



הכשרה חברה לביטוח בע"מ

מעקב | מאי 2014

1

מחברים:

רו"ח דביר וולף, אנליסט
dvirw@midroog.co.il

שי מרום, ראש צוות
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל
meravb@midroog.co.il

הכשרה חברה לביטוח בע"מ

אופק יציב	A3	דירוג IFSR
	Baa2	דירוג כתבי התחייבויות נדחים (הון משני מורכב)

מידרוג מותירה את דירוג האיתנות הפיננסית (IFSR¹) של הכשרה חברה לביטוח (להלן: "הכשרה" או "החברה") בדירוג A3 ואת דירוג כתבי התחייבויות הנדחים (סדרה 1 ו-2) בדירוג Baa2 ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

אופק הדירוג של החברה מיוצב, בין היתר, על רקע השיפור בתוצאות החברה ובעודפי ההון, ולאור הסכמת החברה עם הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר (להלן: "המפקח") כי שיעור עודף ההון בחברה, לאחר חלוקת דיבידנד, לא ירד מ-10%. זאת, לאחר יישום שחרור הצבירה והנהל המיטבי לפי חוזר עתודות ביטוח בביטוח הכללי (כמפורט בהמשך).

סך כתבי התחייבויות הנדחים בספרי החברה ליום 31.12.2013 עומד על כ-210 מיליון ₪, מתוכם כ-198 מיליון ₪ מוכרים לצורך ההון העצמי, המחושב על פי תקנות הפיקוח, ומהווים כ-67% מההון הקיים המוכר. בפברואר 2014 הנפיקה החברה 40 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח סדרה 2, תמורת כ-40 מיליון ₪ (ראה הרחבה בהמשך).

סדרה	מס נ"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 31/03/2014	שנת פירעון סופי
1	1122092	ינואר 2011	5.70%	מדד	128 מיליון ₪	2021
2	1131218	פברואר 2014	3.85%	מדד	40 מיליון ₪	2025

* לחברה כתבי התחייבויות נדחים ממוסדות פיננסיים בסך כ-81 מיליון ₪ אשר אינם מדורגים

שיקולים עיקריים

דירוג איתנות הפיננסית של החברה מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג איתנות פיננסית בחברות בביטוח כללי. דירוג החברה משקף את תמהיל העסקים בה, המוטה ביטוח כללי בכלל וענפי הרכב בפרט, המאופיינים בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין היתר, על רקע השפעת שוק ההון; מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו והאלמנטארי; הלימות ההון; הרווחיות החיתומית; הגמישות והאיתנות הפיננסית של החברה וחברת האם.

עיקר הפרמטרים הנמדדים לבחינת האיתנות הפיננסית של חברת האם הינם: תלות החברה האם בדיבידנדים מהמבטח, מקור תזרימי אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה עם שווקי ההון, ונגישות למקורות מימון נוספים. מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו והאלמנטר ממתנת, במידת מה, סיכון זה. להכשרה החזקות חוב בסך כ-151 מיליון ₪, נכון לסוף שנת 2013 (בינואר 2014 פרעה חברת האם קרן אג"ח בסך כ-18 מיליון ₪), אשר פירעונו מסתמך על דיבידנדים מהמבטח. כמו כן, נלקחת בחשבון מידת התמיכה, במקרה הצורך, של בעל השליטה בחברה. לאור האמור וכחלק מהדירוג, מועמס חובה של חברת האם על המבטח. בהקשר זה יש לציין כי, נכון למועד הדוח, חברת האם מחזיקה בשיעור של כ-53.6% ממניות החברה. שיעור ההחזקה של חברת האם במבטח ירד משיעור של 60.8% לאחר הזרמת נכס נדל"ן לחברה ע"י בעלי מניות נוספים (להרחבה, ראה פרק הלימות ההון). הירידה בשיעור ההחזקה מגדילה את היקף הדיבידנד שעל החברה לחלק, על מנת לתמוך בחובה של חברת האם.

החברה נמנית על חברות ביטוח בהיקף פעילות בינוני. לחברה חיסרון לקוטן בשל היקפי הפעילות וכן אפשרות מסוימת לשינויים ברווחיות החיתומית, המושפעת גם מכך שהחברה פועלת באמצעות סוכנים. בשנת 2013 תרם מגזר הביטוח הכללי כ-82.5% מהרווח לפני מס (כ-66% בשנת 2012) - רווחיות הביטוח הכללי חשופה לתנודתיות מחירים על רקע תחרות חריפה המשליכה על תוצאותיה החיתומיות של החברה, ולאור החשיפה לשוק ההון.

¹ Insurance Financial Strength Rating

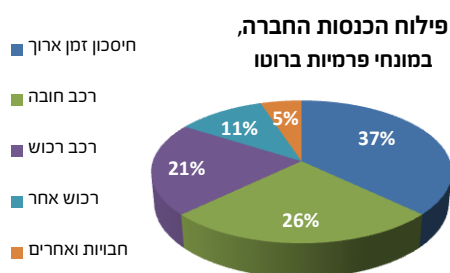
היקף פעילותה הצומח של החברה בענפי ביטוח החיים והחיסכון ארוך הטווח (לרבות פוליסות החיסכון "בסט אינווסט"), תורם לפיזור ויציבות מקורות ההכנסה והרווח של החברה.

ייצוב האופק נעשה, בין היתר, על רקע הגעת החברה להסכמה עם המפקח כי החל מהרבעון הראשון של שנת 2014, עם שחרור עתודת עודף הכנסות על הוצאות, שיעור עודף ההון לאחר חלוקת דיבידנד לא ירד מ-10%. עם זאת, שחרור העתודה כאמור נדחה לסוף שנת 2014, ולפיכך פועלת החברה מול המפקח על מתווה לעיבוי עודף ההון עד למועד זה. נזכיר, כי חלוקת דיבידנד מהמבטח כפופה לאישור המפקח, כאשר חלוקת הדיבידנדים מקטינה את שיעור עודפי ההון מתחת ל-15%.

מידרוג מעריכה כי חובות חברת האם ומועדי פירעונם, יחד עם שיעור האחזקה הנמוך יחסית של חברת האם בחברה, יוצרים לחץ לחלוקת דיבידנדים מהמבטח אשר פוגע, ברמה מסוימת, בעודפי ההון של המבטח ובאיתנותו - על כן, ההסכמה בין החברה למפקח כאמור הינה פקטור חיובי לחיזוק הלימות ויציבות ההון בחברה.

התפתחויות עסקיות עיקריות

לחברה עלייה ברווחיות בשנת 2013



בשנת 2013 רשמה החברה רווח נקי בסך כ-73 מיליון ₪, לעומת כ-42 מיליון ₪ בשנת 2012. בביטוח הכללי, החברה רשמה רווח לפני מס בסך כ-90 מיליון ₪, זאת ביחס לכ-41 מיליון ₪ אשתקד. עיקר העלייה נובע מרווח חד פעמי של כ-31 מיליון ₪ שהופק מעסקת מקרקעין (ראה הרחבה בהמשך). בתוצאות מגזר ביטוחי החיים לא חל שינוי משמעותי - החברה גבתה דמי ניהול משתנים בסך כ-16 מיליון ₪ (בתקופה

המקבילה נגבו דמי ניהול משתנים של כמיליון ₪ בלבד) ורשמה גידול של כ-14% בפרמיות, אשר לוו בגידול בהוצאות.

הכשרה ביטוח - תוצאות כספיות עיקריות

מיליוני ש"ח	2013	2012	2011	2010
רווח (הפסד) לפני מס מביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך	14	12	2	15
רווח (הפסד) לפני מס מעסקי ביטוח כללי, מזה:	90*	41	(45)	55
רווח מביטוח רכב חובה	82	28	(25)	49
רווח מביטוח רכב רכוש	(7)	(10)	(35)	(8)
רווח מביטוח כללי אחר	15	23	15	14
רווח (הפסד) לפני מס שלא בעסקי ביטוח	5	8	(13)	2
רווח (הפסד) נקי לתקופה	73	42	(44)	47
רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה, נטו ממס	1	3	(2)	1
רווח (הפסד) כולל לתקופה, נטו ממס	74	45	(47)	48

מקור: דוחות כספיים

*ראה הרחבה להלן בדבר רווח מעסקת נדל"ן

גיוס כתבי התחייבות נדחים

בפברואר 2014 הנפיקה החברה 40 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח סדרה 2, בתמורה לכ-40 מיליון ₪. סדרה 2 נושאת ריבית נקובה של 3.85% המשולמת פעמיים בכל שנה - בימים 31 בינואר ו-31 ליוני, ותיפרע בתשלום אחד בינואר 2025.

דחיית ביטול עתודות עודף הכנסות על הוצאות

עתודות עודף הכנסות על הוצאות בענפי רכב חובה וחביות, מחושבת כהפרש בין הוצאות בשייר עצמי להכנסות בשייר עצמי, בתוספת הכנסות מהשקעות (להלן: "העודף"). בהתאם לרגולציה הקיימת כיום, מכירה חברת ביטוח בעודף שנוצר לה רק לאחר 3 שנים, למעט הכנסות השקעה המוכרות באופן מיידי, במידה וגבוהות משיעור ריאלי שנתי של כ- 3%. בינואר 2013 פרסם משרד האוצר חוזר "חישוב עתודות ביטוח בביטוח כללי" (להלן: "החוזר"), שעיקרו שינוי השיטה בה מחושבת העתודה לענפי הביטוח הכללי ולמעשה ביטול העתודה, אשר יאפשר לחברות הביטוח להכיר בעודף באופן מיידי². תוקף הנחיות החוזר תוכן לחול ביום 31.03.2014. עם זאת, ביום 20.01.2014 פרסם המפקח עדכון בנושא, לפיו יכנסו הנחיות החוזר לתוקף החל מהדוחות הכספיים ליום 31.12.2014. יישום החוזר יאפשר לחברות הביטוח להכיר בחלק מהעתודה הקיימת כחלק מההון העצמי (בין אם דרך רווח והפסד ובין אם כסיווג לעודפים).

עפ"י הודעת משרד האוצר, התיקון נובע מהתפתחויות שחלו בשנים האחרונות באופן הערכת העתודות ולאור גידול בכמות המשאבים, הידע והניסיון של חברות הביטוח בתחום. ליום 31.12.2013, עומדת העתודה בשייר בחברה על כ- 45 מיליון ₪ לפני מס.

רווח חד פעמי חריג מרכישת נכס גדל"ן במחיר הזדמנותי

בדצמבר 2013 רכשה החברה חלקת קרקע על חוף המרינה באשקלון, ששטחה הינו כ- 20 דונם - תמורת הרכישה כ- 46 מיליון ₪. בהתבסס על הערכת שמאי שנעשתה לשווי המגרש, ערכו הינו כ- 78.5 מיליון ₪ - לפיכך הכירה החברה ברווח חד פעמי מרכישה במחיר הזדמנותי של כ- 32.6 מיליון ₪ לפני מס (כ- 23 מיליון ₪ רווח נקי). הרווח לפני מס כאמור מוקצה בין מגזרי הפעילות של החברה כדלקמן (במיליוני ₪):

רכב חובה	רכב רכוש	רכוש אחר	חביות	לא מיוחס	סה"כ
23.8	3.5	0.9	2.8	1.6	32.6

רכישת בניין משרדים בחולון

בינואר 2014 רכשה החברה בניין משרדים בן 9 קומות בעיר חולון שעלותו כ- 76.5 מיליון ₪. בחברה התקבלה הערכת שמאי האומדת את שווי הבניין בכ- 90.5 מיליון ₪. החברה מתכוונת לעשות שימוש עצמי בחמש מתוך תשע הקומות, ואת היתר ליעד לנדל"ן להשקעה.

הלימות ההון

ההון העצמי הנדרש מהחברה הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. בשנת 2013 גדל ההון המוכר של החברה בכ- 57 מיליון ₪, כתוצאה מרווח כולל בתקופה בסך כ- 74 מיליון ₪, אשר קוזז בחלקו ע"י תשלום דיבידנד בסך כ- 32 מיליון ₪. הגידול בהון הראשוני הביא לגידול בהכרה בכתבי התחייבויות נדחים של כ- 13 מיליון ₪³. כמו כן, במהלך שנת 2013 פרעה החברה כתבי התחייבות בסך כ- 58 מיליון ₪, וגייסה סך של כ- 60 מיליון ₪. השינויים בהון המוכר כאמור, הינם בהמשך לשנת 2012, במהלכה חל גידול בהון המוכר בסך כ- 17 מיליון ₪, כתוצאה מרווח כולל בסך כ- 45 מיליון ₪ אשר קוזז בחלקו ע"י תשלום דיבידנד בסך כ- 32 מיליון ₪.

נכון ל- 31.12.2013, לחברה עודף הון בסך 51 מיליוני ₪, שהינם כ- 11% מההון הנדרש. ע"פ הדוחות הכספיים ליום זה, גייסה החברה כ- 61% מההון המשני והשלישוני המוכר ע"י המפקח, וביכולתה לגייס כ- 17 מיליון ₪ הון משני ושלישוני נוספים. לאחר תאריך המאזן הנפיקה החברה כ- 40 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח שהוכרו במסגרת ההון המשני, וחילקה דיבידנד בסך 21.5 מיליון ₪.

² על אף ביטול העתודה, האקטואר של חברת הביטוח מחויב לשמור על עתודה, בהתאם להערכות סטטיסטיות.

³ סך ההון המשני והשלישוני המוכר ע"י החברה מוגבל לכ- 66.7% מסך ההון הראשוני המוכר. בנוסף, עפ"י הנחיות הרגולטור, לא יוכרו לצורך חישוב ההון המוכר, כתבי התחייבות נדחים, המהווים הון משני נחות שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות.

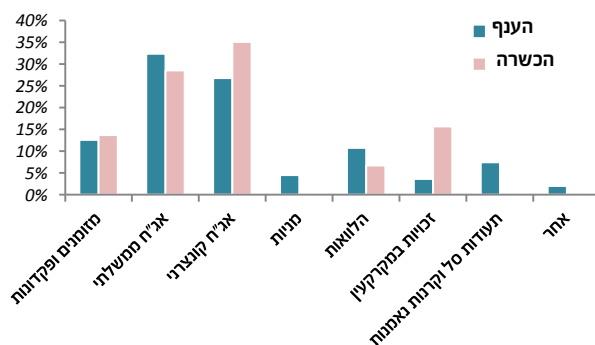
תגודתיות בשווקים עלולה להעיב על תוצאות הפעילות, לפגוע בהון הראשוני ובעודפי ההון וליצור צורך נוסף להשלמת הון. מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו והאלמנטר, ממנתת במידת מה סיכון זה. בנוסף, על מנת לחלק דיבידנדים לחברת האם ללא אישור המפקח, על החברה לעמוד בעודף הון בשיעור 15% לאחר ביצוע החלוקה. אי עמידה בעודף עלולה למנוע חלוקת דיבידנד וליצור קושי בשירות החוב של חברת האם. יש לציין כי החברה הגיעה להסכמה עם המפקח, כי החל מהרבעון הראשון של שנת 2014, עם שחרור עתודות עודף הכנסות על הוצאות, שיעור עודף ההון לאחר חלוקת דיבידנד לא ירד מ-10%. עם זאת, שחרור העתודה כאמור נדחה לסוף שנת 2014, ולפיכך פועלת החברה מול המפקח על מתווה לעיבוי עודף ההון עד למועד זה.

הטבלה שלהלן מציגה את דרישות ההון של החברה:

מיליוני ש"ח	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013
הון נדרש	444	462	424	470
הון ראשוני	292	268	281	323
הון משני מוכר	103	179	183	198
סך ההון המחושב	396	446	464	521
עודף הון לדרישות מלאות	(48)	(15)	40	51
שיעור עודף ההון על הנדרש	-11%	-3%	9%	11%
שיעור עודף ההון בהינתן גיוס מלא	10%	-3%	11%	15%

מקור: דוחות כספיים ועיבוי מידרוג

תיק הנוסטרו מוטה החזקות במקרקעין ואג"ח קונצרני, ללא חשיפה למניות ותעודות סל



ליום 31.12.2013 לחברה תיק נוסטרו (אלמנטרי והון)⁴ בסך כ- 2.1 מיליארד ש, המורכב מנכסי השקעה פנינסיים המוחזקים כנגד ההון העצמי וההתחייבויות בביטוח הכללי. בהשוואה לענף לאותו מועד, התפלגות ההשקעות בתיק הנוסטרו של המבטח, מוטה לזכויות במקרקעין (16% לעומת 4% בענף) ואג"ח קונצרני (35% לעומת 27% בענף), כמעט ללא חשיפה למניות, קרנות נאמנות ותעודות סל (כ- 0% לעומת כ- 11% בענף) ובעלת משקל חסר להלוואות (7% לעומת 11% בענף) ואג"ח ממשלתי (29% לעומת 32% בענף).

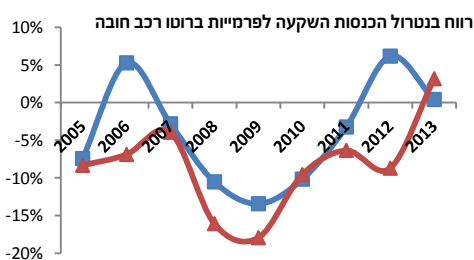
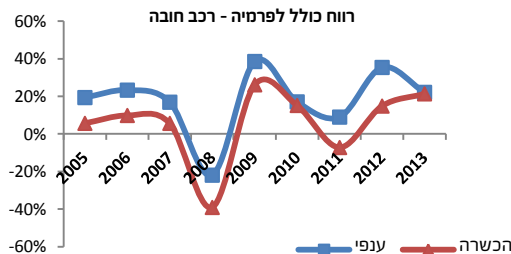
בענפי החבויות, לחברה התחייבות רגולטורית של תשואה שנתית ריאלית בשיעור 3%, בשנים בהן מחושבת הצבירה. ליום 31.12.2013, סך העתודה בענפי החבויות עומדת על כ- 1,191 מיליון ש. כנגד התחייבות זו, מחזיקה החברה באג"ח קונצרני המוגדר כמוחזק לפדיון, בסך כ- 376 מיליון ש, בנוסף לכ- 379 מיליון ש אג"ח ממשלתי וכ- 106 מיליון ש במזמנים ופיקדונות. להערכת החברה, השקעה בפיקדונות ובאג"ח המוחזק לפדיון, תתרום לעמידה בהתחייבות זו ותקטין את השפעת תנודות שוק ההון על תוצאותיה.

⁴ נוסטרו הון מתייחס להשקעות העצמיות של החברה. נוסטרו אלמנטרי מתייחס להשקעת עתודות הביטוח הכללי.

ביטוח כללי

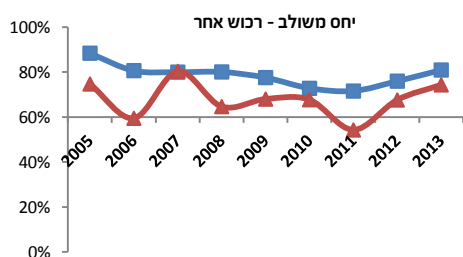
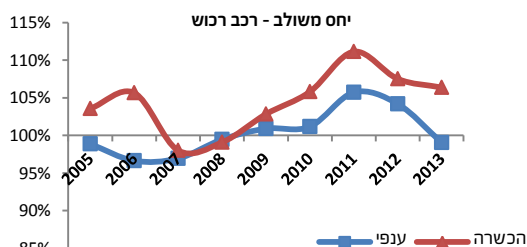
רכב חובה - ענפי הרכב (רכוש וחובה) מאופיינים בתחרות תעריפים חריפה וקיימות בהם השפעות אקסוגניות רבות, המייצרות תנודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. בנוסף, לענף ביטוח רכב חובה קיימת תלות גבוהה בתנודתיות שוק ההון.

בשנת 2013, לחברה נתח שוק בענף רכב חובה, בשיעור כ- 9% (במונחי פרמיות ברוטו). ממוצע תוצאותיה החיתומיות⁵ של החברה בשנים 2010-2012 (כ- 8%) נמוך מממוצע הענף (כ- 2%). בשנת 2013 הציגה החברה רווחיות חיתומית (כ- 3%) טובה מממוצע הענף (כ- 0%). יש לציין כי, הדיווח החשבונאי בענף רכב חובה הינו בדחייה של שלוש שנים, כלומר, בשנת 2013 מוצגות תוצאות רווח/הפסד המיוחסות לשנת החיתום 2010, וכן הלאה.



יחס הרווח הכולל⁶ (להלן: "רווח כולל") לפרמיות ברוטו בענף רכב חובה לשנים 2010-2012, נמוך בחברה (כ- 8%) ביחס לממוצע הענף (כ- 20%). בשנת 2013 הרווח הכולל בחברה (כ- 21%) דומה לממוצע בענף (כ- 22%), על אף הרווח החריג שנרשם מעסקת המקרקעין בענף (כ- 24 מיליון ₪) - בין היתר, בשל מדיניות ההשקעות הדפנסטיבית של החברה בשנים האחרונות.

רכב רכוש - ענף ביטוח רכב רכוש מאופיין בתחרות גבוהה ונאמנות לקוחות נמוכה. בשנת 2013 לחברה נתח שוק בשיעור



של כ- 5% מכלל ענף הרכב רכוש. בשנים 2010-2012 היחס המשולב⁷ השנתי הממוצע בענף רכב רכוש בחברה (כ- 108%), גבוה ביחס לממוצע בענף (כ- 104%). בשנת 2013 חל שיפור ביחס המשולב הענפי לכ- 99%. עם זאת, החברה לא השתפרה בצורה משמעותית, והציגה יחס משולב של כ- 106%.

רכוש אחר - בשנת 2013 נתח השוק של חברה בענף רכוש אחר הינו כ- 3% (במונחי פרמיות שהורווחו בשייר). בענף פעילות זה, החברה מציגה בעקביות יחס משולב נמוך מהענף - בשנים 2010-2012, היחס המשולב השנתי הממוצע (כ- 63%) נמוך ביחס לממוצע הענף (כ- 73%). בשנת 2013 חלה הרעה מסוימת ביחס המשולב של החברה (74%) אך תוצאותיה טובות מבענף (81%).

⁵ יחס הרווח, בנטרול הכנסות מהשקעות ורווח כולל אחר, לפרמיות ברוטו.

⁶ רווח/הפסד כולל, כולל גם את תוצאות פעילות ההשקעה של נכסים פיננסיים המסווגים כזמינים למכירה (תיק הנוסטרו) שטרם מומשו.

⁷ היחס המשולב מורכב מיחס הנזקים ויחס ההוצאות. **יחס הנזקים** הינו סך התביעות בשייר כשיעור של סך הפרמיות שהורווחו 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.

צמיחה גבוהה בפעילות ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח בשנת 2013

בשנת 2013 ממשיכה החברה להציג שיעורי צמיחה גבוהים בתחום החיסכון ארוך הטווח. במהלך תקופה זו, רשמה החברה פרמיות ברוטו בסך של כ- 426 מיליון ₪. סכום זה מייצג שיעור צמיחה של כ- 14% במהלך השנה, וזאת בהמשך לצמיחה בשיעור כ- 24% בשנת 2012. הצמיחה נובעת, בין היתר, מגידול בפרמיות חד פעמיות מניודי פוליסות ביטוחי מנהלים ומגידול בפרמיות השוטפות. הטבלה שלהלן מציגה את התפתחות הפרמיות (ברוטו) במגזר ביטוח החיים והחיסכון ארוך הטווח, בין השנים 2007 ל- 2013. סה"כ שיעור הצמיחה במהלך כל תקופה זו הינו כ- 130%, המשקף קצב גידול שנתי של כ- 15%.

31/12/2007	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	
243	296	353	388	395	488	558	פרמיות ברוטו
N/R	22%	19%	10%	2%	24%	14%	שיעור הצמיחה

החברה מציגה שיעורי צמיחה גבוהים בפוליסות חיסכון "בסט-אינווסט"⁸, אשר ההכנסה בגין אינה נרשמת כפרמיה ובאה לידי ביטוי בגידול בהכנסות מדמי ניהול. בשנת 2012 הופקדו כ- 61 מיליון ₪ לפוליסות חיסכון מסוג זה, בעוד שבשנת 2013 צמח סכום ההפקדות לכ- 420 מיליון ₪ - גידול של כ- 588%. בגין פוליסות החיסכון גבתה החברה דמי ניהול של כ- 21 מיליון ₪ במהלך שנת 2013, לעומת כ- 16 מיליון ₪ בשנת 2012. פעילות זו מתאפיינת בהכנסות מדמי ניהול קבועים הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהלים. להערכת מידרוג, דמי הניהול כאמור הינם מקור הכנסה יציב, אשר תורם למיתון תנודתיות תוצאות החברה מפעילות הביטוח הכללי.

חברת האם

מקור החזר החוב של חברת האם הינו דיבידנדים מהמבטח - להכשרה החזקות חוב פיננסי שיתרתו ליום 31.12.2013 הינה כ- 151 מיליון ₪ (למעט ריבית לשלם), מתוכם כ- 145 מיליון ₪ אגרות חוב (סדרה ד') והיתרה - הלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך. קרן האג"ח נפרעת בשמונה תשלומים שנתיים שווים של כ- 18.3 מיליון ₪ בכל שנה, החל מינואר 2014. יתרת החוב הבנקאי נפרעת ב- 2 תשלומים שנתיים שווים בסך כ- 3 מיליון ₪, בחודש נובמבר בשנים 2014 - 2015. ליום 31.12.2013, לחברת האם יתרות נזילות (מזומנים ופקדונות) בסך כ- 33 מיליון ₪, שמקורם מחלקה בדיבידנדים מהכשרה ביטוח. לאחר תשלום האג"ח ביום 1.1.2014, בסך כ- 31.6 מיליון ₪, יתרת הנזילות שנותרה בחברת האם עומדת על כ- 1.4 מיליון ₪. בתוספת חלקה בדיבידנד מהחברה לאחר תאריך המאזן, סך יתרות הנזילות הינו כ- 13 מיליון ₪. נזכיר כי המקור השוטף היחיד לשירות החוב בחברת האם בשנים הקרובות הינו דיבידנדים מהחברה. בהקשר זה יש לציין, כי שיעור ההחזקה של חברת האם בחברה (ובהתאם, חלקה בדיבידנד) עומד על כ- 53.6%.

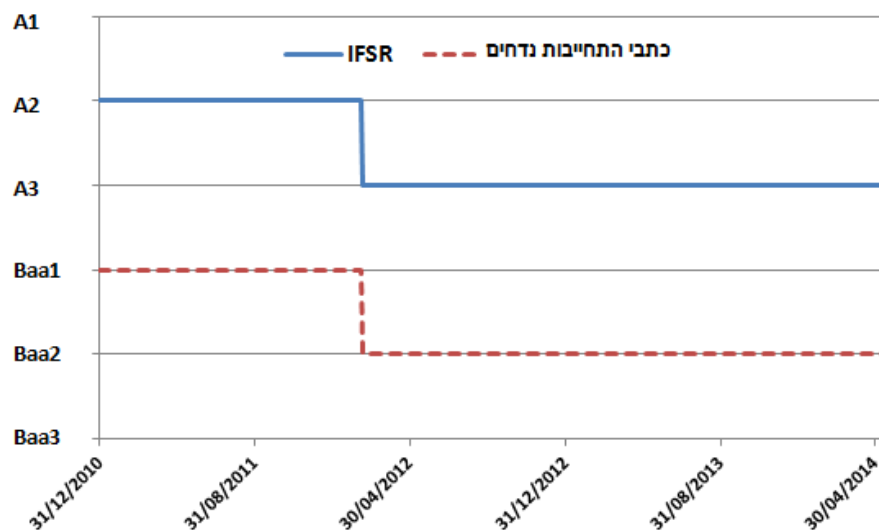
⁸ מסלול חיסכון טהור (ללא מרכיב ביטוחי) המאפשר לחוסך לפדות את כספו בכל עת

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שיפור מתמשך ומשמעותי ברווחיות החיתומית, תוך הקטנת התלות ברווחים מהשקעות.
- התמקדות בתחום עסקי הליבה, בהם לחברה יתרון יחסי וגיוון תמהיל העסקים, תוך שמירה על רווחיות.
- נגישות למקורות מימון מסוגים שונים.
- שיפור מהותי במיצוב הפיננסי ובנזילות של החברה האם.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על עודפי הון ועל יכולת גיוס הון מוכר, המתאים לרמת הדירוג.
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תשחק את עודפי ההון.
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה.
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי המשנה.
- שחיקה מתמשכת בנתח השוק.



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.	Aaa	דרגת השקעה
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 שסיכויי הטווח הארוך שלהן נראים במידה מסוימת גדולים יותר.	Aa	
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.	A	
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.	Baa	
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.	Ba	
חברות ביטוח המדורגות בדירוג B מעניקות ביטחון פיננסי חלש. יכולתן להבטיח לאורך זמן ממושך כי יעמדו במועד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות נמוכה.	B	
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.	Caa	
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.	Ca	
חברות ביטוח המדורגות בדירוג C הן חברות ביטוח בעלות הדירוג הנמוך ביותר ויש להן סיכוי נמוך כי אי פעם יוכלו להציע בטחון פיננסי.	C	

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

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 מאד.	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") 2014.

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.

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 צריכה 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 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 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.