

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

מעקב | יוני 2018

## אנשי קשר:

עומר פורמברג, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

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

אבי בן-נון, 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	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות החוב (סדרות א', ב' ו-ג') של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן - "החברה"). אופק הדירוג יציב.

### להלן פירוט הסדרות המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מס נייר ערך	סדרה
14/07/2019	יציב	Aa3.il	5660048	א'
30/06/2022	יציב	Aa3.il	5660055	ב'
30/09/2026	יציב	Aa3.il	5660063	ג'

### שיקולים עיקריים לדירוג

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, בגמישות פיננסית גבוהה המתאפיינת ביחס שירות ריבית ובמינוף בולטים לטובה, ובפרופיל נזילות טוב כמשתקף ביחסי שירות החוב, אולם זה צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר-בינוני. 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, קיימים מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח, שומרה חברה לביטוח ומנורה פנסיה וגמל, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. לאור כך לחברה שליטה מוגבלת על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמוחזקות המהותיות שלה, למרות שנראות הדיבידנדים מהחברות המוחזקות השתפרה בשנה האחרונה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2018-2019 אנו צופים להיקף מקורות של כ-220-200 מיליון בשנה. בצד המקורות מנורה פנסיה וגמל תמשיך לחלק דיבידנד יציב בהיקף של כ-40-50 מיליון ש"ח בשנה. בנוסף, צפויות הכנסות מריבית ודמי ניהול, בטווח שבין 25-30 מיליון ש"ח בשנה בעיקר ממנורה ביטוח. אנו צופים, גידול בהיקף הדיבידנדים כתוצאה מתחילת חלוקת דיבידנדים מהמבטחים, אולם אלו צפויים להיות תנודתיים כתלות בפוטנציאל הרווח ומרבית התזרים הנכנס בגינם צפוי להיות מחולק לבעלי המניות. יתר ההחזקות צפויות להניב תזרים נטו שולי יחסית של 15-20 מיליון ש"ח בשנה. להערכתנו, מכירת הנדל"ן להשקעה (50%), כפי שדווח לאחרונה לא צפויה להניב תזרים נטו בניכוי מס משמעותי בטווח הזמן הקצר.

בצד השימושים, צפויים שימושים שנתיים בהיקף של כ-200-250 מיליון ש"ח בטווח התחזית. בשנתיים הקרובות לוח הסילוקין של החברה צפוי להיות מאתגר יחסית עם גידול של כ-50 מיליון ש"ח בהיקף הפירעונות כל שנה, כך שסך שירות החוב יעמוד על כ-160 מיליון ש"ח וזאת בנוסף להוצאות מטה של כ-15 מיליון ש"ח, בדומה לשנים האחרונות. מעבר להשקעה ההונית להגדלת שיעור ההחזקות באמפא קפיטל, לא הונחו השקעות משמעותיות נוספות. אנו מביאים בחשבון, כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים בהיקף של כמה עשרות מיליוני ש"ח בטווח הקצר-בינוני, בנוסף על הדיבידנדים "העודפים" שיחולקו במקביל לחלוקת דיבידנדים מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. 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 האמור, יחס שירות החוב (DSCR)<sup>2</sup> צפוי להיות נמוך מ-1.0 וכנגזר צפויה שחיקה בכרית הנזילות. יחס שירות החוב (DSCR) כולל יתרות נזילות לתחילת התקופה ומסגרת אשראי חתומה יותר הולם לדירוג וינוע בין 2.8-3.5, בטווח הזמן הקצר והבינוני. להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה. גמישות זו נתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, כפי שפורט לעיל, בטווח של 4.0-5.5 וכן בשיעור מינוף (LTV) נמוך הבולט לטובה ביחס לדירוג ונע בטווח שבין 15% ל-20%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות (כנגזר משווי השוק של מנורה החזקות), התומך ביכולת מחזור החוב במידת הצורך.

<sup>2</sup> תקבולי דיבידנדים, ריבית וקרן ודמי ניהול מחברות מוחזקות בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לשירות החוב

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

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

31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/03/2017	31/03/2018	
3,439	3,447	3,772	3,594	3,832	השקעות במוחזקות [1]
27	181	18	62	61	מזומנים ושויי מזומנים
236	379	328	392	244	השקעות פיננסיות
3,907	4,270	4,429	4,331	4,453	סה"כ נכסים
3,180	3,377	3,616	3,384	3,581	הון עצמי
611	751	667	750	666	חוב פיננסי

10%	6%	8.5%	8%	9%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
43%	74%	52%	61%	46%	נזילות לחוב

215	44	280	80	36	רווח נקי
142	197	339	57	15	סה"כ רווח כולל
70	238	73	16	61	דיבידנד שהתקבל
-	-	(100)	-	-	דיבידנד ששולם [2]

[1] בנטרול עודף הפסדים על השקעות במוחזקות  
 [2] דיבידנד בהיקף של 50 מיליון ₪ חולק באפריל 2017 ואפריל 2018

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**אחזקת שליטה בפעילויות משיקות בתחומי הביטוח וחסכון ארוך הטווח המהווים עוגן לדירוג**

לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענף הביטוח והפיננסים, כאשר שלוש אחזקותיה העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשלושתן) נותרו מנורה ביטוח - Aa2.il באופק יציב (כ- 47% משווי ההשקעות בספרי החברה) ומנורה מבטחים פנסיה וגמל (כ- 22% מהשווי בספרים), ושומרה חברה לביטוח (כ- 13% משווי ההשקעות בספרי החברה) הצפויות להמשיך ולהוות את המרכיב העיקרי בשווי ובתזרימי המזומנים בטווח הקצר-בינוני. 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, ניהול נכסים (מנורה מבטחים פיננסים בע"מ<sup>3</sup>), אשראי (אמפא קפיטל בע"מ), נדל"ן ופרייקטים (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 ביחס למבטח לצד מגבלות רגולטוריות על חלוקת דיבידנד, חל שיפור מסוים בנראות הדיבידנדים**

ענף הביטוח והחיסכון לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. מתוך ש כך, קיימים מגבלות ומגננוני בקרה רבים על פעילותן של מנורה ביטוח ושומרה חברה לביטוח, לרבות ביצוע חלוקת דיבידנד וניהול מקורות ההון. לאור כך, לחברה שליטה מוגבלת יחסית על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמוחזקות המהותיות שלה, כאשר בנוסף על כך, 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. בחודש יוני 2017 פורסמו הוראות עדכניות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות ביטוח מבוסס סולבנסי 2 ("ההוראות החדשות"), לפיהן חברת ביטוח תקיים משטר כושר פירעון כלכלי בהתאם להוראות ובמקביל תעמוד בתקנות

<sup>3</sup> בשנת 2017 הפסיקה הקבוצה לנהל נכסי קרנות נאמנות וניהול התיקים: מיזוג פעילות קרנות הנאמנות (שיעור החזקות מנורה פיננסים יהיה 20% בחברה הממוזגת) ומכירת פעילות ניהול התיק השקעות לחברות מקבוצת אלטשולר שחם בע"מ ומכירת פעילות הקרנות המחוקות למגדל שוקי הון בע"מ.

ההון הקיימות עד לאישור הממונה שבוצעה ביקורת על יישום ההוראות החדשות בדוחותיה הכספיים. כמו כן, בחודש אוקטובר 2017, פורסמה עמדת הממונה לעניין חלוקת דיבידנד על ידי חברת ביטוח. על פי העמדה, חברת ביטוח הכפופה לחוזר הסולבנסי 2, רשאית לחלק דיבידנד בהתקיים שני תנאים מצטברים אשר ימדדו לאחר ביצוע החלוקה: (א) יחס ההון העצמי המוכר להון העצמי הנדרש עומד על שיעור של 115% לפחות; (ב) לחברה יחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר הסולבנסי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניית ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון).

למנורה ביטוח ושומרה יחס כושר פירעון של 124% ו-97% בהתאמה ל-31 בדצמבר 2016, כאשר יחסים אלו אינם מביאים בחשבון רווחים שנצברו בשנת 2017 וגיוס הון רובד 2 במנורה ביטוח שבוצע בתחילת שנת 2018 בסך של כ-254 מיליון ₪. בנוסף, מנורה ביטוח ושומרה חברה לביטוח קבעו יעד פנימי של יחס של 110% ו-102% בהתאמה נכון ל-31 בדצמבר 2017 אשר יעלה בהדרגה בשנים הקרובות עד לתום תקופת המעבר בשנת 2024 ל-115% ו-108% בהתאמה. לאור זאת, אנו מניחים כי חברות הביטוח המוחזקות יוכלו לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות, אולם פוטנציאל היקף החלוקה יוותר מוגבל ותנודתי להערכתנו, ומתוך הנחה שבסיס ההון של המבטחים לא ישחק משמעותית בשל כך. 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 ויציב 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-300 מיליון ₪ במצטבר. למנורה פנסיה וגמל עודפי הון גבוהים יחסית של כ-217 מיליון ₪, ליום ה-31 במרס 2018 ומאופיינת 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 של כ-132 מיליארד ₪ ליום ה-31 במרס 2018, ובמגמת צמיחה מתמשכת בשנים האחרונות. הפרופיל העסקי משתקף בנתח שוק משמעותי של כ-34% לסוף הרבעון הראשון של 2018. בשנים האחרונות הציגה מנורה פנסיה וגמל גידול בסך ההכנסות והרווח הנקי זאת בעיקר לאור הגידול המהיר בהיקף הנכסים המנוהלים (כ-35% במצטבר בשנים 2015-2017) 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, אולם במקביל צפוי המשך גידול מהיר יחסית בהיקף הנכסים המנוהלים כתוצאה מהפקדות שוטפות משמעותיות במגזר הפנסיה, כאמור בתמיכת שיעור האבטלה הנמוך וצמיחת השכר הריאלי, וגם בפעילות הגמל, נוכח מספר רפורמות שעוררו מחדש את הענף.

### צפי ללחץ על יחסי שירות החוב בשל עליה בעומס הפירעונות

למרות השיפור בנראות הדיבידנדים, כאמור, מצד שני המבטחים (מנורה ביטוח ושומרה חברה לביטוח) וחלוקת דיבידנד ראשונה מזה מספר שנים מצד מנורה ביטוח ברבעון ראשון 2018, אנו צופים, בהמשך להערכתנו הקודמת המשך לחץ על יחסי שירות החוב בשנים 2018-2020. זאת בשל, עלייה בעומס הפירעונות בשנתיים הקרובות וגידול בחלוקת הדיבידנדים מהחברה בשיעור משמעותי מהיקף הדיבידנדים שיתקבלו מהמבטחים. כך, יחס שירות החוב (DSCR) השוטף יוותר נמוך, ינוע בטווח שבין 0.7-0.9 וכנגזר יוביל לשחיקה בכרית הנזילות בטווח הזמן הקצר והבינוני. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2018-2019 אנו צופים להיקף מקורות של כ-220-200 מיליון בשנה. בצד המקורות מנורה פנסיה וגמל תמשיך לחלק דיבידנד יציב בהיקף של כ-40-50 מיליון ₪ בשנה. תרחיש זה מתבסס על הערכתנו להמשך צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים אל מול שחיקה ברווחיות. בנוסף, צפויים הכנסות מריבית ודמי ניהול, בטווח שבין 25-30 מיליון ש"ח בשנה בעיקר ממנורה ביטוח. אנו צופים, כאמור גידול בהיקף הדיבידנדים כתוצאה מתחילת חלוקת דיבידנדים מהמבטחים, אולם אלו צפויים להיות תנודתיים כתלות בפוטנציאל הרווח ומרבית התזרים הנכנס בגינם צפוי להיות מחולק לבעלי המניות. יתר ההחזקות צפויים להניב תזרים נטו שולי יחסית של 15-20 מיליון ₪ בשנה. להערכתנו, מכירת הנדל"ן להשקעה (50%), כפי שדווח לאחרונה לא צפויה להניב תזרים נטו בניכוי מס משמעותי בטווח הזמן הקצר.

בצד השימושים, צפויים שימושים שנתיים בהיקף של כ-200-250 מיליון ₪. בשנתיים הקרובות לוח הסילוקין של החברה צפוי להיות מאתגר יחסית עם גידול של כ-50 מיליון ₪ בהיקף הפירעונות כל שנה, כך שסך שירות החוב יעמוד על כ-160 מיליון ₪ וזאת בנוסף

להוצאות מטה של כ-15 מיליון ₪, בדומה לשנים האחרונות. מעבר להשקעה ההונית להגדלת שיעור ההחזקות באמפא קפיטל, לא הונחו השקעות משמעותיות נוספות (למעט השקעה במיזמי ארגיה של חברה נכדה - מנורה אנרגיה, אם כי ההנחה שלנו שבטווח הקצר המקורות לכך יהיו מתקבולים ממימוש שבוצע למיזם אנרגיה סולרית של סולנגיה באיטליה). אנו מביאים בחשבון, כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים בהיקף של כמה עשרות מיליוני ש"ח בטווח הקצר-בינוני, בנוסף על הדיבידנדים "העודפים" שיחולקו במקביל לחלוקת דיבידנדים מהמבטחים וכתלות בשמירת כרית נזילות של קרן וריבית שנה קדימה. בתרחיש האמור, יחס שירות החוב (DSCR) כולל יתרות נזילות ומסגרת אשראי חתומה (בהיקף של כ-60 מיליון ₪) ייותר הולם ביחס לדירוג וינוע בטווח שבין 2.8-3.5, בטווח הזמן הקצר והבינוני. אולם, פרופיל הנזילות יושפע לשלילה, כאמור.

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

להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה. גמישות זו נתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו, כפי שפורט לעיל, בטווח של 4.0-5.5. בנוסף נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך הכולל העמסת החוב של מנורה נדל"ן, שנע בטווח שבין 15% ל-20%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות כנגזר משווי השוק של מנורה החזקות ותומך ביכולת מחזור החוב, במידת הצורך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת גם מעומס פירעונות, אשר צפוי לעלות באופן משמעותי בשנתיים הקרובות, כאמור, בהתאם ללוח הסילוקין, אולם לאחר שנים אלה צפויה הקלה בעומס הפירעונות וירידה משמעותית בהיקף החוב הפיננסי, כאשר לחברה נגישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים באג"ח (למעט קובננט נזילות במסגרת האשראי החתומה) 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 נזילות טוב אך צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר והבינוני

נכון ל-31 למרס 2018 קיימת לחברה כרית נזילות בהיקף מהותי של כ-300 מיליון ₪ המהווים כ-45% מסך החוב וכ-70% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשלוש השנים הקרובות. 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 ₪ עד לסוף שנת 2018. 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 ולעמוד על כ-130 מיליון ₪ בסוף שנת 2019, כאשר שיעור היתרות הנזילות לסך החוב במועד זה צפוי להישחק גם כן למרות הקיטון הצפוי במינוף ולעמוד על כ-35%.

### אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להביא להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי ביכולת שירות החוב השוטף לאורך זמן.
- פיזור תיק ההשקעות וגיוון משמעותי של יכולת יצור התזרים.

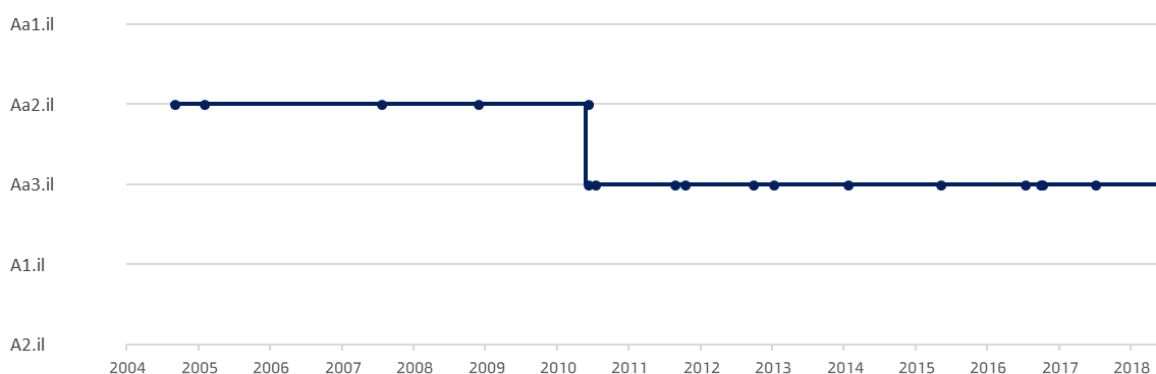
גורמים אשר יכולים להביא להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות העיקריות.
- שחיקה משמעותית בנראות הדיבידנדים מהמוחזקות בטווח הזמן הבינוני ארוך.
- 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 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](#)

[מנורה מבטחים ביטוח בע"מ](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות ביטוח - דצמבר 2017](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות אחזקה - נובמבר 2017](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

**מידע כללי**

24.06.2018	תאריך דוח הדירוג:
29.06.2017	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").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע יקוט זהירות ראוי ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כתוב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, דירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה 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>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עובדות ועדת הדירוג שלה.