



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

מעקב שנתי | מאי 2010

1

מחברת:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה 'א'
------------------	-----	----------------

מידרוג מודיעה על הורדת הדירוג לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("מנורה החזקות" או "החברה") מ-Aa2 באופק דירוג שלילי ל-Aa3 באופק דירוג יציב. השיקולים העיקריים להורדת הדירוג כוללים את המחויבות לתמיכה של חברת האחזקות בחברת הביטוח על רקע דרישות ההון והתנודתיות ברווח הנקי של חברת הביטוח. שיקולים נוספים להורדת הדירוג כוללים את איכות האשראי הנמוכה יחסית המאפיינת את האחזקות הנוספות של מנורה החזקות. נוסף כי אחזקות אלו מהוות חלק מהמקורות לשירות החוב של החברה והתלות בהן עולה במידה בה חברת הביטוח אינה יכולה להניב תזרים לחברת האחזקות.

מידרוג מציינת לטובה את רמת המינוף הנמוכה יחסית בחברה ואת האיכות הגבוהה של האחזקה המרכזית - מנורה ביטוח. כמו כן במידרוג מעריכים כי לחברה גמישות פיננסית טובה, הנסמכת על מבנה האחזקות, שליטה בנכסים עיקריים ונגישות טובה למערכת הבנקאית ולשוק ההון. לצד כל זאת, התרומה המרכזית של חברת הביטוח לשווי האחזקות לצד הנדחות המבנית של מחזיקי החוב בחברה ביחס להתחייבויות של חברת הביטוח, גוזרים להתחייבויות החברה דירוג נמוך מזה של התחייבויות חברת הביטוח, וזאת בהמשך למתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג חברות אחזקה בביטוח. אופק הדירוג היציב הינו נוכח רמת נזילות מספקת, גם בהתחשב במאפייני תיק ניירות הערך שבידי החברה. תרמו לאופק היציב גם עודפי ההון הגבוהים יחסית במנורה ביטוח ומוכנותה, במידה סבירה יחסית, לתקנות ההון המתוקנות שיכנסו לתוקף במלואן בסוף שנת 2011.

החברה בוחנת אפשרות של פיצול מנורה פנסיה מחברת מנורה ביטוח והעברתה לבעלות ישירה של מנורה החזקות. העברת הבעלות הישירה על חברת ניהול הפנסיה כאמור עשויה להערכת מידרוג לתרום לחיזוק המיצוב הפיננסי של מנורה החזקות שכן יש בה כדי ליצור מקור נוסף של תזרים מזומנים תוך הקטנת התלות בחברת הביטוח לעניין זה. כל זאת, בהנחה שלא יחולו השפעות מקזזות אחרות. אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה ומדרגות על ידי מידרוג:

שנות פירעון	יתרה בספרים 31/12/2009 (במיליוני ש"ח)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. (במיליוני ש"ח)	מס ני"ע	סדרה
07/2011- 07/2019	610	מדד	4.28%	550	5660048	א

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג ההתחייבויות של החברה מבוסס על הערכת האיתנות הפיננסית של האחזקה המרכזית מנורה ביטוח. האיתנות הפיננסית של מנורה ביטוח מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה בהתבסס על המאפיינים הבאים: מעמדה הבכיר בענף החסכון הפנסיוני, המאופיין ביכולת השבת רווחים גבוהה הנשענת על דמי ניהול מציבור עמיתים ומבוטחים בעל נאמנות גבוהה, נזילות גבוהה הנשענת על תיק נוסטרו הכולל מרכיב גבוה של השקעות פיננסיות סחירות, רגולציה אינטנסיבית החותרת לשיפור ניהול הסיכונים בחברות הביטוח ולשמירה על איתנותן הפיננסית ועודף הון גבוה נכון לסוף שנת 2009, אשר שופר במידה ניכרת בשנה החולפת בעקבות הרווח הכולל שנרשם במהלך השנה. עודף ההון לסוף שנת 2009 מכסה את מלוא דרישות ההון המתוקנות, על בסיס היקף הפעילות לאותו מועד. לצד זאת, רווחי מנורה ביטוח מצויים בתלות גבוהה במגמות שוק ההון, על רקע מרכזיות רווחי הנוסטרו בתרומה לרווח הכולל. הרווחיות החיטומית בענפי הביטוח האלמנטארי אינה יציבה ומושפעת ממדיניות חיתום ומתחרות החריפה בענפים אלו. בשנת 2009 רשמה



מידרוג

מנורה ביטוח רווח כולל גבוה, בהיפוך מגמה חד להפסד שנצבר במחצית השנייה של שנת 2008, בעיקר על רקע התנודתיות החדה במגמות בשוק ההון בתקופות האמורות והשפעתה על רווחי הנוסטרן. השיפור בתוצאות החיתומיות במהלך שנת 2009 תרם אף הוא לגידול הרווח.

בשיקולי הדירוג נלקח בחשבון כי יכולת חלוקת הדיבידנדים של מנורה ביטוח מוגבלת מכוח הרגולציה על חברות הביטוח בישראל. מנורה ביטוח פועלת תחת תקנות הון הקובעות דרישות הון מינימאלי שהיקפן עומד ביחס ישר עם היקף פעילותה. בנוסף, כפופה חברת הביטוח לתקנות והנחיות המפקח על הביטוח בקשר עם יכולתה לחלק דיבידנדים. לאחר שבשנים 2002-2007 חילקה מנורה ביטוח דיבידנדים משמעותיים מדי שנה, אשר שימשו בעיקר למימון דיבידנדים לבעלי המניות של מנורה החזקות, בשנים 2008-2009 לא חילקה חברת הביטוח דיבידנדים.

במהלך שנת 2008 הזרימה החברה לחברת הביטוח הון בהיקף של כ-80 מיליון ש"ח לצורך חיזוק ההון העצמי של חברת הביטוח, זאת בהמשך להזרמת הון בהיקף של כ-136 מיליון ש"ח בסוף שנת 2007. ברבעון הרביעי של שנת 2008 העמידה מנורה החזקות כתב התחייבות להשלמת הון הנדרש מהחברה כנגד הסרת תוספת ההון המנהלית¹. בסוף הרבעון הראשון של שנת 2009, שבה לתוקפה דרישת ההון המנהלית מאחר ומנורה החזקות הסירה את כתב ההתחייבות. החל מחודש דצמבר 2009, בעקבות כניסתן לתוקף של תקנות ההון המתוקנות, בוטלה דרישת ההון המנהלית. יש לציין, כי חברת הביטוח עמדה בכל עת ב-100% מדרישות ההון המינימאליות בהתאם לתקנות ההון. כאמור לעיל, נכון ליום 31 בדצמבר 2009, לחברת הביטוח עודף הון בסך 531 מיליוני ש"ח בהתאם ליישום המדורג של דרישות ההון המתוקנות ועודף הון בסך של כ-93 מיליון ש"ח בהנחת יישום של מלוא דרישות ההון המתוקנות עד ליום 31/12/2011.

למנורה החזקות השקעות קבע נוספות בהיקף פחות מהותי - מנורה מבטחים פיננסים העוסקת בנייהול קרנות נאמנות, קופות גמל, תיקי השקעות וחיתום ומנורה נדל"ן העוסקת ביחד עם שותפים בהשקעות אקוויטי בנדל"ן ברוסיה ובהודו. החזקות אלו מוערכות על ידי מידרוג בפרופיל סיכון עסקי ופיננסי גבוה בהשוואה להחזקה המרכזית.

תיק ההשקעות הסחיר של החברה, בשווי הוגן של כ-225 מיליון ש"ח ליום 31/12/2009, מורכב ברובו מאגרות חוב קונצרניות בישראל ברמת דירוג בינונית עד נמוכה לצד פיזור גבוה.

בשיקולי הדירוג של מנורה החזקות נלקחו בחשבון גם רמת המינוף ורמת הנזילות שלה. יחס החוב הפיננסי ברוטו לשווי המאזני של נכסי החברה ליום 31/12/2009 הינו כ-24%. להערכת מידרוג יחס זה הולם את רמת הדירוג הנוכחית, בהתחשב גם בכך שהוא מתבסס בחלקו הגדול על שוויה של חברת הביטוח. מידת הגמישות הפיננסית של החברה מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה. לחברה אין שעבודים על נכסיה וגם לא התחייבויות לבנקים בהיקף משמעותי. החברה הצהירה על כוונתה לשמור לאורך זמן על מסגרות אשראי חתומות ויתרות נזילות (מזומנים וני"ע סחירים) בהיקף של לפחות 125% מצורכי שירות החוב (קרן וריבית) לשנה אחת קדימה. צורכי שירות החוב החל משנת 2011 נאמדים בכ- 110 מיליון ש"ח לשנה.

¹ תוספת ההון המנהלית נדרשה במקום התחייבות של החברה האם להשלמת ההון העצמי כנדרש בהיתר השליטה.

מנורה מבטחים החזקות (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	
1,903	1,272	1,814	מנורה ביטוח
102	85	240	מנורה פיננסים
92	165	169	מנורה נדל"ן
2,100	1,524	2,226	סך השקעה במוחזקות
15	177	225	השקעות בני"ע
43	112	47	מזומנים ושווי מזומנים
2,233	1,897	2,607	סך נכסים במאזן
562	588	610	אגרות חוב
1,629	1,272	1,950	הון עצמי
241	(232)	403	רווח נקי (הפסד) לשנה
230	(400)	672	רווח כולל (הפסד כולל) לשנה
30	56	54	הוצאות ריבית ומטה
146	-	-	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
194	-	-	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

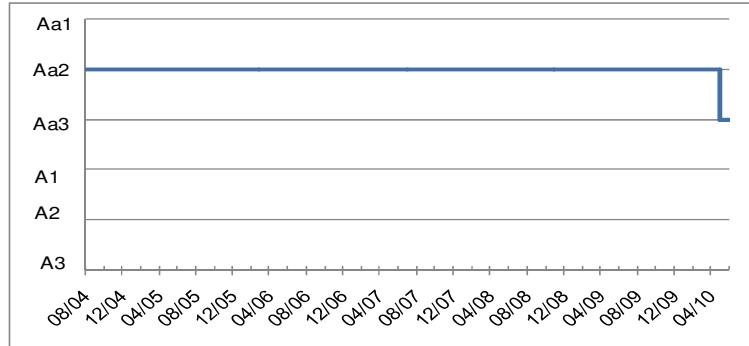
- גידול משמעותי ופרמננטי ברמת הנזילות של החברה
- יצירת מקורות תזרים פרמננטיים בהיקף משמעותי ביחס לצורכי שירות החוב
- שיפור בפרופיל סיכון האשראי של הנכסים המוחזקים על ידי החברה

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה ברמת הנזילות של החברה
- הרעה מתמשכת בתוצאותיה הכספיות של מנורה ביטוח תוך פגיעה בעודפי ההון שלה, באופן שיש בו לסכן את יכולת חלוקת הדיבידנדים שלה בזמן הארוך ואת שוויה הנכסי
- שינויים רגולטוריים שיש בהם להעיב במידה ניכרת על יכולת קבלת הדיבידנדים ממנורה ביטוח
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה

אודות החברה

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמנייתה נסחרת בבורסה של תל אביב. עיקר פעילותה היא החזקה במניות מנורה ביטוח, בשיעור של 100% בזכויות ההון והצבעה. מנורה החזקות מוחזקות בשיעור כולל של 61.86% על ידי פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט, שתי חברות זרות המוחזקות בנאמנות עבור מר מנחם גורביץ כנהנה יחיד. מר גורביץ מכהן כמנכ"ל ויו"ר מועצת המנהלים של החברה. מנכ"ל מנורה ביטוח בחמש השנים האחרונות הוא מר ארי קלמן המשמש כיום גם כמנכ"ל מנורה החזקות.



מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי הכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/הכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בנין הכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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.
	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
דרגת השקעה ספקולטיבית	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 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
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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. 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 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 שרותי 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. 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.