

# מגדל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | ספטמבר 2020

## אנשי קשר:

ניל הראל

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[nilh@midroog.co.il](mailto:nilh@midroog.co.il)

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג משנית

[ilil@midroog.co.il](mailto:ilil@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## מגדל חברה לביטוח בע"מ

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

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

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

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

[1] משני מורכב  
[2] שלישוני מורכב

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה של החברה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח, בנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח (מעל 10%), בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. עם זאת, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג המשתקף בתמהיל הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר חיסכון ארוך טווח מהווה מעל 70% מסך הפרמיות לאורך זמן. פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג, נוכח חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים מסך הפרמיות ברטון, סיכון מוצרים נמוך בביטוח הכללי ומדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי בקרה, אשר הולמים ביחס לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות. יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני<sup>2</sup> (ORSA) בעתיד, צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה. מנגד, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מסיכון מוצרים גבוה בביטוח חיים ובריאות בעיקר בגין תיקי עבר, וכן מצרכי שירות החוב של בעל השליטה ומידת מעורבותו, המשפיעה גם על תחלופה גבוהה של בעלי תפקידים בחברה ועשויה להעיד על חולשה בממשל התאגידי של החברה. הפרופיל הפיננסי של החברה סביר לדירוג ונתמך מחד בפרופיל נזילות טוב, לצד איכות נכסים הולמת, כאשר קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון טובה יחסית. מנגד, כרית הרווחיות נמוכה ביחס לדירוג ופוגמת בפוטנציאל בניית ההון, כאשר הגמישות הפיננסית מתאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל-CAP) גבוה יחסית. על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג, כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השלישי בחומרנו מתוך חמישה תרחישים, על בסיס נתוני ה-30 ביוני 2020. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל -

<sup>1</sup> הון נדרש ל"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה לאחר התאמת תרחיש מניית לפי חוזר סולבנסי ("יחס כושר הפירעון הנדרש"). יחס כושר הפירעון הנדרש עמד נכון ל-30 ביוני 2019 על 70%.

<sup>2</sup> נדבך שני, איכותי, בדירקטיבת סולבנסי 2, הנוגע לתהליכי בקרה פיננסיים, לניהול סיכונים, ממשל תאגידי ולתהליך הערכה עצמי של סיכונים וכושר פרעון.

נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכוני תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכוני שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון), כאשר פיזור הפעילויות והמתאמים ביניהן מקטינים את ההון הנדרש. יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות סולבנסי 2 עמד על כ- 92% ליום ה- 30 ביוני 2019 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה) וכ- 135% מההון הנדרש בתקופת הפריסה, לאותו מועד. בחודש מרס 2020 פרסם הממונה טיוטת תיקון לחוזר לעניין הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנסי 2, אשר במסגרתו מוצעות התאמות בהתאם להוראותיה של הדירקטיבה האירופית בנושא משטר כושר פירעון כאשר על פיו יתאפשר, בין היתר, פריסת הגידול הנדרש בעתודות הביטוח הרלוונטיות עד שנת 2032 אשר צפויה להשפיע לחיוב על יחס הסולבנסי של החברה. על פי הדוחות הכספיים האחרונים של החברה, בהתאם לטיטות חוזר סולבנסי החדש ליום 31 בדצמבר 2019, עמד יחס כושר הפירעון משמעותית מעל 120%<sup>3</sup>.

בתרחיש הבסיס לשנים 2020-2021, אנו צופים המשיך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור ההכנסות. זו תהיה מושפעת להערכתנו לרעה על פי תחזית בנק ישראל<sup>4</sup> מהתכווצות התמ"ג בשיעור של כ- 4.5% בשנת 2020 בעקבות השלכות של התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 הצפי הוא לתיקון בצמיחת התמ"ג לכ- 6.0%. אנו מעריכים כי להאטה הכלכלית הצפויה תהיה השפעה שלילית על היקפי העסקים והפרמיות של המבטחים בעיקר במוצרים שאינם מנדטוריים, היות והם מתאמים במידה רבה עם צמיחת התמ"ג. כמו כן, להערכתנו הענף ימשיך להיות מושפע מסביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסימים תוך המשיך לחצים תחרותיים בחלק מהמוצרים. בתרחיש זה, אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי אולם עם שחיקה מסוימת בנתחי השוק בחלק ממגזרי הפעילות, כך שהיקפי הפרמיות בשנת 2021 יהיו דומים לשנת 2019, לאחר שיקטנו בשנת 2020 בשיעור של כ- 5.0% ביחס לשנת 2019. העדר הצמיחה בהיקפי הפרמיות (בין שנת 2021 לשנת 2019) תנבע להערכתנו בעיקר לאור התפשטות נגיף הקורונה בשנת 2020, והשפעתה על היקף מסירת הרכבים בשנים אלו ועל בתי העסק, ומהמשך התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח והגבלות רגולטוריות שהוטלו בשנתיים האחרונות. מנגד, מגזר הבריאות יוסיף להוות מקור צמיחה, אך בקצבים נמוכים יותר משנים קודמות כפי שיפורט בהמשך הדוח.

בתרחיש הבסיס אנו צופים החלשות בפוטנציאל ייצור הרווחים, וזאת בעיקר בשל המשיך סביבה עסקית מאתגרת, השלכות התפשטות נגיף הקורונה והיעדר שיפור מהותי ברווחיות החיתומית לאור התגברות התחרות בענפי הביטוח הכללי. להערכת מידרוג, בטווח הקצר, התנודתיות הגבוהה בשווקים הפיננסיים מעלה את אי הוודאות לגבי השפעות שוק ההון על רווחי החברה ולגבי תרחיש הבסיס של מידרוג. מנגד, אנו צופים התייעלות תפעולית מסוימת בחברה, גם לאור פעולות שננקטו על ידי החברה עם התפשטות הנגיף. כך, יחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 0.5%-3.0% ו-0.0%-0.2%, בהתאמה אשר הינם נמוכים ביחס לדירוג. נציין כי בתחזית זו ישנו מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התפשטותו של נגיף הקורונה בישראל, ואי הוודאות בנוגע להימשכותו וכנגד, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. יחד עם זאת נציין כי קיימת בשלב זה אי וודאות גבוהה לגבי תוצאות המשבר הכלכלי כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית, על ענף הביטוח ככלל והחברה בפרט.

## גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

<sup>3</sup> בהתאם להערכה שאינה סקורה ואינה מבוקרת, ליישום טיוטת מתווה ההון הרגולטורי על יחס כושר הפירעון של מגדל ביטוח על בסיס פריסת הגידול בעתודות הביטוח הרלוונטיות עד לשנת 2032. נכון למועד זה הטיטה טרם התגבשה לכדי חוזר מחייב

<sup>4</sup> [לפי התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אוגוסט 2020 \(תרחיש אופטימי\)](#)

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

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

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	30.06.2019	30.06.2020	מיליוני ₪
134,434	146,987	153,602	170,879	163,288	168,201	סה"כ נכסים
4,851	5,474	5,579	5,964	5,985	5,891	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
172	622	106	626	647	(73)	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
11,194	12,622	13,382	13,709	6,788	6,426	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
7,835	8,916	9,488	9,765	4,835	4,459	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
1,177	1,326	1,487	1,611	787	831	מתוכם בביטוח בריאות
2,182	2,381	2,408	2,333	1,167	1,135	מתוכם בביטוח כללי
10,486	11,853	12,648	12,954	6,407	6,026	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
4,832	9,934	668	15,480	9,265	(5,618)	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה (כולל רווח כולל אחר)
93%	95%	107%	92%[5]	NR	NR	יחס כושר פירעון [1]

### יחסים מותאמים של מידרוג

45%	39%	39%	36%	36%	36%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
2.2%	7.0%	1.1%	5.8%	11.9%	(1.3%)	תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]
0.1%	0.4%	0.1%	0.4%	0.8%	(0.1%)	תשואה על הנכסים (ROA) [3]
45%	42%	50%	47%	47%	47%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [4]
4.2x	8.5x	1.6x	3.6x	10.7x	(0.4x)	רווח לפני ריבית ומס (EBIT) והכנסות מהשקעות ברווח כולל אחר להוצאות ריבית

[1] ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות ובהתחשב באירועים בין תאריך המאזן לתאריך הדיווח; [2] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנתי; [3] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנתי; [4] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו. כמו כן החל מ-01.01.2019 החוב המותאם כולל חכירות; [5] יחס כושר פירעון ל-30.06.2019.

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה טובה במערך ההפצה התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. החברה הינה אחד משני המבטחים המובילים בישראל לאורך זמן כפי שמשתקף בנתח שוק של סך הפרמיות שהורווחו ברוטו של כ-20% ובעלת היקף הנכסים המנוהלים הגבוה בענף (כולל פנסיה וגמל) של כ-247 מיליארד ₪ ביום 30 ביוני 2020. כמו כן, החברה הינה המבטח הגדול ביותר בתחום ביטוחי החיים, ומחזיקה בנתח שוק משמעותי לאורך זמן מסך פרמיות שהורווחו ברוטו במגזר ביטוח החיים (לא כולל דמי גמולים בפנסיה ובגמל) של כ-30%. מנגד, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג המשתקף בתמהיל הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר ביטוחי החיים מהווה מעל 70% מסך הפרמיות ודמי ניהול לאורך זמן. ריכוזיות זו מהווה להערכתנו גורם סיכון בחברה ובייחוד לאור העובדה כי חלק מהותי מתוך עתודות ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כולל מנגנונים מבוטחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. ערוץ ההפצה והשיווק המשמעותי של החברה הינו באמצעות סוכני וסוכנויות ביטוח, לרבות באמצעות סוכנויות בבעלות. בשונה מחברות אחרות, לחברה מערך שיווק ישיר (למעט פנסיה וגמל) מצומצם יחסית למתחרים, ואנו לא צופים כי חלקו של ערוץ הפצה זה מתוך תמהיל ערוצי השיווק יהיה מהותי בטווח הזמן הקצר. בתרחיש הבסיס לשנים 2020-2021, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור ההכנסות. זו תהיה מושפעת להערכתנו לרעה על פי תחזית בנק ישראל<sup>5</sup> מהתכווצות התמ"ג בשיעור של כ-4.5% בשנת 2020

<sup>5</sup> לפי התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר, אוגוסט 2020

בעקבות השלכות של התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 הצפי הוא לתיקון בצמיחת התמ"ג לכ-6.0%. אנו מעריכים כי להאטה הכלכלית הצפויה תהיה השפעה שלילית על היקפי העסקים והפרמיות של המבטחים בעיקר במוצרים שאינם מנדטוריים, היות והם מתואמים במידה רבה עם צמיחת התמ"ג. כמו כן, להערכתנו הענף ימשיך להיות מושפע מסביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים תוך המשך לחצים תחרותיים בחלק מהמוצרים.

בתרחיש זה, אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי אולם עם שחיקה מסוימת בנתחי השוק בחלק ממגזרי הפעילות, כך שהיקפי הפרמיות בשנת 2021 יהיו דומים לשנת 2019, לאחר שיקטנו בשנת 2020 בשיעור של כ-5.0% ביחס לשנת 2019. במגזר ביטוח החיים אנו סבורים כי המשך התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח, הגבלות רגולטוריות שהוטלו בשנתיים האחרונות וההתכווצות החדה בתמ"ג בעקבות משבר הקורונה לצד העלייה באבטלה והשפעתה על השכר, יעיבו על שיעורי הצמיחה במגזר זה. במגזר הבריאות אנו מניחים התמתנות בצמיחת הפרמיות ביחס לשנים האחרונות, אולם זו תיוותר גבוהה ותיתמך בשיעור חדירה משקי נמוך יחסית וביקושים גדלים לשירותי בריאות פרטיים, תוך התמקדות בביטוחי הפרט. מנגד, המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה ימשיכו ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה, להערכתנו. כמו כן, אנו צופים האטה במגזר ביטוחי הבריאות גם לאור הפסקת שיווק פוליסות סיעודי החל מנובמבר 2019, וקישורן במכירות חדשות של מוצר תאונות אישיות בעקבות עדכון שביצעה החברה באופן שיווק המוצר וכן המיקוד הרגולטורי<sup>6</sup> בתחום בשנים האחרונות.

במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים שחיקה בהיקפי הפרמיות, זאת על רקע תחרות מחירי אגרסיבית ובעיקר בענף רכב רכוש, והערכתנו להאטה משמעותית בהיקף מסירות כלי הרכב כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה במהלך החציון הראשון לשנת 2020, תוך צפי לחזרה הדרגתית בלבד לאחר מכן. כמו כן, אנו מעריכים כי מגזר רכוש ואחר חשוף ומתואם חלקית עם צמיחת התמ"ג ושיעור האבטלה ועל כן צפוי להיות מושפע גם כן לשלילה, כפי שגם בא לידי ביטוי במחצית הראשונה של השנה<sup>7</sup> עם ירידה במכירות ובהיקף הכיסוי בביטוחי רכוש אחר וחביונות בעקבות סגירת בתי עסק, קשיים כלכליים וקישורן משמעותי במספר העסקים החדשים שנפתחו לעומת התקופות המקבילות אשתקד.

נציין כי בתחזית זו ישנו בשלב זה מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התממשות של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל ובעולם ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגזר, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

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

לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית במגזר ביטוח החיים ובריאות לזמן ארוך בעיקר בגין פוליסות שנמכרו בעבר, כאשר כ-68% מסך העתודות המותאמות לאורך זמן מוגדרות על ידנו ככאלה שנמצאות בסיכון בינוני-גבוה, נוכח מנגנוני הבטחת תשואה ו/או תוחלת חיים. שיעור גבוה זה, חושף את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי. לעומת זאת, סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר מוערך על ידנו כהולם לדירוג, כאשר כ-63% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 ביוני 2020 ושיעור דומה לאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר"<sup>8</sup>. אלו מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב"<sup>9</sup>, בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית.

בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים, המהווים כ-7% מסך הפרמיות המורווחות ברוטו בשנים האחרונות. עם זאת, מודל הפעילות מוטה ביטוחי החיים מייצר הטיה מסוימת, כאשר בביטוחי הבריאות והביטוח הכללי לחברה לפי נתוני שנת 2019, קיימת חשיפה משמעותית יחסית ללקוחות גדולים של כ-12% וכ-30% בהתאמה, כאשר חשיפה זו עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים והענפיים לאורך המחזור ולהגביל את התמחור מותאם הסיכון, נוכח כוח המיקוח של הלקוחות.

<sup>6</sup> בהתאם לטיטה שפרסמה רשות הפיקוח, במסגרת כוונתה להסדיר את הכיסוי הביטוחי במוצר ביטוח תאונות אישיות לפרט ולקבוע הנחיות ייחודיות לגבי אופן שיווקן

<sup>7</sup> בהתאם לדוח הכספי של החברה ליום ה-30 ליוני 2020

<sup>8</sup> רכב רכוש, רכוש אחר ובריאות לזמן קצר

<sup>9</sup> רכב חובה וחביונות

החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים, עם חשיפה בשייר גבוהה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על 1.8% מההון המוכר המותאם<sup>10</sup> נכון ל-31 בדצמבר 2019. להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג. אלו נתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA) בעתיד, צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה, כמו גם בענף ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי. אנו מעריכים כי תנודתיות ההון הכלכלי תחת משטר סולבנסי 2 צפויה להתמתן עם יישום הוראות הפריסה החדשות, ככל שיאושרו. בנוסף, החברה תמשיך לתת דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח בכלל ובתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר בפרט. פרופיל הסיכון ממשיך להיות מוגבל, נוכח צרכי שירות החוב של בעלת היתר השליטה בחברה "אליהו הנפקות" (A3.il באופק שלילי), כאשר המבטח (דרך מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "חברת האם")) הינו המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב שלה. תלות גבוהה זו עלולה לפגום בפוטנציאל בניית הכרית ההונית ותיאבון הסיכון של החברה. תחלופה גבוהה של בעלי תפקידים בחברה ומידת מעורבותו של בעל השליטה הסופי בחברה, כפי שגם בא לידי ביטוי במכתבו של הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון מיום 14.07.2020, עלולות להערכתנו להקשות על הוצאה לפועל של התוכנית האסטרטגית של החברה, וזאת אל מול הסביבה העסקית המתגרת, ולהעיד על חולשה בממשל התאגידי של החברה.

### איכות הנכסים הולמת לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון לסיכון הולם ביחס לדירוג, עם יחס "נכסים בסיכון"<sup>11</sup> מותאמים להון המוכר של כ-38% ל-30 ביוני 2020 ובדומה למועד המעקב הקודם. תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כולל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-65% (לרבות אגרות חוב מיועדות ח"ח), מזומנים בשיעור של כ-8% ואגרות חוב קונצרניות בדירוג גבוה של כ-8%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל ההשקעות, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית, המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה ותנודתיות השווי. השיעור מההון העצמי של הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר, שמר על יציבות ועמד ל-30 ביוני 2020 על כ-36%. שיעור זה בולט לחיוב ביחס לקבוצת השוואה והולם לדירוג. אנו לא צופים שינוי מהותי ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם בשל תמהיל הפעילות הצפוי, ונוכח הערכתנו לפוטנציאל מוגבל לבניית הכרית ההונית.

### רווחיות תלויה מהותית בגורמים אקסוגניים; צפי להתמתנות ברווחיות לאור הסביבה העסקית המתגרת והשפעות התפשטות נגיף הקורונה

החברה מאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים ביחס לדירוג, המוגבלים גם לאור רווחיות חיתומית נמוכה כפי שמשתקף ביחס משולב בשייר בביטוח הכללי של כ-104% בממוצע בשנים 2016-2019, לעומת כ-99% בממוצע בענף באותה תקופה. החברה, בדומה לענף, הציגה רווחיות תנודתית בשנים האחרונות נוכח חשיפה גבוהה לגורמים אקסוגניים ובהם עקום הריבית, שוק ההון ורגולציה. כל אלו באו לידי ביטוי ביחסי ה-ROC וה-ROA של החברה בשנים 2016-2019, שעמדו בממוצע על כ-4% וכ-0.4% בהתאמה<sup>12</sup>. חשיפה זו באה לידי ביטוי עם התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בעקבות הירידות החדות בשווקים הפיננסיים, רשמה החברה ברבעון הראשון של שנת 2020 הפסדים מתיק השקעות הנוסטרו בסך של כ-700 מיליון ש"ח לפני מס, הנובעים בעיקרם מהתיק הסחיר. ברבעון השני של השנה חלה עליה בשווקי ההון אשר בעקבותיה נרשמו רווחי השקעות בתיק הנוסטרו הסחיר בסך של כ-700 מיליון ש"ח לפני מס, אשר קיזזו את מלוא הפסד ההשקעות בתיק האמור. בסך הכל, בחציון הראשון של השנה נרשם הפסד כולל של כ-71 מיליון ש"ח (לעומת רווח כולל בסך של כ-648 מיליון בתקופה מקבילה אשתקד), אשר נבע בעיקר מתנודתיות בשווקים הפיננסיים.

<sup>10</sup> כולל את ההון העצמי החשבונאי וכתבי התחייבות נדחים

<sup>11</sup> נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למעט מזומנים, אגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה, כאשר האחרונים משוקללים בשיעור הישענות חלקי המשקף סיכון לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

<sup>12</sup> בהתחשב בתיקון רטרופספטיבי להשפעת חוזר ה-LAT על תוצאות שנת 2019.

נציין כי בהתאם לדוחות הכספיים של החברה ל-30.06.2020, בסמוך למועד פרסום הדוחות, בשל התפשטות נגיף הקורונה חל קיטון בשווי הנכסים המנוהלים (אשר להן השפעה על דמי הניהול הקבועים שנגבים על ידי החברה) במסגרת פוליסות תלויות תשואה, קופות גמל וקרנות פנסיה אשר מוערך בכ- 3% לעומת שנת 2019.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021 אנו צופים החלשות בפוטנציאל ייצור הרווחים, זאת בעיקר בשל המשך סביבה עסקית מאתגרת, התכווצות התמ"ג ועליה בשיעורי האבטלה בשנת 2020 והתאוששות הדרגתית בלבד בשנת 2021, וכן היעדר שיפור מהותי ברווחיות החיתומית לאור התגברות התחרות בענפי הביטוח הכללי. להערכת מידרוג, בטווח הקצר, התנודתיות הגבוהה בשווקים הפיננסיים מעלה את אי הוודאות לגבי השפעות שוק ההון על רווחי החברה ולגבי תרחיש הבסיס של מידרוג.

נציין כי אנו צופים התייעלות תפעולית מסוימת בחברה, גם לאור פעולות שנקטו כתוצאה מההגבלות שהוטלו עם התפשטות נגיף הקורונה, וגם בשל האצת תוכנית ההתייעלות של החברה הכוללת גם ירידה משמעותית בהיקף כוח האדם. אלו צפויים להוביל לחסכון בהוצאות שיקזז במידה מסוימת את הירידה הצפויה בהיקף ההכנסות.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים תנודתיות ברווחים, נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים ובראשם עקום הריבית ופוטנציאל התשואה בשוק ההון. כמו כן, התפשטות נגיף הקורונה אשר הובילה לעלייה בשיעורי האבטלה ולירידה בפעילות הריאלית, צפויה להשפיע לשלילה על ההפקדות לחיסכון פנסיוני וכנגזר על דמי הניהול הקבועים במגזר זה. בנוסף, בשל התשואה הריאלית השלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח חיים המשתתפות ברווחים ששווקו עד שנת 2004, החברה לא רשמה דמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2020 ונכון למועד פרסום הדוח הכספי ל-30.06.2020, אומדן החברה לדמי הניהול שלא ייגבו בשל התשואה הריאלית השלילית וזאת עד להשגת תשואה חיובית מצטברת, הסתכם בכ-100 מיליון ₪ לפני מס (בהשוואה לדמי ניהול משתנים בסך כ-282 מיליון ₪ שנגבו בשנת 2019). למרות זאת, לאור התנודתיות הרבה בשווקים, אנו מעריכים כי קיימת אי וודאות בנוגע ליכולת גביית דמי ניהול משתנים בשנות התחזית.

מגזר הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף, אשר צפויות להמשיך ולהגביר את תחרות המחירים ולגרום ללחץ על הרווחיות בענף זה, כאשר התיק הסיעודי הקיים (שנמכר בעבר) ימשיך להיות מושפע מעקום הריבית.

בענף הביטוח הכללי, אנו לא צופים שיפור חיתומי משמעותי (בנטרול וינגרד), לאור תחרות מחירים מתגברת, בעיקר בענפי הרכב מצד הערוצים הישירים של המתחרים הקיימים ומצד החברות הישירות החדשות. השפעות אלו ימותנו להערכתנו במידה מסוימת מירידה בשכיחות תאונות הדרכים והיקפי התביעות בשנת 2020 בשל ירידה בנסועה בחודשים מרץ-אפריל 2020 כתוצאה מהשפעות נגיף הקורונה ומגבלות התנועה.

אנו מניחים בתרחיש הבסיס כי ייתכנו התאמות בהסכמים מול מבטחי המשנה, וזאת לאור המשבר העולמי המשפיע לרעה על מבטחי המשנה הגלובאליים, שעשויות להוביל להקשחת מדיניות בשוק ולגרום התייקרויות תעריפים.

לאור האמור לעיל, להערכתנו שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להישחק ולהמשיך להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROA וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 0.5%-3.0% ו-0.0%-0.2%, בהתאמה. בטווח התחזית, יחסים אלו ימשיכו להעיב על יכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. נציין כי בתחזית זו ישנו מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התפשטותו של נגיף הקורונה בישראל, ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגזר, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

### **צפי לשיפור ביחס כושר הפירעון הרגולטורי אולם פוטנציאל שיפור הכרית עדיין מוגבל בטווח התחזית**

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג, כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השלישי בחומרותו מתוך חמישה תרחישים, על בסיס נתוני ה-30 ביוני 2020. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל - נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכונים שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון), כאשר פיזור הפעילויות והמתאמים ביניהן מקטינים את ההון הנדרש. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית

הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם<sup>13</sup> ליום ה-30 ביוני 2020 בהיקף של כ- 7.1 מיליארד ₪ ו-EPIFP<sup>14</sup> מותאם<sup>15</sup> בהיקף של כ- 5.3 מיליארד ₪.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו בוחנים את יחס ההון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון, המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה עמד ליום ה-30 ביוני 2020 על כ- 11%, הולם לדירוג וללא שינוי מהותי ביחס לשנה שעברה, וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני. יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות סולבנסי 2 עמד על כ- 92% ליום ה-30 ביוני 2019 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה) וכ- 135% מההון הנדרש בתקופת הפריסה, לאותו מועד. יחס זה הושפע מירידה משמעותית בעקום הריבית ומעדכון לוחות התמורה שפורסמו בחודש יולי 2019.

בחודש מרס 2020 פרסם הממונה טיוטת תיקון לחוזר לעניין הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנסי 2 ("טיטוט חוזר סולבנסי החדש"), אשר במסגרתו מוצעות התאמות בהתאם להוראותיה של הדירקטיבה האירופית בנושא משטר כושר פירעון, ובכלל, בין היתר, יתאפשר פריסת הגידול הנדרש בעתודות הביטוח הרלוונטיות עד שנת 2032. ככל שטיטוט חוזר סולבנסי החדש תהפוך לחוזר מחייב, מהלך הדורש בין השאר את אישורם של גופי שלטון שונים, היא צפויה להיכנס לתוקף (רטוראקטיבית) ביום 30 ביוני 2020. בחודשים אפריל ואוגוסט 2020 פורסמו טיוטות נוספות לחוזר הסולבנסי החדש אשר אינן משנות באופן מהותי את הוראות טיוטת החוזר החדש. בין היתר מוצע לדחות את יישום חלק מההוראות ליום 31 בדצמבר 2020, חלף ה-30 ביוני 2020. על פי הדוחות הכספיים האחרונים של החברה, בהתאם לטיטוט חוזר סולבנסי החדש, ליום 31 בדצמבר 2019 עמד יחס כושר הפירעון משמעותית מעל 120%<sup>16</sup>.

בחודש נובמבר 2018 קבע דירקטוריון מגדל ביטוח יעד יחס כושר פירעון מבוסס סולבנסי 2, אשר יעלה בהדרגה בכ- 3% כל שנה, החל מ- 100% נכון ליום 31 בדצמבר 2017, ועד לשיעור של 120% ב- 31 בדצמבר 2024 (תום תקופת הפריסה על פי חוזר סולבנסי הקיים). על פי דוחות החברה, מדיניות זו תיבחן לאחר העדכון הצפוי ביחס כושר הפירעון, בהתאם לטיטוט חוזר סולבנסי החדש. נציין כי טיוטת חוזר סולבנסי החדש אינה כוללת עדכון להנחיות המפקח לגבי כללי הסף המינימליים לחלוקת רווחים על ידי חברות הביטוח. מידרוג מעריכה כי ככל וטיטוט חוזר סולבנסי החדש תהפוך לכדי חוזר מחייב, ייתכנו גם הנחיות עדכניות בדבר הגבלות על חלוקת הדיבידנדים, וכי הארכת מתווה יישום דירקטיבת הסולבנסי המוצעת בטיטוט חוזר הסולבנסי החדש תומכת ביכולת חלוקת הדיבידנדים מהחברה לאורך זמן, כתלות כאמור באופי המגבלות שישית הממונה בהתאם למתווה החדש.

השחיקה ביחס הרגולטורי כפי שמשקף ביחס סולבנסי 2 הקיים (ללא התחשבות בהוראות תקופת הפריסה) פוגמת בגמישות העסקית של החברה, וממצבת את החברה במקום נמוך ביחס לקבוצת השוואה בפרמטר זה, אולם אישורו של חוזר הסולבנסי החדש צפוי להוביל לשיפור משמעותי ביחס וכנגזר בגמישות העסקית של החברה. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמירת מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי. אנו סבורים כי יכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים בטווח התחזית הינה מוגבלת יחסית, נוכח פוטנציאל צבירת רווחים נמוך יחסית ותנודתי, וכתלות בחלוקת דיבידנדים, ככל ותהיה. עם זאת, בניית כרית ההון נתמכת בשחרור דרישות ועלות ההון בגין סיכוני תיקי העבר, המשתחררת לרווח, לאורך זמן.

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

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 3.8 בין הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות בזמן הקצר וזאת לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוחי חיים, כאשר באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק.

<sup>13</sup> כולל הון עצמי מיוחס לבעלי המניות, הון רובד 1 נוסף, 50% מהון רובד 2 ושערך נכסים פיננסיים לא סחירים (לא כולל אג"ח ח"ץ) בשיעור השענות של 85%. מסכום זה מנוכים הוצאות רכישה נדחות במגזר החיים וחסכון ארוך טווח ונכסים לא מוחשיים אחרים נטו ממסים נדחים.

<sup>14</sup> Expected Profit in Future Premiums - רווח צפוי בגין פרמיות עתידיות.

<sup>15</sup> בשיעור השענות של 60%.

<sup>16</sup> בהתאם להערכה שאינה סקורה ואינה מבוקרת, ליישום טיוטת מתווה ההון הרגולטורי על יחס כושר הפירעון של מגדל ביטוח על בסיס פריסת התחייבויות הביטוח הרלוונטיות עד לשנת 2032. נכון למועד זה הטיטה טרם התגבשה לכדי חוזר מחייב.



לחברה גמישות פיננסית נמוכה לדירוג ומאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל- CAP) גבוה יחסית של כ-47% ליום ה-30 ביוני 2020, אשר אינו צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני להערכתנו. חוזר הסולבנסי החדש, ככל ויאושר, צפוי להוביל לשיפור משמעותי ביחס כושר הפירעון של החברה ועשוי לתמוך לאורך זמן בהקטנת היקף החוב. כמו כן, להערכתנו צרכי שירות החוב באליהו הנפקות עשויים להכביד על הגמישות הפיננסית של החברה.

## שיקולים נוספים

### מח"מ התחייבויות ארוך יחסית תומך בפרופיל הנזילות

לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה. להערכתנו, מבטחים המאופיינים במח"מ התחייבויות ארוך וללא אופציות PUT לבעלי הפוליסה לקריאה לכסף פחות חשופים לסיכון נזילות וקיימת להם יכולת תגובה טובה יותר ולאורך זמן ארוך יותר, עובדה התומכת בשרידותם ובדירוגם. בנוסף, התנדוטיות שעלולה להיווצר בשל רישום נכסים בשווי שוק (MTM) לעיתים אינה משקפת את השווי הכלכלי עבור חברות ביטוח עם מח"מ התחייבויות ארוך, נוכח היכולת להחזיק את הנכסים הרלוונטיים לפדיון, על כן להערכתנו ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנדוטיות שוק קצרת טווח.

## שיקולים מבניים

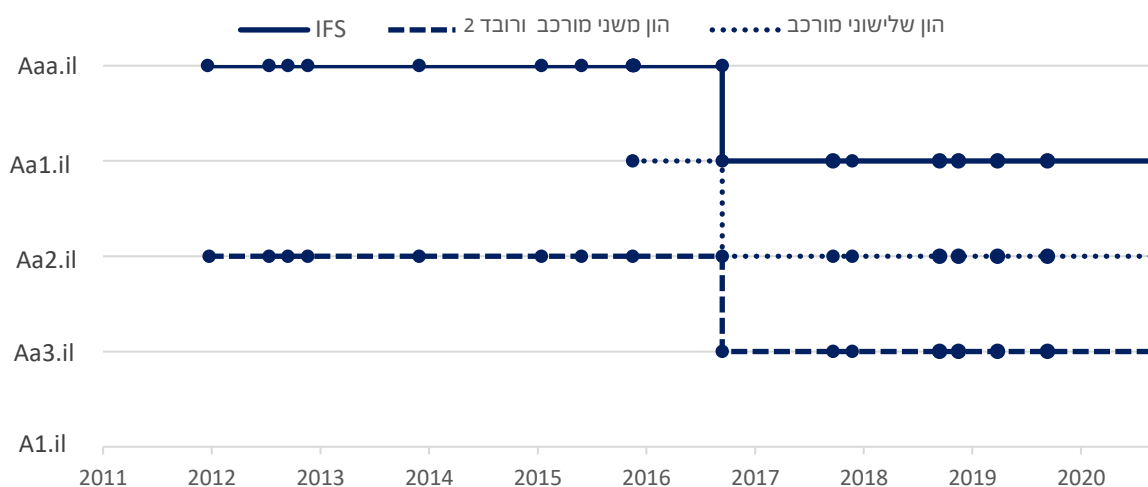
### מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, העוגן לדירוג החובות הנחותים (משני נחות, משני מורכב ורובד 2) הינו דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), ממנו אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייני החוזיים. אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון משני נחות והון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הפחתת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס ל-IFS, את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). עבור מכשירי הון רובד 2, אנו מעריכים כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות" הינה נמוכה בפער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה, ולפיכך היא לא גולמה בהורדת נוטש נוסף. "נסיבות משהות" מוגדרות על פי חוזר סולבנסי כיחס כושר פרעון העומד על כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה (כ-70% נכון ל-30 ביוני 2019) לאחר התאמת תרחיש מניית. יחס כושר הפרעון של החברה בתקופת הפריסה עמד על כ-135% נכון ל-30 ביוני 2019.

## אודות החברה

מגדל חברה לביטוח בע"מ, באמצעות חברות הבנות שלה ("הקבוצה"), פועלת בעיקר בתחום הביטוח, הפנסיה והגמל. פעילות הביטוח של הקבוצה, מתבצעת באמצעות החברה. פעילות הפנסיה והגמל של הקבוצה, מתבצעת באמצעות חברות הבנות של החברה: מגדל מקפת קרנות פנסיה וקופת גמל בע"מ ויוזמה קרן פנסיה לעצמאים בע"מ. הקבוצה מחזיקה גם בסוכנויות ביטוח, באמצעות מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ, שהינה בשליטה מלאה של החברה. בעלת המניות (100%) בחברה הינה מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ ("מגדל אחזקות" או "החברה האם"). מגדל אחזקות נשלטת (68.46%) על ידי אליהו הנפקות בע"מ (להלן: "אליהו הנפקות"). בעל השליטה הסופי בחברה הינו מר שלמה אליהו. מנכ"ל החברה הינו מר רן עוז.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

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

[חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי- דוח מיוחד הערת ענף, מרץ 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

15.09.2020	תאריך דוח הדירוג:
16.09.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
18.12.2011	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מגדל חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מגדל חברה לביטוח בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של 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.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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