



איי. די. איי חברה לביטוח בע"מ

דוח דירוג ראשוני | נובמבר 2010

1

מחבר:

איל גירון-גילאון - אנליסט בכיר

evalgr@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים

meravb@midroog.co.il

א.י. די. אי. חברה לביטוח בע"מ

A1	דירוג IFSR ¹
A2	דירוג כתבי התחייבויות נדחים סדרה א' ²
A3	דירוג כתבי התחייבויות נדחים סדרה ב' ²

דירוג כתבי ההתחייבויות הנדחים מתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 14/11/2010. אם יחולו שינויים, תהא למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים בכתבי ההתחייבויות הנדחים, לרבות אישור המפקח על הביטוח להכרה בהון השלישוני המורכב וההון המשני המורכב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג, כתקף. מידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A1 לאיתנותה הפיננסית (IFSR) של חברת הביטוח א.י. די. אי. חברה לביטוח בע"מ (להלן: "ביטוח ישיר" או "החברה"), דירוג A2 לכתבי התחייבויות נדחים (סדרה א') (להלן: "הון שלישוני מורכב"), בהיקף של עד 71 מיליון ש"ח, ודירוג A3 לכתבי התחייבויות נדחים (סדרה ב') (להלן: "הון משני מורכב"), בהיקף של עד 51 מיליון ש"ח. הסדרות יונפקו באמצעות חברה בת, א.י. די. אי. הנפקות בע"מ, בבעלות מלאה של ביטוח ישיר.

ההון השלישוני המורכב ייפרע בתשלום אחד בשנת 2017, כאשר קיימת לחברה אופציה לפירעון מוקדם בשנת 2015. ההון המשני המורכב ייפרע בתשלום אחד בשנת 2021, לחברה אופציה לפירעון מוקדם בשנת 2018.

הריבית אשר תקבע במרכז תשלום החל בשנת 2011 בתשלומים חציוניים. במידה והחברה לא תממש את האופציה לפירעון מוקדם בסדרות א' ו- ב' יופעל מנגנון Step Up, בו תעודכן ריבית אגרות החוב בעליה של 50% ו- 30% למרווח הסיכון³, לסדרות א' וב', בהתאמה.

סך כתבי ההתחייבויות הנדחים בספרי החברה ליום 30/6/2010, המוכרים לצורך ההון העצמי המחושב על פי תקנות הפיקוח, מסתכמים בכ- 84 מיליון ש"ח, ומהווים כ- 27.1% מההון הראשוני המחושב (המגבלה נקבעת ע"י משרד האוצר).

פרופיל החברה

החברה הוקמה ב- 27 בדצמבר 2006, כחברה פרטית, בבעלות מלאה של ישיר- איי די איי אחזקות בע"מ (להלן: "החברה האם"), החברה קלטה את פעילות הביטוח של החברה האם, שהחלה בשנת 1996, באמצע שנת 2008 במסגרת פיצול שאושר ע"י בית המשפט. בנוסף לאחזקותיה בחברה, מחזיקה חברת האם במימון ישיר בע"מ (100%), מיטב בית השקעות (28.56%) ואדגר השקעות ופיתוח בע"מ (55.31%), המוחזקת בשיעור של 11.21% ישירות ע"י צור שמיר בע"מ (להלן: "שמיר").

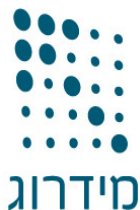
החברה האם הינה בבעלות מלאה של ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ (להלן: "השקעות"), וזאת החל ממאי 2010, בו בוצעה עסקת החלפת מניות. בעלי המניות העיקריים של השקעות הינם: כ- 59% שמיר וכ- 7% כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ. שמיר מוחזקת על ידי משפחת שניידמן בכ- 63% והיתר בידי הציבור.

לחברה החזקות במספר חברות בנות: ד"ר פח וצבע בע"מ (להלן: "חברת הבת"). אחזקות אלו הינן שוליות לפעילות החברה.

¹ Insurance Financial Strength Rating

² נקראים גם תעודות התחייבות.

³ מרווח הסיכון הינו ריבית הגיוס, בניכוי הריבית הממשלתית המתאימה למועד הגיוס.



החברה פועלת באמצעות קשר ישיר ללקוחותיה (טלפון, פקס, אינטרנט) וזאת בשונה מחברות הביטוח האחרות, הפועלות באמצעות סוכני ביטוח. כפועל יוצא מכך, החברה יכולה לבצע חיתום דיפרנציאלי טהור, החברה מוטה לפעילות ביטוח למשקי בית וכאן טמונים יתרונותיה היחסיים. החברה פועלת בשלושה תחומים:

- ביטוח כללי (כ- 81% וכ- 82% מסך הפרמיות במחצית הראשונה של שנת 2010 ובשנת 2009, בהתאמה) - ביטוח רכב חובה, רכב רכוש, דירות רכוש ואחר.
- ביטוח חיים וחסכון לטווח ארוך (כ- 16% מסך הפרמיות במחצית הראשונה של שנת 2010 ובשנת 2009) - החברה מרכזת את מאמציה בתחום זה בעיקר בתחום הריסק.
- ביטוח בריאות ומחלות קשות (כ- 3% וכ- 2% מסך הפרמיות במחצית הראשונה של שנת 2010 ובשנת 2009, בהתאמה) - התחום נמצא בפיתוח בחברה ועל אף שיעורו הנמוך רשם צמיחה גבוהה בשנים האחרונות.

החל ממועד הפיצול בוצעו מספר שינויים ארגונים לעיבוי וחיזוק שדרת הניהול: מר רביב צולר מונה למנכ"ל החברה, רו"ח נחמן ניצן מונה לסמנכ"ל כספים, מונה סמנכ"ל מכירות מתוך החברה, הוקמה מחלקה משפטית ומזכירות חברה מתוך החברה והוקמה מחלקת ביקורת פנים, המעניקה שירותים לכלל הקבוצה. מר משה שניידמן הינו יו"ר דירקטוריון החברה. ההנהלה קבעה יעדים לכל הדרגים בחברה, דרכי פעולה, ותהליכים ברמה שבועית, חודשית ורבעונית, למדידה תכופה והדוקה של התוצאות והביצועים בפועל. במהלך הרבעון השלישי לשנת 2010 מונה סמנכ"ל כספים חדש לחברה, רו"ח דוד מיכאל.

לסוף הרבעון השני 2010 החברה מעסיקה כ- 1,044 עובדים. החברה הטמיעה מערכת לניהול ידע ושיפרה את תפיסת השירות, ובחציון הראשון של 2010 שיעור הלקוחות החוזרים עומד על כ- 92.3%.

החברה הנפיקה בשנים 2008-2009, 90 מיליון ₪ כתבי התחייבות נדחים, שיתרתם ליום 30/06/2010 הינה כ- 93 מיליון ₪. ההנפקות בוצעו לתאגיד בנקאי ומשולמת בתשלומים רבעוניים, החל משנת 2011 ועד לפירעון מלא בשנת 2017.

בשנת 2008 בוצע מהלך לטיוב תיק הביטוח באמצעות שיפור במדיניות ותהליכי חיתום ובהתבסס על מדיניות ההנהלה, לצמצום פעילות בתחומים שאינם רווחיים (חיסכון ארוך טווח, רכב חובה בפלחים מסוימים) והגדלת פעילות בתחומים רווחיים. הביטוי הכספי של חלק מהתהליכים הינו איטי וזאת בשל "זנב ארוך" בחלק מהענפים. רווחיות ענף הביטוח בישראל הינה מוטת שוק הון וחלק גדול מרווחיהן/הפסדיהן של חברות הביטוח נובעים מתנודות בשווקים הפיננסיים. שנת 2008, שהביאה עימה משבר חמור בשוק ההון, פגעה באופן משמעותי ברווחים ובהון העצמי של כלל חברות הביטוח. בשנת 2009, עם ההתאוששות בשווקים, נרשמה רווחיות בכלל חברות הביטוח בענף ובביטוח ישיר בפרט.

החברה הינה חברת ביטוח קטנה יחסית המתמקדת, כאמור, בתחום הפרט, בו קיים לה יתרון יחסי.

ביטוח ישיר - תוצאות כספיות עיקריות, במיליוני ש"ח *

2005	2006	2007	2008	2009	H1/2010	
IGAAP	IGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
112	133	57	(4)	107	40	רווח מעסקי ביטוח כללי
10	20	16	19	27	18	רווח מעסקי ביטוח חיים
46	48	(9)	(47)	(12)	(3)	רווח לא מיוחס למגזרי פעילות
168	201	63	(33)	122	55	רווח (הפסד) כולל
-	-	1,234	1,380	1,522	1,583	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה שאינם תלויי תשואה
-	-	225	278	355	384	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה תלויי תשואה
1,134	1,127	-	-	-	-	עתודות ביטוח ותביעות תלויות - ביטוח כללי (עד 2007)
138	209	-	-	-	-	עתודות ביטוח ותביעות תלויות - ביטוח חיים (עד 2007)
324	395	134	197	259	227	התחייבויות אחרות
205	217	216	197	275	310	הון עצמי

* התוצאות הכספיות על פי עקרונות החשבונאות הבינ"ל אינן ניתנות להשוואה לתוצאות על פי כללי החשבונאות הישראליים וזאת בעיקר מכיוון שעל פי התקינה הבינלאומית חלק מרווחי (הפסדי) השקעה נזקף ישירות לקרן הון ("רווח/הפסד כולל אחר נטו") ואילו על פי התקינה הישראלית, כפי שהייתה בשנים הרלוונטיות, רווחי ההשקעה נזקפו במלואם לרווח והפסד. הרווח הכולל על פי תקני החשבונאות הבינ"ל בשנים 2007-2009, הינו בר השוואה לרווח הנקי לפי התקינה הישראלית בשנים 2005-2009, בשינויים הנדרשים בין סוגי התקינה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג איתנותה הפיננסית של החברה מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בחברות ביטוח. דירוג ביטוח ישיר משקף את תמהיל העסקים בה, המוטה כלפי הביטוח הכללי בכלל וענפי הרכב בפרט, ואת גודלה הבינוני בענפים אלה, מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו, לרבות איכות הנכסים, הלימות ההון והרווחיות; לרבות הגמישות והאיתנות הפיננסית.

ענפי ביטוח הרכב מאופיינים בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון על הצבירה. הרווחיות מעסקי ביטוח של החברה בולטת לטובה בענף בשנים האחרונות. החשיפה של החברה לרווחים/הפסדים מהשקעות נמוכה ביחס לענף. החברה מתמקדת בענף ביטוח החיים בביטוחי ריסק בשל הרווחיות הגבוהה בתחום זה (כ- פי ארבע ממרכיב החיסכון).

להערכת מידרוג, תהליכי השיפור בענף הביטוח איטיים יחסית בשל מאפייניו, אולם בעקבות החיתום הדיפרנציאלי וערוץ ההפצה הישיר הייחודי לחברה, עם התמקדות בביטוחי פרט, תהליכי השיפור בחברה הינם מהירים ביחס לענף וניתן לראות תוצאות חיוביות לשינוי מדיניות (לדוגמא שינוי המדיניות משנת 2008). לחברה תיק ביטוח קטן עד בינוני המאפשר שינויים חיתומים מחד, אך חיסרון לקוטן מאידך. הדירוג משקף את הפעולות המשמעותיות לשיפור החיתום והיעילות התפעולית, ומנגד, את הימצאותה של החברה בשלבי צמיחה מהירים; יש לציין כי לחברה פעילות נמוכה יחסית בביטוח חיים (הכנסות קבועות מדמי ניהול).

בהתאם למתודולוגיה של Moody's, דירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח מושפע, בין היתר, מרמת המינוף ומיחסי הכיסוי התזרימיים בחברה האם ובהשקעות. בקביעת הדירוג לביטוח ישיר, ביחס לאיתנות הפיננסית, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- תלות החברה במקור תזרימי אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שווקי ההון.
- נגישות חברת האם והשקעות למקורות מימון.
- הסתמכות חברת האם והשקעות על דיבידנדים מהחברה ומחברות אחיות.

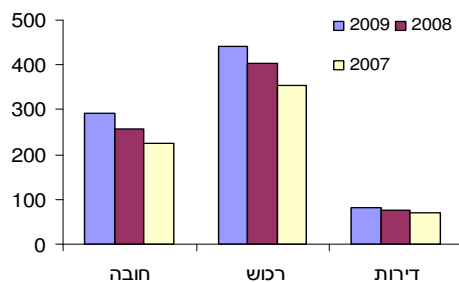
מיצוב עסקי, גיוון ענפי וערוצי הפצה

תמהיל עסקים מוטא רכב שרשם שיעורי צמיחה גבוהים יחסית לענף

ביטוח ישיר נמנית על חברות הביטוח הקטנות באופן יחסי בישראל, וכמותן, היא מוטא לענפי הביטוח הכללי בכלל, ולענפי הרכב בפרט. פרמיות הביטוח הכללי היוו כ-81% מסך הפרמיות בחברה בחציון הראשון של שנת 2010 ויתר הפרמיות נבעו מענפי ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך (להלן: "ביטוח חיים") ובראות. בשנת 2009 ובמחצית הראשונה של שנת 2010 ענף הרכב (רכוש וחובה) תרם כ-89% מפרמיות הביטוח הכללי. יש לציין כי תמהיל העסקים בחברה מוטא פוליסות פרט, על חשבון מיעוט קולקטיבים, גורם התורם באופן חיובי לפיזור העסקים ולרווחיות החיתומית.

ליוני 2010 ביטוח ישיר מחזיקה נתח שוק של כ-5.0% במונחי פרמיות בביטוח כללי. מעמדה של החברה בענפי הרכב הוא כשל חברה בינונית - כ-6.1% ברכב חובה וכ-10.2% ברכב רכוש. לשם השוואה, נתח השוק הממוצע של חברות הביטוח הגדולות בענפי הרכב עומד על כ-11%.

ביטוח ישיר: התפלגות פרמיות ברוטו לפי מגזרים עיקריים, במיליוני ש"ח - שנים 2007-2009

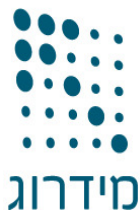


בחציון הראשון של שנת 2010, לחברה צמיחה מהותית בפרמיות בביטוח כללי של כ-10%, ביחס לצמיחה של כ-0.2% בכלל הענף. לשנים 2008-2009, בהן ניכרת עלייה משמעותית בפרמיות ברוטו ברכב חובה ורכוש בשיעורים שנתיים ממוצעים של 14% ו-12%, בהתאמה. וזאת לעומת שיעור שנתי ממוצע של 6.2% ו-2.63% בכלל הענף (מצרפי של כלל חברות הביטוח), בהתאמה.

בתחום הדירות ובתי העסק שהינו, לדעת החברה, תחום שאינו רווי (וזאת בניגוד לרכב חובה ורכב רכוש), צמחה החברה בחציון הראשון של שנת 2010 בשיעור של כ-9.5% לעומת כלל הענף שצמח בכ-0.9%, וזאת בהמשך לצמיחה בשיעור ממוצע שנתי של 9% בשנים 2008-2009, לעומת כלל הענף, שרשם שיעור צמיחה ממוצע של 1.75%.

החברה הינה חברת ביטוח קטנה יחסית, הפועלת ללא סוכני ביטוח ומתמקדת בתחום הפרט. כפועל יוצא מכך מבצעת חיתום דיפרנציאלי טהור, בד בבד עם כניסה למגזרים רווחיים, שיתרמו לשורת הרווח החיתומי של החברה.

בענף רכב חובה, מבטחת החברה רכבים פרטיים עד 4 טון ואינה מבטחת רכבים דו גלגלים מעבר לחובתה הרגולטורית באמצעות ה"פול". כתנאי לשיווק ביטוח כללי מחויבות חברות הביטוח לשווק רכב חובה. בכוונת החברה



להקטין את השיעור היחסי של הפרמיות מענף זה, ביחס לכלל הפרמיות ברוטו. להערכת החברה, יכולת ניתוח טובה של ענף, זה תוביל לשיפור הרווח החיתומי.

בענף דירות רכוש החברה פועלת, הן בביטוח מבנה אגב משכנתא והן בביטוח תכולת דירות, בתוספת חבויות הקשורות לדירת המגורים. בתחום בתי העסק פועלת החברה בביטוח רכוש, מבנה ותכולה, בעיקר במגזר עסקים קטנים ובינוניים. בכוונת החברה להגדיל את שיעור הפרמיות בענף זה ביחס לפרמיות ברוטו מ- 10% ל- 15% עד לשנת 2012.

פעילות ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח קטנה ומתרכזת בתחום הריסק

במחצית הראשונה של שנת 2010, לחברה צמיחה של כ-4.5% בפרמיות בתחום ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח ברוטו, לעומת כלל הענף שרשם צמיחה של כ-7.2%. בשנים 2007-2009 לחברה צמיחה מהותית ועקבית בפרמיות, בשיעור שנתי ממוצע של כ-12%, לעומת כלל הענף שצמח בשיעור שנתי ממוצע של כ-6% וזאת בעקבות תהליך אסטרטגי ארוך טווח להגדלת הפעילות בתחום, בעיקר בביטוחי ריסק.

שיעורי ביטוחי חיים אגב משכנתא מכלל ביטוחי החיים בחברה הינו כ- 25%. בתחום זה לחברה שיתוף פעולה עם בנק הפועלים, המהווה ערוץ הפצה. החברה מבקשת לייצר ערוצי הפצה דומים באמצעות בנקים אחרים, אך תחום זה רווי והחברה צופה כי הבנקים ימשיכו לפעול באמצעות חברות הביטוח הקיימות. רווחיות מפעילות של אגב משכנתא נמוכה ב- 10% מהרווחיות הישירה.

פעילות בביטוחי בריאות קטנה ולא משמעותית אך בעלת שיעור צמיחה גבוהה

במחצית הראשונה של שנת 2010, לחברה פרמיות ברוטו בביטוח בריאות בהיקף של 14 מיליון ₪, זאת לעומת פרמיות ברוטו בהיקף של כ-7 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בשנים 2007-2009 רשמה החברה צמיחה שנתי ממוצעת של 55% במונחי פרמיות, אם כי יש לזכור כי, תיק ביטוחי הבריאות הינו קטן ושיעורי צמיחה אלו אינם פרמננטיים. לחברה רווח לפרמיות ברוטו בשיעור ממוצע בשנים 2007-2009 של כ-31%. לחברה תהליך אסטרטגי של צמיחה במוצרי ענף ביטוח הבריאות הקיימים ופיתוח מוצרים נוספים בתחום, כאשר, להערכת החברה, לענף פוטנציאל לרווח גבוה.

תמהיל עסקים נמוך ותחרות גבוהה בענף

להערכת מידרוג, מיצוב תמהיל העסקים של החברה הינו נמוך יחסית, נוכח ההטיה הניכרת כלפי ענפי הרכב, שהינם ענפים תחרותיים מאוד, ובשונה מענף ביטוח החיים, הם חסרים את המרכיב הקבוע של דמי ניהול. הגידול בפעילות בביטוח החיים בולט לטובה, אולם היקף הפעילות עדיין נמוך יחסית. יש לציין כי, תמהיל הפרמיות בביטוח החיים מוטה כלפי פוליסות פרט, המאופיינות בשיעור רווחיות גבוה בטווח הארוך, בהשוואה לביטוחי מנהלים. בכוונת החברה להוסיף ולצמוח בעסקי הדירות, ביטוח חיים ריסק ובריאות. להערכת מידרוג, יכולתה של החברה להוסיף ולגדול בענפים הצומחים, חשופה לתחרות חריפה השוררת בין חברות הביטוח, תוך דומיננטיות של חמש קבוצות הביטוח הגדולות, שהינן בעלות משאבי הון ניכרים בהשוואה לאלו של החברה.

איכות נכסי הנוסטרו ומדיניות ההשקעות

מבנה נכסים סולידי יחסית

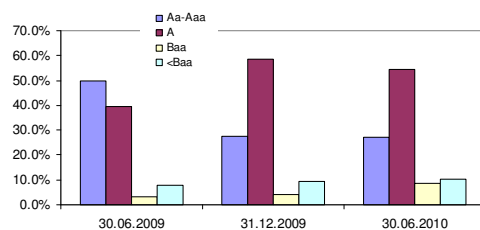
תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של ביטוח ישיר, לסוף המחצית הראשונה של שנת 2010, הסתכם בכ- 1.4 מיליארד ש"ח נכסים פיננסיים ומהווה כ- 3% מתיק הנוסטרו של סך הענף.

מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו מגבילה את שיעור ההשקעות במניות, לנמוך מבין 10% מהתיק או 25% מההון הפיננסי⁴ של החברה, והשקעה במט"ח, עד ל-15% מההון הפיננסי. החשיפה המקסימאלית למדד לא תעבור את סך ההון הפיננסי של החברה.

כ-144 מיליון ש"ח מתיק הנוסטרו של החברה מורכב מתיק הלוואות (8,447 לקוחות), שנקנה על ידי החברה, מחברת מימון ישיר⁵. לחברה מדיניות מוצעת לגבי תיק השקעות הנוסטרו שבניהולה, ראה נספח.

התפלגות דירוגי אג"ח קונצרני בתיק הנוסטרו לשנים

2009-2010



סיכון האשראי של תיק האג"ח הקונצרני של החברה גדל מיוני 2009 לדצמבר 2009. שיעור האג"ח המדורגות בדרגת השקעה A עלה מ-39.4% עד ל-58.4% ואג"ח המדורגות בדרגת השקעה Baa ומטה, עלו מ-7.7% ל-9.7%. העלויות באו על חשבון שיעור אג"ח המדורגות בדרגת השקעה של Aa ומעלה, שירד מ-49.7% ל-27.7%. סיכון האשראי בתיק האג"ח ליוני 2010 דומה לסיכון האשראי בדצמבר 2009.

כמדיניות, החברה אינה מבצעת פוזיציות שורט. פעם בשבועיים מתכנסת ועדת ההשקעות, בה מוצגים מצב המקור כלכלה ואנליזה הנעשית ע"י מנהל ההשקעות. תיק הנוסטרו של החברה מנוהל ע"י בית ההשקעות "מיטב", תמורת דמי הניהול.

⁴ הון פיננסי - הון מניות בניכוי רכוש קבוע

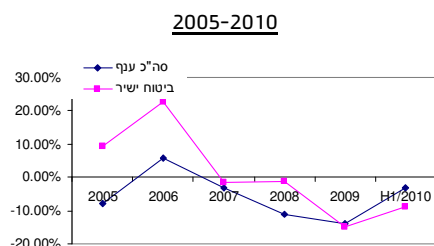
⁵ החברה מעמידה אשראי צרכני למימון רכישת כלי רכב משומשים, בעיקר ללקוחות פרטיים כנגד שיעבוד כלי הרכב. כמו כן, החברה מעמידה הלוואות, המובטחות בשעבוד כלי הרכב, המשמשות למטרות שאינן בהכרח רכישת רכב.

רווחיות

רווחיות חיתומית בתחום הרכוש כתוצאה מחיתום דיפרנציאלי והפצה ישירה

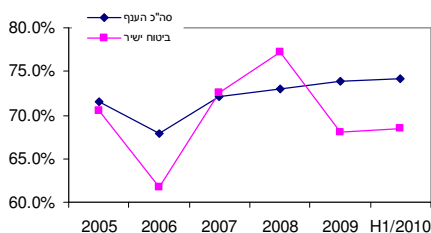
הרווחים של החברה בתחום הביטוח הכללי נובעים מיתרונם בחיתום דיפרנציאלי, עם זאת, להערכת מידרוג, גידול במספר המבוטחים של החברה עלול לשחוק את הרווחיות.

רווח ללא השקעות לפרמיה ברוטו בענף רכב חובה



בענף רכב חובה, בשנים 2007-2009, יחס הרווחים לפרמיות ברוטו היו בשיעור של 3% בממוצע וזאת ביחס לכלל הענף, שעמד על שיעור של 11%. יש לזכור כי הדיווח החשבונאי בענף רכב חובה היו בדחייה של שלוש שנים, כלומר בשנת 2009 מוצגות תוצאות רווח/הפסד, המתייחסות לשנת החיתום 2006. בנטרול רווחים / הפסדים מהשקעות (להלן "רווח מנטרל") יחס רווח המנטרל לפרמיות ברוטו בממוצע היו 6% וזאת ביחס לכלל הענף 9%. במחצית הראשונה של שנת 2010 יחס רווח המנטרל לפרמיות ברוטו היו 8% וזאת ביחס לכלל הענף 3.5%.

יחס הנזקים בענף רכב רכוש 2005-2010



ענף רכב רכוש, הדומיננטי אף הוא בחברה, מאופיין בתחרות תעריפים חריפה וקיימות בו השפעות אקסוגניות רבות - אלו מייצרות תנודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. לאורך השנים 2007-2009, יחס הנזקים השנתי הממוצע בגין רכב רכוש בביטוח ישיר (72.5%) נמוך במעט ביחס לענף (73%). בשנים 2005-2006 יחס הנזקים השנתי הממוצע בחברה היו כ-67% לעומת כ-69% בכלל הענף. יחס הנזקים במחצית הראשונה של שנת 2010 היו כ-68%, נמוך מהענף (74%). שנת 2009 בלטה בעלייה ביחס הנזקים בענף רכב רכוש במרבית החברות בהשוואה לשנת 2008, בעיקר בשל שחיקת תעריפים שהובילה לירידה בפרמיות.

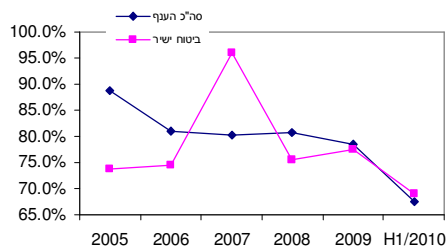
יחס משולב בענף רכב רכוש 2005-2010



יחס משולב נמוך יחסית לענף בביטוח רכוש

הרווחיות הגבוהה של החברה בתחום ביטוח הרכוש נובעת מהוצאות נמוכות ביחס לממוצע בענף, תמהיל העסקים של החברה מוטה פרט ועסקים קטנים, גורם התורם לרווחיות. לאורך השנים 2005-2009, היחס המשולב השנתי הממוצע של כ-94.7% נמוך ביחס לענף 98.6%. היחס המשולב במחצית הראשונה של שנת 2010 היו 90%, נמוך ביחס לענף (95%).

יחס משולב בענף רכוש דירה 2005-2010



יחס הוצאות נמוך יחס נזקים גבוה ברכוש דירה

הרווחיות הגבוהה של החברה בתחום ביטוח הדירות ביחס לענף נובעת מיחס הוצאות נמוך בממוצע לאורך השנים 2005-2009, של 24%, כאשר הממוצע הענפי באותן שנים הינו 29.6%. עם זאת, יחס הנזקים של החברה גבוה בממוצע לאורך השנים 2005-2009, כ-55%, ביחס לענף כ-52%. במחצית הראשונה של שנת 2010 לחברה יחס משולב הדומה לממוצע בענף.

שיפור ברווח ענף ביטוח החיים כתוצאה מגידול בתחום הריסק

במחצית הראשונה של שנת 2010, בהמשך לשנת 2009, חל שיפור משמעותי ברווח מענף ביטוח חיים, בעקבות הגידול בפרמיות שהורווחו בשייר שגבתה החברה, וזאת בנוסף למדיניות החברה של התמקדות במכירת ביטוחי ריסק. בשל היתרון היחסי של החברה והרווחיות הגבוהה בתת תחום זה, רשמה החברה בממוצע בשנים 2007-2009 רווחיות של כ-20% מסך הפרמיות ברוטו בביטוחי חיים מסוג ריסק ביחס לרווחיות של כ-3% בחיסכון לטווח ארוך.

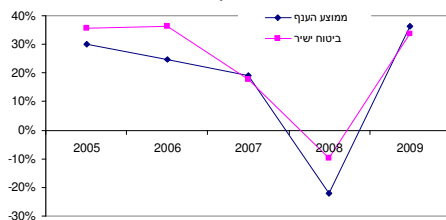
ביטוח ישיר: תוצאות עיקריות בעסקי ביטוח חיים, במיליוני ש"ח

	2007	2008	2009	H1/2010	
פרמיות ברוטו	137	165	180	86	
פרמיות שהורווחו בשייר	120	148	162	79	
עמלות שיווק והוצאות רכישה/פרמיה ברוטו	11.7%	10.0%	9.3%	8.1%	
הנהלה וכלליות / פרמיה ברוטו	12.9%	12.4%	13.6%	17.6%	
רווח לפני מס / פרמיה ברוטו	10.9%	11.4%	15.0%	18.1%	

תשואה על ההון בשנים 2005-2009 גבוהה מהענף

התשואה השנתית של הרווח הכולל בביטוח ישיר להון העצמי, בממוצע בחמש השנים האחרונות, עמדה על כ-22.7%, בהשוואה לממוצע ענפי של כ-17.7%. בשנת 2009 רשמה ביטוח ישיר תשואה להון נמוכה במעט מזו של הענף (כ-34% לעומת כ-36%). מנגד, במחצית הראשונה של שנת 2010 רשמה תשואה להון גבוהה מזו של הענף (כ-26% לעומת כ-15%).

תשואה שנתית להון עצמי 2005-2009



תשואת הנוסטריו הנומינלית בביטוח ישיר בשנים 2009, 2008 ו-2007 עמדה על 6%, 2.6% ו-8.4%, בהתאמה, ובממוצע כ-3.9% בשלוש השנים (לא קיימים נתונים ענפיים ומרבית החברות אינן מדווחות על תשואה זו).

הלימות ההון

גידול בעודפי ההון בשנת 2009 ובמחצית הראשונה של שנת 2010 בדומה לענף

ההון העצמי הנדרש מהחברה הינו הכרית הזמינה ביותר לספוג הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2009 חל גידול ניכר בהון העצמי של החברה, בעקבות הרווח הכולל שנרשם במהלך השנה. במהלך 2009 גדל גם ההון הנדרש מהחברה, בדומה לכל חברות הביטוח, כחלק מתהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות (II Solvency), אשר צפוי להיות מושלם עד סוף 2011. עודף ההון בחברה לסוף יוני 2010 עומד על כ-66 מיליון ש"ח. יחס ההון המשני להון הראשוני עומד על כ-27.1%. לחברה, נכון ל-30/06/2010, חוסר של כ-20 מיליון ₪ לצורך עמידה בדרישות ההון המתוקנות (סוף 2011). להערכת החברה, חוסר זה יושלם מרווחים שוטפים ומגיס חוב נוסף.

31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	30/06/2010	ביטוח ישיר, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪
219	233	258	257	הון נדרש לפי תקנות קודמות
-	-	308	326	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן*
231	166	273	309	הון ראשוני קיים
100	83	85	84	הון משני מוכר
331	249	358	392	סך ההון המחושב (הון ראשוני קיים + הון משני מוכר)
59	12	50	66	עודף הון ליום הדוח הכספי**
11.9%	9.6%	11.4%	12.4%	הון עצמי למאזן
26.9%	5.2%	16.3%	20.3%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
50.3%	25.6%	31.1%	27.1%	הון משני / הון ראשוני***

* לו היו תקנות ההון המתוקנות מאומצות באופן מלא ביום 30/6/2010, ההון הנדרש מהחברה היה בסך של כ-411 מיליון ש"ח. כאמור לעיל, אימוץ התקנות מתבצע באופן מדורג עד ליום 31/12/2011. הנתון לעיל מתייחס להון הנדרש בהתאם לתקנות החדשות עד ליום 30/06/2010.

** עודף ההון ליום 30/06/2010 מחושב ביחס להון הנדרש לפי התקנות המתוקנות.

*** בתחילת שנת 2009 אישר המפקח על הביטוח לחברות הביטוח בישראל הקלה בהון הנדרש לעניין שיעור ההון המשני, באופן שכנגד הזרמת כספים לחברות הביטוח על ידי בעלי השליטה, תהיה רשאית חברת הביטוח לכלול בהון המחושב הון משני בסך 66.6% מההזרמה, במקום 50% כפי שנקבע בתקנות.

יחס ההון העצמי לסך הנכסים בחברה לסוף יוני 2010 עומד על כ-12.4%. בסוף שנת 2009 עמד על כ-11.4% וזאת לעומת הממוצע בכלל הענף של כ-6.0%. בהשוואת יחס ההון העצמי למאזן בין חברות הביטוח יש להתחשב בתמהיל העסקים בכל חברה, ובפרט בהיקף הפעילות בתחום ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, הכולל מרכיבים של התחייבות תלויות תשואה, הוצאות רכישה נדחות ואחזקה בחברות מנהלות נכסים.

לצורך בחינה נוספת של האיתנות הפיננסית, חושב יחס ההון העצמי להתחייבויות הביטוחיות, שאינן תלויות תשואה (התחייבויות בשייר בגין חוזי ביטוח אלמנטארי ובריאות, לפני ניכוי הוצאות רכישה נדחות). לצורך היחס, חושב הון עצמי מתוקן, שהינו ההון העצמי הראשוני בניכוי הון נדרש כנגד סיכונים בביטוח החיים, הוצאות רכישה נדחות, נכסים בלתי מוכרים והשקעה בחברות מנהלות נכסים. יחס זה עומד בביטוח ישיר על שיעור של כ-13% ליום 31/12/2009 לעומת ממוצע ענפי של כ-14%. יש לציין כי הממוצע הענפי כולל תוצאות חריגות לטובה במידה ניכרת של שתי חברות (אליהו ומגדל), ובנטרול שתיהן, הממוצע הענפי הוא כ-8% ונע בטווח של 5%-13%.

איתנות פיננסית - ביטוח ישיר

לביטוח ישיר חוב פיננסי, שיתרתו ליום 31/12/2009 הינה כ-93 מיליון ש"ח, שגויס כנגד כתבי התחייבויות נדחים. כתבי התחייבות צפויים להיפרע החל משנת 2011 ועד 2017, בתשלומים רבעוניים, בסך כולל של כ-15 מיליון ש"ח בשנה.

להשקעות ולחברה האם חובות פיננסיים של 496 מיליון ש"ח ומזומנים בגובה 149.1 מיליון ש"ח ליום 30/06/2010, במצרפי. בשנת 2010 אין פירעונות נוספים מעבר לתשלום ריבית. בשנת 2011 ו-2012 החברה האם צפויה להחזיר קרן בסך של כ-68 מיליון ש"ח לשנה. ואילו יתרת החוב בהשקעות מוחזרת ב-4 תשלומים שנתיים שווים, החל ממאי 2014. בהקשר זה יש לציין כי לחברת האם ולהשקעות אחזקה בחברות אחיות פעילות, כאמור לעיל. חברת האם ושמיר גייסו במהלך המחצית השנייה של שנת 2010, 192 מיליון ש"ח, סכומי גיוס אלו מיועדים למחזור חוב עד למועד המחזור יוחזקו לפחות 95% מהסכומים ביתרות מזומן, פיקדונות בבנקים ואג"ח ממשלתי קצר. בחישוב יחסי האיתנות הפיננסית, הובאה בחשבון תוספת חוב בגין מרווחי ריבית בלבד.

מבטחי משנה

בחלק מענפי הביטוח, החברה מגדרת את הסיכון הביטוחי באמצעות מבטחי משנה (10% ביטוח חיים). מבטחי המשנה משתתפים באופן יחסי בפרמיות ובתביעות מהשקל הראשון. כאמצעי נוסף, המגן על חשיפתה של החברה, מבוטחת החברה באמצעות מבטחי משנה בתוכניות מסוג מחסה (Excess of loss) (מעל 8 מיליון ש"ח ברכב חובה, 700 אלף ש"ח ביטוח דירות, 900 אלף ש"ח ביטוח חיים). החברה גם מגדרת את הסיכון במקרה של קטסטרופה (ביטוח רכב רכוש, דירות).

בהתאם למדיניות החברה, אם דירוג מבטח המשנה ירד מדירוג A3 (או דירוג מקביל), לא יחודש עימו הקשר בעת חידוש ההסכם. עם זאת, לא ניתן לצאת מחוזה באמצע השנה בעקבות ירידה בדירוג.

רגולציה

החברה פועלת מכוח רישיון שניתן לה על ידי המפקח וכפופה לתקנות הפיקוח על עסקי ביטוח והוראות המפקח בנושאי הון עצמי נדרש, פרמיות הביטוח, הפרשות לעתודות, ועוד. להלן מספר תחומים בהם הרגולטור פועל אשר עלולים להשפיע על פעילות החברה:

בשנת 2008 פורסם חוזר בדבר היערכות ל-Solvency II. החוזר פורסם בהמשך לאימוץ נוסח מוצע על ידי האיחוד האירופאי. הדירקטיבה המוצעת מהווה שינוי יסודי ומקיף לרגולציה, הנוגעת להבטחת כושר הפירעון והלימות ההון של חברות ביטוח ומטרתה לשפר את ההגנה על כספי בעלי הפוליסות, להעמיק את האינטגרציה בין השווקים ולהגביר את התחרותיות בתחום.

בחודש נובמבר 2009 פורסם תיקון לתקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים, הון עצמי מינימאלי הנדרש ממבטח. מבטח יהיה חייב להגדיל את הונו העצמי בגין ההפרש שבין ההון הנדרש לפי התקנות, לפני התיקון ולאחריו.

במסגרת התיקון, נוספו לדרישות ההון הקיימות דרישות הון בגין קטגוריות אלו:

1. סיכונים תפעוליים.
2. סיכוני שוק ואשראי, כשיעור מהנכסים, לפי מידת הסיכון המאפיינת את הנכסים השונים.
3. סיכוני קטסטרופה בביטוח כללי.

4. דרישות הון בגין ערבויות.

בהתאם למכתב שפרסם המפקח ביום 29 למרס 2009, החל מהדוחות הכספיים לשנת 2008 ועד סוף 2010, חברת ביטוח לא תחלק דיבידנד אלא באישור מראש של הרגולאטור. ככלל, לא תאושר חלוקת דיבידנד בשיעור העולה על 25% מהרווח המותר לחלוקה.

קביעת הפרמיה - הפרמיות שהחברה גובה בענף הרכוש מלקוחות מפוקחות ונקבעות על ידי פרמטרים שקבע המפקח. על החברה לאשר את הפרמיה המכסימלית שהיא גובה מלקוחותיה, ואינה יכולה להפלות על בסיס סוציו אקונומי. לחברה זכות להחליט אם לבטח או לא לבטח, אך לפי קריטריונים ידועים, (החברה אינה יכולה להפלות בין שני אנשים כאשר הפרמטרים שנקבעו אצל המפקח זהים). לחברה חופש להעלות תעריפים ב-20% ללא אישור של המפקח. עם זאת, החברה נוטה כמדיניות לאשר אצל המפקח כל שינוי תעריפים. כתוצאה מכך, החברה אינה מתמחרת את הפרמיה בהתאם לחיתום בלבד.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שמירה על שיעורי הצמיחה תוך כדי שימור הרווחיות החיתומית.
- המשך התבססות על רווחיות מעסקי הביטוח והקטנת התלות ברווחים מהשקעות.
- התמקדות בעסקי ביטוח בתחום הפרט, בהם לחברה יתרון יחסי.
- הרחבה ונגישות למקורות מימון מסוגים שונים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- צמיחה על חשבון רווחיות מעסקי ביטוח ושחיקה מתמשכת ומשמעותית בנתח השוק.
- הגדלת שיעור ההשקעה בנכסים בסיכון, לרבות אך לא רק, הגדלת שיעור ההשקעה באג"ח קונצרני מדורג מתחת לדירוג השקעה.
- עלייה בחוב הפיננסי ועלייה ברמת המינוף.
- פגיעה בנזילות או באיתנות הפיננסית של החברה.
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה.

השלמות

- שטר נאמנות.
- אישור משרד האוצר להנפקה, לרבות אישור למגבלה 66.6%.

מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - יוני 2009

מצב נכון ל 30.06.2010	מגבלות השקעה	אפיק השקעה
13%	סה"כ עד 100% מהתיק.	אג"ח וני"ע של המדינה, לרבות בנק- ישראל, סחירות ולא סחירות
20%	סה"כ עד 100% מהתיק. עד 25% מהתיק לבנק בודד.	מזומנים (עד 3 חודשים)
20%	סה"כ עד 50% מהתיק. עד 20% מהתיק חשיפה לבנק בודד.	פיקדונות לז"א בחמשת הבנקים הגדולים (כולל אג"ח בנקאי)
25%	סה"כ עד 50% מהתיק דרוג AA- ומעלה עד 50% מהתיק. דרוג A+ ו- A עד 35% מהתיק. דרוג A- עד 20% מהתיק. ----- מדרוג: AA- ומעלה, עד 3% מהתיק חשיפה לאיגרת. מדרוג: A- ומעלה, עד 2% מהתיק חשיפה לאיגרת.	אג"ח קונצרנים לרבות אג"ח להמרה, סחירות ולא סחירות ומוצרים מובנים. מדרוג: A- ומעלה (למעט חמשת הבנקים הגדולים)
7%	סה"כ עד 10% מהתיק. עד 1% מהתיק חשיפה למנפיק סדרה.	אג"ח קונצרנים לרבות אג"ח להמרה, סחירות ולא סחירות ומוצרים מובנים. מדרוג: BBB+ ומטה (לרבות ללא דירוג)
11%	עד 30% מהתיק	אשראי קמעונאי
3%	סה"כ עד 10% מהתיק או עד 20% מההון הפיננסי - הנמוך מביניהם.	חשיפה כוללת למניות (לרבות ע"י שימוש בנגזרים)
0%	עד 5% מההון הפיננסי, מתוכם עד 1% מההון הפיננסי ע"י כתיבת אופציות.	חשיפה באמצעות נגזרים
1%	סה"כ עד 10% מהתיק או עד 20% מההון הפיננסי - הנמוך מביניהם. סה"כ עד 2% מהתיק לעסקה בודדת תוך כדי שמירה על פיזור ענפי.	קרנות גידור, קרנות השקעה (Private Equity), קרנות מזנין, קרנות נדל"ן ותשתיות
	—	קרנות הון סיכון

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג IFSR

דרגת השקעה	Aaa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aaa מעניקות ביטחון פיננסי יוצא דופן. למרות שהפרופיל של חברות אלו יכול להשתנות בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק.
	Aa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aa הן אלה המעניקות על פי שיפוט של מידרוג ביטחון פיננסי גבוהה על פי כל אמת מידה. חברות ביטוח המדורגות בדירוג זה, יחד עם החברות המדורגות בדירוג Aaa ידועות בדרך כלל כמעניקות ביטחון פיננסי מצוין (high investment grade). דירוגן של חברות אלו נמוך מ- Aaa מכיוון שסיכוי הטווח הארוך שלהן נראים במידה מסוימת גדולים יותר.
	A	חברות ביטוח המדורגות בדירוג A מעניקות ביטחון פיננסי טוב, ויש לראותן בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לחברות ביטוח אלו כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Baa מעניקות בטחון פיננסי מספק. הביטחון הפיננסי אותו מעניקות חברות הביטוח אלו נראה מוגן לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים לפרק זמן ארוך.
	Ba	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Ba הן כאלה שעל פי שיפוט של מידרוג אי אפשר לומר שהן מעניקות ביטחון פיננסי מלא. לעיתים יכולתן של חברות אלו לעמוד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות מוגבלת למדי ואינה מובטחת לחלוטין בעתיד.
	B	חברות ביטוח המדורגות בדירוג B מעניקות ביטחון פיננסי חלש. יכולתן להבטיח לאורך זמן ממושך כי יעמדו במועד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות נמוכה.
	Caa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Caa מעניקות ביטחון פיננסי חלש ביותר. יתכן כי הן נמצאות בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שיש יסוד לחשש באשר לתשלום במועד בגין פוליסות ותביעות קיימות.
	Ca	חברות ביטוח במדורגות בדירוג Ca מעניקות ביטחון פיננסי חלש באופן קיצוני. חברות אלו הן לרוב בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שהן בעלות חסרונות בולטים אחרים.
	C	חברות ביטוח המדורגות בדירוג C הן חברות ביטוח בעלות הדירוג הנמוך ביותר ויש להן סיכוי נמוך כי אי פעם יוכלו להציע בטחון פיננסי.

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' מצוין שהחברות מצויות בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה הן משתייכות, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מצוין שהן מצויות באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מצוין שהחברות מצויות בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג, המצוינת באותיות. נציין כי האיתנות הפיננסית של הקבוצות בכל קטגוריה דומה באופן כללי.

סולם דירוג התחייבויות

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

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.

מס' דוח - SF-10-05-02

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") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

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.

17

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.