

מנורה מבטחים החזקות בע"מ¹

מעקב | ינואר 2019

אנשי קשר:

אילאיל שטנר, אנליסטית בכירה - מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג, ראש צוות מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

¹ 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 מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרות א', ב' ו-ג') של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן - "החברה") מ- Aa3.il ל- Aa2.il ומוותרת את אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מס נייר ערך	סדרה
14/07/2019	יציב	Aa2.il	5660048	א'
30/06/2022	יציב	Aa2.il	5660055	ב'
30/09/2026	יציב	Aa2.il	5660063	ג'

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת בקייטון מתמשך בהיקף החוב הפיננסי, בשיפור ביחסי שירות החוב הצפויים של החברה ביחס לתחזית הקודמת בטווח הזמן הקצר והבינוני ושיפור בפרופיל הנזילות. כך, היקף החוב הפיננסי המתואם ברוטו קטן בכ- 230 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות. הקייטון במינוף הפיננסי, אשר מידרוג מצפה כי ימשך גם בשנת 2019, תומך בשיפור מתמשך בפרופיל הפיננסי של החברה ובהעלאת הדירוג, כאמור.

בנוסף, הדירוג נתמך באחזקת שליטה בשלוש אחזקות ליבה בעלות איכות אשראי טובה יחסית - מנורה מבטחים ביטוח (Aa2.il) באופק יציב), מנורה מבטחים פנסיה וגמל ושומרה חברה לביטוח ובגמישות פיננסית גבוהה. זו מתאפיינת ביחס שירות ריבית ובמינוף בולטים לטובה ביחס לדירוג.

תיק ההחזקות של החברה עודנו ריכוזי הן בשווי והן בתזרים בתחומי הביטוח וחסכון לזמן ארוך, כאשר קיימות אמנם מספר פעילויות נוספות, אולם אלו עדיין שוליות יחסית. כמו כן, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח, שומרה חברה לביטוח 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, למרות שחל שיפור בנראות הדיבידנדים מהחברות המוחזקות, כפי שמפורט מטה.

נציין, כי חלוקות הדיבידנדים של מנורה פנסיה וגמל בשנת 2018 ופירעון כתבי התחייבות נדחים של שומרה חברה לביטוח לחברה באותה שנה היו גבוהים מהערכתנו הקודמת. זאת בנוסף לחלוקת דיבידנד מהחברה לבעלי המניות בהיקף נמוך יותר ביחס להערכתנו הקודמת, אשר שיפרו את כרית הנזילות של החברה בכ- 100 מיליון ₪ ביחס לתחזית הקודמת.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים היקף מקורות של כ-210-170 מיליון ₪ בשנה. בהמשך להערכתנו הקודמת, אנו צופים שמנורה פנסיה וגמל תמשיך לחלק דיבידנד יציב בהיקף של כ- 40-50 מיליון ₪ בשנה, כאשר תרחיש זה מתבסס על הערכתנו להמשך צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים אל מול שחיקה ברווחיות. נציין, כי חלוקות הדיבידנדים של מנורה פנסיה וגמל בשנת 2018 ופירעון כתבי ההתחייבות הנדחים של שומרה לחברה, כאמור בשנה זו היו גבוהים מהערכתנו הקודמת, ועל כן הגדילו את מקורות החברה בשנת 2018 ביחס לתחזית האחרונה בכ- 50 מיליון ₪.

בנוסף, צפויות הכנסות מריבית ודמי ניהול, בטווח שבין 25-30 מיליון ₪ בשנה. לאחר קביעת הרף הפנימי לחלוקת דיבידנדים במבטחים, כאמור, אנו צופים המשך חלוקת דיבידנדים מהמבטחים וזאת לאחר חלוקת דיבידנד ראשונה מזה מספר שנים מצד מנורה ביטוח ברבעון ראשון 2018. אולם, אלו צפויים להיות תנודתיים כתלות בפוטנציאל הרווח להערכת מידרוג ואינם צפויים לתרום ליתרות הנזילות של החברה. יתר ההחזקות צפויות להניב תזרים נטו שולי יחסית של 15-20 מיליון ₪ בשנה. בנוסף למקורות השוטפים מכירת הנדל"ן להשקעה (50%), שבוצעה ברבעון ברבעון השני של שנת 2018 צפויה להניב תזרים נוסף מצטבר של כ- 30 מיליון ₪ בשנים 2019-2020.

בצד השימושים, צפויים שימושים שנתיים בהיקף של כ- 150-230 מיליון ₪ בשנות התחזית, לאחר שהחברה פרעה במהלך שנת 2018 קרן משמעותית בהיקף של כ- 140 מיליון ₪. בשנת 2019 לוח הסילוקין של החברה צפוי עדיין להיות מאתגר יחסית עם שירות חוב

בדומה לשנת 2018, אך לאחר שנה זו היקף הפירעונות צפוי לרדת ולעמוד על כ- 90 מיליון ₪ בשנה, בשנים 2020-2022. לחברה צפויות הוצאות ריבית מצטברות של כ- 35 מיליוני ₪ בשנים 2019-2020 והוצאות מטה של כ- 15 מיליון ₪, בדומה לשנים האחרונות. כמו כן, סכום התמורה ששולם בגין ההסכם לרכישת מניות נוספות של אמפא קפיטל, שנתחם בתחילת שנת 2018, כפוף להתאמת מחיר מסוימת (בהתבסס על התוצאות הכספיות של אמפא קפיטל לשנת 2018) ועל כן ייתכן כי בשנת 2019 תהיה התאמה לסכום ששולם ושמגולם בתחזית זו. מעבר לכך, לא הונחו השקעות משמעותיות נוספות (למעט השקעה במיזמי ארגיה של חברה נכדה - מנורה אנרגיה, אם כי ההנחה שלנו שבטווח הקצר מרבית המקורות לכך יהיו מתקבולים ממימוש שבוצע למיזם אנרגיה סולרית של סולנגיה באיטליה).

בהמשך להערכתנו הקודמת, אנו מביאים בחשבון כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים בטווח הקצר-בינוני, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בתרחיש האמור, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות ומסגרת אשראי חתומה (בהיקף של כ- 60 מיליון ₪) צפוי להשתפר ביחס להערכתנו הקודמת ולנוע בטווח שבין 3.4-3.9 (ממוצע של 3.6) בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס זה טוב ביחס לדירוג ותומך בהעלאת הדירוג. עם זאת, יחס שירות החוב (DSCR) השוטף, יותר נמוך להערכתנו, ינוע בטווח שבין 0.7-0.8 בתקופת התחזית וכנגזר יוביל לשחיקה בכרית הנזילות בטווח הזמן הקצר והבינוני. זאת ללא הנחת מחזור חוב, כאשר בתקופת התחזית היקף החוב צפוי להמשיך ולקטון.

להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, בטווח של 3.8-5.5. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך, הכולל העמסת החוב של מנורה נדל"ן, אשר השתפר ביחס למעקב הקודם ולאורך זמן, ונע להערכתנו בטווח שבין 10% ל-12%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות כנגזר משווי השוק של מנורה החזקות. יחס זה תומך ביכולת מחזור החוב, במידת הצורך. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי לרעה בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידורג.

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

31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.09.2017	30.09.2018	
3,439	3,447	3,772	3,800	3,924	השקעות במוחזקות [1]
27	181	18	19	7	מזומנים ושווי מזומנים
236	379	328	226	265	השקעות פיננסיות
3,907	4,270	4,429	4,312	4,499	סה"כ נכסים
3,180	3,377	3,616	3,520	3,827	הון עצמי
611	751	667	667	531	חוב פיננסי

10%	6%	8%	11%	7%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
43%	74%	52%	37%	51%	נזילות לחוב

215	44	280	243	290	רווח נקי
142	197	339	243	261	סה"כ רווח כולל
70	238	73	22	119	דיבידנד שהתקבל
-	-	(100)	(100)	(50)	דיבידנד ששולם [2]

[1] בנטרול עודף הפסדים על השקעות במוחזקות

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

אחזקת שליטה בפעילויות משיקות בתחומי הביטוח וחסכון ארוך טווח, המהווים עוגן לדירוג

לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענף הביטוח והפיננסים, כאשר שלוש המוחזקות העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) נותרו מנורה ביטוח - Aa2.il באופק יציב (כ- 51% משווי ההשקעות בספרי החברה), מנורה מבטחים פנסיה וגמל (כ- 21% מהשווי בספרים) ושומרה חברה לביטוח (כ- 13% משווי ההשקעות בספרי החברה). הצפויות להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתזרימי

המזומנים בטווח הקצר-בינוני. אסטרטגית 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 (בשוי ובתזרים) באחזקות אלה תקטן. אחזקות אלה כוללות מספר אחזקות קטנות יותר, ניהול נכסים (מנורה מבטחים פיננסיים בע"מ²), אשראי (אמפא קפיטל בע"מ), נדל"ן ופרויקטים (מנורה מבטחים נדל"ן בע"מ) וכן פעילות של מתן התחייבויות לפירעון אמצעי תשלום (אי.אר.אן ישראל בע"מ), אשר תורמות לפיזור התיק, אולם היקף הדיבידנדים הצפוי מהן עדיין שולי יחסית.

נחיתות מבנית אל מול התחייבויות המבטח לצד מגבלות רגולטוריות על חלוקת דיבידנד; חל שיפור מסוים בנראות הדיבידנדים

לחברה תלות משמעותית בהיקפי הדיבידנדים המחולקים ע"י המוחזקות העיקריות שלה לצורך מימון שירות החוב ופעילותה השוטפת. מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברת ביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטח לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים. רק כאשר קיימת ודאות מסוימת כי למבטח 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 יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. מתוך שכן, 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 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).

למנורה ביטוח יחס כושר פירעון של 123% ל- 31 בדצמבר 2017 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה), כאשר יחס זה אינו מביא בחשבון גיוס הון רוברד 2 במנורה ביטוח, שבוצע בתחילת שנת 2018 בסך של כ- 254 מיליון ש"ח ופדיון קרן של הון רוברד 2 בסך 40 מיליון ש"ח ביולי 2018. לשומרה יחס כושר פירעון של 113% ל- 31 בדצמבר 2017 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה), כאשר בחודש יולי 2018 ביצעה שומרה פירעון כתבי התחייבות בסך 39 מיליון ש"ח ע.ג., כך שלאחר פעולה זו עמד יחס כושר הפירעון על שיעור של כ- 106%. נציין, כי מנורה ביטוח ושומרה חברה לביטוח קבעו יעד פנימי לגבי יחס כושר הפירעון לצורך חלוקת דיבידנדים אשר עומדים, בהתאמה על 110% ו- 102%, נכון ל- 31 בדצמבר 2017 ועלה בהדרגה בשנים הקרובות עד לתום תקופת המעבר בשנת 2024 ל- 115% ו- 108%, בהתאמה. הגדרת היעד והמרווח הסביר ממנו במנורה ביטוח תומכים בשיפור מסוים בנראות הדיבידנדים של החברה.

אנו מניחים, כי חברות הביטוח המוחזקות יוכלו לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות, אולם פוטנציאל היקף החלוקה ייותר מוגבל ותנודתי להערכתנו ותוך הנחה שבסיס ההון של המבטחים לא ישחק פרפורמה לחלוקה. תנודתיות זו, מונעת מחשיפה למגוון גורמים אקסוגניים, ובהם תנודתיות בשוק ההון, מגוון פרמטרים כלכליים ודמוגרפיים (עקומי הריבית, שיעור האינפלציה, תוחלת החיים ועוד) ורגולציה מעודדת תחרות במקטעים מסוימים.

מקור דיבידנדים משמעותי יוציב נוסף לחברה הינו מנורה פנסיה וגמל, בעלת נראות דיבידנדים טובה יותר ביחס למבטחים, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף הדיבידנדים המצטברים, שחילקה מאז שנת 2015, כ-340 מיליון ש"ח במצטבר. נציין, כי מנורה פנסיה וגמל חילקה בשנת 2018 דיבידנד בהיקף של כ- 90 מיליון ש"ח, גבוה יותר מהערכתנו בתחזית הקודמת. למנורה פנסיה וגמל עודפי הון גבוהים יחסית של כ- 221 מיליון ש"ח, ליום ה- 30 בספטמבר 2018 והיא מאופיינת ביכולת יצור רווחים טובה ויציבה יחסית, למרות הסביבה העסקית המתאגרת וזאת בשל פרופיל עסקי טוב ובסיס לקוחות משמעותי, התומך בהפקדות שוטפות משמעותיות. פרופיל זה נתמך בגודלה של מנורה פנסיה וגמל עם היקף נכסים מנוהלים הגבוה בענף, כ- 140 מיליארד ש"ח ליום ה- 30 בספטמבר 2018 ובמגמת צמיחה מתמשכת בשנים האחרונות. הפרופיל העסקי משתקף בנתח שוק משמעותי במגזר הפנסיה החדשה של כ- 34% לסוף חודש ספטמבר 2018. בשנים האחרונות הציגה מנורה פנסיה וגמל גידול בסך ההכנסות והרווח הנקי זאת בעיקר לאור הגידול המהיר בהיקף

2 בשנת 2017 הפסיקה הקבוצה לנהל נכסי קרנות נאמנות וניהול התיקים: מיזוג פעילות קרנות הנאמנות (שיעור החזקות מנורה פיננסיים הינו 20% בחברה הממוזגת), מכירת פעילות ניהול תיקי השקעות לחברות מקבוצת אלטשולר שחם בע"מ ומכירת פעילות הקרנות המחוקות למגדל שוקי הון בע"מ.

הנכסים המנוהלים (כ-50% במצטבר משנת 2015 ועד הרבעון השלישי של שנת 2018) ולמרות שחיקה מתמשכת בשיעור דמי הניהול בעקבות התחזקות התחרות בענף, שנתמכה גם בתמורות רגולטוריות. להערכתנו, הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בטווח הזמן של השנתיים הקרובות ובפרט בענף הפנסיה, כאשר לחץ המחירים צפוי להימשך וללחוץ על רווחיות מנורה פנסיה וגמל, נוכח התגברות התחרות ובתמיכת הרגולציה, גם נוכח מכרז קרן ברירת מחדל החדש, 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 המשיך צמיחה גם בפעילות הגמל, נוכח מספר רפורמות בשנים אחרונות שעוררו מחדש את הענף.

קיטון מתמשך בהיקף החוב ושיפור ביחס שירות החוב בהשוואה לתחזית הקודמת, תומכים בהעלאת הדירוג; צפי להמשך ירידה בהיקף החוב הפיננסי בשנת 2019

החברה הקטינה את היקף החוב הפיננסי המתואם ברטו בכ- 230 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות, כאשר הקיטון במינוף הפיננסי, אשר מידרוג מצפה כי ימשך גם בשנת 2019, תומך בשיפור מתמשך בפרופיל הפיננסי של החברה ובהעלאת הדירוג. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים היקף מקורות של כ-210-170 מיליון ₪ בשנה. בהמשך להערכתנו הקודמת, אנו צופים שמנורה פנסיה וגמל תמשיך לחלק דיבידנד יציב בהיקף של כ-50-40 מיליון ₪ בשנה, כאשר תרחיש זה מתבסס על הערכתנו להמשך צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים אל מול שחיקה ברווחיות. נציין, כי חלוקות הדיבידנדים של מנורה פנסיה וגמל בשנת 2018 ופירעון כתבי ההתחייבות הנדחים של שומרה לחברה, כאמור בשנה זו היו גבוהים מהערכתנו הקודמת, ועל כן הגדילו את מקורות החברה בשנת 2018 ביחס לתחזית האחרונה בכ- 50 מיליון ש"ח. בנוסף, צפויות הכנסות מריבית ודמי ניהול, בטווח שבין 30-25 מיליון ש"ח בשנה. לאחר קביעת הרף הפנימי לחלוקת דיבידנדים במבטחים, כאמור, אנו צופים המשיך חלוקת דיבידנדים מהמבטחים וזאת לאחר חלוקת דיבידנד ראשונה מזה מספר שנים מצד מנורה ביטוח ברבעון ראשון 2018. אולם, אלו צפויים להיות תנודתיים כתלות בפוטנציאל הרווח להערכת מידרוג ואינם צפויים לתרום ליתרות הנזילות של החברה. יתר ההחזקות צפויות להניב תזרים נטו שולי יחסית של 20-15 מיליון ₪ בשנה. בנוסף למקורות השוטפים מכירת הנדל"ן להשקעה (50%), שבוצעה ברבעון השני של שנת 2018 צפויה להניב תזרים נוסף מצטבר של כ- 30 מיליון ₪ בשנים 2019-2020.

בצד השימושים, צפויים שימושים שנתיים בהיקף של כ-230-150 מיליון ₪ בשנות התחזית, לאחר שהחברה פרעה במהלך שנת 2018 קרן משמעותית בהיקף של כ-140 מיליון ש"ח. בשנת 2019 לוח הסילוקין של החברה צפוי עדיין להיות מאתגר יחסית עם שירות חוב בדומה לשנת 2018, אך לאחר שנה זו היקף הפירעונות צפוי לרדת ולעמוד על כ- 90 מיליון ₪ בשנה, בשנים 2020-2022. לחברה צפויות הוצאות ריבית מצטברות של כ- 35 מיליון ש"ח בשנים 2019-2020 והוצאות מטה של כ-15 מיליון ₪, בדומה לשנים האחרונות. כמו כן, סכום התמורה ששולם בגין ההסכם לרכישת מניות נוספות של אמפא קפיטל, שנתחם בתחילת שנת 2018, כפוף להתאמת מחיר מסוימת (בהתבסס על התוצאות הכספיות של אמפא קפיטל לשנת 2018) ועל כן ייתכן כי בשנת 2019 תהיה התאמה לסכום ששולם ושמגולם בתחזית זו. מעבר לכך, לא הונחו השקעות משמעותיות נוספות (למעט השקעה במיזמי ארגיה של חברה נכדה - מנורה ארגיה, אם כי ההנחה שלנו שבטווח הקצר מרבית המקורות לכך יהיו מתקבולים ממימוש שבוצע למיזם ארגיה סולרית של סולנגיה באיטליה).

בהמשך להערכתנו הקודמת, אנו מביאים בחשבון כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בתרחיש האמור, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות ומסגרת אשראי חתומה (בהיקף של כ-60 מיליון ₪) צפוי להשתפר ביחס להערכתנו הקודמת ולנוע בטווח שבין 3.4-3.9 (ממוצע של 3.6) בטווח הזמן הקצר והבינוני. יחס זה טוב ביחס לדירוג ותומך בהעלאת הדירוג.

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, בטווח של 5.5-3.8. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך הכולל העמסת החוב של מנורה נדל"ן, אשר השתפר, כאמור ביחס למעקב הקודם ולאורך זמן ונע להערכתנו בטווח שבין 10% ל-12%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של מנורה החזקות. יחס זה תומך ביכולת מחזור החוב, במידת הצורך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת גם מפירעון חוב בהיקף משמעותי הצפוי בשנת 2019, בהתאם ללוח הסילוקין, אולם כאמור לאחר מכן צפויה הקלה בעומס הפירעונות וירידה משמעותית בהיקף החוב הפיננסי. בנוסף, לחברה נגישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים באג"ח ושעבוד שלילי על נכסיה. נציין, כי לחברה מספר כלים נוספים התומכים בגמישות הפיננסית ובהם מימוש יתרת הנדל"ן להשקעה שברשותה ואופציית מכר על יתרת ההחזקה במניות אלטשולר שחם ניהול קרנות נאמנות.

פרופיל הנזילות טוב ביחס להערכתנו הקודמת, אך צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר והבינוני

נכון ל-30 לספטמבר 2018 קיימת לחברה כרית נזילות בהיקף מהותי של כ-272 מיליון ש"ח, המהווים כ-50% מסך החוב וכ-77% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשלוש השנים הקרובות. להערכתנו, החברה תסיים את שנת 2018 עם כרית נזילות בהיקף של כ-330 מיליון ש"ח. הפער בהיקף כרית הנזילות ביחס להערכתנו הקודמת נובע מחלוקת הדיבידנד העודפת במנורה פנסיה, כאמור ומחלוקת דיבידנד נמוכה יותר לבעלי המניות ביחס להנחות הקודמות. 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 ש"ח. כרית נזילות זו מהווה כרית ביטחון 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-160 מיליון ש"ח בסוף שנת 2020, אולם במקביל בתרחיש זה צפוי היקף החוב המתואם ברוטו להמשיך ולקטון משמעותית בכ-230 מיליון ש"ח נוספים. שיעור יתרות הנזילות לסך החוב במועד זה צפוי להישחק גם כן ולעמוד על כ-55% (אולם גבוה מהערכתנו הקודמת עם יחס של 35%).

אופק הדירוג

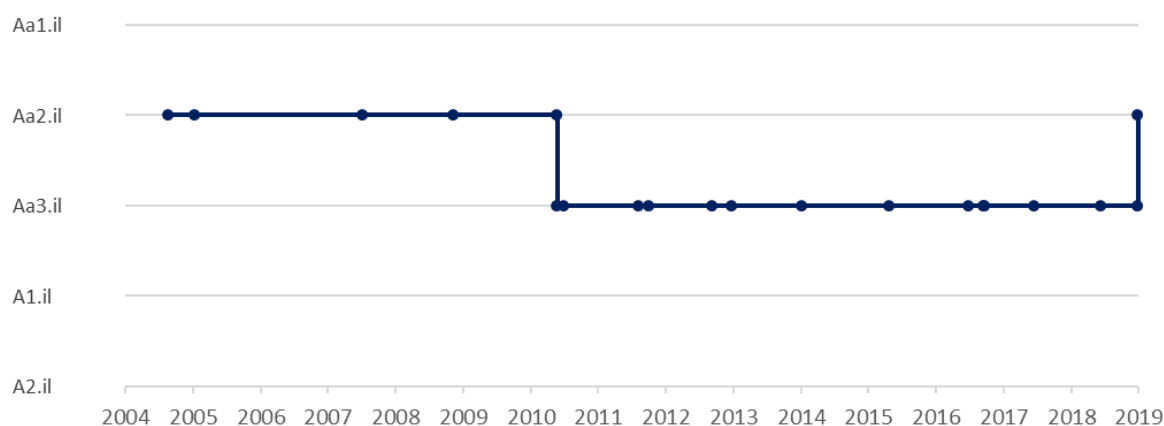
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- 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.

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 בשליטה (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 בשליטה, 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, והמחזיקים ביחד בכ- 62% ממניות החברה. מנכ"ל החברה הינו מר ארי קלמן.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מנורה מבטחים החזקות בע"מ](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

06.01.2019	תאריך דוח הדירוג:
24.06.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.08.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מנורה מבטחים החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מנורה מבטחים החזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג 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 הגבוה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>