

מנורה החזקות בע"מ

Aa2	דירוג Issuer
-----	--------------

הדירוג הניתן למנורה החזקות מתבסס על בחינת יכולת הפירעון הכוללת של מנורה החזקות עד להיקף חוב מירבי של 120 מיליון ש"ח, על מדיניות מנורה ביטוח לחלק מידי שנה דיבידנד מהרווח השנתי הנקי ועל התחייבות מנורה החזקות שלא לחלק דיבידנד לבעלי המניות באופן שיפגע ביכולת פירעון החוב הכוללת שלה.

אנליסטים:

סיגל יששכר

אנליסטית בכירה

i.sigal@midroog.co.il

פרופיל החברה

מנורה החזקות בע"מ ("מנורה החזקות" או "החברה") פועלת בעיקר בתחום הביטוח באמצעות מנורה חברה לביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח") המוחזקת על ידה בשיעור של 96%. בעל העניין העיקרי במנורה החזקות הוא מר מנחם גורביץ' (79.9% בהון ובהצבעה), המכהן כיו"ר מועצת המנהלים של החברה ומנהלה הכללי. בעלי עניין נוספים הם הראל השקעות בביטוח בע"מ (5.7% בהון ובהצבעה) וקבוצת בנק הפועלים בע"מ (קופות גמל וקרנות) (6.2% בהון ובהצבעה). מנורה ביטוח פעילה בכל ענפי הביטוח והיא חברת הביטוח החמישית בגודלה בישראל, עם נתח שוק במונחי פרמיות של כ-7.8% בביטוח כללי וכ-9.5% בביטוח חיים. בשנים האחרונות הגדילה מנורה את חלקה בענף הביטוח הכללי, והוא מהווה כ-60% מפעילותה. מנורה החזקות פעילה גם בתחומי הפנסיה, הגמל וניהול השקעות באמצעות מנורה גאון חברה להשקעות בע"מ ("מנורה-גאון"). מנורה ביטוח עומדת להשתתף בהליך המכירה של קרנות הפנסיה החדשות, ועל רקע זה חתמה לאחרונה מנורה החזקות על הסכם אופציה למכירת מלוא החזקותיה (65%) במנורה גאון ל-ב.גאון אחזקות בע"מ, אם וככל שתרכוש קרן פנסיה¹.

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

מנורה החזקות (סולו): נתונים כספיים עיקריים

במיליוני ש"ח

2000	2001	2002	2003	3.04	
80	126	92	230	56	רווח נקי
36	40	60	91	(10)	תזרים לפני חלוקת דיבידנד
(21)	(54)	(60)	(81)	0	דיבידנד שחולק לבעלי המניות
13	23	23	(12)	(7)	חוב פיננסי נטו (נכסים פיננסיים נטו)
315	408	439	589	619	הון עצמי (סוף תקופה)
91%	92%	94%	96%	96%	הון עצמי ל-CAP (סוף תקופה)

¹ מנורה ביטוח מתכוונת להגיש הצעת מחיר במועד שנקבע לכך על ידי וועדות המכירה של הקרנות ביום 2.9.2004.

החזקה מרכזית במנורה ביטוח.

מנורה החזקות היא בעלת המניות העיקרית במנורה ביטוח והחזקתה זו מהווה את ליבת פעילותה העסקית. מנורה החזקות נהנית מקבלת תשלומי דיבידנד ממנורה ביטוח בשיעור שעמד בשנים האחרונות על ממוצע של כ- 50% מהרווח השנתי הנקי של מנורה ביטוח. מנורה ביטוח לא מותירה עודפי הון משמעותיים מעבר להון העצמי הנדרש על פי תקנות הפיקוח על הביטוח. נכון ליום 31.3.2004, וערב הנפקת כתבי התחייבות נדחים במנורה ביטוח, עמד עודף ההון על כ- 7.3%, שיעור נמוך משמעותית בהשוואה לארבע חברות הביטוח הגדולות². הדיבידנד המתקבל במנורה החזקות מועבר במלואו לבעלי המניות בחברה. למרות זאת, בעלי המניות מתכוונים להפגין גמישות פיננסית באשר למדיניות הדיבידנד במטרה להשיג את יעדי הקבוצה.

התמודדות על רכישת קרן פנסיה גדולה.

מנורה החזקות רואה ברכישת קרן פנסיה הזדמנות להרחיב פעילות בתחום המוכר לה, שהיא מהווה בו כיום שחקנית קטנה. להערכתה, מהלך זה עשוי לתרום תרומה לחוזקה של הקבוצה, ובפרט, להגדלת נתח השוק בענף החיסכון ארוך הטווח, המצוי מזה זמן במגמה של שילוב מוצרים מתחום הביטוח ומתחום הפנסיה. מנורה החזקות בוחנת התמודדות על רכישת קרן פנסיה גדולה באמצעות מנורה ביטוח. בהתאם לגובה ההשקעה בקרן הפנסיה, עלולה הרכישה לפגוע באופן מיידי בעודף ההון העצמי במנורה ביטוח מעבר להון העצמי המינימלי הנדרש לפי תקנות הפיקוח על הביטוח (להלן - "עודף ההון העצמי"). מנורה ביטוח ומנורה החזקות מתכוונות לפעול להגדלת עודף הון העצמי באמצעות צבירת רווחים שוטפים במנורה ביטוח.

שיקולים עיקריים לדירוג

מנורה החזקות נהנית מתזרימי מזומנים גבוהים ועקביים, הנובעים ברובם ממנורה ביטוח, המדורגת Aa2 על ידי מידרוג³. מנורה ביטוח בעלת מיצוב עסקי גבוה המבוסס על ניהול איכותי ועל רווחיות גבוהה לאורך שנים. למנורה החזקות מינוף נמוך ויחסי כיסוי טובים. מנורה החזקות מתכוונות להתמודד על רכישת קרן פנסיה, באמצעות מנורה ביטוח. היקף ומבנה ההשקעה טרם נקבעו סופית. מידרוג מעריכה כי ההשקעה בקרן הפנסיה עלולה, כפוף להיקפה, לפגוע באופן מיידי בעודף ההון העצמי, שהינו אחד הפרמטרים לבחינת איתנות פיננסית של חברות ביטוח. הנהלת החברה ומנורה ביטוח מתכוונות לפעול להגדלת עודף ההון העצמי באמצעות צבירת רווחים שוטפים במנורה ביטוח. ההשקעה של מנורה ביטוח בקרן פנסיה חשופה לסיכונים עסקיים נוכח התמורות בענף קרנות הפנסיה. יחד עם זאת, הרחבת הפעילות בענף הפנסיה צפויה להפוך את מנורה לשחקנית משמעותית בתחום החיסכון ארוך הטווח. על רקע כוונתה להשקיע ברכישת קרן פנסיה, חתמה לאחרונה מנורה החזקות על הסכם אופציה למכירת מלוא החזקותיה (65%) במנורה גאון ל-ב.גאון אחזקות בע"מ, אם וככל שתרכוש קרן פנסיה. להערכת מידרוג, מכירת החזקות במנורה גאון אינה בעלת השפעה מהותית על איתנותה הפיננסית של החברה ועל יחסי הכיסוי התפעוליים שלה.

² ארבע חברות הביטוח הגדולות הן מגדל חברה לביטוח בע"מ ("מגדל"), כלל חברה לביטוח בע"מ ("כלל"), הראל חברה לביטוח בע"מ ("הראל") והפניקס הישראלי חברה לביטוח בע"מ ("הפניקס"). כולל מנורה ביטוח, מהווה קבוצה זו את חמש חברות הביטוח הגדולות בישראל.

³ ראה דוח אנליטי "מנורה חברה לביטוח בע"מ – דירוג כתבי התחייבות נדחים", מאי 2004

- מנורה ביטוח, ההחזקה העיקרית של מנורה החזקות, נהנית ממיצוב עסקי גבוה ומציגה רווחיות גבוהה לאורך זמן בענפי הביטוח הכללי והחיים. למנורה ביטוח תיק ביטוח חיים בהיקף של כ- 8.3 מיליארד ש"ח, המקנה לה רווחים יציבים לטווח ארוך ברמת וודאות גבוהה. מדיניות חלוקת הרווחים של מנורה ביטוח מספקת למנורה החזקות תזרימי מזומנים גבוהים ועקביים. מנורה ביטוח מדורגת על ידי מידרוג בדרגת השקעה גבוהה Aa2.
- למנורה החזקות אין חוב פיננסי והיא נהנית מיחסי כיסוי גבוהים מאוד.

גורמי סיכון ענף הביטוח בו מתרכזת פעילות ההחזקה העיקרית - מנורה ביטוח

שני ענפי הביטוח – כללי וחיים, נהנו בשנה החולפת מרווחי שיא שנבעו מהכנסות השקעה ודמי ניהול גבוהים, אשר חיפו על שחיקה ברווח החיתומי ועל ירידה במכירות תוכניות ביטוח חיים. בהנחה כי רווחי השקעה בהיקף דומה לא יחזרו על עצמם בעתיד הקרוב, החברות הפועלות בענף צפויות לדווח על ירידה חדה ברווחיות. התוצאות המצוינות של ענף הביטוח בשנת 2003 הדגישו את ההשפעה הרבה של שוק ההון על הענף. העלייה בחלקן היחסי של התוכניות המשתתפות ברווחים בתיק ביטוח החיים של הענף (בשנת 2003 עלה לראשונה היקף תיק ההשקעות של התוכניות המשתתפות על 50% מסך ההשקעות המנוהלות על ידי חברות הביטוח) מגבירה את התלות של רווחי החברות בשוק ההון, כתוצאה ממשקלם הגבוה של דמי הניהול על התוכניות המשתתפות ברווחים.

תחרות חזקה ומתמשכת בביטוח הכללי המתבטאת בהורדת תעריפים ובשחיקת הרווח החיתומי.

ענף ביטוח כללי מאופיין בתחרות גבוהה מאוד, ריבוי שחקנים ומוצרים דומים. התחרות נגזרת ממאפייניו 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. התחרות הגוברת הובילה לשחיקת הרווחיות החיתומית בכל הענפים בשנת 2003, בהשוואה לשנת 2002. בשנים האחרונות חלה שחיקה מסוימת בריכוזיות הענף, שהתבטאה בירידה בנתח השוק של חמש החברות הגדולות, בעיקר בשל החדירה של חברות הביטוח הישיר שעוררו מומנטום מחדש של תחרות בענף, בעיקר בענפי הרכב והרכוש. ענף הבריאות היווה את מנוע הצמיחה של הביטוח הכללי בשנים האחרונות, וכיום הוא כר לתחרות עזה בין השחקניות הגדולות.

אי וודאות לגבי השלכות הרפורמה בתוכניות ביטוח חיים על רווחיות הענף.

בענף ביטוח חיים החלה בשנה החולפת רפורמה מהותית בכל הקשור לתוכניות הביטוח הכוללות מרכיב חסכון, המשוקות החל מ-1 בינואר 2004. מרכיבי הרפורמה העיקריים: (1) הפרדת תוכנית הביטוח בין מרכיבי החסכון, הכיסוי הביטוחי (ריסק) וההוצאות, באופן שנועד להגביר את שקיפות המחיר של כל מרכיב וכפועל יוצא, את התחרות; (2) קביעת שיעור הוצאות מירבי מהפרמיה ואי הכרה בהוצאות רכישה נדחות ככנס מוכר בחישוב ההון העצמי המינימלי הנדרש מחברות ביטוח. שינוי זה הוביל את החברות לפרוש את הוצאות הרכישה לאורך חיי הפוליסה, באופן שפוגע באופן משמעותי בהכנסות הסוכנים; (3) קיבוע דמי הניהול על תוכניות החסכון המשתתפות ברווחים, בשיעור של עד 1% לשנה, ללא תלות בתוצאות ההשקעה. צמצום הוצאות הרכישה ופרישתן ייטיבו עם החברות, בכך יסייעו בשימור תיק הביטוח. ואולם, להערכת מידרוג, קיבוע שיעור דמי הניהול והתחרות על שיעור זה יפגעו בטווח הארוך ברווחיות תיק ביטוח החיים, ככל שיגדל חלקן היחסי של התוכניות החדשות. עד כה, ההיערכות לרפורמה הובילה לירידה של עשרות אחוזים במכירות תוכניות ביטוח ברבעון הראשון של 2004, אשר לוותה בירידה בהוצאות הרכישה.

גורמי סיכון עסקיים של ההחזקה העיקרית - מנורה ביטוח

רווחיה הגבוהים של מנורה ביטוח מושפעים באופן משמעותי מהתשואות הגבוהות שהיא משיגה על כספי עתודות ביטוח חיים ועל כספי הנוסטרו.

מנורה מציגה שיעורי רווחיות ותשואה גבוהים מהממוצע בענף, הן בעסקי ביטוח הכללי והן בעסקי ביטוח חיים. חלק משמעותי מהרווחיות הגבוהה מיוחס לתשואות גבוהות על תיק ההשקעות ומדמי הניהול הנובעים לה מכך. נתון זה מגדיל את תלות הרווחים במגמה של שוק ההון ובביצועי מחלקת ההשקעות.

מנורה ביטוח מגדילה בעקביות את נתח השוק בענף ביטוח כללי, ובפרט בענף רכב חובה המאופיין בתנודתיות גבוהה של הרווחים ובתחרות גבוהה.

מנורה ביטוח הגדילה בשנה וחצי האחרונות באופן משמעותי את משקל ענף רכב חובה בעסקיה, שהיה עד כה נמוך מאוד בהשוואה לענף. אמנם, ענף רכב חובה הציג רווחיות גבוהה יחסית בחמש השנים האחרונות (שיעור רווח של כ-17% בממוצע בשנים 1999-2003 - מעל הממוצע בביטוח הכללי). אולם, הרווחיות בענף זה תנודתית מאוד, כתוצאה ממדיניות ההפרשות לרזרבות, תחרות מחירים והשפעות אקסוגניות ורגולטוריות.

מנורה ביטוח מסתמכת באופן בלעדי על סוכני ביטוח בהפצת מוצריה.

בשונה מחברות ביטוח גדולות אחרות, היא אינה מפתחת ערוצי שיווק ישירים ואינה מחזיקה בסוכנויות ביטוח. אף כי ערוצי הביטוח הישיר אינם מהווים כיום איום משמעותי על שיטות ההפצה המסורתיות (גם במדינות עם שווקי ביטוח מפותחים, ערוצי השיווק הישיר לא חדרו לשוק באופן גורף, והם אווזים בנתח שוק יציב, דו ספרתי נמוך), הרי שמצב זה יכול להשתנות בעתיד, עם שינוי הרגלים וטעמים מצד הציבור, בעיקר בקרב האוכלוסייה הצעירה.

למנורה ביטוח חשיפה לאירועי קטסטרופה בהיקף חזוי מירבי של 12 מיליון דולר, המהווים כ-10% מהונה העצמי. סכום זה משקף את סך סכומי הביטוח בשייר (ביטוח משנה Excess Of Loss) החשופים לאירועי קטסטרופה כמו רעידות אדמה, אסונות טבע ופגעי אקלים קיצוני. היקף החשיפה לאירועי קטסטרופה משתנה מעת לעת, והוא פועל יוצא של מדיניות החברה. היקף החשיפה מושפע מעלויות ביטוח משנה, מתמהיל ענפי הביטוח ומסוגי הפוליסות. בשנה האחרונה הידק המפקח על הביטוח את הפיקוח על ניהול החשיפה למבטחי משנה בחברות הביטוח, תוך הטלת אחריות מפורשת על הדירקטוריון בקביעת מדיניות ונהלים בנושא זה.

רכישת קרן פנסיה

ענף הפנסיה צפוי להוות מנוע צמיחה לחברות הביטוח. עבור מנורה, רכישת קרן פנסיה גדולה מהווה הזדמנות אסטרטגית לרכוש נתח שוק בענף שהופך אינטגרטיבי יותר ויותר לשיווק מוצרי ביטוח, ובעיקר תוכניות ביטוח חיים.

מנורה החזקות רואה ברכישת קרן פנסיה הזדמנות להרחיב את פעילותה בתחום המוכר לה, לחזק את מעמדה בקרב קבוצת הביטוח הגדולות וליצור סינרגיה שיווקית ותפעולית עם עסקי הביטוח. ואולם, מעל לכל, רכישת קרן פנסיה תקנה למנורה נתח שוק משמעותי בענף החיסכון לטווח ארוך, המשלב במידה הולכת וגוברת מוצרים מתחום ביטוח חיים ופנסיה. שילוב זה עשוי להוות מנוע צמיחה משמעותי עבור מנורה.

מנורה היא מועמדת משמעותית ברכישת מבטחים - הקרן הגדולה בישראל החולשת כיום על כ-50% מנכסי הקרנות, וזאת בשל היקפה הבינוני של מנורה, שהסיר מעליה מגבלות שחלות על חברות הביטוח הגדולות ממנה. ואולם, על אף המגבלות, חברות הביטוח אחרות צפויות להציב את מלוא כובד משקלן בהתמודדות. המפקח על הביטוח הגביל את החברות הגדולות כלל ומגדל ברכישת מבטחים, והתיר להן להשתתף ברכישת הקרנות הקטנות בלבד. חברות הראל והפניקס רשאיות להתמודד על מבטחים בצירוף שותף זר בלבד, כשחלקן בקבוצה מוגבל ל-24%. חברות הביטוח הנותרות רשאיות להתמודד על מבטחים ללא הגבלות.

מנורה החזקות בוחנת לבצע את ההשקעה בקרן הפנסיה באמצעות מנורה ביטוח. לצורך זאת תיזדרש מנורה ביטוח להעמיד הון עצמי בגובה ההשקעה בקרן, המהווה נכס לא מוכר לצורך תקנות ההון של עסקי הביטוח. היקף ההשקעה בקרן ייקבע באופן סופי סמוך למועד הגשת ההצעות במכרז, המתוכנן לתחילת חודש ספטמבר השנה. מידרוג מעריכה כי דרישות המימון וההון העצמי הכרוכות ברכישת אחת מקרנות הפנסיה המועמדות למכירה, לרבות מבטחים, עלולות להשפיע באופן מיידי על גובה עודף ההון העצמי מעבר להון העצמי המינימלי הנדרש ממנה לפי תקנות הפיקוח על הביטוח, המהווה אחד הפרמטרים הבוחנים את האיתנות הפיננסית של חברת ביטוח. ההנהלה מתכוונת לחזק את עודף ההון העצמי באמצעות צבירת רווחים שוטפים במנורה ביטוח תוך פגיעה במדיניות חלוקת הדיבידנד לתקופה מסוימת.

העמדת הקרנות הגדולות למכירה עוררה את התחרות בענף הפנסיה, המתבטאת בהפחתה ניכרת של דמי הניהול. הריכוזיות הגבוהה בענף מבטאת חוסר שיווי משקל, והתפלגות השוק בין הקרנות צפויה להתאזן בשנים הקרובות. בנוסף, קיימת אי ודאות באשר למבנה המוצרים בעתיד ורמת הרווחיות של חברות הניהול. רכישת מבטחים על ידי מנורה ביטוח תציב אותה בתחרות עזה מול חברות הביטוח הגדולות ומול ההסתדרות במאבק על העמיתים.

שוק קרנות הפנסיה חווה רפורמה נרחבת שהחלה עם סגירת הקרנות הותיקות של ההסתדרות בשנת 1995, והקמת קרנות המשך שנועדו לפעול באיזון אקטוארי. שיאו של התהליך צפוי עם השלמת המכירה של הקרנות החדשות על ידי המדינה, שנועדה לעורר תחרות בענף ולהחדירו לשוק ההון. הקרנות המופרטות – מבטחים, מקפת ומיטבית, מנהלות נכסים בסך כ-19 מיליארד ש"ח וחולשות על 75% מהענף, כשבראשן מבטחים המרכזת 50% מהנכסים. יתר הנכסים מנוהלים בשוק הפרטי – בעיקר בידי חברות הביטוח כלל ומגדל. העמדת הקרנות הגדולות למכירה הציבה איום על מעמדה של ההסתדרות בענף. במקביל, הגבלת חברות הביטוח הגדולות ברכישת הקרן הגדולה, מבטחים, הציבה גם אותן בעמדת התגוננות לקראת המהלך. כפועל יוצא, ההסתדרות וחלק מחברות הביטוח הגדולות חברו במהלך שיווקי שנועד לצרף את הוועדים הגדולים לקרנות שבבעלות חברות הביטוח, תמורת הנחות ניכרות בשיעור דמי הניהול. הרפורמה במבנה מוצרי הפנסיה טרם הושלמה, כך ששינויים רגולטוריים עתידיים, בשילוב תחרות גוברת, מציבים אי וודאות לגבי רמת הרווחיות.

אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שינוי דירוג במנורה ביטוח עקב הרעה במצבה העסקי
- אי שמירה מתמשכת על עודף מסוים של הון קיים אל מול הון נדרש במנורה ביטוח
- הגדלת מצבת החובות במנורה ביטוח באמצעות הנפקת אגרות חוב או כתבי התחייבות נדחים

ענף ביטוח כללי

ענף הביטוח הכללי הוא ענף בוגר, המאופיין בשיעורי צמיחה מתונים ברמת הפעילות. ענפי הרכוש והבריאות הניעו את הגידול בפעילות הענף בשנים האחרונות.

ענף ביטוח כללי רשם בחמש השנים האחרונות שיעור גידול ממוצע של כ-4.9% לשנה (כ-1.3% גידול בשנת 2003), ואולם, מרבית הגידול נרשם בשנים 2001 ו-2002 והוא מיוחס בעיקר לעלייה בתעריפי ביטוחי המשנה באותן שנים. פעילות בענף מאופיינת בתנודתיות, הנובעת משינויי תעריפים ומגורמים חיצוניים המשפיעים על הביקוש לביטוחים. ענפי הבריאות והרכוש (ללא הרכב) הניעו את הצמיחה בביטוח הכללי בשנים האחרונות, עם גידול ממוצע של כ-13% לשנה בבריאות וכ-11% לשנה ברכוש (משכנתאות, בתי עסק ומקיף דירות). ענפי הרכב הם הדומיננטיים ומהווים מעל למחצית מדמי הביטוח בענף. ענף רכב רכוש, המרכז כ-28% מדמי הביטוח בענף בשנת 2003, רשם צמיחה נמוכה בשנים האחרונות (כ-0.7% לשנה בין 1999 ל-2003), בעיקר בשל תחרות חריפה שהובילה לירידת תעריפים. ענף רכב חובה, שהיווה כ-24% מדמי הביטוח בשנת 2003, רשם צמיחה ממוצעת של כ-1.9% לשנה, (וצמיחה שלילית של 0.1% בשנת 2003), בעיקר בשל ירידת תעריפים כתוצאה מהרפורמה בענף.

שחיקה בחלקן של החברות הגדולות לטובת הבינוניות. חברות הישיר עדיין לא הצליחו לחזור באופן משמעותי.

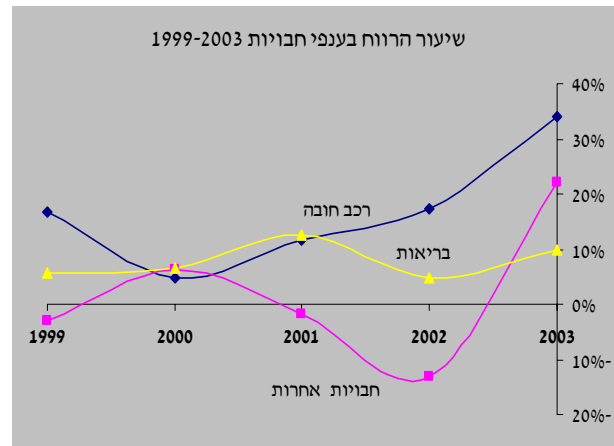
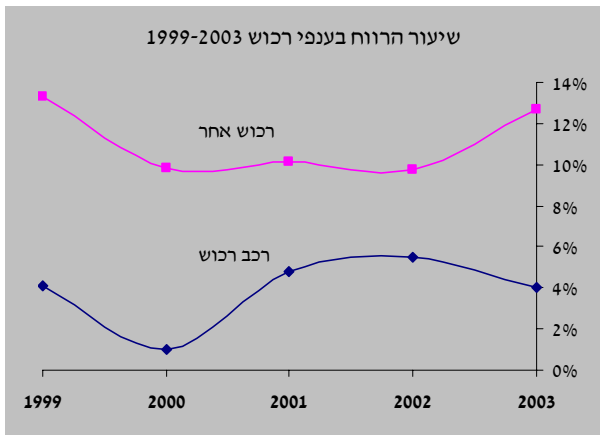
הענף תחרותי מאוד, בין השאר בשל פוליסות קצרות טווח, תלות גבוהה בסוכני ביטוח והיעדר זהות מותגית של חברות הביטוח המסורתיות. הדומיננטיות של חמש החברות הגדולות, המרכזות כ-71.6% מהפעילות בענף, נותרה על כנה, אולם נתח השוק שלהן מצוי במגמת ירידה (75.7% לפני שנתיים), בעיקר כתוצאה מעלייה בחלקן של החברות הבינוניות והקטנות. מבין חמש הגדולות - כלל ביטוח איבדה את נתח השוק המשמעותי ביותר בשנתיים האחרונות ואילו מנורה רשמה את הגידול המשמעותי. חלקן של חברות הביטוח הישיר בשוק עלה מ-6% בשנת 2001 ל-8% בשנת 2003 (חלקן של חברות הישיר חושב מענפי הרכוש והרכב חובה). להערכת מידרוג, התחרות בענפי הבריאות והמשכנתאות צפויה להחריף בשנה הקרובה. כמו כן מידרוג מעריכה כי תגבר התחרות בענפי הרכב כתוצאה מרפורמות בתחום זה.



מקור: דוחות המפקח על הביטוח ועיבודי מידרוג

תנודתיות גבוהה ברווחיות - תוצאה של השפעות אקסוגניות ותחרות מחזורית.

אופיים קצר הטווח של עסקי הביטוח הכללי נובע מהשפעות חיצוניות על היקף הפעילות בענף ועל רווחיותו – אלו כוללים בעיקר את השכיחות של תאונות דרכים, פריצות לכלי רכב ולדירות, שריפות וכיו"ב. התנודתיות הגבוהה במשתנים אלו מכתובה חוזי ביטוח קצרי טווח, ויוצרת מחזורי פעילות, באופן ששנות חיתום מוצלחות מובילות לעודפים, המתועלים להגדלת מאמצי השיווק ולהגברת התחרות, המתבטאות בירידת תעריפים, בהרעת איכות החיתום ובשחיקת הרווח. שחיקה זו מובילה להעלאת תעריפים, גידול ברווחיות, וחוזר חלילה. הרווחיות המדווחת בענפי החבויות חשופה לתנודתיות בגין השפעות נוספות, כמו מדיניות ההפרשה לתביעות תלויות, מדיניות שחרור עודפים, והיקף ההכנסות מהשקעות, שחלקן מופרש לתביעות תלויות. לפיכך, בחינת הרווחיות בענפי הביטוח הכללי מחייבת ניתוח ארוך טווח, וכן הבחנה בין ענפי הביטוח, השונים באופן מהותי במאפייני הפעילות והרווח.



מקור: דוחות המפקח על הביטוח ועיבודים של מידרוג

מדיניות ביטוח משנה והתרומה של הכנסות מהשקעות הן בעלות השפעה מהותית על הרווח בביטוח כללי.

ניתוח הרווח בענפי רכוש (ללא רכב רכוש), בנטרול הכנסות מהשקעות ובנטרול פעילות שהועברה למבטחי משנה מצביע, מחד, על ההשפעה המהותית של שני פרמטרים אלו על היקף הרווחים בענפי הרכוש, ומאידך, מראה כי ביטוח המשנה אינו משפיע על תנודות ברווחיות.

<u>רווח מעסקי ביטוח (ענפי רכוש) לפני ואחרי מבטחי משנה</u>				
<u>1999</u>	<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>
<u>במיליוני ש"ח, במחירי דצמבר 2003</u>				
סך ענפי רכוש - ללא רכב רכוש:				
138	103	1,469	115	162
(56)	(51)	(62)	(0)	(77)
82	52	1,407	115	85
137	(303)	151	914	842
218	(251)	1,559	1,029	927

מקור: דוחות המפקח על הביטוח ועיבודים של מידרוג. * פרמיות שהועברו למבטחי משנה בניכוי תביעות ועמלות שהועברו למבטחי משנה. ** רווח ביטוחי לפני הכנסות מהשקעות ולפני העברות למבטחי משנה

מעמד מנורה בענף ביטוח כללי

גידול משמעותי בנתח השוק בשנים האחרונות עם יעד אסטרטגי להגיע לנתח שוק של 10% עד לשנת 2006. כאסטרטגיה ארוכת טווח, מנורה הגדילה את חלקה בענף ביטוח כללי, משיעור של כ-5.0% בשנת 1998 לכ-7.8% כיום. בתוך כך, בולט גידול חלקה בביטוח בריאות, עם נתח שוק של 10.1% בשנת 2003. למנורה אסטרטגיה להוסיף ולהגדיל את חלקה בביטוח בריאות. בשנת 2003 רשם ענף ביטוח בריאות גידול של כ-9.9%, בהשוואה לגידול של 1.3% בלבד של סך ענפי הביטוח. להערכת מידרוג, התחרות בענף בריאות צפויה להתחזק נוכח פוטנציאל הגידול הגבוה בענף. כך, ניתן לציין את כלל ביטוח שהגדילה באופן משמעותי את נתח השוק בביטוחי בריאות. ענפים נוספים במנורה שרשמו גידול הם רכב חובה ורכוש, מקיף דירות, ואחריות מקצועית.

מנורה - נתח שוק בעסקי ביטוח כללי לפי ענפים נבחרים וסך הכל שנת 2003

16.0%	מקיף דירות
10.1%	מחלות ואשפוז (בריאות)
8.5%	רכב רכוש
6.5%	רכב חובה
9.0%	סך ענפי רכוש
7.7%	סך ענפי חבויות
7.8%	סך הכל עסקי ביטוח כללי

מקור: דוחות המפקח על הביטוח ועיבודי מידרוג

היקף עמלות גבוה יחסית שוחק את הרווחיות.

מנורה ניצבת במשך שנים בראש היקף העמלות ביחס לדמי הביטוח הכללי, בהשוואה לממוצע הענף. הגורמים להיקף העמלות הגבוה הם מדיניות מובהקת לטיפול הקשר עם הסוכנים, בין השאר באמצעות מערך תגמול דיפרנציאלי, משקל נמוך יחסית של ביטוחים קולקטיביים המאופיינים בשיעורי עמלות נמוכים יותר וכן משקל נמוך יחסית של ענף רכב חובה, המאופיין בעמלות נמוכות יחסית. עם זאת, מנורה רושמת בשנתיים האחרונות ירידה בהיקף היחסי של העמלות, הנובעת בעיקר מהעלייה במשקל ענף רכב חובה.

שיעור עמלות בשייר לדמי ביטוח בשייר: מנורה מול הענף

2000	2001	2002	2003	Q1 04	
27.60%	27.9%	22.4%	20.2%	17.0%	מנורה
13.0%	13.1%	12.5%	12.6%	na	כלל הענף

מקור: דוחות המפקח על הביטוח ועיבודי מידרוג

רווחיות הביטוח הכללי במנורה היא בין הגבוהות בענף: בממוצע בשנים 2000-2003 רשמה מנורה רווח בשיעור של כ-10% - הגבוה מבין חברות הביטוח הגדולות.

הרווחיות הגבוהה במנורה מוסברת ברווח חיתומי גבוה מהממוצע ובהכנסות גבוהות מהשקעות. הרווח החיתומי הגבוה, המתבטא ביחס נזקים נמוך, הושפע לטובה מחלקה הנמוך של מנורה בתחום ביטוח רכב חובה, המאופיין ברווח חיתומי נמוך מהממוצע בענפי הביטוח הכללי. גורם נוסף התורם לרווח החיתומי הוא מיעוט ביטוחים קולקטיביים, המאופיינים בסלקטיביות חיתום נמוכה יחסית לביטוחי פרט. בשנת 2003 חלה עלייה ניכרת בפעילות מנורה בענף רכב חובה, לאחר שינוי ארגוני בחברה, והענף תרם באותה שנה כ-20% מדמי הביטוח בהשוואה ל-17% ב-18% בשנים קודמות. להערכת מידרוג, מנורה צפויה להגדיל עוד את חלקה בענף רכב חובה בשנת 2004, מגמה שעשויה להוביל לשחיקה ביחס הנזקים בעתיד. עוד להערכת מידרוג, מנורה, בדומה לענף כולו, צפויה לסבול שחיקה ברווחיות ענף רכב רכוש, הן בשל שינויים מבניים בענף והן בשל הגברה ניכרת של התחרות שהובילה לשחיקת מחירים. במקביל, מידרוג מעריכה כי הרווח מענף בריאות ישתפר כתוצאה משחרור עתודות.

יחסי רווחיות בעסקי ביטוח כללי					
הפניקס	מגדל	הראל	כלל	מנורה	
Insurance margin רווח ביטוחי					
					ממוצע 2000-2003
3%	9%	8%	7%	10%	
5%	11%	15%	13%	13%	שנת 2003
2%	5%	8%	4%	4%	רבעון ראשון 2004
Loss ratio - יחס הנזקים					
					ממוצע 2000-2003
69%	66%	73%	73%	58%	
75%	75%	74%	76%	66%	שנת 2003
74%	72%	73%	84%	72%	רבעון ראשון 2004
Expense ratio יחס ההוצאות					
					ממוצע 2000-2003
35%	33%	27%	30%	41%	
30%	30%	29%	27%	34%	שנת 2003
27%	28%	21%	20%	26%	רבעון ראשון 2004

מקור: דוחות כספיים של החברות ועיבודי מידרוג
"רווח חיתומי" או **"Insurance Margin"**: היחס בין הרווח מעסקי ביטוח כללי לבין דמי הביטוח שהורווחו. **"יחס הנזקים"** או **"Loss Ratio"**: היחס בין התביעות נטו לבין דמי הביטוח שהורווחו. **"יחס ההוצאות"** או **"Expense Ratio"**: היחס בין ההוצאות בשייר (לפני ניכוי הוצאות רכישה נדחות) לבין דמי הביטוח.

ענף ביטוח חיים

ענף ביטוח חיים חווה בשנת 2004 התחלת יישומה של רפורמה, שעתידה לשנות את פניו במידה רבה. קשה עדיין להעריך את כיוונו ועוצמתו של מרבית השפעות הרפורמה.

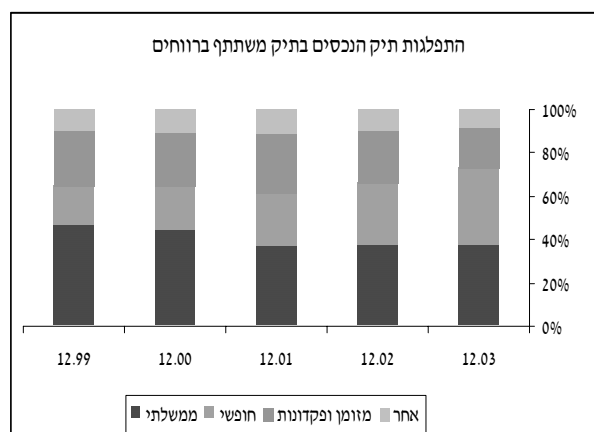
עיקרי הרפורמה הם: (1) הפרדת תוכנית הביטוח בין מרכיב החסכון, הכיסוי הביטוחי (ריסק) וההוצאות, שנועדה להגביר את שקיפות המחר של כל מרכיב ואת התחרות על המרכיבים השונים וכן ולאפשר גמישות בין מסלולי החסכון השונים; (2) הגבלת שיעור הוצאות מרבי מהפרמיה ואי הכרה בהוצאות רכישה נדחות ככנס לצורך חישוב ההון העצמי המינימלי הנדרש מחברות ביטוח. שינוי זה הוביל את החברות לפרוש את הוצאות הרכישה לאורך חיי הפוליסה, באופן שפוגע באופן משמעותי בהכנסות של סוכני הביטוח; (3) קיבוע דמי הניהול בשיעור של עד 1% לשנה, ללא תלות בתוצאות ההשקעה. **מחד, צמצום הוצאות הרכישה ופריסתן ייטיב עם חברות הביטוח, בכך שיצמצם את היקף ההוצאות ויצמצם את המעבר בין תוכניות ביטוח שנבע מתמריצים ששולמו לסוכנים. מאידך, להערכת מידרוג, קיבוע שיעור דמי הניהול והתחרות על שיעור זה יפגעו בטווח הארוך ברווחיות תיק ביטוח החיים,**

ככל שיגדל חלקן היחסי של התוכניות החדשות. הפגיעה צפויה הן בשל ירידה בהיקף דמי הניהול והן בשל תחרות על שיעור דמי הניהול. בנוסף, הפרדת מרכיב ההוצאות ממרכיב הריסק עתידה לפגוע בתמריץ של סוכני הביטוח להגדיל את מרכיב הריסק בתוכנית, שתרומתו לרווחיות הפוליסה גבוהה מאוד.

הכנסות מדמי ניהול - ליבת הרווח והתזרים בפעילות ביטוח חיים.

דמי הניהול על תיק הפוליסות המשתתפות ברווחים מהווים מרכיב מרכזי בפעילות חברות הביטוח, שחשיבותו הולכת וגדלה ככל שגדל חלקן היחסי של הפוליסות המשתתפות ברווחים בתיק ההשקעות של החברות. הגמשת כללי ההשקעה של עתודות הפוליסות המשתתפות ברווחים הובילה אף היא לגידול בהשקעות בניירות ערך סחירים ובהשפעה של שוק ההון על ביצועי החברות. בשנת 2003 הסתכמו דמי הניהול על הפוליסות המשתתפות ברווחים בקרב חמש חברות הביטוח הגדולות בכ-1.05 מיליארד ש"ח, והיוו כ-51% מהרווח המצרפי של חברות הביטוח הגדולות בביטוח חיים. אמנם שנת 2003 אינה שנה מייצגת, שכן ביצועי שוק ההון בשנה זו היו חריגים באופן משמעותי ביחס לשנים הקודמות - לשם השוואה, דמי הניהול של חמש החברות הגדולות בשנת 2003 היו גבוהים מדמי הניהול המצטברים באותן חברות על פני שלוש השנים 2000-2002 (כ-1.0 מיליארד ש"ח). אולם גם בשנים הקודמות ניכרת החשיבות של דמי הניהול ברווחיות המדווחות, בהינתן שדמי הניהול המצטברים בשלוש השנים 2000-2002 היוו 25% מהרווח מעסקי ביטוח חיים. בשונה מהרווח הגלום בתיק ביטוח חיים - אשר אינו מדווח על ידי חברות הביטוח, ומשפיע על הרווחיות ועל התזרים לאורך שנים, הרי שדמי הניהול מתיק הפוליסות המשתתפות ברווחים מתקבלים ומדווחים מידי שנה.

הכנסות מדמי ניהול בחמש חברות הביטוח הגדולות			
במיליוני ש"ח			
מצטבר	שנת 2003	רבעון 1 2004	
2000-2002			
993,901	1,046,006	283,065	דמי ניהול
3,992,598	2,047,389	508,729	רווח מעסקי ביטוח חיים
25%	51%	56%	שיעור דמי ניהול מהרווח



מקור: דוחות כספיים של החברות ועיבודי מידרוג

מעמד מנורה בענף ביטוח חיים

חלקו של ענף ביטוח חיים במנורה רשם ירידה מתמשכת בשנים האחרונות, הן בשל הצמיחה המהירה בביטוח הכללי והן בשל ההאטה בכלל ענף ביטוח חיים.

פרמיות ביטוח חיים במנורה רשמו גידול של 0.9% בשנת 2003 ביחס לשנת 2002, והסתכמו בכ-1.3 מיליארד ש"ח. חלקן של הפרמיות מביטוח חיים מצוי בירידה החל משנת 2000, הן בשל הגידול היחסי בפעילות מנורה בענף הביטוח הכללי והן בשל הירידה בהיקף פרמיות ביטוח חיים בענף כולו. כך, בשנת 2003 היוו פרמיות (ברוטו) ביטוח חיים כ-49% מסך הפרמיות בחברה בהשוואה ל-52% בשנת 2002, וכ-60% בשנים 2001 ו-2000. נתח השוק של מנורה בענף ביטוח חיים עמד על 9.5% בשנת 2003 (9.2% בשנת 2002).

גידול במכירות חדשות של ביטוחי פרט מקזז בחלקו את הירידה במכירות חדשות של ביטוחי מנהלים שאפיינה את השנים האחרונות, ובסך הכול מנורה יורדת פחות מהענף.

המכירות החדשות במנורה בשנתיים האחרונות נפגעו באופן יחסי פחות מהפגיעה בענף כולו, בעיקר הודות לביטוחי הפרט שרשמו גידול וקניזו באופן חלקי את הירידה במכירות של תוכניות מנהלים חדשות, שאפיינה את כלל הענף.

שינוי שנתי במכירות בפרמיות חדשות: מנורה מול כלל הענף

	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	
פרט	18%	17%	1%	
מנהלים	(1%)	(27%)	(9%)	
סך הכל במנורה	17%	(10%)	(7%)	
סך הכל בכלל הענף	1%	(22%)	(10%)	

מקור: דוחות כספיים של חברות הביטוח

הערך הגלום (Embedded Value) בעתודות ביטוח חיים וביצועי השקעה גבוהים מהממוצע מניבים למנורה את הרווחיות הגבוהה בענף ביטוח חיים. שיעור גבוה יחסית של פדיונות מוקדמים והוצאות רכישה גבוהות במידה ניכרת בהשוואה לענף, מקזזים חלק מהרווחיות מניהול השקעות.

רווחיות בביטוח חיים על פני חמש שנים: מנורה, מגדל וכלל

	<u>כלל</u>	<u>מגדל</u>	<u>מנורה</u>	
רווח מעסקי ביטוח חיים:				
מצטבר 1999-2003 (מ' ש"ח)	1,417	2,538	863	
ממוצע עתודות ביטוח חיים (מ' ש"ח)	15,401	24,619	6,571	
שיעור רווח לממוצע עתודות ביטוח	9.2%	10.3%	13.1%	
ממוצע שנתי (חמש שנים)	1.8%	2.0%	2.5%	

מקור: דוחות כספיים של החברות, דוחות המפקח על הביטוח ועיבודי מידרוג

בכל אחת מהשנים 2001-2003 רשמה מנורה שיעור רווחיות גבוה מהממוצע בענף ביטוח חיים. הרווח הושפע לטובה ממדיניות ההשקעות האפקטיבית והמוצלחת של החברה, המתבטאת ביחס גבוה של הכנסות מהשקעות לעתודות הביטוח וביחס גבוה של דמי הניהול להכנסות השקעה. עתודות ביטוח החיים במנורה נהנות מהרווחיות הגבוהה ומהיציבות שאפיינו את תוכניות הביטוח הותיקות, בין השאר בשל תשואה מובטחת בגיבוי אג"ח ממשלתיות המגלמת דמי ניהול יציבים עבור חברות הביטוח בשיעור של 2%-1%. שיעור תוכניות הפרט הגבוה יחסית (ביטוחי הפרט במנורה היוו כ-45% מההכנסות מפרמיות בשנת 2003, בהשוואה לשיעור של 20% עד 30% בארבע חברות הביטוח הגדולות האחרות) תורם אף הוא להעלאת הערך הגלום. מנגד, למנורה שיעור פדיונות גבוה מהממוצע בענף ושיעור הוצאות רכישה גבוה משמעותית מהממוצע בענף, אשר פוגעים ברווח המדווח. ברבעון הראשון של 2004 חלה ירידה בשיעור ההוצאות ביחס לפרמיות, בעיקר בשל ההאטה במכירות החדשות.

<u>שיעור פדיונות מוקדמים ושיעור הוצאות מהפרמיות ברוטו</u>				
2001	2002	2003	03.04	
				פוליסות שנפדו / ממוצע עתודות ביטוח
6.0%	5.5%	4.4%	NA	כלל הענף
5.9%	5.2%	5.0%	5.0%	מגדל*
6.6%	6.4%	6.8%	7.1%	מנורה*
				עמלות והוצאות הנהלה וכלליות / פרמיות ברוטו
23.8%	23.9%	23.9%	NA	כלל הענף
21.2%	21.9%	19.6%	17.2%	מגדל
30.1%	28.2%	30.2%	18.3%	מנורה

מקור: דוחות כספיים של החברות, דוחות המפקח על הביטוח ועיבודי מידרוג
* היחס לרבעון הראשון של 2004 חושב על בסיס גילום שנתי פשוט של הפוליסות שנפדו

מנורה ביטוח - ניתוח פיננסי

מנורה ביטוח הוסיפה לרשום רווחיות גבוהה, תוך שהיא מגדילה את הפעילות בביטוח הכללי. ההאטה בפעילות בביטוח חיים נמשכה גם ברבעון הראשון של 2004, וכך גם התרומה הגבוהה של הכנסות ההשקעה לרווח הנקי:

<u>מנורה חברה לביטוח בע"מ: תמצית רווח והפסד</u>						
<u>במיליוני ש"ח</u>						
<u>2000</u>	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>03.03</u>	<u>03.04</u>	
777	959	1,176	1,360	405	486	דמי ביטוח בביטוח כללי
1,216	1,407	1,295	1,308	328	330	פרמיות ברוטו בביטוח חיים
16	50	88	117	26	21	רווח מעסקי ביטוח כללי
144	183	128	255	45	71	רווח מעסקי ביטוח חיים
<u>78</u>	<u>126</u>	<u>96</u>	<u>238</u>	<u>39</u>	<u>57</u>	רווח נקי לתקופה

מקור: דוחות כספיים של החברה

גידול ברווח הנקי ברבעון הראשון של 2004, בהשוואה לרבעון המקביל, בעיקר הודות להמשך המומנטום החיובי בשוק ההון, שהוביל לגידול חד בהכנסות מהשקעות (בביטוח חיים ועל תיק הנוסטרו).

הכנסות מהשקעות בעסקי הביטוח, בעיקר בביטוח חיים, הסתכמו ברבעון הראשון של 2004 בכ- 222 מיליון ש"ח בהשוואה לכ- 175 מיליון ש"ח ברבעון המקביל וכ- 1.1 מיליארד ש"ח בשנת 2003 כולה. בנוסף, רשמה מנורה החזקות גידול בהכנסות מהשקעות על תיק הנוסטרו, שהסתכמו בכ- 15 מיליון ש"ח ברבעון הנוכחי בהשוואה ל-4 מיליון ש"ח ברבעון המקביל.

גידול בפעילות בביטוח הכללי, בניגוד למגמה בענף, תוצאה של גידול בנתח השוק בכלל, ובענף רכב חובה בפרט.

דמי ביטוח כללי ברבעון הראשון של 2004 עלו בשיעור חד של 20% בהשוואה לרבעון המקביל, כאשר עיקר הגידול נובע מענף רכב חובה ומענפי הרכוש. בקרב כל אחת מארבע חברות הביטוח הגדולות האחרות חלה ברבעון הראשון של 2004 ירידה בדמי הביטוח הכללי, ובסך הכול ירידה של כ-3.2% (במצטבר בחברות כלל, הראל, מגדל והפניקס). שיעור הפרמיות שהועברו למבטחי משנה ירד משמעותית ברבעון הנוכחי, ועמד על כ-22.8% מדמי הביטוח, בהשוואה לכ-28.4% ברבעון המקביל.

השחיקה ברווח החיתומי – בעיקר בשל הגדלת הפעילות בענף רכב חובה – קיזזה את השיפור ביחס ההוצאות – והובילה לצמצום הרווח בביטוח הכללי.

הרווח בביטוח כללי ברבעון הראשון של 2004 הושפע לרעה מירידה ברווח החיתומי, בעיקר בענפי הרכב. מנגד, תרמה לרווחיות ירידה ניכרת בעמלות הסוכנים, שהיוו כ-17.2% מדמי הביטוח, בהשוואה לשיעור של כ-18.7% ברבעון המקביל, ירידה המוסברת גם היא בגידול בענף רכב חובה המאופיין בשיעור עמלות נמוך יחסית. גם בהוצאות ההנהלה וכלליות חלה ירידה יחסית לשיעור של כ-8.5% מדמי הביטוח בשייר, לעומת כ-10.9% ברבעון המקביל.

ירידה במכירות חדשות של תוכניות ביטוח חיים במנורה ובכלל הענף, כתוצאה מהרפורמה ומאי הודאות לגבי תנאי העמלות לסוכני הביטוח.

לפי נתוני התאחדות החברות לביטוח חיים, ברבעון הראשון של 2004 חלה ירידה של כ-48.7% במכירות של פוליסות חדשות בביטוחי חיים ובריאות כתוצאה מהרפורמה בפוליסות המשוקות החל מינואר 2004, שהובילה לשינוי בשיטת תשלום הוצאות המכירה לסוכני הביטוח. הנהלת מנורה מעריכה כי חל שיפור מסוים בהיקף המכירות החדשות של החברה ברבעון השני וכן ירידה מסוימת בהיקף הביטולים.

הפרמיות בביטוח חיים רשמו גידול קל בלבד של כ-0.5% ברבעון הראשון של 2004, ביחס לרבעון המקביל. בקרב ארבע חברות הביטוח הגדולות האחרות נרשם גידול מצטבר של 1.2% בפרמיות ביטוח חיים, בהשוואה לרבעון המקביל (בתוך כך גדלה הראל ב-4.5%, הפניקס ב-2.6% וכלל ב-1.8%).

ריכוז גבוה של ביטוחי פרט במנורה מציב אותה גם ברבעון זה בראש רשימת הפדיונות הגבוהים.

היקף הפדיונות המוקדמים במהלך הרבעון הראשון של השנה הסתכם בכ-329 מיליון ש"ח - גידול של כ-11% בהשוואה לתקופה המקבילה (13.9% בשנת 2003). הגידול בפדיונות המוקדמים בקרב ארבע חברות הביטוח הגדולות היה נמוך בהרבה (1%-4%), למעט כלל ביטוח שרשמה גידול גבוה של כ-16.7%. היקף הפדיונות במהלך הרבעון עמד על שיעור של 1.8% מממוצע עתודות ביטוח חיים לתקופה, בדומה לרבעון המקביל.

הרווחים הגבוהים בשנת 2003 וברבעון הראשון של 2004 חיזקו את מאזן החברה, שמצביע על מגמת שיפור ביחס ההון העצמי לעתודות הביטוח וביחס הוצאות רכישה נדחות לעתודות הביטוח.

<u>מנורה ביטוח : תמצית מאזן</u>			
<u>במיליוני ש"ח</u>			
<u>31.12.2002</u>	<u>31.12.2003</u>	<u>31.3.2004</u>	
			נכסים :
8,019	9,365	9,596	השקעות
115	115	117	רכוש קבוע
1,214	1,273	1,410	סכומים לקבל
684	760	756	הוצאות רכישה נדחות
10,031	11,513	11,880	סך נכסים
			התחייבויות והון עצמי :
374	529	559	הון עצמי
138	138	130	כתבי התחייבות נדחים
121	148	151	מסים נדחים
7,359	8,280	8,425	עתודות ביטוח חיים
1,585	1,886	2,048	עתודות ביטוח כללי
455	532	566	התחייבויות שוטפות אחרות
10,031	11,513	11,880	סך התחייבויות והון עצמי
4.2%	5.2%	5.3%	הון עצמי לעתודות ביטוח
7.6%	7.5%	7.2%	הוצאות רכישה נדחות לעתודות ביטוח

מקור : דוחות כספיים של החברה

עודף ההון העצמי המחושב ביחס להון הנדרש על פי תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח רשם ירידה חדה במהלך הרבעון הראשון של 2004, בעיקר כתוצאה מגידול בפעילות בשייר בביטוח הכללי (כנגדה נדרשת הגדלה יחסית בהון העצמי).

למנורה יחס נמוך בין ההון העצמי המחושב לפי תקנות הפיקוח על עסקי ביטוח לבין ההון העצמי הנדרש לפי תקנות אלו. כך, בממוצע על פני השנים 2001-2003 עמד עודף ההון במנורה על שיעור של כ-14% ביחס להון הנדרש, בהשוואה ליחס ממוצע של 29%-36% בחברות הביטוח מגדל, כלל והפניקס. בין היתר מושפע ההון העצמי ממדיניות עקבית של חלוקת דיבידנד.

הוצאות רכישה נדחות גבוהות ביחס להון העצמי ולעתודות ביטוח חיים בהשוואה לחברות הביטוח הגדולות.

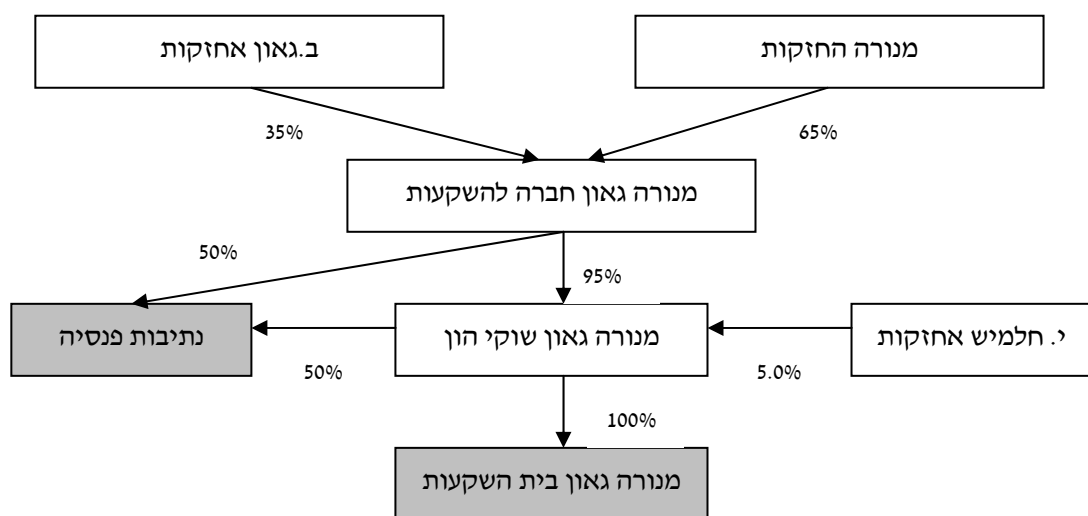
היקף הוצאות הרכישה הנדחות במנורה חושף אותה להפסדים בגין פדיונות מוקדמים של פוליסות. כמו כן, תקנות הפיקוח החלות על תוכניות ביטוח חיים המשוקות החל מ-1.1.2004 קובעות כי הוצאות הרכישה הנדחות לא מהוות עוד נכס מוכר לצורך חישוב ההון העצמי הנדרש על ידי המפקח על הביטוח. יש לציין כי השיעור הגבוה של הוצאות רכישה נדחות במנורה נובע במידה רבה מהשיעור הגבוה של ביטוחי פרט, המאופיינים בהוצאות רכישה גבוהות יחסית. להערכת מידרוג, הפחתת הוצאות הרכישה בפוליסות המשוקות החל מ-1.1.2004, כמו גם השטחתן לאורך חיי הפוליסה, תפחית באופן הדרגתי את משקלן היחסי של הוצאות הרכישה הנדחות במאזן.

<u>הוצאות רכישה נדחות להון עצמי ולעתודות ביטוח חיים</u>				
<u>ליום 31.3.2004</u>				
<u>פניקס</u>	<u>הראל</u>	<u>מגדל</u>	<u>כלל</u>	<u>מנורה</u>
0.73	0.49	0.49	0.43	1.19
5.2%	6.0%	3.6%	4.0%	8.0%

מקור : דוחות כספיים של החברות ועיבודי מידרוג

קבוצת מנורה גאון

מנורה גאון חברה להשקעות הינה חברה פרטית העוסקת, באמצעות קבוצת חברות, בשני תחומים עיקריים: ניהול כספים וניהול קרנות פנסיה וקופות גמל (להלן – "קבוצת מנורה גאון"). שתי ההחזקות העיקריות שלה הן **מנורה גאון בית השקעות** (מוחזקת באמצעות מנורה גאון שוקי הון) ו- **נתיבות פנסיה בע"מ חברת ניהול**⁴. מנורה גאון חברה להשקעות מוחזקת על ידי מנורה החזקות בשיעור של 65% בהון ובהצבעה ועל ידי **ב.גאון אחזקות בע"מ** בשיעור 35%. החברה הוקמה בשנת 1994 על ידי חברת כור ובנק הספנות, ומנורה החזקות נכנסה לקבוצה בשנת 1999 בעקבות מכירת חלקה של כור. כמחצית פעילות הקבוצה נובעת מדמי ניהול יציבים מניהול קרנות הפנסיה וקופות הגמל. יתר ההכנסות נובעות בעיקר מפעילות הקבוצה בשוק ההון.



מנורה גאון בית השקעות הוקמה בשנת 1995 ועוסקת בתחומים שונים בשוק ההון, לרבות ניהול תיקים, מסחר בני"ע (גם באינטרנט, באמצעות חברה בת "וואלה טרייד"), ניהול תוכניות אופציות לעובדים, ייעוץ בגידור סיכונים מטבע וניהול קרנות נאמנות. החברה מדורגת בין הברוקרים הפרטיים הגדולים בישראל, ומנהלת תיקים בהיקף של כ-560 מיליון ש"ח לאלפי לקוחות מוסדיים ופרטיים. פעילותה תנדנדית יחסית, בהתאם למגמות שוק ההון. הכנסה מעסקה פיננסית היסטורית היא בעלת השפעה חיובית ליציבות ההכנסות. תרומת מנורה גאון בית השקעות למנורה החזקות כוללת דמי ניהול יציבים יחסית ודיבידנד בהיקף משתנה המחולק מעת לעת. נתיבות פנסיה, בעלת רישיון לניהול קרן פנסיה חדשה, הוקמה בשנת 1996 והיא מחזיקה בשתי קרנות פנסיה הכוללות כ-10,000 עמיתים פעילים: נתיבות פנסיה, קרן חדשה מקיפה, ונתיבות תשואות למנהלים, קרן חדשה כללית⁵. בנוסף, קשורה החברה בהסכם עם נתיב קרן הפנסיה של פועלי ועובדי מפעלי משק ההסתדרות בע"מ (להלן – "נתיב") למתן שירותי ניהול להפעלת נתיב - קרן פנסיה ותיקה של ההסתדרות. ההסכם הוא לעשר שנים עד שנת 2009, עם חידוש אוטומטי כל חמש שנים.

⁴ החזקות נוספות כוללות בעיקר: שילובים סוכנות לביטוח אלמנטרי; CIA – חברה לדירוג אשראי בנקאי של פרטים וכן קרן אחזקות במספר חברות סטארט-אפ (רוב ההשקעות נמחקו).

⁵ המונח "קרן חדשה" מתייחס לקרנות שהוקמו החל משנת 1995, בעקבות סגירת הקרנות הותיקות של ההסתדרות (ראה גם להלן). "קרן מקיפה" זכאית לאג"ח מיועדות ומחויבת לפעול בשתי מגבלות שאינן חלות על "קרן כללית": כיסוי ביטוחי מקיף (הכולל זקנה, נכות ושארים) והגבלת תקרת השכר המבוטח עד פעמיים השכר הממוצע במשק. קרן כללית – שאינה זכאית לאג"ח מיועדות – נועדה להציע גמישות למבוטחים בעלי שכר גבוה המעוניינים במסלולי פנסיה שונים.

- מנורה החזקות מנוהלת על ידי מנחם גורביץ, בעל העניין העיקרי בה, המשמש יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל
- מר גורביץ הוא איש עסקים פרטי שאינו זוכה לחשיפה מרובה בעולם העסקים בישראל, ורק מעט ידוע על עסקיו הפרטיים מחוץ למנורה
- מנורה ביטוח מנוהלת מאז חודש נובמבר 2001 על ידי ארי קלמן, שכיהן במספר תפקידים בכירים בחברה ובהם מנהל האגף האלמנטרי, אחראי על ביטוחי המשנה ומנהל אגף ביטוח חיים. בשנת 2003 הוקצו למר ארי קלמן מניות המהוות 4% מהון המניות של מנורה ביטוח הניתנות להמרה למניות מנורה החזקות בכפוף לתנאי התכנית
- מנורה החזקות מאופיינת בניהול סולידי תוך מעורבות גבוהה של בעלי השליטה
- צמרת הניהול של מנורה ביטוח כוללת מנהלים מנוסים מאוד בענף ובעלי ותק רב בחברה. רובם גם פעלו בתחומים שונים של ענף הביטוח
- בשנת 2004 חלו מספר שינויים פרסונליים בהנהלה, כשהעיקרי שבהם הוא העזיבה (הצפויה בסוף השנה) של מנהל אגף ביטוח החיים – אורן אל-און, מנהל ותיק שעבד בחברה עשרות שנים. ירון דוויק - מנהל בכיר בקבוצת מגדל צפוי להחליפו. במקביל, הצטרף להנהלת מנורה דורון גינת, המנהל את קרן הפנסיה נתיבות. מצטרף נוסף להנהלה הוא רונן אידל, ששימש עד לאחרונה כמנהל תחום ביטוח חיים במשרד האוצר, ומיועד לשמש כמנהל פיתוח עסקי באגף ביטוח חיים
- לחברה אין היסטוריה של השקעות אסטרטגיות משמעותיות. בשנת 2003 נשקלה אפשרות לרכישת השליטה בפיבי, המחזיקה בבנק הבינלאומי מידי האחים ספרא, אולם זו נמכרה לאחר. כיום נשקלת התמודדות על רכישת קרן פנסיה מידי המדינה

ניתוח פיננסי: מנורה החזקות

מנורה החזקות: דוח רווח והפסד (סולו)

מיליוני ש"ח מותאמים

2000	2001	2002	2003	Q1/04	
78.4	125.2	93.3	225.5	55.8	חלק החברה בתוצאות נטו של חברות מוחזקות
2.6	2.6	2.5	2.6	0.7	הכנסות אחרות, נטו
0.6	(0.0)	(2.0)	6.0	0.5	הכנסות (הפסדים) מהשקעות, נטו
(1.2)	(1.8)	(1.5)	(1.2)	(0.6)	הוצאות הנהלה וכלליות
80.4	126.0	92.3	232.9	56.5	רווח לפני מסים על הכנסה
0.0	0.4	0.6	2.5	0.3	מסים על הכנסה
80.4	125.5	91.7	230.4	56.2	רווח נקי לתקופה

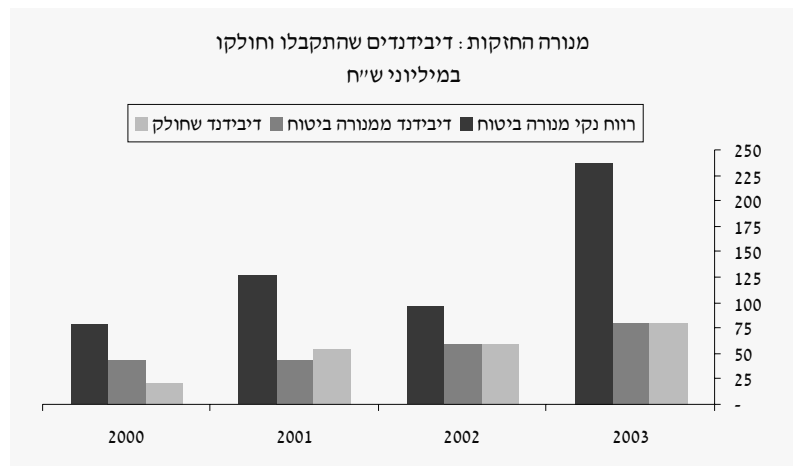
תזרים תפעולי שוטף (סולו)

42.5	43.3	60.0	80.8	0.0	דיבידנד מחברת ביטוח מאוחדת*
2.6	2.6	2.5	2.6	0.7	הכנסות מדמי ניהול ואחרות
(1.2)	(1.8)	(1.5)	(1.2)	(0.6)	הוצאות הנהלה וכלליות
43.9	44.1	61.0	82.2	0.1	תזרים תפעולי שוטף לפני חלוקת דיבידנד
(21.3)	(54.2)	(60.0)	(80.6)	-	דיבידנד שחולק

* ליום 31.3.2004 החברה הכריזה על דיבידנד לחלוקה בסך כ-27.2 מיליון ש"ח

מקור: דוחות כספיים של החברה ועיבודים של מידרוג

תזרימי המזומנים נובעים בחלקם הגדול ממנורה ביטוח, ומחולקים במלואם לבעלי המניות במנורה החזקות. מנורה החזקות רושמת רווחים גבוהים - תוצאה ישירה של רווחי מנורה ביטוח. הכנסות אחרות, יציבות יחסית, נובעות בעיקר מדמי ניהול מקבוצת מנורה גאון. תזרימי המזומנים נובעים ברובם מדיבידנד ממנורה ביטוח, המחולק באופן עקבי, בשיעור של כ-50% מהרווח הנקי של מנורה ביטוח (כך בממוצע על פני השנים 2000-2003). התזרים ממנורה ביטוח ודמי הניהול ממנורה גאון מכסים את הוצאות המטה היציבות (בטווח של 1.5 מיליון ש"ח לשנה) ואת חלוקת הדיבידנד לבעלי המניות.



בדומה לחברות החזקה בביטוח אחרות, מנורה החזקות מאופיינת בשיעור מינוף (יחס חוב למאזן) נמוך מאוד. אמנם, מנורה לא מותירה עודפים ומרבית התזרימים העולים מהחברות המוחזקות מחולקים כדיבדנד לבעלי המניות. ואולם, נכסיה - הכוללים בעיקר את מנורה ביטוח, ממומנים בהון עצמי.

מנורה החזקות (סולו) - תמצית מאזן					
במיליוני ש"ח					
12.00	12.01	12.02	12.03	3.04	
327	418	439	556	612	השקעות בחברת ביטוח ואחרות
5	10	6	27	33	השקעות בני"ע
14	14	26	28	28	השקעות במקרקעין
346	442	471	611	672	סך השקעות
15	1	1	12	1	מזומנים ושווי מזומנים
11	1	2	3	3	חייבים ויתרות חובה
372	443	475	625	676	סך נכסים
315	408	439	589	619	הון עצמי
22	-	-	-	26	דיבדנד מוצע
34	34	30	27	27	הלוואות מבנקים
2	2	5	9	4	אחר
372	443	475	625	676	סך התחייבויות והון עצמי
91%	92%	94%	96%	96%	הון עצמי ל-CAP

מקור: דוחות כספיים של החברה

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	<p>Aaa</p>	<p>דרגת השקעה</p>
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	<p>Aa</p>	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן 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.</p>	<p>A</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	<p>Baa</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	<p>Ba</p>	<p>דרגת השקעה ספקולטיבית</p>
<p>לאגרות חוב המדורגות 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.</p>	<p>B</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	<p>Caa</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	<p>Ca</p>	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	<p>C</p>	

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.

דוח מספר : CIS01040460M

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.