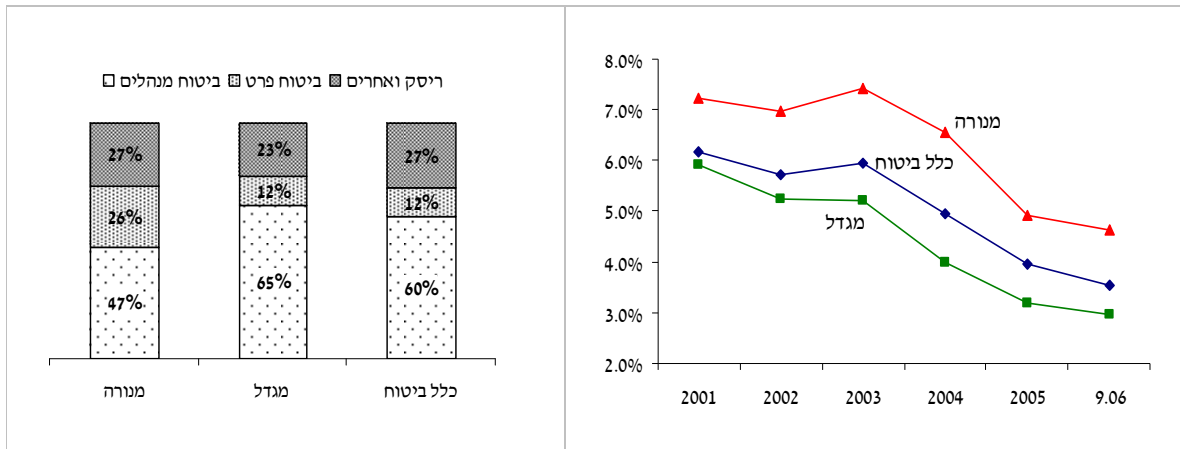
* חברות הביטוח אינן מפרסמות נתונים אלו על בסיס רבעוני.

ירידה חדה ברווח מעסקי ביטוח חיים בשל ירידה בתשואות ובדמי הניהול על הפוליסות המשתתפות ברווחים. יחסי הרווחיות בחברה בולטים לטובה בהשוואה לענף אם כי יחס הפדיונות גבוהה יחסית ובתקופה הנסקרת חל גידול חד בפדיונות

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 רשמה מנורה גידול של 7.7% בפרמיות בביטוח חיים, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, זאת בהמשך לגידול של 7.0% בשנת 2005. הגידול נבע ברובו מעלייה במכירות החדשות, ומנורה הגדילה את נתח השוק של פרמיות ביטוח חיים בענף. הגידול בפרמיות בוצע חרף עלייה חדה יחסית – בשיעור של 10.4% - בהיקף הפדיונות המוקדמים בתשעת החודשים הראשונים של 2006 בהשוואה לתקופה המקבילה. מנורה, המאופיינת ברמת פדיונות גבוהה יחסית לענף בשל מרכיב ביטוחי פרט גבוה אצלה, הציגה החל משנת 2004 ירידה מתמשכת בשיעור הפדיונות לעתודות הביטוח, בדומה לכל חברות הביטוח הגדולות. יש לציין כי הגידול בפדיונות במנורה היה גבוה מזה שנרשם בכלל הענף (כ-5.0% גידול בתקופה הנסקרת בהשוואה לתקופה המקבילה), אולם יחס הפדיונות לעתודות הביטוח במנורה שמר על יציבות ברמה של 4.5% בדומה לתקופה המקבילה.

פדיונות מוקדמים / ממוצע עתודות ביטוח חיים

הרכב פרמיות לפי סוגי תוכניות ביטוח – שנת 2005



הכנסות השקעה / ממוצע עתודות ביטוח חיים



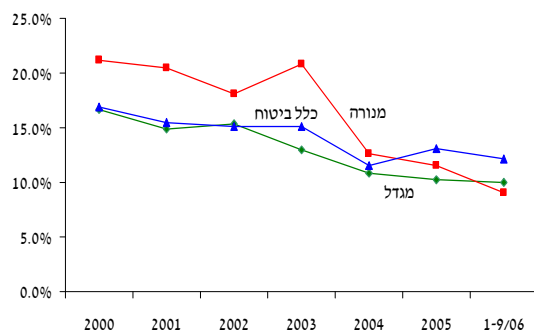
בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 חלה הרעה משמעותית ברווח מעסקי ביטוח חיים, בעיקר תוצאה של ירידה בדמי הניהול שנגבו בפוליסות המשתתפות ברווחים. הירידה נבעה מירידת שערים ניכרות בשוקי ההון במהלך הרבעון השני של 2006. ברבעון השלישי חל שיפור ניכר ברווחי ההשקעה לעומת הרבעון הקודם, אולם זו עדיין הייתה הרעה בהשוואה לרבעון המקביל, בו נרשמו רווחי השקעה גבוהים במיוחד. הירידה בהכנסות השקעה ובדמי הניהול אפיינה את כל הענף, שרשם ירידה של כ-47% בהכנסות השקעה לעומת התקופה המקבילה, וירידה של 51% בדמי הניהול.

במנורה הירידה בהכנסות השקעה עמדה על 46%, אולם הירידה בדמי הניהול הייתה בעוצמה נמוכה יותר בהשוואה לענף – ירידה של 48%, פער שבחלקו מוסבר בשיעור ביטוחי הפרט הגבוה בחברה, המאופיין ברווחיות גבוהה יותר. במקביל לירידה בדמי הניהול, חלה עלייה חדה יחסית בשיעור הוצאות הנהלה וכלליות לפרמיות. העלייה בהוצאות נובעת בעיקר מעלייה בהוצאות שכר בעקבות גידול בעובדים ועלייה בהוצאות אחזקת מחשב ופחת בגין השקעות במחשבים. יש לציין כי הוצאות ההנהלה והכלליות בדוח עסקי ביטוח חיים במנורה כוללים החל משנת 2005 הוצאות הפחתת הפרש מקורי בגין רכישת מבטחים בהיקף שנתי של כ-21 מיליון ש"ח. שיעור דמי העמלה לפרמיות הוסיף להציג ירידה, שנרשמה גם בכל אחת מהשנים הקודמות. ירידה זו הינה ברובה תוצאה של הרפורמה בקשר עם מבנה פוליסות ביטוח חיים ופיצוי הסוכנים. הרווח מעסקי ביטוח חיים נשחק לשיעור של 1.7% ממוצע העתודות לתקופה, בהשוואה ל-3.5% בתקופה המקבילה ושיעור של 2.2% בכל 2005.

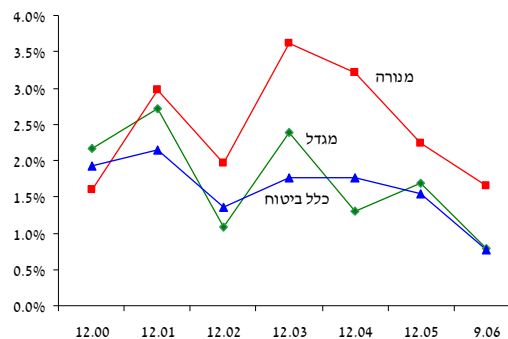
מנורה ביטוח: יחסי רווחיות ועילות בביטוח חיים					
2002	2003	2004	2005	1-9/05	1-9/06
16.4%	52.4%	39.5%	67.8%	55.0%	51.6%
18.1%	20.8%	12.6%	11.5%	10.3%	9.0%
10.1%	9.4%	9.1%	9.5%	8.5%	10.6%
2.0%	3.6%	3.2%	2.2%	3.5%	1.7%
דמי ניהול / רווח בביטוח חיים					
דמי עמלה / פרמיות					
הנהלה וכלליות / פרמיות					
רווח בביטוח חיים / ממוצע עתודות					

מנורה בולטת לטובה ברמת הרווחיות בביטוח חיים בהשוואה למתחרות, על אף שהיא מאופיינת בהוצאות רכישה גבוהות ביחס לפרמיות ולעתודות. הרווחיות הגבוהה נובעת בין השאר מתשואות גבוהות באופן עקבי על תיק ההשקעות המשתתפות ברווחים.

דמי עמלה / פרמיות



רווח בביטוח חיים / ממוצע עתודות ביטוח חיים



שיפור ברווחיות תחום הפנסיה חרף ירידה בשיעור דמי הניהול

היקף הנכסים של מנורה מבטחים פנסיה הסתכם בכ-16,235 מיליון ש"ח ליום 30.9.2006, לעומת 14,336 מיליון ש"ח בסוף שנת 2005 – עלייה של כ-13.2% לעומת עלייה של 13.9% שנרשמה בסך הצבירה של קרנות הפנסיה החדשות במהלך התקופה. נתח השוק של מבטחים בסך נכסי הקרנות החדשות עמד על כ-46.9% בסוף ספטמבר 2006 לעומת 47.2% בסוף שנת 2005.

ההכנסות מדמי ניהול רשמו ירידה של כ-6 מיליון ש"ח, והם מבטאות ירידה בשיעור דמי הניהול מדמי הגמולים ומהצבירה בהשוואה לשנת 2005, הנובעת מהחזר דמי ניהול לעמיתים במסגרת מהלכי העסקים של החברה, וכחלק מהתחרות על כספי עמיתים קיימים וחדשים. במקביל, חלה ירידה בהוצאות המכירה והשיווק כתוצאה מירידה בהוצאות על רכישת כסויים ביטוחיים ועמלות לסוכנים. בסך הכל רשמה פעילות הפנסיה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 רווח לפני מס של כ-61 מיליון ש"ח לעומת רווח של כ-55 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה (ורווח של 72 מיליון ש"ח בכל שנת 2005).

מנורה מבטחים פנסיה: נתונים עיקריים על תוצאות פעילות במיליון ש"ח			
2005	1-9/05	1-9/06	
154	129	125	הכנסות מדמי ניהול קרנות פנסיה וקופות גמל
7	7	6	רווחי השקעות
161	136	131	סך הכנסות
89	81	70	הוצאות מכירה, שיווק והנהלה וכלליות
72	55	61	רווח לפני מסים על הכנסה
40	31	36	רווח נקי לתקופה

איתנות פיננסית חזקה כפי שהיא נמדדת ביחס ההון העצמי להתחייבויות הביטוחיות. עם זאת, עודף ההון נמוך יחסית, תוצאה בין השאר של הון משני נמוך יחסית

להערכת מידורג, האיתנות הפיננסית של החברה הינה טובה, והיא משתקפת ביחס הון עצמי להתחייבויות ביטוחיות (עתודות ביטוח חיים וכללי) גבוה יחסית, בשיעור של 8.5% ליום 30.9.2006 (ושיעור דומה ליום 31.12.2005). היחס הממוצע בענף לאותו מועד עמד על 4.9%, ובקרב חברות הביטוח הגדולות הוא נע בין 4.0% ל-5.0%. היחס הגבוה נובע מגידול מהיר בהון העצמי יחסית לגידול בהיקף הפעילות בשנים האחרונות (כפי שהיא משתקפת בצבירת העתודות). הגידול המהיר בהון העצמי הוא תוצאה של רווחיות גבוהה, מדיניות דיבידנד מתונה יחסית (בשנים האחרונות חילקה החברה דיבידנדים לבעלי המניות בשיעור ממוצע של כ-30% מהרווח הנקי), וכן חיזוק ההון העצמי על ידי החברה האם לצורך רכישת פעילות הפנסיה.

עודף ההון המחושב מעבר להון המינימלי הנדרש ממבטח הסתכם בסך של כ-123 מיליון ש"ח ליום 30.9.2006, שהיוו כ-8.5% מההון המינימלי הנדרש. רמת עודף זו נמוכה יחסית, בוודאי בהשוואה לחברות הביטוח הגדולות, והיא אפיינה את החברה לכל אורך השנים האחרונות. רמת העודפים הנמוכה נובעת מהיקף נמוך יחסית של הון משני הכולל בעיקר כתבי התחייבות נדחים. יחס ההון המשני להון הראשוני המוכר ליום 30.9.2006 עומד על כ-33%, זאת בהשוואה ליחס מרבי מותר של 50%.

הלימות ההון בחברות הביטוח: 30.9.2006 במיליוני ש"ח				
מנורה	כלל	מגדל	הפניקס	הראל
1,441	1,936	1,702	1,136	1,081
1,564	2,700	1,998	1,451	1,264
123	763	296	315	183
8.5%	39.5%	17.4%	27.7%	16.9%
1,173	1,900	1,992	968	1,047
391	900	6	483	217
33.3%	50.0%	-	49.9%	20.7%

הון נדרש על פי תקנות הפיקוח על הביטוח
הון מחושב בהתאם לתקנות הפיקוח על הביטוח (ג)
עודף הון מחושב על הון נדרש
עודף הון מחושב על הון נדרש – באחוזים
(1) הסכום המחושב כולל:
הון ראשוני
הון משני (בעיקר כתבי התחייבות נדחים)
יחס הון משני להון ראשוני
מקור: דוחות כספיים לציבור

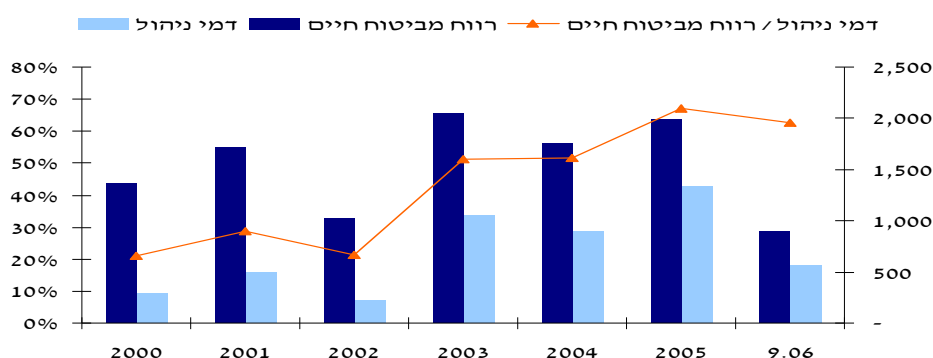
שיקולים עיקריים לדירוג

מעמד ואחידה חזקים בתחום ניהול הנכסים לטווח ארוך, באמצעות הפעילות בביטוח החיים ובפנסיה. שילוב זה מפחית את החשיפה של מנורה בפני רפורמת הנידוד בענף החסכון; תיק ביטוח חיים ותיק המניב רווחיות גבוהה ויציבה לאורך שנים, תוצאה של תוכניות ביטוח ותיקות ורווחיות, עם דומיננטיות של תוכניות פרט; מעמד חזר בתחום הפנסיה עם נתח שוק דומיננטי; רמת רווחיות גבוהה בהשוואה לענף לאורך שנים, הן בביטוח כללי והן בביטוח חיים. בביטוח כללי, הרווחיות מושפעת לטובה מאיכות חיתום גבוהה יחסית לענף. בביטוח חיים, הרווחיות מושפעת לטובה מתמהיל תוכניות הביטוח ומתשואות השקעה גבוהות; הרווחיות הגבוהה בשני הענפים מושגת חרף עמלות והוצאות רכישה גבוהות משמעותית בהשוואה לענף; רמת תחרות גבוהה מאוד בתחום הביטוח והפנסיה דורשת התמדה וחדשנות במוצרים ודגש על תשואות גבוהות. עד כה הוכיחה החברה יכולות גבוהות בתחומים אלו. רובד הניהול הבכיר יציב ומנוסה מאוד במגוון ענפי הביטוח; עודף הון נמוך יחסית לנדרש המושפע, בין השאר, ממדיניות עקבית של חלוקת דיבידנד; דומיננטיות בתחום ביטוחי הפרט, הנושאים עלויות מכירה גבוהות יותר, לצד ניידות מבטחים חזקה יותר בהשוואה לביטוחים הקבוצתיים. מאפיין זה חושף את החברה לשיעור גבוה של ביטולי פוליסות ולהפסדים הנובעים מכך.

הרווחים מעסקי ביטוח ומעסקי הפנסיה קשורים קשר הדוק למגמות שוק ההון, המאופיינות בתנודתיות ומחזוריות. בשנים האחרונות נהנו חברות הביטוח, ומנורה בתוכן, מעליות מחירים גבוהות בשווקים הפיננסיים. היחלשות מתמשכת בשוק ההון תרע את תוצאות החברה במידה משמעותית

ההשפעה של מגמות שוק ההון החיוביות בשלוש השנים האחרונות על רווחי חברות הביטוח ניכרת בעיקר בענף ביטוח חיים, אולם גם בעסקי ביטוח כללי, ובעיקר בענפים בעלי זנב ארוך, דוגמת ענף רכב חובה. בביטוח חיים נובעת ההשפעה של שוק ההון מדמי הניהול שגובות חברות הביטוח על הפוליסות המשתתפות ברווחים. ההכנסות מדמי ניהול על הפוליסות המשתתפות ברווחים היוו מרכיב משמעותי ביותר ברווחי חברות הביטוח בשנים 2003-2006. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2006 חלה ירידה חדה ברווחי החברה כתוצאה מירידה בתשואות על ההשקעות. בפוליסות ששווקו עד לסוף שנת 2003 נקבעו דמי הניהול שנתיים בשיעור של 0.6% מסך הנכסים בתוספת 15% מהתשואה הריאלית על הנכסים. בפוליסות המשוקות החל משנת 2004 חלו מספר שינויים מבניים, הכוללים בין השאר דמי הניהול קבועים בשיעור של עד 1.0% לשנה מסך הנכסים (ועד 2% בתנאים מיוחדים). שינוי זה יקטין במידה מסוימת את תלות דמי הניהול בביצועי שוק ההון, בשל היעדר מרכיב משתנה.

חמש חברות הביטוח הגדולות: רווח מעסקי ביטוח חיים ודמי ניהול (במיליוני ש"ח) ושיעור דמי ניהול מהרווח



ענף רכב חובה היווה בשנים האחרונות את מקור הרווח העיקרי בעסקי ביטוח כללי, בעיקר בשל ההשפעה החיובית של מגמות שוק ההון על הכנסות השקעה בגין העתודות בענף. הכנסות ההשקעה הגבוהות בענף חיפו על ירידת המחירים החדה בענף ועל רווחיות חיתומית נשחקת, אלו צפויות להתבטא ביתר שאת בשנים הקרובות

ענף רכב חובה מהווה חלק משמעותי מאוד מהרווח מעסקי ביטוח כללי במנורה, והוא תרם כ-30% בממוצע מהרווח בביטוח הכללי בין השנים 2003-2006 (יש לציין כי זהו שיעור נמוך יחסית לכלל הענף, שבו היוו רווחי רכב חובה כ-58% מהרווח מעסקי ביטוח כללי בשנים האמורות). ענף רכב חובה הוא ענף בעל "זנב ארוך" מכיוון שהכיסוי הביטוחי הינו עבור נזקי גוף, ותקופת התגבשות התביעה היא ארוכה יחסית. נוכח זאת, חברות הביטוח שומרות עתודות בגין כל שנת חיתום, המניבות לחברה הכנסות השקעה. הכנסות ההשקעה הגבוהות שהתהוו בשנים האחרונות, נוכח הגאות בשוקי ההון, פיצו על שחיקה מתמשכת ברווחיות החיתומית בענף רכב חובה בקרב מרבית החברות הפועלות בענף, אשר נבעה בעיקר מהפחתה מצטברת בתעריפים, בעקבות הרפורמה בתחום. ואולם, חלק ניכר מהפחתות התעריפים טרם גולם ברווחים ששחררו בגין שנות החיתום הסגורות, והוא צפוי להתבטא בשחיקה נוספת, חדה יותר, ברווחים שישתחררו בשנים הקרובות, ובעיקר משנת 2007.

הרפורמות שבוצעו בתחום החסכון לטווח ארוך, ואלו הצפויות בשנים הקרובות מציבים לחצים תחרותיים בסביבה העסקית בה פועלת החברה

ההשקעות של חברות הביטוח ברכישת קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות נאמנות בעקבות הרפורמות שחלו בשוק ההון בשנים 2004 ו-2005 חיזקו באופן ניכר את מעמדן בשוק ההון, ובתחום החסכון לטווח הארוך בפרט. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, ההשקעות בוצעו במחירים המגלמים, לצד ערך אסטרטגי גבוה, גם תחרות עזה בין החברות על מעמד ונתחי שוק. מצב זה, להערכת מידרוג, צפוי להוביל לתחרות חריפה על שימור עמיתים ועל רכישת עמיתים חדשים, במטרה להגן על ההשקעות הגבוהות, והיא עלולה לשחוק את הרווחיות בענף הפנסיה, בענף ביטוח החיים ובאפיקים נוספים של ניהול כספים (קרנות נאמנות וקופות גמל).

הגדלת נתח השוק בביטוח הכללי, ובפרט בענפי הרכב, חושפת את מנורה יותר מתמיד לתחרות העזה בענפים אלו, כמו גם לתנודתיות הרבה המאפיינת את רווחיותם. פוטנציאל הצמיחה של הביטוח הכללי בישראל אינו גבוה, ומנורה מתקרבת לנקודה בה פוטנציאל הפסד נתח השוק שלה גבוה מפוטנציאל הגידול בו

ענף ביטוח כללי מאופיין בתחרות גבוהה מאוד, ריבוי שחקנים ומוצרים דומים. התחרות נגזרת ממאפייני הייחודיים של הענף, כשבראשם רווחיות תנודתית, המושפעת משורה של משתנים חיצוניים. התנודתיות הענפית מכתיבה מוצרים לטווח קצר, תחרות משוכללת (יכולת התאמה מהירה יחסית של התעריפים) ומדיניות על בסיס טקטי מול יכולת אסטרטגית מוגבלת. בשנים האחרונות חלה שחיקה מסוימת בריכוזיות הענף, שהתבטאה בירידה בנתח השוק של חמש החברות הגדולות, בעיקר בשל החדירה של חברות הביטוח הישיר שעוררו מומנטום מחודש של תחרות בענפי הרכב והרכוש. ענף הבריאות היווה את מנוע הצמיחה של הביטוח הכללי בשנים האחרונות, וכיום הוא כר לתחרות עזה בין השחקניות הגדולות.

מנורה נהנתה בשנים האחרונות מצמיחה גבוהה בענף הביטוח הכללי והגדלת נתח השוק, בין השאר בשל היותה שחקנית קטנה יחסית בענף בתחילת העשור. חלק משמעותי מהצמיחה נבע מענפי הרכב. עד כה תרם הדבר להגדלת רווחיה בענף הביטוח הכללי, והחברה הוכיחה יכולת צמיחה תוך שמירה על יחסי רווחיות גבוהים בהשוואה לענף. ואולם, הגידול בנתח השוק ובחלקם של ענפים אלו בתמהיל עסקי הביטוח הכללי בחברה מגדיל את חשיפתה לתחרות העזה המאפיינת אותם. זאת ועוד, פוטנציאל הצמיחה של ענף הביטוח הכללי בישראל הינו נמוך יחסית. מנורה אוזנת כיום בנתח שוק משמעותי בענף, אף כי היא עודנה החברה החמישית בגודלה. להערכת מידרוג הפוטנציאל לצמיחה נוספת בתחום תוך שימור רמת הרווחיות המאפיינת אותה הינו נמוך.

אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- נסיגה באיכות החיתום וברווחיות בענפי הביטוח הכללי העיקריים
- התפתחויות שיש בהן להוביל להרעה משמעותית ברווחים מביטוח חיים (כמו שינויים בסביבה העסקית, בסביבה המאקרו כלכלית או שינויים רגולטוריים)
- הרעה משמעותית בעודף ההון העצמי מעבר להון המינימלי הנדרש

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- חיזוק משמעותי ופרמננטי בעודף ההון העצמי מעבר להון המינימלי הנדרש

מנורה ביטוח היא קבוצת הביטוח החמישית בגודלה בישראל. נתח השוק שלה בענף הביטוח הכללי עמד על 9.5% מסך דמי הביטוח בענף לתקופה ינואר-ספטמבר 2006, ובענף ביטוח חיים עמד נתח השוק על שיעור של 9.3% מסך הפרמיות בענף לאותה תקופה. ענפי הביטוח הכללי הבולטים במנורה ביטוח הם רכב רכוש וחובה, מקיף דירות, בריאות וביטוח נושאי משרה. מנורה ביטוח מוחזקת בשיעור של 96% על ידי מנורה החזקות בע"מ ("מנורה החזקות"), ומהווה את ליבת הפעילות של מנורה החזקות. מנורה החזקות מוחזקת בשיעור כולל של 63.56% בהון ו-63.56% בהצבעה על ידי פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט, שתי חברות זרות המוחזקות בנאמנות עבור מר מנחם גורביץ כנהנה יחיד. מר גורביץ מכהן כיו"ר מועצת המנהלים של החברה. מנכ"ל החברה בחמש השנים האחרונות הוא מר ארי קלמן.

סולם דירוג התחייבויות

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 משתמש במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa על מנת לדרג את החברות בכל אחת מקטגוריות. המשתנה '1' מציין שהחברות מצויות בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה הן משתייכות, המצוינות באותיות. המשתנה '2' מציין שהן מצויות באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שהחברות מצויות בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג, המצוינת באותיות. נציין כי האיתנות הפיננסית של הקבוצות בכל קטגוריה דומה באופן כללי.

דוח מספר : CFM010307500M

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"). 2007

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. 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: 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, 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. 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.