



מגדל חברה לביטוח בע"מ

דוח דירוג ראשוני ו דצמבר 2011

1

מחברים:

שי מרום - אנליסט
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

איל גירן-גילאון - ראש צוות
eyalgr@midroog.co.il

מגדל חברה לביטוח בע"מ

דירוג	
Aaa	IFSR
Aa2	כתבי התחייבות נדחים (הון משני מורכב)

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aaa לאיתנותה הפיננסית (IFSR) של חברת מגדל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "החברה" או "המבטח" או "מגדל") ודירוג Aa2 לכתבי התחייבויות נדחים (הון משני מורכב¹), בסך של עד 500 מיליון ₪, שמגדל מתכוונת לגייס. תמורת גיוס כתבי התחייבות מיועדת, בין היתר, לפיתוח עסקי.

פרופיל החברה

מגדל פעילה בתחום הביטוח משנת 1934. החברה מוחזקת במלואה על ידי מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "חברת האם" או "מגדל אחזקות").

החזקה עיקרית של חברת האם, בנוסף לחברה, הינה מגדל שוקי הון בע"מ (100%) (להלן: "מגדל שוקי הון") אשר פועלת בין היתר, בתחומי ניהול נכסים (קרנות נאמנות, תיקי השקעות), חיתום ברוקראג' ועשיית שוק.

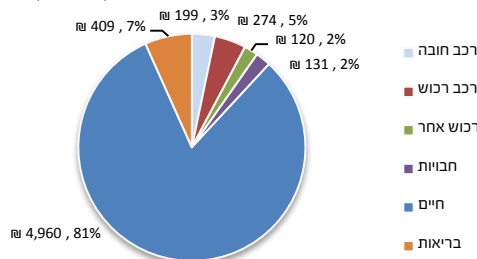
חברת האם מוחזקת (כ- 70%, במישרין ובעקיפין) ע"י קבוצת הביטוח הבינלאומית Assicurazioni Generali S.P.A (להלן: "ג'נרלי"), בנק לאומי לישראל בע"מ (כ- 10%) והיתרה בידי הציבור.

החזקותיה המשמעותיות של החברה הינן במגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ (להלן: "מגדל סוכנויות"), 100%, ובמגדל מקפת קרנות פנסיה וקופות גמל בע"מ, 100%. חברות אלה פועלות בתחומי הליבה של החברה.

ערוץ ההפצה העיקרי של החברה הינו סוכני הביטוח. הפצה באמצעות סוכנים מאפשרת לחברה לבצע גידול מהיר, אך מחייבת בחינה מדוקדקת של יחסי הרווחיות מכל סוכן ואיזון במערך השיקולים, השואף לרווחיות מחד, ושימור הסוכן, מאידך. יש לזכור כי בבעלות החברה סוכנויות ביטוח (מבטח סימון, שחם, שגי יוגב ועוד) (להלן: "סוכנויות בקבוצה") מהמובילות בשוק, שתרמו לחברה בשנת 2010 נתח של כ- 34% מהפרמיות בביטוחי החיים, כ- 29% מסך עסקי הפנסיה, כ- 23% מהפרמיות בביטוח בריאות וכ- 9% בפרמיות בביטוח הכללי. כמו כן, לחברה פעילות שאינה מהותית של שיווק ישיר באמצעות המותג "איחוד ישיר"², העוסקת במכירת פוליסות בביטוח כללי בלבד.

לחברה החזקה בחברת מגדל ניהול תביעות בע"מ, האחראית על ניהול התביעות. מבנה זה מאפשר הפרדה בין מאמצי השיווק של החברה לבין ניהול תשלומי הביטוח.

התפלגות פרמיות שהורוחו בשייר לפי ענפי ביטוח עיקריים - שלוש הרבעונים הראשונים 2011 (מיליוני ₪)



החברה הינה חברת הביטוח המובילה בחיסכון ארוך הטווח בישראל, הן בהיקף הפרמיות והן בהיקף הנכסים המנוהלים. מעמד זה מלווה בעוצמה עסקית, ערוצי הפצה נרחבים וביכולת השבת הכנסות גבוהה. עיקר פעילותה של החברה הינו בתחום ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך ונכון ל-30.09.2011, תחום ביטוח החיים מהווה כ- 81% מסך הפרמיות שהורוחו בשייר בחברה. נתח השוק

¹ בהתאם להגדרה בחוזר "הרכב הון עצמי מוכר של המבטח", 14 באוגוסט 2011.
² חברת בת שהינה סוכנות ביטוח.



של החברה בענף החיסכון לטווח ארוך הינו כ- 19% מסך נכסי החיסכון לטווח ארוך³ (נכון ל- 30.10.2011). בתחום קרנות הפנסיה, החברה מחזיקה בהיקף נכסים משמעותי בסך כ- 25 מיליארד ₪ (כ- 26% מסך קרנות הפנסיה, נכון ל- 30.10.2011) ובתחום קופות הגמל (תגמולים ואישית לפיצויים), לחברה פעילות בהיקפים שאינם מהותיים. בנוסף, נכון ל-30.09.2011 החברה מנהלת נכסים בסך כ- 23 מיליארד ₪ בביטוחי חיים שהונפקו לפני שנת 1990 המהווים 34% מכלל נכסי ביטוחי חיים אלו.

בתחום ביטוח הבריאות, לחברה תיקי, המהווה כ- 11% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בענף, נכון ל- 30.09.2011. בביטוח הכללי, המאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון, לחברה נתח שוק בשיעור כ- 8% (נכון ל- 30.09.2011), מסך הפרמיות בשייר בענף. החברה הינה בבעלות (בשרשור) חברת הביטוח ג'נרלי, אשר לה פעילות מובילה בתחום ביטוחי החיים באירופה, הן בפעילות ישירה והן באמצעות חברות בנות. ג'נרלי הינה חברת הביטוח הגדולה באיטליה והשלישית בגודלה באירופה (פועלת ב- 68 מדינות בעולם) ותורמת רבות מהידע וניסיון רב השנים (למעלה מ- 180 שנה), לפעילות הביטוח בחברה.

ריכוז תוצאות פעילות בחברה, במיליוני ₪ (הנתונים הינם לפני מיסים על הכנסה, עד לשורת הרווח הנקי)

2008	2009	2010	1-9/10	1-9/11	
(227)	462	776	572	335	רווח (הפסד) מחיסכון לטווח ארוך, מזה:
(259)	417	718	529	265	רווח (הפסד) עסקי ביטוח חיים
34	48	59	41	58	רווח (הפסד) מניהול קרנות פנסיה
(2)	(3)	(1)	2	12	רווח (הפסד) מניהול קופות גמל ⁴
(17)	138	80	70	18	רווח (הפסד) מביטוח בריאות
(130)	186	141	125	(18)	רווח (הפסד) עסקי ביטוח כללי, מזה:
(27)	143	93	84	27	רווח (הפסד) מביטוח רכב חובה
(16)	(19)	5	8	(33)	רווח (הפסד) מביטוח רכב רכוש
(87)	62	43	33	(12)	רווח (הפסד) מביטוח כללי אחר
33	109	88	53	59	רווח (הפסד) שלא בעסקי ביטוח
(201)	647	726	546	273	רווח (הפסד) נקי לתקופה*
(116)	340	28	(24)	(303)	רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה*
(317)	987	754	522	(30)	רווח (הפסד) כולל לתקופה*

* הנתונים הינם לאחר מיסים על הכנסה

מהטבלה לעיל ניתן לראות שלתנודות שוק ההון השפעה מהותית על תוצאות החברה, כדוגמת שנת 2008 ושלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, אשר גררו את החברה להפסד כולל. כמו כן, בין היתר, בשל התחרות החריפה בענפי הביטוח הכללי (רכב, רכוש, חבויות), לחברה רווחיות נמוכה ואף שלילית בחלק מענפים אלו.

כתבי ההתחייבות נדחים

סך כתבי ההתחייבות הנדחים בספרי החברה ליום 30.09.2011 מסתכם בכ- 110 מיליון ₪, המוכרים לצורך ההון העצמי המחושב על פי תקנות הפיקוח. בהקשר זה נציין כי, באוקטובר 2011, לאור שינויים בתנאי שטר ההון, סכום זה הוכרז במלואו כהון ראשוני מורכב.

³ נתח השוק של החברה ללא פוליסות ביטוחי חיים שהונפקו לפני שנת 1990 (כ- 78 מיליארד ₪) ביחס לסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (404 מיליארד ₪) - סך נכסי הפנסיה (מקיפות וכלליות) כ- 100 מיליארד ₪, סך נכסי הגמל (תגמולים ואישית לפיצויים) כ- 163 מיליארד ₪, סך נכסי ביטוח החיים כ- 141 מיליארד ₪. הנתונים נכונים ל- 31.10.2011.

⁴ קופות גמל וקרנות השתלמות.

דירוג איתנותה הפיננסית של החברה מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג איתנות פיננסית בחברות ביטוח. דירוג מגדל משקף את תמהיל העסקים בה, המוטטה ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו והאלמנטרי, לרבות איכות הנכסים, הלימות ההון והרווחיות, לרבות הגמישות והאיתנות הפיננסית.

ענף ביטוח החיים וחסכון לטווח ארוך מאופיין בתחרות גבוהה, בין השאר, בעקבות החלטת המפקח על הביטוח (להלן: "המפקח") על תקנות הניוד הפנסיוני⁵ והחובה לשלם את מרכיב החיסכון כסכום קצבתי. בענף זה החברה מתבססת על ביטוחי חיים, ביטוחי מנהלים (כ- 67% מסך הפרמיות) וביטוחי פרט (כ- 17% מסך הפרמיות) והיתרה בגין פוליסות ביטוח ריסק טהור, אבדן כושר עבודה ונכויות, נכון ל- 31.12.2010; קרנות פנסיה וקרנות השתלמות. לחברה יתרון משמעותי לגודל בתחום זה המתבטא, בין היתר, בהוצאות נמוכות, שמירה על מובילות בשוק לאורך זמן ופיזור עסקי בין דמי הניהול הקבועים לדמי ניהול משתנים.

ענף ביטוח הבריאות מאופיין בצמיחה ורווחיות גבוהה בשנים האחרונות. בענף זה החברה מתמקדת בשיווק פוליסות פרט, שהינן רווחיות ביחס לביטוחים קולקטיביים.

ענף הביטוח הכללי מאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות רווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון. הרווחיות החיתומית מעסקי הביטוח הכללי של החברה דומה למוצע הענף בשנים האחרונות. לחברה תוצאות טובות לאורך שנים בביטוח רכב חובה ורכוש אחר, ביחס לענף ותוצאות פחות טובות ביחס לענף, בביטוח רכב רכוש. החברה מתכוונת להרחיב את פעילותה באופן מבוקר בתחום הביטוח הכללי, בין היתר, על ידי רכישה של חברה בתחום⁶.

שיתוף הפעולה עם חברת ג'נרלי⁷, תורם לשיפור מערכות המידע עם ידע מצטבר של מעל 180 שנים בתחום הביטוח; מערכות מחשוב מתקדמות; נהלים; אסטרטגיה; ומבטחי משנה.. פעילות מגדל מהווה כ- 2.7% מסך הפרמיות של ג'נרלי (נכון ל- 30.09.2011). ג'נרלי מחזיקה במגדל (במישרין ו/או בעקיפין) מיום הקמתה של מגדל. מגדל הינה החזקה אסטרטגית עבור ג'נרלי, בין היתר, בשל הפעילות שהינה בתחום פעילות הליבה שלה.

להערכת מידרוג, הדירוג משקף את מעמדה של החברה כמובילה בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, היעילות התפעולית, תמהיל העסקים המפוזר, עודף הון של כ- 299 מיליון ₪ מדרישות ההון המתוקנות המלאות (סוף 2011) ויכולת גיוס הון (משני ושלישוני), המוכר בהתאם להנחיות הרגולטור, בסך של עד 2.4 מיליארד ₪ - גבוה משמעותית ביחס לענף. כמו כן, הדירוג משקף את מוניטין החברה בעיני הלקוחות (פרטיים ועסקיים) וסוכנויות וסוכני ביטוח.

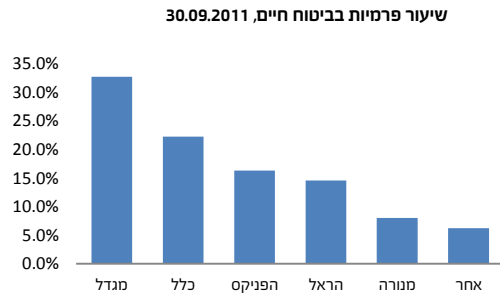
בהתאם למתודולוגיה של Moody's, דירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח מושפע, בין היתר, מרמת המינוף ומיחסי הכיסוי התזרימיים בחברה האם. עיקר הפרמטרים הנמדדים הינם: תלות חברת האם במקור תזרימי אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שוקי ההון, נגישות חברת האם למקורות מימון והסתמכות חברת האם על דיבידנדים מהחברה ומחברות אחיות. למגדל אחזקות, חוב בהיקפים שוליים ואינה מסתמכת על דיבידנדים ממגדל לפירעונו.

⁵ במרץ 2008 פורסמו תקנות הניוד הפנסיוני, המסדירות את המעבר בין מוצרי החיסכון הפנסיוני השונים - קופות גמל, ביטוח מנהלים וקרנות פנסיה.

⁶ החברה במגעים לרכישת ביטוח חקלאי, כמפורט להלן.

⁷ מדורגת על ידי Moody's בדירוג Aa3 בינלאומי, באופק שלילי.

החברה המובילה בענף ביטוחי החיים



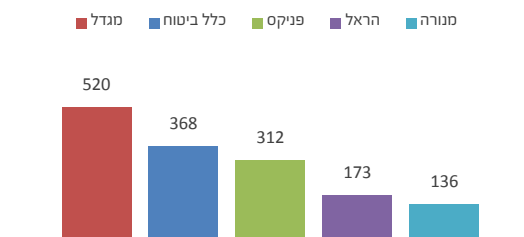
החברה הינה מנהלת ביטוחי החיים הגדולה ביותר בישראל. היקף פרמיות ברוטו בחברה בענף ביטוח חיים הסתכם בכ- 5.1 מיליארד ₪ (32.7% מהענף⁸), בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, כ- 6.2 מיליארד ₪ בשנת 2010 (32% מהענף), כ- 5.7 מיליארד ₪ (31.8% מהענף) וכ- 5.5 מיליארד ₪ (31.2% מהענף), בשנים 2009 ו- 2008, בהתאמה. בענף ביטוח החיים, עיקר הרווחיות נובעת מגביית דמי ניהול קבועים, הנגזרים מהיקף הנכסים המנוהלים, ודמי ניהול משתנים הנגבים מהרווחים הריאליים.

להלן טבלה המפרטת את היקף הנכסים המנוהל בחיסכון ארוך טווח ובקרנות ההשתלמות בחברות הביטוח הגדולות ל- 31.10.2011, במיליארדי ₪ (נתוני משרד האוצר)⁹:

סה"כ היקף נכסים מנוהל	ביטוח חיים פוליסות שהונפקו בין השנים 1990-2004	ביטוח חיים פוליסות שהונפקו לאחר 2004	קרנות השתלמות	קופות גמל תגמולים ואישית לפיצויים	קרנות פנסיה מקיפות וכלליות	
90	41	10	12	2	25	מגדל
79	24	9	4	25	17	כלל
61	9	3	4	8	37	מנורה
51	14	5	3	16	13	הראל
27	17	5	0.5	0.3	4	הפניקס

אומדן החברה לדמי ניהול המשתנים שלא ייגבו הינו 520 מיליון ₪

אומדן אי גביית דמי ניהול משתנים, 30.09.2011 (מיליוני ₪)

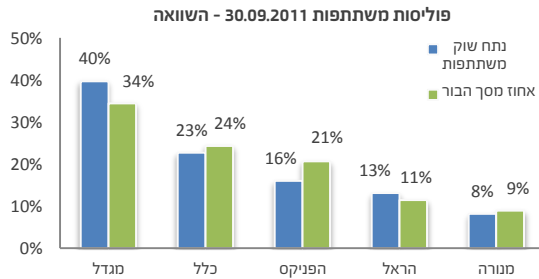


החברה מציגה רווח לפני מס מביטוחי החיים בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, בסך כ- 265 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח לפני מס בסך כ- 529 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר השינוי נובע מירידה ברווחי השקעה וקיטון בהכנסות מדמי ניהול, אשר קוזזו בחלקן ע"י גידול בהיקף הפרמיות. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, לא נגבו דמי ניהול משתנים, בשל התשואות

השליליות בשוק ההון. נכון ל- 30.09.2011, אומדן החברה לדמי ניהול משתנים שלא ייגבו בחברה, בסך כ- 520 מיליון ₪. כפי שמשתקף מהדוחות הכספיים של חברת הביטוח לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011, עד למועד פרסום הדוחות הכספיים, סך אומדן דמי הניהול המשתנים שלא ייגבו הצטמצם ועמד על כ- 480 מיליון ₪. בהתאם למנגנון גביית דמי הניהול המשתנים, החברה לא תגבה דמי ניהול משתנים בגין פוליסות תלויות תשואה, שנמכרו בין השנים 2003-1991, עד להשגת רווחי השקעה בגין הנכסים העומדים כנגד התחייבויות תלויות תשואה, שיכסו את הפסדי ההשקעה שנצברו.

⁸ במונחי פרמיות מכלל ענף ביטוח החיים.

⁹ לא נכללו פוליסות ביטוח חיים שהונפקו לפני שנת 1990 (פוליסות מבטיחות תשואה).



סך אומדן דמי הניהול המשתנים שלא ייגבו, בחמש חברות הביטוח הגדולות, ליום 30.09.2011, מסתכם בכ- 1.5 מיליארד ₪. לסוף הרבעון השלישי, שיעור פוליסות אלו בחברה מסך פוליסות אלו בחמשת חברות הביטוח הגדולות (לפי היקף נכסים), עומד על כ- 40% ושיעור אומדן דמי הניהול המשתנים שלא ייגבו של החברה מסך האומדן בחמש חברות הביטוח הגדולות הינו כ- 34%.

קרנות פנסיה

החברה מנהלת את קרן הפנסיה השנייה בגודלה בענף¹⁰, עם היקף נכסים בסך כ- 25 מיליארד ₪, המהווה, נכון ליום 30.10.2011, כ- 26% מסך נכסי ענף הפנסיה¹¹. היקף נכסי קרנות הפנסיה של החברה גדל בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011, בכ- 6.4%, בדומה לענף (6.6%). כמו כן, החברה רשמה רווח לפני מס, בסך כ- 58 מיליון ₪ מפעילות הפנסיה בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, המהווה גידול בשיעור כ- 41%, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד וזאת, בין היתר, בשל, גידול בהיקף הנכסים המנוהל במהלך התקופה.

קופות גמל וקרנות השתלמות

נכון ליום 31.10.2011, מגדל מנהלת כ- 1% מסך היקף נכסי קופות הגמל בענף (תגמולים ואישית לפיצויים) וכ- 11% מסך נכסי קרנות ההשתלמות בענף, נציין כי, מגדל מחזיקה בקרן ההשתלמות הגדולה ביותר, הפתוחה להפקדות הציבור (מגדל קהל השתלמות, היקף נכסים מנוהל של כ- 7.7 מיליארד ₪). פעילויות אלו הניבו לחברה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, רווח לפני מס בסך כ- 12 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח בסך כ- 2 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע, בין היתר, בשל השינוי המבני בקבוצה, שבמסגרתו הועברו לחברה כלל קופות הגמל שהיו, עד לשינוי, בבעלות מגדל שוקי הון.

במהלך שנת 2010, לחברה צבירה נטו בסך כ- 11 מיליון ₪ בקופות הגמל (ביחס לצבירה שלילית בענף בסך כ- 2.9 מיליארד ₪) וצבירה נטו שלילית בסך כ- 96 מיליון ₪, בקרנות ההשתלמות (ביחס לצבירה נטו בענף בסך כ- 5 מיליארד ₪). ב- 12 החודשים האחרונים, לחברה צבירה נטו שלילית בקרנות ההשתלמות, בסך כ- 109 מיליון ₪ ובקופות הגמל צבירה נטו שלילית בסך כ- 9 מיליון ₪.¹²

תחום קופות הגמל (תגמולים ואישית לפיצויים¹³) בחברה אינו מהותי ביחס לשאר אפיקי החיסכון בחברה וביחס לענף בכלל. החברה אינה צופה גידול בתחום זה וזאת, בשל פערי הרגולציה בין קופות הגמל לשאר אפיקי החיסכון ארוך הטווח (ביטוח חיים ופנסיה) בנושאים, כגון: דמי ניהול, כיוסי ביטוחי וכו', אשר, להערכת החברה, יוצרים העדפה לאפיקי חסכון אחרים (ביטוח חיים ופנסיה). התמקדות החברה ורצונה לצמוח בקרנות ההשתלמות נובעת, בין היתר, מהיותן מוצר משלים לקרנות הפנסיה וביטוחי החיים, בניגוד לקופות הגמל שהינן מוצר מתחרה.

¹⁰ ענף קרנות הפנסיה החדשות - כלליות ומקיפות.

¹¹ נתוני פנסיה נט.

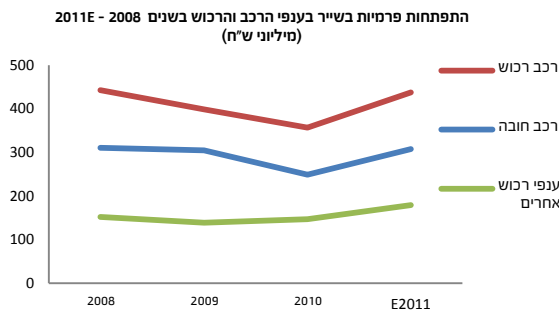
¹² נתוני גמל-נט. לשנת 2010 נלקחו נתוני מגדל אחזקות. בשל השינוי המבני, לשנת 2011 נלקחו נתוני מגדל.

¹³ ללא קרנות השתלמות.



להערכת מידרוג, התבססות על מרכיב גבוה ויציב של הכנסות מדמי ניהול קבועים מנכסי ביטוחי חיים וחסכון ארוך טווח, שרשם גידול משמעותי לאורך השנים, ומעמדה התחרותי הבולט של החברה בתחום, ממצב את החברה כמובילה בענף.

נתח שוק בביטוח כללי¹⁴



נכון ל- 30.09.2011, לחברה נתח שוק (במונחי פרמיות בשייר) בתחום הביטוח הכללי בשיעור כ- 8%. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, החברה רשמה גידול בשיעור כ- 4% בהיקף הפרמיות בשייר בביטוח הכללי, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. בתחום הביטוח הכללי לחברה הפסד לפני מס, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, בסך כ- 18 מיליוני ש"ח, ביחס לרווח בסך כ- 125 מיליון ש"ח, בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר ההפסד נובע מירידה ברווחי השקעה, עלייה בתשלומי ביטוח (תשלומי תביעות) ושחיקת מחירים בשל התחרות בענף.

תיק הביטוח הכללי של החברה הינו קטן ביחס לחמש חברות הביטוח הגדולות בענף ובכוונת החברה לגדול בענף זה, בין היתר, באמצעות רכישת חברת ביטוח.

ענפי הרכב

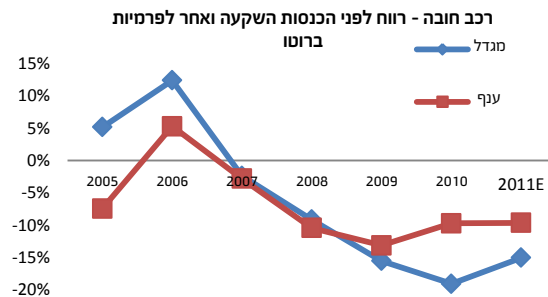
ענפי הרכב (רכוש וחובה) מאופיינים בתחרות תעריפים חריפה וקיימות בהן השפעות אקסוגניות רבות - המייצרות תנודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. כמו כן, בענף ביטוח רכב חובה, קיימת תלות גבוהה בתנודתיות שוק ההון. בענף הרכב מבטחת החברה רכבים פרטיים עד 4 טון, משאיות, רכבי השכרה והיתרה, מגוון רכבים נוסף, כגון: אופנועים, אוטובוסים וכו'.

שיעור נתח השוק של החברה בענף רכב חובה ורכב רכוש בשנים 2008-2010 הינו בממוצע כ- 7% (כל אחד) במונחי פרמיות שהרווחו בשייר, מכלל הענף. בשנים אלו, שיעור החידושים בחברה ברכב חובה ורכב רכוש עמד בממוצע על כ- 68% ו- 73%, בהתאמה. שיעור העמלות לסוכני הביטוח (מפרמיות ברוטו) ברכב חובה ורכב רכוש הינו כ- 4.7% וכ- 19%, בהתאמה, בממוצע לשנים 2008-2010.

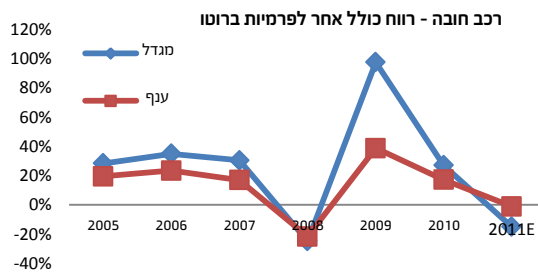
בשנת 2010, כ- 71% משיעור הלקוחות המבוטחים ברכב חובה רכשו ביטוח רכב רכוש.

¹⁴ 2011E הינו תחשיב מידרוג, בהתבסס על שלושה רבעונים ראשונים של שנת 2011, בגילום שנתי.

רווחיות בביטוח כללי¹⁵



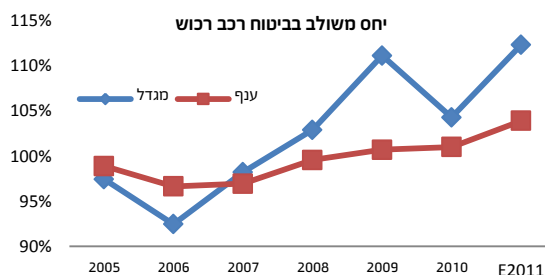
יחס הרווח, בנטרול הכנסות מהשקעות ורווח כולל אחר, לפרמיות ברוטו בשנת 2010, נמוך בחברה (-19%) ביחס לכלל הענף (כ-10%).



התוצאות החיתומיות של החברה בענף רכב חובה דומות לממוצע הענף בשנים 2006-2010. עם זאת, בשנים 2009-2010 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, החברה מציגה רווחיות חיתומית נמוכה ביחס לענף. יש לציין כי, הדיווח החשבונאי בענף רכב חובה הינו בדחייה של שלוש שנים, כלומר, בשנת 2011 מוצגות תוצאות רווח/הפסד המיוחסות לשנת החיתום 2008.

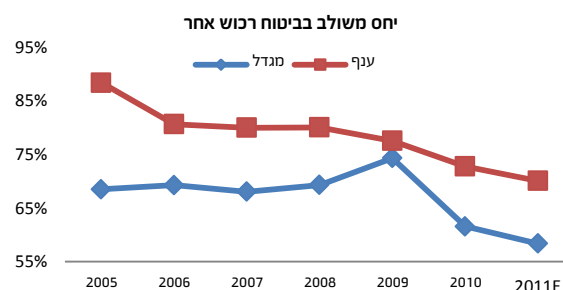
יחס הרווח הכולל¹⁶ (להלן: "רווח כולל"), לפרמיות ברוטו בענף רכב חובה לשנת 2010, גבוה בחברה (27%) ביחס לענף (17%). בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, יחס הרווח הכולל בחברה (-15%) נמוך ביחס לענף (-1%).

ענף ביטוח רכב רכוש מאופיין בסיכון עסקי ממוצע, המתבטא בתחרות גבוהה ונאמנות לקוחות נמוכה. בשלושת



הרבעונים הראשונים של שנת 2011, לחברה נתח שוק (במונחי פרמיות שהרווחו בשייר) בענף רכב רכוש, בשיעור של כ-7% מכלל הענף ותוצאות חיתומיות נמוכות, ביחס לענף. בשנים 2006-2010 היחס המשולב¹⁷ השנתי הממוצע בענף רכב רכוש בחברה (102%), גבוה ביחס לענף (99%). יחס זה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, הינו 112%, גבוה

ביחס לענף (104%). יחס משולב גבוה מ-100% מצביע על הפסד חיתומי. החברה מבצעת מספר שינויים על מנת לשפר את רמת הרווחיות מענף זה.



בענף רכוש אחר מבטחת החברה בעיקר דירות ובתי עסק בביטוחי רכוש, מבנה ותכולה. בכונת החברה להגדיל את הפעילות בענף זה, בה רושמת החברה רווחים גבוהים. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, בענף ביטוח רכוש אחר, לחברה נתח שוק בשיעור של כ-8.4% (במונחי פרמיות שהרווחו בשייר). בשנים 2006-2010, בממוצע, לחברה רווחיות חיתומית (יחס משולב כ-69%) גבוהה ביחס לענף

¹⁵ 2011E הינו תחשיב מידרוג, בהתבסס על שלושה רבעונים ראשונים של שנת 2011, בגילום שנתי.

¹⁶ כולל הכנסות השקעה ורווח כולל אחר, ככל שהיחס גבוה יותר כך הרווחיות גבוהה יותר.

¹⁷ היחס המשולב מורכב מיחס הנזקים ויחס ההוצאות. **יחס הנזקים** הינו סך התביעות בשייר כשיעור של סך הפרמיות בשייר. יחס ההוצאות הינו סך הוצאות מכירה והנה"כ, כשיעור מסך הפרמיות ברוטו. ככל שהאחוז קטן מ-100%, כך הרווח גדל. יחס של מעל 100% מצביע על הפסד חיתומי.



יחס משולב כ- 77%). היחס המשולב בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011 בחברה (58%) נמוך משמעותית ביחס לענף (70%).

הביטוחים העיקריים בענף חביות הינם: אחריות מקצועית, חבות מעבידים, צד ג' ואחריות מוצר. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, לחברה הפסד לפני מס בענף החביות, בסך כ- 14 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח בסך כ- 34 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הקיטון נובע מהפסדי השקעות והפרשות לתביעות תלויות בגין שנים ותיקות. ביטוחים אלו מוגנים בחלקם על ידי מבטחי משנה. הרווחיות נגזרת, בין היתר, מתנאי ההסכמים עם מבטחי משנה אלה.

רכישת ביטוח חקלאי

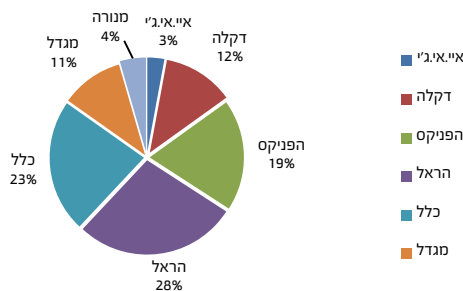
במהלך שנת 2010, החברה התקשרה עם ביטוח חקלאי אגודה שיתופית מרכזית בע"מ (להלן: "ביטוח חקלאי"), לרכישת 50% מיחידות ההשתתפות בביטוח חקלאי תמורת סך של כ- 140 מיליון ₪. העסקה כפופה לתנאים מתלים¹⁸ והמועד האחרון להשלמתם היה ב- 15 בספטמבר 2010. נכון ל- 30.11.2011, טרם התקבלו האישורים הנדרשים לקיום התנאים המתלים כקבוע בהסכם. עם זאת, הצדדים ממשיכים לנהל מו"מ במטרה לקיים את העסקה, במתכונתה המקורית או לשנותה בהתאם לתנאים שיוסכמו בין הצדדים.

צמיחה בתחום ביטוח הבריאות

ענף הבריאות בחברה מהווה כ-7% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בחברה (נכון ל- 30.09.2011).

היקף הפרמיות שהורווחו בשייר בביטוח הבריאות בחברה, בשנת 2010, הסתכם בכ- 510 מיליון ₪. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, סך הפרמיות שהורווחו בשייר בביטוח הבריאות מסתכם לכ- 409 מיליון ₪ וזאת, ביחס ל- 375 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. לחברה רווח לפני מס בסך כ- 18 מיליון ₪ וזאת,

ביטוח בריאות - נתח שוק במונחי פרמיות שהורווחו בשייר - שלושה רבעונים ראשונים 2011



ביחס לרווח לפני מס בסך 70 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד ורווח לפני מס, בסך כ- 80 מיליון ₪, בשנת 2010. נכון ל- 31.12.2010, תחום הביטוח הסיעודי בחברה מהווה כ- 30% מסך הפרמיות בביטוח בריאות ושיעור הפרמיות מביטוח קולקטיבי מהווה כ- 7% מסך הפרמיות בביטוח בריאות.

להערכת מידרוג, תחום ביטוח הבריאות הינו אחד ממנופי הצמיחה בענף בכלל ובחברה בפרט. בתחום זה מתמקדת מגדל בביטוחי פרט (93%), שהינם רווחיים ביחס לביטוחים הקולקטיביים בענף. בכונת החברה להמשיך בצמיחה בביטוחי הפרט ובחינת כניסה לתחום הקולקטיביים, תוך שימת דגש על הרווחיות. להערכת מידרוג, המשך צמיחה בענף ביטוח הבריאות, שהינו ענף בעל שיעורי רווח גבוהים, צפוי לתרום לרווחיות החברה ולגוון את תמהיל העסקים בה.

התמקדות בסוכני ביטוח וביצוע חיתום ברמה פרטנית וברמת הסוכנים

ערך השיווק העיקרי של החברה הינו סוכני ביטוח. החברה מחזיקה במערך סוכנויות הביטוח החזק בשוק (באמצעות מגדל סוכנויות). במהלך שנת 2010, כ- 34% מסך הפרמיות בביטוח החיים וכ- 29% מסך דמי הגמולים בקרנות הפנסיה, נמכרו ע"י סוכנויות ביטוח בבעלות החברה. מדיניות החברה מתמקדת בטיפוח הקשר עם הסוכנים, בין היתר, תוך בניית מערך תגמול דיפרנציאלי, המתבסס על תוצאות הסוכנים, סוג המוצר ואורך חיי המוצר. כחלק מהפעילות נמדדת הרווחיות ברמת הסוכן וברמת מחזיק הפוליסה. החברה מתמקדת בהגדלת הפעילות מול סוכנים רווחיים

¹⁸ אישור הממונה על שוק ההון, העברת הפעילות המפוצלת, מתן היתרי שליטה ועוד.



וצמצום הפעילות מול סוכנים הפסדיים. בנוסף, החברה פועלת לשינוי תמהיל הלקוחות אצל הסוכנים, להוצאת לקוחות הפסדיים¹⁹. בהקשר זה יש לציין כי, לחברה פעילות שאינה מהותית, של שיווק ישיר באמצעות המותג "איחוד ישיר"²⁰, העוסקת במכירת פוליסות בביטוח כללי בלבד.

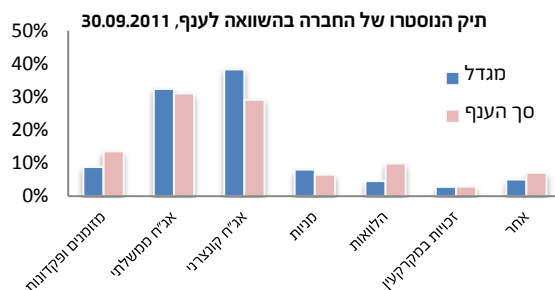
להערכת מידרוג, החזקה של סוכנויות מהווה יתרון שיווקי משמעותי; עם זאת, שינויים רגולטוריים עלולים להוביל לשינויים במבנה ההחזקה בסוכנויות ולפגיעה ביכולת הפצת המוצרים של החברה. נציין כי, לא פורסמו הנחיות או טיוטות חוזרים בעניין זה.

מסלוקה פנסיונית

הרגולטור פועל להגברת מעורבות הפרט בחסכון ארוך הטווח. לשם כך, פועל להקמת מסלוקה פנסיונית אשר תקל על העברת המידע והכספים, בין כלל הגופים הפועלים בשוק הפנסיוני. המסלוקה תיעל את העברת הכספים בין ציבור החוסכים לבין כלל הגופים הפועלים בתחום ואת מערך ההפצה של מוצרי החיסכון הפנסיוני.

להערכת מידרוג, הקמת המסלוקה הפנסיונית עלולה לפגוע בערוצי ההפצה העיקריים של החברה - בסוכני הביטוח, בכלל ובסוכני הקבוצה בפרט. עם זאת, להערכת החברה, בשל הערך המוסף שמספקים סוכני ההסדר לציבור החוסכים ובשל מעורבות נמוכה של מרבית החוסכים, מסלוקה פנסיונית לא צפויה להשפיע באופן משמעותי על החברה.

תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) מוטה אג"ח קונצרני ומניות



היקף תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון)²¹ של החברה ליום 30.09.2011 נאמד בכ- 5 מיליארד ש"ח, המהווים נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי והתחייבויות ביטוח כללי.

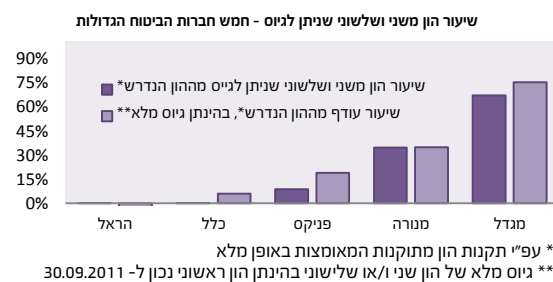
בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של החברה ליום 30.09.2011, מוטה אג"ח קונצרני (38% מהנכסים, לעומת 29% בענף), ומניות (8% מהנכסים, לעומת 6% בענף) ובעלת משקל נמוך למזומנים ופיקדונות (9% מהנכסים, לעומת 14% בענף) ולהלוואות (4% מהנכסים, לעומת 10% בענף). לחברה השקעה במשקל דומה לענף באג"ח ממשלתי (32% מהנכסים, לעומת 31% בענף) וזכויות במקרקעין (כ- 3%).

¹⁹ במידה ובבדיקות החברה עולה כי לא מדובר בתביעה חד פעמית.

²⁰ חברת בת שהינה סוכנות ביטוח.

²¹ נוסטרו הון מתייחס להשקעות העצמיות של החברה. נוסטרו אלמנטארי מתייחס להשקעת עתודות הביטוח הכללי.

ההון העצמי הנדרש מהחברה הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2010 חל גידול בהון המוכר של המבטח, בסך כ- 503 מיליון ₪, כתוצאה מגידול ברווח שנרשם במהלך התקופה. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011 חל קיטון בהון הראשוני בסך כ- 50 מיליון ₪, כתוצאה מהפסד של כ- 30 מיליון ₪ וחלוקת דיבידנד בסך כ- 136 מיליון ₪, אשר קוזז בחלקו כנגד הנפקת מניות, בסך כ- 116 מיליון ₪²². במקביל, גדל ההון הנדרש מהמבטח, בדומה לכלל חברות הביטוח, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר צפוי להיות מושלם עד סוף 2011. מנתוני הרבעון השלישי, לחברה קיים עודף הון בסך של 604 מיליון ₪. כמו כן, עודף ההון של החברה, לפי התקנות כפי שתהיינה בסוף דצמבר



של החברה, עומד על כ- 299 מיליון ₪.

קיטון בהון הראשוני של החברה יוביל לקיטון בהון המשני והשלישי המוכר הניתן לגיוס. בהתאם להון הראשוני הקיים במגדל, ל- 30.09.2011, ביכולתה לגייס כ- 2.4 מיליארד ₪, שיוכרו כהון משני ו/או שלישי, (שהינם כ- 66.7% מסך ההון הראשוני) - שיעור גבוה משמעותית ביחס לכלל ענף הביטוח.

החברה, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

	31/12/2009	31/12/2010	30/09/2011
הון נדרש לפי תקנות קודמות	2,255	2,359	2,410
הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן	2,564	3,038	3,325
הון ראשוני קיים	3,370	3,869	3,819
הון משני מוכר	103	107	23 110
ההון המוכר (הון ראשוני + הון משני) ²⁴	3,473	3,976	3,929
עודף הון ליום הדוח הכספי	909	938	604
שיעור עודף הון ביחס לנדרש	35%	31%	18%
הון משני / הון ראשוני	3%	3%	3%
הון נדרש לפי תקנות הון מלאות*	3,285	3,491	3,630
עודף הון ביחס לנדרש לפי תקנות הון מלאות*	188	485	299
שיעור עודף הון ביחס לדרישות מלאות	6%	14%	8%
תקנות הון מתוקנות המאומצות באופן מלא			

הון נדרש לפי תקנות קודמות
הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
הון ראשוני קיים
הון משני מוכר
ההון המוכר (הון ראשוני + הון משני)²⁴
עודף הון ליום הדוח הכספי
שיעור עודף הון ביחס לנדרש
הון משני / הון ראשוני
הון נדרש לפי תקנות הון מלאות*
עודף הון ביחס לנדרש לפי תקנות הון מלאות*
שיעור עודף הון ביחס לדרישות מלאות
תקנות הון מתוקנות המאומצות באופן מלא

אימוץ תקנות הון מתוקנות

כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, נוספו לדרישות ההון הקיימות בחברות ביטוח, דרישות הון בגין הקטגוריות הבאות: תוכניות מבטיחות תשואה, שאין כנגדן אגרות חוב מיועדות; סיכונים תפעוליים; סיכוני אשראי כשיעור מהנכסים, בהתאם למידת הסיכון שנקבעה לנכסים השונים; סיכוני קטסטרופה בעסקי ביטוח כללי; סיכונים בגין ערביות; החזקות המבטח בפעילות קופות גמל ובחברות מנהלות של קופות גמל וקרנות פנסיה. במסגרת התיקון, נמחקה ההגדרה "הון בסיסי" ושונו הגדרות הון ראשוני ומשני. כן התווסף הון שלישי, המהווה רובד נוסף להון העצמי. הגדרות הון משני ושלישי התפרסמו בחוזר של המפקח על הביטוח.

²² במסגרת שינוי מבני בתחום הגמל שהתבצע בקבוצה, הועברו מניות מגדל פלטינום לחברה ללא תמורה, תוך הגדלת ההון של החברה בכ- 116 מיליון ₪.
²³ באוקטובר 2011 הוכר במלואו כהון ראשוני מורכב, לאור שינויים בתנאי שטר ההון.
²⁴ סך ההון המשני המוכר ע"י החברה מוגבל לכ- 66.7% מסך ההון הראשוני המוכר.

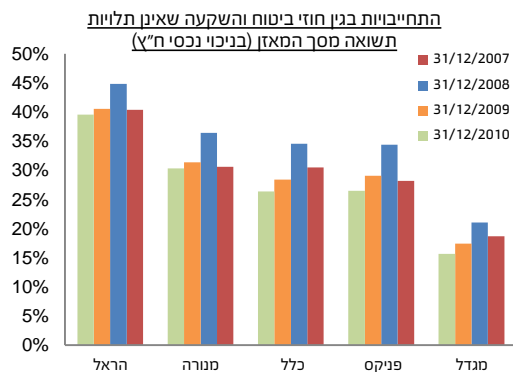
מדיניות חלוקת דיבידנדים

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד. במהלך שנת 2010 חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של כ- 244 מיליון ₪ ובמהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, חילקה החברה דיבידנד בסך כ- 136 מיליון ₪. באוקטובר 2011 חילקה החברה כ- 5 מיליון ₪.

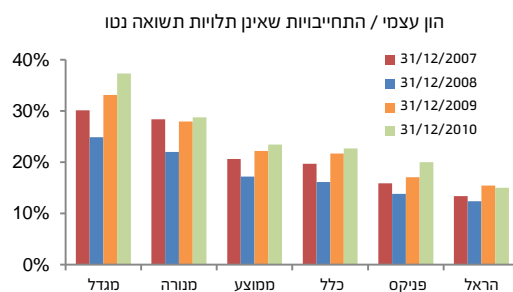
איתנות פיננסית

ירידה בהיקף ההתחייבויות שאינן מבטיחות תשואה בשנת 2010

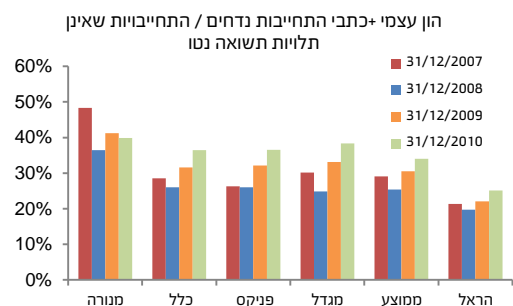
חלקן של ההתחייבויות, שאינן תלויות תשואה, לסך הנכסים במאזן המאוחד של החברה (בניכוי אג"ח ח"ץ מיועדות מההתחייבויות ומהנכסים) ירד בשנת 2010 ועומד על כ- 16%. העלייה בשנת 2008 והירידה בשנים שלאחר מכן, נבעה בעיקר מעלייה וירידה בחלקן היחסי של ההתחייבויות תלויות התשואה. החברה מציגה את השיעור הנמוך ביותר מבין חמש חברות הביטוח הגדולות וזאת, בשל שיעור גבוה יחסית של אג"ח ח"ץ מיועדות מסך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה. שיעור גבוה של אג"ח ח"ץ מיועדות יוצר תלות נמוכה ברווחי השקעה לצורך עמידה בהתחייבויות אלו.



האיתנות הפיננסית מחושבת על בסיס היחס שבין ההון העצמי (עם וללא כתבי התחייבות נדחים), לבין סך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה, בניכוי אג"ח ח"ץ (להלן: "ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה נטו"). היחס, המכיל את כתבי ההתחייבות הנדחים, רלוונטי לבחינת האיתנות הפיננסית לבעלי הפוליסות, עבורם, מהווים כתבי ההתחייבות הנדחים כרית ספיגה נוספת להון העצמי, בשל היותם נדחים בפני ההתחייבויות הפוליסות של המבטח.



היחס המכיל את ההון העצמי, ללא כתבי התחייבות נדחים, רלוונטי לבעלי כתבי ההתחייבות הנדחים, עבורם מהווה ההון העצמי את כרית הספיגה.



יחס ההון העצמי הענפי, בתוספת כתבי ההתחייבות הנדחים הענפי, לסך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה נטו ליום 31.12.2010, עמד על כ- 34% ועל כ- 31% ליום 31.12.2009. ואילו בחברה, היחס עמד על כ- 38% בסוף

שנת 2010, לעומת כ- 33% בסוף שנת 2009. כאמור לעיל, החברה לא ניצלה כלל את היכולת להגדיל את ההון באמצעות הון משני והון שלישוני.

לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2011 הינו כ- 962 מיליון ₪, מתוכם: 110 מיליון ₪ כתבי התחייבויות נדחים²⁵, 718 מיליון ₪ התחייבות בגין נגזרים, שמרביתם בגין נכסי ביטוח חיים, מסוג משתתף ברווחים, והיתרה משקפת הלוואה

²⁵ באוקטובר 2011 הוכרו במלואן כהון ראשוני מורכב, לאור שינויים בתנאי שטר ההון.



של חברה בת כלפי בנק חיצוני (כ- 67 מיליון ₪) והלוואה מחברה כלולה (כ- 66 מיליון ₪). בתוספת גיוס של 500 מיליון ₪ והכרת כתבי ההתחייבויות (שטר הון מחברת האם) כהון ראשוני מורכב, יתרת החוב הפיננסי של החברה תגדל לכ- 1,352 מיליון ₪. נכון ליום 30.09.2011, במאזן סולו של חברת האם, חובות פיננסיים בסך כ- 32 מיליון ₪ ומזומנים ונכסים פיננסיים בסך כ- 5 מיליון ₪.

מבטחי משנה

בחלק מענפי הביטוח, החברה מגדרת את הסיכון הביטוחי באמצעות מבטחי משנה. מבטחי המשנה משתתפים, באופן יחסי, בפרמיות ובתביעות מהשקל הראשון. כאמצעי נוסף, המגן על חשיפתה של החברה, מבטחת החברה באמצעות מבטחי משנה בתוכניות מסוג מכסה (Excess of loss) וגם בתוכנית מסוג חוזה עודפים (Surplus). החברה מגדרת גם את הסיכון במקרה של קטסטרופה, ואף מגדרת סיכונים גלומים בפוליסות ספציפיות על ידי ביטוח משנה פקולטטיבי. בחלק מההסכמים עם מבטחי משנה קיים מנגנון (Downgrade clause), הקובע כי, במידה ודירוג מבטח המשנה ירד מדירוג BBB+ (או דירוג מקביל), תתאפשר לחברה הוצאתו מהחוזה והחלפתו. מבטח המשנה הגדול ביותר של החברה הינו ג'נרלי. בהקשר זה נציין כי, ג'נרלי לא תשמש כמבטח משנה אלא אם מחיר העסקה תחרותי ביחס לשוק.

אופק הדירוג

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על עודפי הון נאותים בהתייחס, בין היתר, ליכולת גיוס הון מוכר של החברה.
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה, לרבות שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת.
- חלוקת דיבידנדים, שיש בהם כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה, לרבות שיעור עודפי ההון.
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי משנה, להם חשופה החברה במידה מהותית.
- פגיעה במוניטין החברה.

חומר מקצועי רלוונטי

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - נובמבר 2011](#)
[חשיפת חברות הביטוח לנזקים בשווקי העולם - אפריל 2011](#)

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 שסיכוני 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' 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.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות 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. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.



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") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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.

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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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 שרותי 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 זממן 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.