

# מגדל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | ספטמבר 2019

## אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח  
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

## מגדל חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Aa2.il (hyb)	הון שלישוני מורכב
אופק דירוג: יציב	Aa3.il (hyb)	הון משני מורכב ומכשיר הון רוברד 2

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מגדל חברה לביטוח בע"מ ("החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa2.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון שלישוני מורכב) ו-Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב ומכשיר הון רוברד 2), שגויסו על ידי חברת הבת מגדל גיוס הון בע"מ. אופק הדירוג יציב.

דירוגי החובות הנחותים מגלמים את הנדחות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג ה-IFS, את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם. בהתחשב ברמת ה-IFS של החברה, ברמת הלימות ההון הקיימת והצפויה להערכתנו, תוך שמירת מרווח מספק מחסם ההון הרגולטורי האפקטיבי עבור המכשיר, אנו מעריכים כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות"<sup>1</sup> הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוסף עבור מכשירי הון רוברד 2.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
ג	1135862	Aa3.il(hyb)	יציב	רוברד 2 [1]	31.12.2027
ד	1137033	Aa2.il(hyb)	יציב	רוברד 2 [2]	31.12.2027
ה	1139286	Aa3.il(hyb)	יציב	רוברד 2 [1]	30.06.2029
ו	1142785	Aa3.il(hyb)	יציב	רוברד 2	31.12.2030
ז	1156041	Aa3.il(hyb)	יציב	רוברד 2	31.12.2031

[1] משני מורכב  
[2] שלישוני מורכב

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה של החברה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח, בנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח (מעל 10%), שליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. עם זאת, הפרופיל העסקי מוגבל בפיזור קווי עסקים נמוך יחסית עם ריכוזיות הכנסות גבוהה בענף ביטוח החיים, מעל 70% מסך הפרמיות ודמי הניהול לאורך זמן. פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג, נוכח חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים מסך הפרמיות ברטון, סיכון מוצרים נמוך בביטוח כללי ושיפור מתמשך באיכות ניהול הסיכונים לאור הטמעת תהליכים תומכי סולבנסי 2 ושיפור ביחס הלימות ההון. מנגד, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מסיכון מוצרים גבוה בביטוח חיים ובריאות, צרכי שירות החוב של בעל השליטה ותחלופה גבוהה יחסית של בעלי תפקידים בשנתיים האחרונות. הפרופיל הפיננסי של החברה סביר לדירוג ונתמך מחד מפרופיל נזילות טוב, לצד איכות נכסים הולמת, כאשר קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון טובה יחסית. מנגד, כרית הרווחיות נמוכה ביחס לדירוג ופוגמת בפוטנציאל בנית ההון, כאשר הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה מתנדויות הלימות ההון הרגולטורית.

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג הנוכחי עם עודף הון של 123% על בסיס נתוני 30 ביוני 2019 בתרחיש הקיצון השלישי בחומרנו מתוך חמישה וקרוב לעמידה בתרחיש השני בחומרנו. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל - סיכונים שוק בתיק הנוסטרו (חיים מביטוח תשואה וביטוח כללי) ובתיק המשתתף וכן נובעים מפוליסות

<sup>1</sup> הון נדרש ל"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה לאחר התאמת תרחיש מניית לפי חוזר סולבנסי ("יחס כושר הפירעון הנדרש"). יחס כושר הפירעון הנדרש עמד נכון ל-31 בדצמבר 2018 על 70%.

מבטיחות מקדמי תוחלת חיים. יחס סולבנסי 2 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) של החברה עמד על כ-107%<sup>2</sup> ביום 31 בדצמבר 2018. יחס זה הציג מגמת שיפור מתמשכת בשנים האחרונות בין השאר בשל גיוסים משמעותיים של הון רובד 2 ושמירה על צמיחה מתונה בדרישות ההון, אולם לאחר פרסום הנתונים האחרונים, על פי אומדן שביצעה החברה היא מעריכה כי ההשפעה של הטייטה בעניין לוחות התמותה על יחס כושר הפירעון שלה הינה קיטון של כ-10% בהשוואה ליחס כושר הפירעון ביום 31 לדצמבר 2018 ועלולה לדעתנו לפגום בגמישות העסקית של החברה. לאור זאת, בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי החברה תגייס את מלוא המחסנית האפשרית של הון רובד 2 (תחת מגבלת 40% מה-SCR). אנו מצפים, כי לאור התנודתיות הצפויה של יחס הסולבנסי 2, החברה תפעל לבנות ולשמר מרווח הוני מספק אל מול החסם הרגולטורי ואנו מניחים כי הדבר עשוי להגביל את יכולת חלוקת הדיבידנדים בטווח הקצר גם לאור מגבלות הדירקטוריון שנקבעו בקשר לכך.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת בנית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת לחיוב להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.1% עד 3.5% בשנים 2019-2020), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק. בתרחיש זה, אנו מעריכים, כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור שנתי ממוצע של 4%-5% שינבע בעיקר מענפי החיים והבריאות. אנו מעריכים, כי בתרחיש הבסיס שיעור הרווחיות ימשיך להיות חשוף מהותית לסביבת הריבית הנמוכה, תנודתיות שוק ההון והיעדר רווחיות חיתומית משמעותית, אשר עשויה הייתה לקזז חלקית השפעות אלו. בהתאם לכך, בתרחיש זה שיעורי הרווחיות צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג, כן שיחסי ה-ROC וה-ROA יועו בטווח של 4%-3% ו-0.3%-0.2%, בהתאמה.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב מבטא את הערכתנו לכך כי למרות השחיקה הצפויה ביחסי סולבנסי 2 אל מתחת לדרישה הרגולטורית (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) בעקבות עדכון לוחות התמותה וירידת עקום הריבית, היא לא תשפיע באופן מהותי על פרופיל הסיכון של החברה והחברה תפעל לבנות מרווח מספק לאורך זמן ביחס לסף הרגולטורי, כאשר החברה תמשיך לבנות את כרית ההון. בנוסף, אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

## גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפיזור ותמהיל הפעילות של החברה לאורך זמן
- שיפור משמעותי בכרית הרווחיות ויציבותה לאורך זמן

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בעודפי ההון על פי מודל ההון של מידרוג
- הרעה מתמשכת בתוצאות, החיתומיות שתוביל לשחיקה משמעותית ברווחיות הכוללת
- שחיקה משמעותית בהון העצמי לרבות בגין חלוקת דיבידנדים אגרסיבית

<sup>2</sup> בהתחשב בחלוקת דיבידנד ופירעון נטו של כתבי התחייבות נדחים לאחר תאריך המאזן

## מגדל חברה לביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים

31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2018	30.06.2019	מיליוני ₪
125,668	134,434	146,987	153,602	152,743	163,288	סה"כ נכסים
4,680	4,851	5,474	5,579	5,703	5,574	סה"כ הון המשיך לבעלי המניות של החברה
169	172	622	106	230	345	סה"כ רווח (הפסד) כולל משיך לבעלי המניות של החברה
10,689	11,194	12,622	13,382	6,496	6,788	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
7,662	7,835	8,916	9,488	4,595	4,835	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
1,024	1,177	1,326	1,487	723	787	מתוכם בביטוח בריאות
2,003	2,182	2,381	2,408	1,178	1,167	מתוכם בביטוח כללי
10,066	10,486	11,853	12,648	6,137	6,407	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
3,475	4,930	9,548	1,346	2,495	8,778	רווחים מהשקעות, נטו והכנסות מימון

NR	93%	95%	110%	NR	NR	יחס כושר פירעון [1]
NR	101%	105%	110%	NR	NR	יחס כושר פירעון בגיוס מלא [2]

## יחסים מותאמים של מידרוג

47%	45%	39%	39%	38%	39%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
2.6%	2.2%	7.0%	1.1%	4.7%	6.5%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [3]
0.1%	0.1%	0.4%	0.1%	0.3%	0.4%	תשואה על הנכסים (ROA) [4]
39%	45%	42%	50%	47%	48%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [5]
19.0x	5.8x	5.4x	6.1x	6.2x	0.9x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) לריבית ששולמה

[1] ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות; [2] ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות תחת מגבלת גיוס של עד 40% מה-SCR; [3] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות ונגזרים) והון עצמי המשיך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנתי; [4] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנתי; [5] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות ונגזרים) והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## פרופיל עסקי חזק הנתמך בגודל משמעותי, אולם מנגד מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך יחסית

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה טובה במערך ההפצה, התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. החברה הינה אחד משני המבטחים המובילים בישראל לאורך זמן כפי שמשתקף בנתח שוק של סך הפרמיות שהורווחו ברוטו של כ- 20% ובעלת היקף הנכסים המנוהלים הגבוה בענף (כולל פנסייה וגמל) של כ- 242 מיליארד ₪ ביום 30 ביוני 2019. כמו כן, החברה הינה המבטח הגדול ביותר בתחום ביטוחי החיים, ומחזיקה בנתחי שוק משמעותיים לאורך זמן מסך פרמיות שהורווחו ברוטו במגזר ביטוח החיים (לא כולל דמי גמולים בפנסייה ובגמל) של כ- 30%. מנגד, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה, המשתקף בתמהיל הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר ביטוחי החיים מהווה מעל 70% מסך הפרמיות ודמי ניהול לאורך זמן. ריכוזיות זו מהווה להערכתנו גורם סיכון בחברה וביחוד לאור העובדה כי חלק מהותי מתוך עתודות ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כוללות מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. ערוץ ההפצה באמצעות הסוכנים הינו ערוץ ההפצה המשמעותי של החברה שחלקו מבוצע באמצעות סוכנויות בבעלות. בשונה מחברות אחרות, החברה טרם השיקה מערך הפצה ישיר (למעט פנסייה וגמל), אולם אנו מעריכים כי תוכל לפתח אותו בפרק זמן קצר יחסית. עם זאת, אנו לא צופים כי חלקו של ערוץ הפצה זה מתוך תמהיל ערוצי השיווק יהיה מהותי בטווח הזמן של השנתיים הקרובות. בתרחיש הבסיס לשנים 2019-2020 אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור ממוצע של 4%-5% שינבע בעיקר מענפי החיים והבריאות. סביבת מאקרו תומכת הכוללת צמיחת תמ"ג של כ-1.1%-3.5%, לצד שיעור אבטלה נמוך, שיוביל להמשך עליית השכר הריאלי, יובילו לקצב צמיחה שנתי גבוה מהתמ"ג במגזר ביטוח החיים של כ-4%-5%. עם זאת, אי קבלת אישור לתעריף הריסק הנמכר כחלק מפוליסת ביטוח המנהלים, לצד המשך התעצמות התחרות ממוצר הפנסייה ושינוי רגולטורי שנכנס לתקף באפריל 2019 ביחס לכיסוי ביטוח אובדן כושר עבודה, עלולים להעיב על עוד יותר על הצמיחה במגזר. הבריאות בהמשך להערכתנו הקודמת אנו מניחים התמתנות מסוימת בצמיחת הפרמיות ביחס לשנים האחרונות, אולם זו תיוותר גבוהה, תוך שמירה על נתחי שוק והמשך התמקדות בביטוחי הפרט. פוטנציאל הצמיחה ייתמך בשיעור חדירה<sup>3</sup> נמוך יחסית, כאשר מנגד המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה ימשיכו ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים

<sup>3</sup> שיעור הפרמיות ברוטו ביחס לתמ"ג

יציבות עד עלייה מתונה בהיקף הפרמיית, גם לאור העובדה כי החברה נבחרה כאחת הזוכות במרכז לביטוחי רכב של עובדי המדינה גם לשנים 2019-2020, כאשר האטה בהיקף מסירות כלי הרכב, לצד המשך תחרות מחיר אגרסיבית (בענף רכב רכוש) יובילו להערכתנו לצמיחה מתונה בענפי הרכב בשנתיים הקרובות.

### פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג, אולם ממשיך להיות מושפע לשלילה מסיכון גבוה יחסית בתיק החיים הישן

לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית במגזר ביטוח החיים ובריאות לזמן ארוך בעיקר בגין פוליסות שנמכרו בעבר, כאשר כ-67% מסך העתודות המותאמות לאורך זמן מוגדרות על ידנו ככאלה שנמצאות בסיכון בינוני-גבוה, נוכח מנגנוני הבטחת תשואה ו/או תוחלת חיים. שיעור גבוה זה, חושף את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי. לעומת זאת, סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר מוערך על ידנו כהולם לדירוג, כאשר כ-64% מסך הפרמיית ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 ביוני 2019 ולאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב". בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים מתוך סך הפרמיית של כ-6%-7% מסך הפרמיית המורווחות ברוטו בשנתיים האחרונות. חשיפה זו, עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, אשראי וענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. עם זאת, מודל הפעילות מוטת ביטוחי החיים מייצר הטיה מסוימת, כאשר בביטוחי הבריאות והכללי לחברה לפי נתוני שנת 2018 יש חשיפה משמעותית יחסית ללקוחות גדולים של כ-14% וכ-29%, בהתאמה. חשיפה זו, לא צפויה להשתנות מהותית בטווח הקצר, להערכתנו.

החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים. אך, קיימת לה חשיפה גבוהה יחסית בשייר בקרות אירוע קסטטרופה ביחס למתחרותיה, למרות השיפור בשנים האחרונות, של כ-200 מיליון ₪ נכון ל-31 בדצמבר 2018 (כ-3.5% מההון העצמי). להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה (כמו גם בענף) ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי, למרות תנודתיות גבוהה יותר. בנוסף, להערכתנו החברה תידרש בשנים הקרובות לתת דגש רב יותר לסיכונים טכנולוגיים, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח ובעיקר בתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר.

פרופיל הסיכון ממשיך להיות מוגבל, נוכח צרכי שירות החוב של בעלת היתר השליטה בחברה "אליהו הנפקות בע"מ" ("אליהו הנפקות"), אשר המבטח (דרך חברת האם) הינה המקור התזרימי העיקרי שלה. תלות גבוהה זו עלולה לפגום בפוטנציאל בניית הכרית ההונית ותיאבון הסיכון של החברה ולמרות מבנה לוח הסילוקין הנוח יחסית באליהו הנפקות. בנוסף, בשנה וחצי האחרונות החברה חוותה תחלופה גבוהה של בעלי תפקידים, דבר שלהערכתנו עשוי להקשות על בנייה והוצאה לפועל של אסטרטגיה אל מול הסביבה העסקית המתאגרת. לאחר החלפת יו"ר הדירקטוריון והמנכ"ל לאחרונה, מידרוג צופה כי השדרה הניהולית תשמור על יציבות יחסית.

### איכות הנכסים הולמת לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון לסיכון הולם ביחס לדירוג וטוב ביחס קבוצת ההשוואה, עם יחס "נכסים בסיכון" מותאמים להון המוכר של כ-37% ל-30 ביוני 2019. תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כולל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-65% (לרבות אגרות חוב מיועדות ח"ץ), מזומנים בשיעור של כ-10% ואגרות חוב קונצרניות בדירוג גבוה של כ-5%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל ההשקעות בטווח הזמן הקצר ולכן גם בתיאבון לסיכון, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית, המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה. בנוסף, אנו צופים כי החברה תמשיך להגביל חלק ממרכיבי הסיכון בתיק ובפרט את המרכיב המנייתי בשל ריתוק ההון המשמעותי בו, כאשר פוטנציאל התשואה יוותר מאתגר, כאמור, נוכח סביבת הריבית ורמות התמחור בשוק ההון.

<sup>4</sup> נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למעט מזומנים, אגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה, כאשר האחרונים משוקללים בשיעור הישענות חלקי המשקף סיכון לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי שמר על יציבות ועמד ל-30 ביוני 2019 על כ-39% יחס זה בולט לחיוב ביחס לקבוצת ההשוואה, הולם לדירוג ונתמך בצבירת רווחים ויציבות מסוימת בהיקף הנכסים הלא מוחשיים. אנו צופים, כי היחס יוותר ברמה דומה בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות.

### **כרית הרווחיות נמוכה לדירוג, תלויה בגורמים אקסוגניים ומוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה**

החברה מאופיינת ברווחיות נמוכה לדירוג וממוצעת ביחס לענף בשנים האחרונות, המוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה (יחס משולב בשייר של מעל 100% בביטוח הכללי ב-5 השנים האחרונות). עובדה זו, מייצרת תנודתיות גבוהה ברווחיות נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים ובפרט לריבית ותשואות שוק ההון. אלה השתקפו בצורך בהשלמת עתודות לאור ירידה מתמשכת בעקום הריבית ופגיעה בפוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט בדמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה. בנוסף, השפעות החלטת וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, השפיעו באופן מהותי על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות בשנתיים וחצי האחרונות, בתחילה לשלילה אך לאחרונה לאחר שבוטלו, החברה שחררה את מרבית העתודות שהפרישה בגינן.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020, אנו לא צופים שיפור בפוטנציאל יצור הרווחים, שיושפע בעיקר מסביבת הריבית הנמוכה והיעדר שיפור מהותי ברווחיות החיתומית. בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, אנו צופים המשך תנודתיות ברווחיות נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים, כאמור. במגזר ביטוח הבריאות, אנו צופים יציבות מסוימת אולם גם כתלות בהשפעת עקום הריבית. בביטוח הכללי, רמת התחרות הגבוהה לצד תמורות רגולטוריות תקשה להערכתנו על שיפור מהותי ברווחיות החיתומית, וזאת תוך הבאה בחשבון של השפעות ביטול החלטת וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון במגזרי הרכב חובה וחבויות. נציין, כי ביום 16 במאי 2019, חתמה החברה על הסכם קיבוצי חדש מול העובדים לתקופה שבין יום 1 לאפריל 2019 ועד ליום 31 לדצמבר 2021. הסכם קיבוצי זה צפוי להגדיל את היקף הוצאות השכר הקבועות, אולם מהווה שיפור ביחס להסכם קודם ובנוסף מאפשר התייעלות תפעולית נוכח צפי לפרישה מוקדמת של כ-240 עובדים, בנוסף לפרישת 210 עובדים שנקבעה בהסכם הקיבוצי משנת 2015 ולא מומשה עד כה. להערכתנו מהלך זה הינו חיובי וצפוי לתרום בעתיד לחיסכון מסוים במבנה הוצאות וכנגזר לרווחיות החיתומית, אך השפעתו בטווח הקצר מוגבלת יחסית. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו שיעורי הרווחיות צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROA וה-ROA ינועו בטווח של 3%-4% ו-0.2%-0.3%, בהתאמה.

### **הכרית ההונית סופגת הפסדים בצורה טובה אולם השחיקה ביחסי סולבנסי 2 לצד פוטנציאל שיפור מוגבל יחסית משפיעים לשלילה על הגמישות העסקית**

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג הנוכחי עם עודף הון של 123% על בסיס נתוני 30 ביוני 2019 בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה וקרוב לעמידה בתרחיש השני בחומרתו. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל- סיכוני שוק בתיק הנוסטרו (חיים מבטיח תשואה וביטוח כללי) ובתיק המשתתף וכן נובעים מפוליסות מבטיחות מקדמי תוחלת חיים, כאשר פיזור הפעילויות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ-18%. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית ליום ה-30 ביוני 2019 הכוללת הון עצמי מותאם<sup>5</sup> בהיקף של כ-6.8 מיליארד ₪ ו-EPIFP מותאם<sup>6</sup> בהיקף של כ-5.3 מיליארד ₪.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה עמד ליום ה-30 ביוני 2019 על כ-10.5%, ההולם לדירוג וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני. בחודש נובמבר 2018 אישר דירקטוריון החברה מדיניות ניהול הון, אשר במסגרתה קבע יעד יחס כושר פירעון מבוסס סולבנסי 2 ("יעד הון"), אשר יעלה בהדרגה בכ-3% כל שנה, החל מ-100% נכון ליום 31 בדצמבר 2017, ועד לשיעור של 120% ב-31 בדצמבר 2024

<sup>5</sup> כולל הון עצמי מיוחס לבעלי המניות, הון רובד 1 נוסף, 50% מהון רובד 2 ושערוך נכסים פיננסיים לא סחירים (לא כולל אג"ח ח"ץ) בשיעור השענות של 85%. מסכום זה מנוכים הוצאות רכישה נדחות במגזר החיים וחסכון ארוך טווח ונכסים לא מוחשיים אחרים נטו ממסים נדחים.

<sup>6</sup> בשיעור השענות של 60%

(תום תקופת הפריסה). כמו כן נקבע כי חלוקת דיבידנד תיבחן על בסיס עמידה ביעד ההון אשר נקבע לסוף השנה בה מבוצעת החלוקה. יחס סולבנסי 2 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) של החברה עמד על כ-107% ביום 31 בדצמבר 2018, בהתחשב בחלוקת דיבידנד לאחר תאריך המאזן של 350 מיליון ₪ ופירעון נטו של כתבי התחייבות נדחים של כ-268 מיליון ₪, וזאת לעומת יחס ממוצע של כ-119% בקבוצת השוואה לאותו מועד. יחס זה הציג מגמת שיפור מתמשכת בשנים האחרונות בין השאר בשל גיוסים משמעותיים של הון רובד 2 ושמירה על צמיחה מתונה בדרישות ההון. לאחר פרסום הנתונים האחרונים החברה דיווחה כי על פי אומדן שביצעה היא מעריכה כי ההשפעה של הטייטה בעניין לוחות התמורה על יחס כושר הפירעון שלה הינה קטן של כ-10% בהשוואה ליחס כושר הפירעון ביום 31 לדצמבר 2018 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה). כך יחס סולבנסי 2 ירד לכ-97% פרופורמה וזאת מבלי לקחת בחשבון את ההשפעה השלילית הצפויה בגין ירידת עקומי הריבית ביחס לתרחישים שבוצעו על יחס הסולבנסי 2 ב-31 בדצמבר 2018 והשפעת תוצאות 6 החודשים הראשונים של שנת 2019. נציין, כי שחיקה זו ביחס הרגולטורי פוגמת בגמישות העסקית של החברה, עלולה ללחוץ על שיעורי הרווחיות במידה והחברה תשתמש בכלים מפחיתי סיכון וממצבת את החברה במקום נמוך ביחס לקבוצת השוואה בפרמטר זה. מידרוג צופה כי החברה תשפר את היחס הרגולטורי ותקבע מרווח הולם לאורך זמן ביחס לסף הרגולטורי לאור תנודתיות היחס ואנו מניחים כי הדבר עשוי להגביל את יכולת חלוקת הדיבידנדים בטווח הקצר גם לאור מגבלות הדייקטוריון כאמור לעיל. לאור זאת, בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי החברה תגייס את מלוא המחסנית האפשרית של הון רובד 2 (תחת מגבלת 40% מה-SCR) וכן קיימים לה כלים מפחיתי סיכון נוספים.

## **פרופיל נזילות בולט לטובה ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך; הגמישות הפיננסית נמוכה לדירוג ומושפעת לשלילה ממינוף פיננסי גבוה ומשחיקת יחס סולבנסי 2**

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה ומשתקף ביחס שוטף של פי 3.3 בין הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוחי חיים, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק.

לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה, כאשר כ-50% מסך התחייבויות החברה אמורות להיפרע בטווח זמן של מעל 5 שנים על פי נתוני 31 בדצמבר 2018. להערכתנו, מבטחים המאופיינים במח"מ התחייבויות ארוך וללא אופציות PUT לבעלי הפוליסה לקריאה לכסף פחות חשופים לסיכון נזילות וקיימת להם יכולת תגובה טובה יותר ולאורך זמן ארוך יותר, עובדה התומכת בשרידותם ובדירוגם. בנוסף, התנודתיות, שעלולה להיווצר בשל רישום נכסים בשווי שוק (MTM) לעיתים אינה משקפת את השווי הכלכלי עבור חברות ביטוח עם מח"מ התחייבויות ארוך, נוכח היכולת להחזיק את הנכסים הרלוונטיים לפדיון, על כן להערכתנו ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח.

הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחס שירות ריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון) נמוך ביחס לדירוג ומינוף מאזני (חוב<sup>7</sup> ל-CAP) גבוה יחסית של כ-48% ליום ה-30 ביוני 2019. אנו צופים, כי המינוף המאזני יוותר ברמה דומה בתרחיש הבסיס שלנו, לאור ההנחה לגיוס מכשירי הון רובד 2 נוספים כאשר במקביל גם יעלו הוצאות המימון השוטפות. נציין, המרווח הצר של החברה מיחסי סולבנסי 2 הנדרשים (ללא התחשבות בהוראות תקופת הפריסה) וביחס לקבוצת השוואה עלול להשפיע לשלילה על הגמישות הפיננסית ולוחץ, כאמור על רמת המינוף.

## **שיקולים מבניים**

### **מאפייני המכשירים הנחותים**

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (שלישוני מורכב, משני מורכב ורובד 2) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), המשמש נקודת מוצא לדירוג מכשירי חוב שונים, שמבטחים מנפיקים. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייני החוזיים בהתחשב במידת הנדחות החוזית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי

<sup>7</sup> ללא התחייבות בגין חכירה מימונית ונגזרים

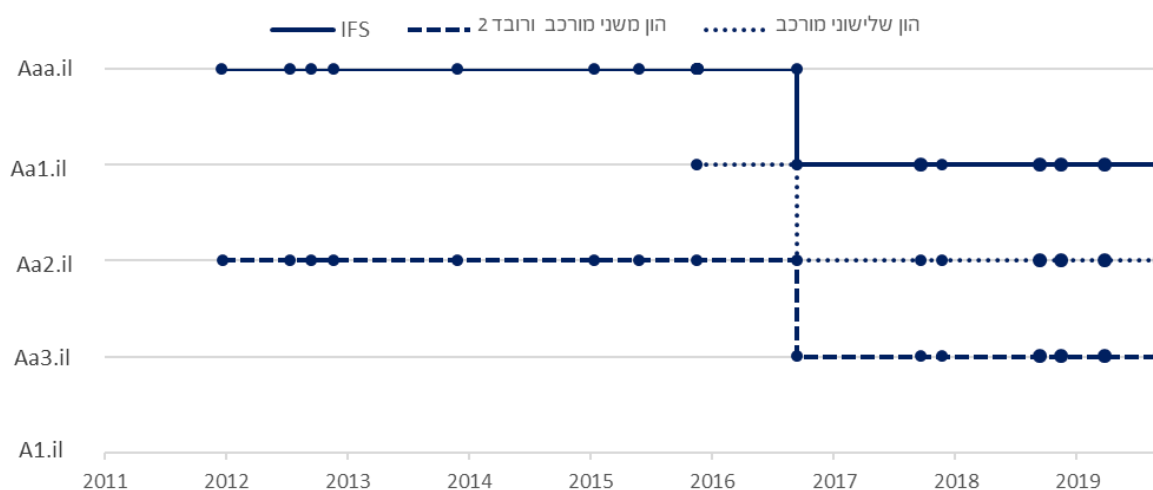
המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה- IFS של המבטח לדירוג הון שלישוני מורכב והון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הורדת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם. במכשירי הון רובד 2 אנו מעריכים, כי אי הודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות" הינה נמוכה בשל פער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.



## אודות החברה

מגדל חברה לביטוח בע"מ, באמצעות חברות הבנות שלה ("הקבוצה"), פועלת בעיקר בתחום הביטוח, הפנסיה והגמל. פעילות הביטוח של הקבוצה, מתבצעת באמצעות החברה. פעילות הפנסיה והגמל של הקבוצה, מתבצעת באמצעות חברות הבנות של החברה: מגדל מקפת קרנות פנסיה וקופת גמל בע"מ, ויוזמה קרן פנסיה לעצמאים בע"מ. הקבוצה מחזיקה גם בסוכנויות ביטוח, באמצעות מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ, שהינה בשליטה מלאה של החברה. בעלת השליטה המלאה בחברה הינה מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ ("מגדל אחזקות"). מנכ"ל החברה הינו מר רן עוז. בעקבות גיוס חוב שבוצע על ידי בעל השליטה בחברה, עודכן היתר השליטה החל מיום ה-10 בספטמבר 2017, המתיר את העברת מניות השליטה המוחזקות על ידי אליהו 1959 בע"מ ("אליהו") בשיעור של 68% מהון המניות המונפק והנפרע של מגדל אחזקות לחברת אליהו הנפקות בע"מ, חברה בבעלותה המלאה של אליהו. כמו כן, במסגרת הגיוס ניתנו למלווים אופציות למימוש למניות מגדל אחזקות בשיעור כולל של כ-15% מסך ההון המונפק והנפרע.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[מגדל חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

16.09.2019	תאריך דוח הדירוג:
31.03.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
18.12.2011	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מגדל חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מגדל חברה לביטוח 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 מגדל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>