

מנורה מבטחים החזקות בע"מ¹

אופק: יציב	Aa2	אגרות חוב
------------	-----	-----------

הדירוג ניתן לאג"ח שתנפיק מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("מנורה החזקות" או "החברה") בסך של עד 550 מיליון ש"ח. אגרות החוב ייפרעו ב- 9 תשלומים שנתיים שווים בכל אחת מהשנים 2011-2019 (מח"מ של כ-6.8 שנים). תמורת הגיוס מיועדת להשקעות בתחומי פעילות קיימים וחדשים.

התפתחויות עסקיות עיקריות

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

ענף החסכון לטווח ארוך חווה שינוי משמעותי בשנתיים האחרונות עם הפרטת קרנות הפנסיה החדשות ויישום רפורמת בכר. אלו הובילו להיטשטשות הקווים המפרידים בין המוצרים השונים לחסכון לטווח ארוך, וכפועל יוצא גברה התחליפיות בין המוצרים. מרבית השחקנים הפועלים בשוק זה מציעים כמעט את כל מגוון מוצרי החסכון לטווח הארוך, והתחרות מתמקדת באיכות המוצרים ומידת התאמתם לצורכי הלקוח, ובמידה הולכת וגוברת, בתשואות על ההשקעות. בשנים 2005-2006 פעלה קבוצת מנורה מבטחים להרחבה משמעותית של היקף הנכסים שהיא מנהלת בתחומי הביטוח, הפנסיה והניהול הפיננסי. ההשקעה המהותית בוצעה בחודש אוקטובר 2004, עם רכישת קרן הפנסיה מבטחים – הקרן החדשה הגדולה בישראל.

נכון לסוף שנת 2006 מנהלת קבוצת מנורה כ-7% מנכסי החסכון לטווח ארוך בישראל, הכולל את הפוליסות המשתתפות, קרנות פנסיה וקופות לקצבה, קופות גמל וקרנות השתלמות. מבין חברות הביטוח, מהווה מנורה את השחקן השלישי בגודלו בניהול נכסים לטווח ארוך.

להערכת מידרוג, הכניסה הצפויה של הבנקים הגדולים לשיווק של קרנות פנסיה במסגרת רפורמת בכר עשויה להאיץ את התחליפיות בין אפיקי החסכון השונים עם פנייתם של הבנקים לצרף יחידים לקרנות הפנסיה, בהשוואה למצב הקיים של הצטרפות קולקטיבית בעיקר. המערך השיווקי הרחב של הבנקים עשוי לשמש לקבוצת מנורה מבטחים מנוע שיווק רחב מימדים שאינו קיים היום, ולשפר את יתרונה מול חברות הביטוח הגדולות. רפורמה מוצעת נוספת הינה הצעת המפקח על הביטוח לניוד החסכון הפנסיוני בין תוכניות חסכון שונות (כולל בין קרנות פנסיה לבין תוכניות ביטוח). קבוצת מנורה ביטוח ניצבת במעמד חזק יחסית לקראת רפורמה זו, אשר עשויה להחריף ולשכלל את התחרות בין ערוצי החסכון השונים. רפורמה עתידית נוספת קשורה בתוכנית הממשלתית לפנסיה חובה לכל עובד, אשר עשויה להרחיב באופן משמעותי את שוק הפנסיה, תוך יצירת רבדים שונים של חסכון פנסיוני ומקורות הכנסה למנהלי הנכסים.

מחברים:
סיגל יששכר
ראש צוות
i.sigal@midroog.co.il

איש קשר:
אביטל בר דיין, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il
.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

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 8.7.2007. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

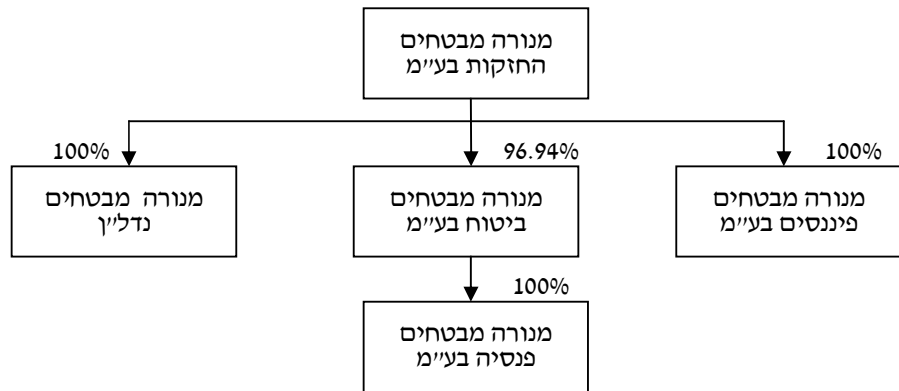
רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת המימון של דוח הדירוג.

¹ לשעבר "מנורה החזקות בע"מ".

מנורה החזקות הרחיבה בשנה החולפת את פעילותה בתחום הפיננסיים ובתחום הנדל"ן. פעילויות אלו הם עדיין זניחות יחסית להיקף ההשקעה בנכס העיקרי – מנורה ביטוח. הגיוס המתוכנן נועד בין השאר להגדיל את ההשקעות בתחומים נוספים

האחזקה העיקרית של מנורה החזקות הייתה ועודנה מנורה מבטחים חברה לביטוח בע"מ (להלן: "מנורה ביטוח"). יחד עם זאת, מנורה החזקות פועלת להגדלת השקעותיה בתחומי הפיננסיים והנדל"ן. בשנה החולפת חיזקה החברה את זרוע הפיננסיים באמצעות רכישת מרבית פעילות ניהול קרנות הנאמנות של עמדה ניהול קרנות נאמנות בע"מ מבנק מזרחי טפחות בע"מ ואת פעילות איגוד קרנות נאמנות (א.ק.ן) מבנק איגוד לישראל בע"מ. הפעילות בתחום זה נעשית באמצעות מנורה מבטחים פיננסיים בע"מ ("מנורה פיננסיים") המהווה את זרוע הפיננסיים של החברה. שווי נכסי קרנות הנאמנות בניהול מנורה פיננסיים ליום 31.12.2006 עמד על כ-4.5 מיליארד ש"ח, מרביתם קרנות שקליות וקרנות אג"ח. מנורה פיננסיים פועלת גם בתחום קופות הגמל עם נכסים בהיקף של כ-3.0 מיליארד ש"ח וכן עוסקת בניהול תיקי השקעות ובחיתום. מנורה פיננסיים חתמה על הסכם לרכישת נכסי קופ"ג יתר ופלס מבנק הפועלים בהיקף של כ-4.5 מיליארד ש"ח. זרוע נוספת שהורחבה בשנה האחרונה הינה ההשקעות בתחום הנדל"ן באמצעות מנורה מבטחים נדל"ן. יתרת ההשקעות בתחום זה עדיין אינה מהותית ביחס לסך נכסי החברה, אולם להערכת מידרוג, החברה מתכוונת להגדיל השקעות אלו בזמן הקרוב. ההשקעות בתחום הנדל"ן עד כה הינן בעיקר בתחום הנדל"ן המניב במערב אירופה. לאחרונה הודיעה מנורה החזקות על התקשרותן של מנורה ביטוח ומנורה פנסיה ("הרוכשות") בהסכם להשקעה בפריזמה בית השקעות, במסגרתו ישלמו הרוכשות סך של כ-46 מיליון ש"ח במזומן, בתוספת ערבויות בסך של כ-870 אלף דולר ובתוספת התחייבות מותנית להשקעה נוספת בסך של כ-1.2 מיליון דולר, – כל אלו בתמורה ל-4.99% מהון המניות של פריזמה בית השקעות.

מבנה האחזקות של קבוצת מנורה-מבטחים



שיקולים עיקריים לדירוג

מנורה החזקות נהנית מתזרימי מזומנים גבוהים ועקביים הנובעים ממנורה ביטוח, המדורגת Aa2 על ידי מידרוג; מנורה ביטוח בעלת מיצוב עסקי גבוה המבוסס על ניהול איכותי ועל רווחיות גבוהה ובלטת לטובה לאורך שנים; לקבוצת מנורה מבטחים מעמד ואחיזה מצוינים בשוק ניהול הנכסים לטווח ארוך, באמצעות הפעילות בביטוח החיים ובפנסיה; למנורה החזקות מינוף נמוך ויחסי כיסוי טובים גם לאחר הגיוס המתוכנן; מנורה החזקות פועלת לחיזוק מעמדה בתחום ניהול הכספים, הסינרגטי לאחזקתה במנורה ביטוח, ועשוי לתרום תרומה חיובית לשתיה החברות; מנורה החזקות נשענת בעיקר על תזרימי מנורה ביטוח לצורך שירות החוב הפיננסי.

חוזקות

קבוצת מנורה מבטחים נשענת בעיקר על פעילות מנורה ביטוח שרשמה צמיחה מרשימה בשנים האחרונות והיא נפרשת על כל רוחב ענפי הביטוח בישראל, עם דומיננטיות לענף ביטוח החיים המאופיין ביציבות

קבוצת מנורה מבטחים מאופיינת ברווחיות חזקה מאוד הנובעת בעיקר מפעילות הביטוח. מנורה ביטוח מאופיינת ברווחיות גבוהה יחסית לענף הביטוח בישראל, הנובעת מרווחיות חיתומית טובה, מתיק ביטוח חיים יציב וותיק ומרווחי השקעות משמעותיים, בעיקר משנת 2003 ואילך. מנורה ביטוח מפוזרת על פני ענפי ביטוח שונים, תוך שבשנים האחרונות הציגה צמיחה מרשימה בתחום הביטוח הכללי, תוך שהיא משמרת רווחיות חיתומית טובה יחסית לענף. לניתוח מלא של תוצאות מנורה ביטוח – ראה בהמשך.

קבוצת מנורה מבטחים: התפלגות הרווח לפי ענפי פעילות עיקריים (במיליוני ש"ח)

2004	2005	2006	Q1 06	Q1 07	
255	222	155	69	43	ביטוח חיים
24	56	73	14	31	רכב חובה
27	43	38	8	4	רכב רכוש
16	23	46	9	14	חביות
7	58	44	12	12	בריאות
29	30	2	7	9	רכוש
(0)	3	6	2	3	ענפי ביטוח כללי אחרים
357	435	364	121	116	סך הרווח מתחום ביטוח
20	73	85	18	22	הכנסות נטו מניהול קרנות פנסיה
0	(3)	23	0	7	רווח משירותים ומוצרים פיננסיים
377	505	472	140	145	סך רווח מתחומי פעילות
48	31	40	17	10	הכנסות מהשקעות שלא בעסקי ביטוח
(24)	(38)	(23)	(7)	(4)	הוצאות ריבית על התחייבויות לז"א
(4)	(5)	(8)	(2)	(1)	הוצאות הנהלה וכלליות אחרות
19	0	0	0	0	הכנסות אחרות
(10)	(30)	(19)	(8)	(6)	הפחתת עודף עלות
406	463	462	140	145	רווח לפני מסים
				137	ביטול עתודה לסיכונים יוצאים מהכלל
224	262	263	78	223	רווח נקי לתקופה

זרוע הפנסיה המוחזקת על ידי מנורה ביטוח תורמת ליציבות הרווחים של חברת הביטוח ושל הקבוצה כולה

מנורה מבטחים פנסיה בע"מ מנהלת קרנות פנסיה בהיקף של כ- 17.2 מיליארד ש"ח שתרמו לה בשנת 2006 הכנסות נטו מדמי ניהול בסך של כ-85 מיליון ש"ח וברבעון הראשון של שנת 2007 – 22 מיליון ש"ח. מנורה מבטחים פנסיה מאופיינת בירידה קלה מתמשכת בנתח השוק, מצב שצפוי להימשך בזמן הקרוב, לאור גודלה הבולט בשוק. עם זאת, לקבוצת מנורה אסטרטגיה ממוקדת של שימור מבטחים. מנורה מבטחים פנסיה מאופיינת במיצוב שוק גבוה מאוד בתחום הפנסיה, ותורמת לייצוב רווחי הקבוצה.

איתנות פיננסית גבוהה הנשענת על שווי נכס עיקרי - האחזקה במנורה ביטוח

ערב הגיוס הנוסף למנורה החזקות אין חוב פיננסי, והיא נהנית מיתרת נכסים נזילים – מצב שאופיין אותה כל השנים האחרונות. גיוס אג"ח בסך של 550 מיליון ש"ח צפוי להוביל ליחס חוב פיננסי לסך נכסים בשיעור של 26.1%, ובניכוי נכסים נזילים (בעיקר השקעות בני"ע ומזומנים) היחס הצפוי הינו 24.9%. יחסי מינוף אלו מצביעים על איתנות פיננסית גבוהה. בדיקת איתנות נוספת בוצעה בהתייחס לשווי הכלכלי של האחזקה במנורה ביטוח. במידרוג אומדים את שווי האחזקות של החברה במנורה ביטוח בסדר גודל של כ-2.5 מיליארד ש"ח.

שווי זה גוזר יחס כיסוי של כ-4.4 ביחס להיקף חוב של 550 מיליון ש"ח. גם יחס זה הינו גבוה מאוד בהשוואה לחברות אחזקה. יש לציין עם זאת כי תיק האחזקות נשען על חברה עיקרית אחת (Single asset), גורם המחליש את חברת ההחזקות. ואולם, הנכס המוחזק מאופיין במיצוב עסקי גבוה מאוד, איתנות פיננסית טובה, רווחיות גבוהה, יציבות עסקית ומעמד בולט לטובה בענף.

מנורה החזקות (סולו) נתונים מאזניים ויחסי מינוף לפני ואחרי הגיוס המתוכנן (במיליוני ש"ח)*

12.03	12.04	12.05	12.06	3.07	3.07	
					פרופורמה	
556	861	1,121	1,384	1,595	1,545	השקעות בחברת ביטוח ואחרות
					550	השקעות חדשות
28	28	28	27	45	45	השקעות במקרקעין
39	10	55	57	72	25	נכסים נזילים
3	2	4	7	10	10	חייבים ויתרות חובה
625	902	1,207	1,475	1,723	2,176	סך נכסים
589	787	1,175	1,453	1,694	1,597	הון עצמי
-	-	-	-	-	550	אג"ח
27	112	30	17	17	17	הלוואות מבנקים
9	3	2	5	11	11	אחר
625	902	1,207	1,475	1,723	2,176	סך התחייבויות והון עצמי
27	112	30	17	17	567	חוב פיננסי
-12	101	-25	-40	-55	542	חוב פיננסי נטו
94.2%	87.3%	97.3%	98.5%	98.4%	73.4%	הון עצמי / סך נכסים
4.3%	12.4%	2.5%	1.2%	1.0%	26.1%	חוב פיננסי / סך נכסים
					24.9%	חוב פיננסי נטו / סך נכסים

* נתוני הפרופורמה לוקחים בחשבון דיבידנד שהתקבל ממנורה ביטוח לאחר המאזן ודיבידנד שהוכרז על ידי החברה לאחר המאזן.

תזרימי המזומנים נשענים על דיבידנדים ממנורה ביטוח ומשמשים לתשלום דיבידנד לבעלי המניות

מנורה החזקות נסמכת על דיבידנדים שמשלמת מנורה ביטוח, ועד כה השתמשה בהם בעיקר לתשלומים של דיבידנד לבעלי מניותיה – על פי רוב בסכום זהה. בין השנים 2001-2006 הכריזה מנורה ביטוח על דיבידנד בשיעור של 45% מהרווח הנקי שלה (יחס זה אינו לוקח בחישוב את שנת 2004 שבה לא חולקו דיבידנדים על ידי מנורה ביטוח בשל צורכי המימון של רכישת מבטחים). במידרוג מעריכים כי התזרימים ממנורה ביטוח כמו גם תשואה שמרנית על השקעות חדשות עשויים לשמש בסיס יציב לשירות חוב נוסף והחזר הקרן.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

התלות הגבוהה במגמות החיוביות של שוק ההון, שהשפעתה על רווחי החברה בשנים האחרונות הייתה מצוינת, עלולה לפעול גם בכיוון ההפוך במקרה של תשואות שליליות

ההשפעה של מגמות שוק ההון החיוביות בשלוש השנים האחרונות על רווחי חברות הביטוח ניכרת בעיקר בענף ביטוח חיים, אולם גם בעסקי ביטוח כללי, ובעיקר בענפים בעלי זנב ארוך, דוגמת ענף רכב חובה. בביטוח חיים נובעת ההשפעה של שוק ההון מדמי הניהול שגובות חברות הביטוח על הפוליסות המשתתפות ברווחים. בפוליסות ששווקו עד לסוף שנת 2003 נקבעו דמי ניהול שנתיים בשיעור של 0.6% מסך הנכסים בתוספת 15% מהתשואה הריאלית על הנכסים. בפוליסות המשווקות החל משנת 2004 חלו מספר שינויים מבניים, הכוללים בין השאר דמי ניהול קבועים בשיעור של עד 1.0% לשנה מסך הנכסים (ועד 2% בתנאים מיוחדים).

שינוי זה יקטין במידה מסוימת את תלות דמי הניהול בביצועי שוק ההון, בשל היעדר מרכיב משתנה. שינויים מבניים נוספים אשר צפויים לשפר את יציבות הרווח בפוליסות המשתתפות ברווחים הינו הגבלת שיעור ההוצאות המותר לגבייה ביחס לפרמיה, ופריסת העמלות לסוכנים באופן שווה על פני חיי הפוליסה.

עלייה ברמת התחרות בין חברות הביטוח בעקבות מסע ההשקעות בענף - גידול בהוצאות מיתוג, שיווק ושירות

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

התפתחות התוצאות הכספיות – מנורה ביטוח

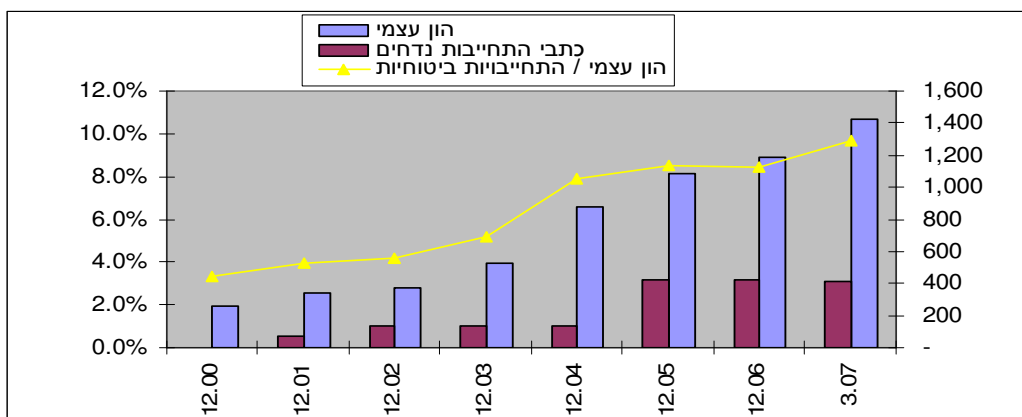
מנורה ביטוח: נתונים כספיים עיקריים (במיליוני ש"ח)					
FY 04	FY 05	FY 06	Q1 06	Q1 07	
1,561	1,731	1,778	540	599	דמי ביטוח כללי
103	212	209	52	72	רווח מעסקי ביטוח כללי
1,333	1,424	1,492	360	393	פרמיות ביטוח חיים
250	222	155	69	43	רווח מעסקי ביטוח חיים
46	26	29	14	6	הכנסות השקעה שלא בעסקי ביטוח
20	72	85	18	21	הכנסות נטו מניהול קרנות פנסיה
22	36	(23)	(6)	(4)	הוצאות מימון על התחייבויות ז"א
228	273	254	79	83	רווח נקי (לפני פריט מיוחד ברבעון הראשון של שנת 2007 – ראה הערה) *
8,963	10,279	11,489	10,589	11,815	עתודות ביטוח חיים - סוף תקופה
2,197	2,488	2,649	2,634	2,805	עתודות ביטוח כללי – סוף תקופה
880	1,082	1,191	1,108	1,420	הון עצמי – סוף תקופה **

* הרווח הנקי כולל פריט מיוחד בסך נטו של כ-141 מיליון ש"ח כתוצאה מביטול העתודה לסיכונים יוצאים מן הכלל בביטוח חיים, שיתרה הועברה להון העצמי דרך הרווח והפסד. במקביל נדרשה מנורה ביטוח להעמיד תוספת הון עצמי רגולטורי בסכום זהה ** ההון העצמי הינו לפני דיבידנד שהוכרז לאחר תאריך המאזן בסך של כ-50 מיליון ש"ח

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

עתודות הביטוח של מנורה ביטוח רשמו גידול של 3.4% ברבעון הראשון של שנת 2007, בהמשך לגידול שנתי ממוצע של מעל 10% בשנים 2001-2006. הגידול בעתודות הביטוח הוא תוצאה של גידול ניכר בהיקף הפעילות של החברה – הן בענף ביטוח חיים והן בענף ביטוח כללי. הגידול בפעילות מומן בעיקר בגידול בהון העצמי, אולם גם בגידול בכתבי ההתחייבות הנדחים שחלקם מהווים הון משני לצורך חישוב ההון הרגולטורי. ההון העצמי הסתכם בכ-1,420 מיליון ש"ח ליום 31.3.2007, ובניכוי דיבידנד שהוכרז לאחר תאריך המאזן בסך של 50 מיליון ש"ח, הוא עומד על כ-1,370 מיליון ש"ח. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2007 נהנתה החברה מגידול בהון העצמי בסך של כ-141 מיליון ש"ח בגין ביטול התחייבות לעתודה לסיכונים יוצאים מהכלל בביטוח חיים, אם כי ההון הנדרש ממנה גדל בהיקף התחייבות זו. ההון העצמי של מנורה ביטוח רשם גידול של פי 5.4 בהשוואה להיקפו בתחילת העשור הנוכחי, זאת לעומת גידול של פי 1.9 בסך עתודות הביטוח. חלק מהגידול בהון העצמי בשנים האחרונות נבע מהזרמת הון מהחברה האם ונועד לממן את רכישת פעילות הפנסיה.

מנורה ביטוח: הון עצמי, כתבי התחייבות נדחים והיחס בין ההון העצמי לסך ההתחייבויות הביטוחיות

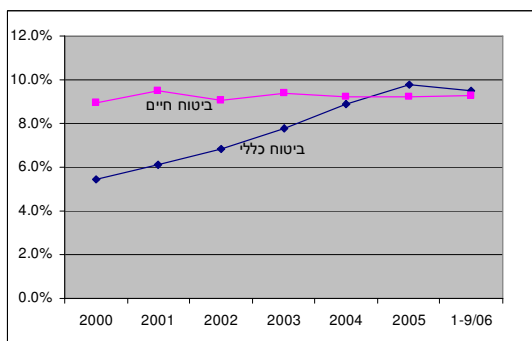


היחס בין ההון העצמי לסך ההתחייבויות הביטוחיות (עתודות ביטוח חיים וכללי) עלה במידה משמעותית במהלך השנים האחרונות והוא עומד על 9.4% ליום 31.3.2007 (בהתחשב בדיבידנד שהוכרז). היחס בין ההון העצמי וכתבי ההתחייבות הנדחים לבין סך ההתחייבויות הביטוחיות ליום 31.3.2007 עומד על 13.5% (בהתחשב בדיבידנד שהוכרז ובכתבי התחייבות נדחים בסך של 200 מיליון ש"ח שגוייסו לאחר תאריך המאזן). הגידול החד בהון העצמי נבע בעיקר מרווחים שוטפים, בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות. מדיניות הדיבידנד של החברה בשנים האחרונות הייתה מתונה יחסית (ממוצע של 30% מהרווח הנקי). יש לציין עם זאת כי חלק מהגידול בהון העצמי נועד לתמוך בפעילות הפנסיה (שהתחייבויותיה אינן מקבלות ביטוי ביחסים לעיל), באמצעות הזרמת הון מהחברה האם.

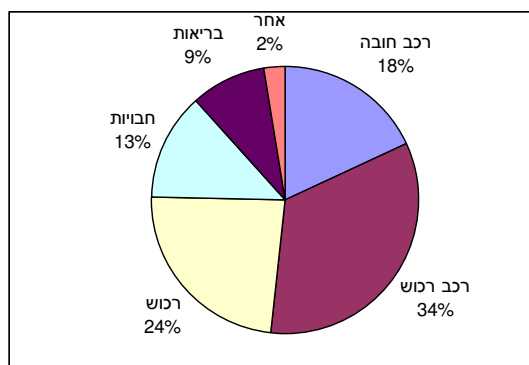
התמתנות בגידול דמי הביטוח הכללי, בעיקר בשל התמתנות בגידול רכב חובה, חלקו תוצאה של שחיקת תעריפים

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2007 רשמה מנורה ביטוח גידול של כ-10% בדמי הביטוח הכללי, לאחר גידול מתון של כ-2.7% בשנת 2006. נתח השוק שלה בביטוח הכללי נותר יציב יחסית בשנה החולפת – לאחר שגדל בהתמדה בשנים האחרונות. במהלך שנת 2006 והרבעון הראשון של שנת 2007 חלה האטה בקצב הגידול של דמי ביטוח רכב חובה, הן בשל שינוי תמהיל כלי הרכב בחברה והן בשל שחיקה בתעריפי הענף, המאפיינת את כל הענף. נתח השוק של מנורה ביטוח בענף רכב חובה נמוך מחלקה הכולל בענף הביטוח הכללי. החברה מציינת כי ככוונתה להתמקד בפלח השוק של הנהגים המבוגרים ולהמשיך ולהימנע מביטוחים קבוצתיים בענף רכב חובה. הירידה היחסית בחלקו של ענף רכב חובה בדמי הביטוח קוזזה על ידי עלייה חדה בענפי רכב רכוש, מקיף בתי עסק ומקיף דירות.

מנורה ביטוח: נתח שוק בביטוח כללי ובביטוח חיים



מנורה ביטוח: התפלגות דמי ביטוח כללי 1-3/07



ענפי "הזנב הארוך", ובעיקר רכב חובה ובריאות, הובילו את הרווחים מעסקי ביטוח כללי בשנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007. ענפי רכב רכוש רושם ירידה ברווחיות הביטוחית

ברבעון הראשון של שנת 2007 הסתכם הרווח מעסקי ביטוח כללי בסך של כ-73 מיליון ש"ח בהשוואה לסך של כ-52 מיליון ש"ח ברבעון המקביל, עלייה הנובעת בעיקר משחרור עודפים בענף רכב חובה שהוביל לגידול של כ-30 מיליון ש"ח ברווח (ראה להלן ניתוח מפורט של הענף). עלייה זו קווצה בחלקה על ידי ירידה ברווח מענף רכב רכוש. רווחי החברה מעסקי ביטוח כללי בשנת 2006 הסתכמו בכ-209 מיליון ש"ח, בהשוואה לכ-212 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. כבכל תקופה, השינוי ברווח מעסקי ביטוח הינו תמהיל של השפעות שונות ומנוגדות בענפי הביטוח השונים.

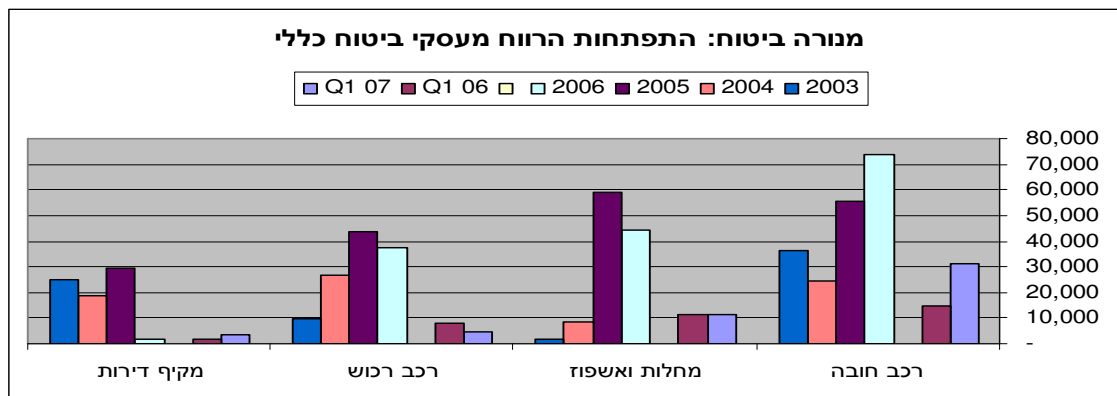
ברבעון הראשון של שנת 2007 בולטת ירידה ברווחיות הביטוחית בענף רכב רכוש כפי שהיא מתבטאת ביחס הנזקים (Loss Ratio). יחס הנזקים הינו היחס בין התביעות נטו לתקופה לבין דמי הביטוח שהורווחו בתקופה, והוא מבטא מכלול של גורמים הקשורים ברווחיות הביטוחית עצמה (לפני השפעת הכנסות מהשקעות, הוצאות ועמלות לסוכנים), וכוללים בין השאר את איכות החיתום, תמחור הפוליסות, רכישת ביטוח משנה וכן גורמים אקסוגניים כמו שיעור הפריצות לדירות. ככל שיחס הנזקים גבוה יותר, כך נמוכה יותר הרווחיות הביטוחית. יחס הנזקים בענף מקיף דירות הינו יציב ובענף בתי עסק נרשמה ירידה ביחס, אולם הוא עדיין גבוה לאורך זמן – מה שמעיד על סיכון אינהרנטי. יש לציין כי לאורך זמן בולטת מנורה ביטוח לטובה ביחס הנזקים בענפי הרכוש השונים.

מנורה ביטוח: יחס הנזקים (Loss Ratio) בענפי רכוש עיקריים

	2004	2005	2006	Q1 06	Q1 07
רכב רכוש	68%	66%	65%	67%	71%
מקיף דירות	42%	38%	49%	47%	48%
בתי עסק	64%	83%	81%	72%	70%

ענף רכב חובה הוסיף לתרום רווחים גבוהים בגין שנות החיתום הסגורות

הרווח מענף ביטוח רכב חובה היווה מרכיב מרכזי ברווח מעסקי ביטוח ברבעון הראשון של שנת 2007 (31 מיליון ש"ח לעומת 14 מיליון ש"ח ברבעון המקביל) ובשנת 2006 כולה (73 מיליון ש"ח לעומת 56 מיליון ש"ח בשנה הקודמת). הגידול ברווח בענף ברבעון הראשון נבע משחרור רבע מהעודפים בגין שנת החיתום 2004. הגידול בשנת 2006 נבע משחרור עודפים בגין שנת החיתום 2003 שהייתה טובה יותר משנת 2002 בשל רווחי ההשקעה הגבוהים שנצברו בה. רווחי ההשקעה היוו בכל אחת משנות החיתום 2003-1999 את המרכיב העיקרי בתרומת הענף לרווחים, בשל תקופת הצבירה הארוכה של עתודות הביטוח. בחינת רווחיות רכב חובה על בסיס שנות החיתום הסגורות, מצביעה על המרכיב הגבוה - והגדל, של רווחי ההשקעה מסך הרווח בשייר בין השנים 2000-2002, לעומת רווחיות חיתומית פוחתת, תוצאה בעיקר של הרפורמה בענף והפחתת התעריפים.



ירידה חדה ברווח מעסקי ביטוח חיים – בעיקר בשל עלייה בהיקפי התביעות וירידה בהכנסות מהשקעות יחסי הרווחיות בחברה בולטים לטובה בהשוואה לענף, אם כי יחס הפדיונות גבוה יחסית

ברבעון הראשון של שנת 2007 נרשם גידול של 9.2% בפרמיות ביטוח חיים במנורה ביטוח בהשוואה לרבעון המקביל, זאת בהמשך לגידול של 4.7% בשנת 2006. בשנת 2006 נבע רוב הגידול מעלייה במכירות החדשות, ומנורה הגדילה את נתח השוק בפרמיות ביטוח חיים בענף. הגידול בפרמיות מוסבר בחלקו בירידה חדה יחסית בהיקף הפדיונות המוקדמים של פוליסות ברבעון (ירידה של 10% בהשוואה לרבעון הקודם), זאת לאחר שבשנת 2006 נרשמה עלייה חדה יחסית – בשיעור של 8% - בהיקף הפדיונות המוקדמים. שיעור הפדיונות ברבעון הראשון ביחס למוצע עתודות ביטוח החיים עמד על 4.0% (לעומת 4.5% בכל שנת 2006). מנורה, המאופיינת ברמת פדיונות גבוהה יחסית לענף בשל מרכיב ביטוחי פרט גבוה אצלה, הציגה החל משנת 2004 ירידה מתמשכת בשיעור הפדיונות לעתודות הביטוח, בדומה לכל חברות הביטוח הגדולות.

ברבעון הראשון של שנת 2007 הסתכם הרווח מביטוח חיים במנורה ביטוח בסך של כ-43 מיליון ש"ח, בהשוואה לרווח של כ-69 מיליון ש"ח ברבעון המקביל. בשנת 2006 הסתכם הרווח בכ-155 מיליון ש"ח, בהשוואה ל-222 מיליון ש"ח בשנת 2005. הירידה ברווח מעסקי ביטוח חיים ברבעון הראשון של שנת 2007 נובעת בעיקר מעלייה של כ-22.0 מיליון ש"ח בתשלומים בשייר בגין תביעות מקרי מוות ונכות. הדבר נובע מתשלום חריג וחד פעמי. כמו כן חלה עלייה של כ-7 מיליון ש"ח בהוצאות הנהלה וכלליות. הגידול בתביעות ובהוצאות קיזז את העלייה בדמי הניהול בהשוואה לרבעון המקביל – בהיקף של כ-12 מיליון ש"ח.

בשנת 2006 נבעה הירידה ברווח מעסקי ביטוח חיים - בסך של כ-67 מיליון ש"ח, מעלייה בתביעות ששולמו בשייר - חלקה מוסבר בתביעות בגין נזקי המלחמה בעיקר ברבעון השלישי של שנת 2006. בשנת 2006 הסתכמו התביעות בשייר בגין מוות ונכות בכ-194.7 מיליון ש"ח לעומת כ-153.0 מיליון ש"ח בשנת 2005 - עלייה של כ-41.7 מיליון ש"ח. שיעור התביעות בשייר ביחס למוצע עתודות הביטוח בשנה עלה מ-1.6% ל-1.8% בשנת 2006. גורם נוסף לירידה ברווח בשנת 2006 היה קיטון של כ-6.0% (כ-9 מיליון ש"ח) בדמי הניהול בגין פוליסות משתתפות ברווחים, אשר נבעה מירידה של כ-29% בהכנסות מהשקעות. שיעור ההכנסות מהשקעות ביחס למוצע העתודות עמד בשנת 2006 על כ-7.14% לעומת 11.4% בשנת 2005. שיעור דמי הניהול למוצע העתודות ירד בשיעור חד פחות, ועמד על כ-1.2% בשנת 2006 לעומת 1.4% בשנת 2005. סך הרווח מעסקי ביטוח כללי בשנת 2006 היווה כ-1.5% ממוצע העתודות לאותה שנה, זאת לעומת 2.4% בשנה הקודמת.

מנורה מציגה רמת רווחיות טובה בהשוואה למתחרות, על אף שהיא מאופיינת ברמת הוצאות גבוהה בשל גודלה ובשל מאפייני הפוליסות. הרווחיות הגבוהה נובעת בין השאר מתשואות גבוהות באופן עקבי על תיק השקעות המשתתפות ברווחים.

קבוצת כלל	קבוצת מנורה	קבוצת הראל	קבוצת מגדל	קבוצת פניקס	
					רווח / ממוצע עתודות
1.1%	1.5%	1.9%	1.5%	1.9%	2006
1.5%	2.4%	2.4%	1.7%	2.3%	2005
1.7%	3.0%	2.5%	1.3%	2.3%	2004
					הוצאות נטו / פרמיות
19.2%	23.0%	20.0%	17.5%	19.1%	2006
20.8%	23.5%	21.5%	18.6%	18.9%	2005
20.6%	26.5%	26.7%	20.2%	20.1%	2004
					הכנסות השקעה / ממוצע עתודות
7.1%	7.1%	7.6%	7.0%	8.0%	2006
11.2%	11.4%	11.2%	11.6%	11.2%	2005
7.5%	8.5%	8.5%	7.6%	7.8%	2004

בשנים האחרונות ניכרת עלייה משמעותית במרכיב ההשקעה במניות (בעיקר בישראל) בתיק ההשקעה של מנורה ביטוח, מצב שאפיין את כל חברות הביטוח בישראל

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

שיפור ברווחיות תחום הפנסיה חרף ירידה בשיעור דמי הניהול

היקף הנכסים של מנורה מבטחים פנסיה הסתכם בכ-17,329 מיליוני ש"ח ליום 31.12.2006, לעומת 14,578 מיליוני ש"ח בסוף שנת 2005 – עלייה של כ-18.9% לעומת עלייה של 13.9% שנרשמה בסך הצבירה של קרנות הפנסיה החדשות במהלך התקופה. נתח השוק של מבטחים בסך נכסי הקרנות החדשות עמד על כ-45.4% בסוף שנת 2006, לעומת 47.2% בסוף שנת 2005. ההכנסות נטו מדמי ניהול (בניכוי תמריצי מכירה לעמיתים) גדלו בהתמדה בשנת 2006 וברבעון הראשון של שנת 2007, וכך גם הרווח הנקי.

מנורה מבטחים פנסיה: נתונים עיקריים על תוצאות הפעילות במיליוני ש"ח					
2004*	2005	2006	Q1 06	Q1 07	
157	154	174	38	47	דמי ניהול מנכסים ומדמי גמולים בניכוי תמריצי מכירה לעמיתים
56	72	85	18	22	רווח לפני מסים על הכנסה
29	40	50	10	13	רווח נקי לתקופה

* נתוני שנת 2004 מתייחסים לשנת הפעילות המלאה של מבטחים פנסיה, שנרכשה על ידי מנורה ביטוח בחודש ספטמבר 2004

עודף ההון נמוך, תוצאה בין השאר של הון משני נמוך יחסית, שצפוי להתחזק ברבעון השני של שנת 2007

עודף ההון המחושב מעבר להון המינימלי הנדרש ממבטח הסתכם בסך של כ-106 מיליון ש"ח ליום 31.3.2007, שהיוו כ-6.3% מההון המינימלי הנדרש. רמת עודף זו נמוכה יחסית, בוודאי בהשוואה לחברות הביטוח הגדולות, והיא אפיינה את החברה לכל אורך השנים האחרונות. רמת העודפים הנמוכה נובעת מהיקף נמוך יחסית של הון משני הכולל בעיקר כתבי התחייבות נדחים. יחס ההון המשני להון הראשוני המוכר ליום 31.3.2007 עומד על כ-26%, זאת בהשוואה ליחס מרבי מותר של 50%. בהתחשב בגיוס כתבי ההתחייבות הנדחים בחודש מאי 2007 בהיקף של כ-200 מיליון ש"ח, ובהתחשב בחלוקת הדיבידנד שהוכרז בסך של כ-50 מיליון ש"ח, שיעור העודף ליום 31.3.2007 (פרפורמה) יעלה לכ-15.2%, ויחס ההון המשני להון הראשוני יעמוד על כ-42%.

אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- התפתחויות שיובילו להורדה בדירוג של מנורה ביטוח או לאיום על דירוג זה
 - הרעה ברמת האיתנות הפיננסית
 - מזדינויות דיבידנד אגרסיבית שיש בה לאיים על האיתנות הפיננסית של החברה
- גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:**
- גיוון משמעותי של תיק האחזקות, תוך יצירת רגליים נוספות משמעותיות, באופן שלא יוביל להגדלת רמת הסיכון העסקי

אודות המנפיק

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה של תל אביב. עיקר פעילותה היא החזקה במניות מנורה ביטוח, בשיעור של כ- 97% בזכויות ההון והצבעה. בשנה החולפת הודיעה מנורה על חיזוק פעילותה בתחום שוק ההון והפיננסים ולשם כך הקימה את מנורה פיננסים בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה שעיקר פעילותה נובעת מרכישת פעילות קרנות הנאמנות של בנק מזרחי. מנורה החזקות מוחזקת בשיעור כולל של 63.56% בהון ו-63.56% בהצבעה על ידי פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט, שתי חברות זרות המחזיקות במניות בנאמנות עבור מר מנחם גורביץ כנהנה יחיד. מר גורביץ מכהן כיו"ר מועצת המנהלים של החברה. מנכ"ל החברה בחמש השנים האחרונות הוא מר ארי קלמן.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וכאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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

דוח מספר : FM010707550M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2007

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג 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 של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, 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.