

כלל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | יולי 2023

אנשי קשר:

לידור און

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

lidor.u@midroog.co.il

צביקה ארליכמן

אנליסט, מעריך דירוג משני

Tzvika.e@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים

moty.c@midroog.co.il

כלל חברה לביטוח בע"מ

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

מידורג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של כלל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "החברה"), ומותירה על כנם דירוגים של Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב ומכשירי הון רובד 2), שגויסו על ידי חברת הבת - כללביט מימון בע"מ (להלן: "כללביט"). אופק הדירוג יציב.

דירוגי החובות הנחותים מגלים את הנדחות המשפטיות-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"¹ הינה נמוכה ולפיכך, לא גולמה בהורדת נוטש נוסף עבור מכשירי הון רובד 2.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
ט'	1136050	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	31/07/2028
י'	1136068	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	31/07/2027
יא'	1160647	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31/03/2033
יב'	1179928	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31/03/2035
יג'	1197920	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31/03/2040

[1] משני מורכב

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי טוב, הבא לידי ביטוי בגודלה של החברה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, שליטה הולמת במערך ההפצה ובסיס לקוחות רחב ומפוזר. הפרופיל העסקי מושפע מפיזור קווי עסקים סביר עם שלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן, התומכות ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי. עם זאת, תמהיל הפרמיות מוטה למגזר חיים וחסכון ארוך טווח, אשר יוצא תנודתיות בתוצאות החברה לאור העובדה כי חלק מהותי מעבודות ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כולל מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג, ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים ומדיניות ניהול סיכונים הולמת. נציין לחיוב את פעולות החברה במסגרת ניהול הנכסים וההתחייבויות, במקביל לשינויים רגולטוריים² לאופן חישוב עתודות ה-LAT, אשר מיתנו את רגישות העתודות הביטוחיות לשינויים בעקום הריבית, ותומכים להערכתנו ביציבות כריות הרווחיות וההון. הפרופיל הפיננסי של החברה מושפע לשלילה מרווחיות נמוכה יחסית לדירוג, אולם זו נמצאת במיקוד החברה כפי שמתבטא ביעדי התוכנית האסטרטגית להידוק רמת ההוצאות במקביל לצמיחה מוכוונת רווחיות. כמו כן, הלימות ההון הולמת את רמת הדירוג ומשתקפת גם בעודפי הון ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2, כאשר יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 31 בדצמבר 2022 עמדו על כ-178% (בהתחשבות בתקופת הפריסה) וכ-109% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה). יחסים אלו הולמים ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה³, ותומכים להערכתנו בגמישותה העסקית וביכולתה של החברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, וזאת נוכח הפער מהדרישה הרגולטורית. החברה מאופיינת בפרופיל נזילות בולט לטובה, בין היתר, לאור מח"מ ההתחייבויות הארוך כאשר הגמישות הפיננסית סבירה ביחס לרמת הדירוג, ונתמכת בחוסר לחץ לחלוקת

¹ הון נדרש ל-"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה לאחר התאמת תרחיש מניות לפי חוזר סולבנסי (להלן: "יחס כושר הפירעון הנדרש").

² עדכון הוראות החוזר המאוחד - הקצאת נכסים שאינם בשווי הוגן בעת חישוב בדיקת נאותות העתודה (LAT).

³ מגדל חברה לביטוח בע"מ, מנורה מבטחים ביטוח בע"מ, הראל חברה לביטוח בע"מ והפניקס חברה לביטוח בע"מ.

דיבידנדים בטווח הקצר מהחברה האם, כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "חברת האם" או "כלל החזקות") נוכח החלטת דירקטוריון החברה לקבוע יעד הון לחלוקת דיבידנד.

בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל ייצור ההכנסות. נוסף על כך, סביבה מוניטרית מקשה המאופיינת ברמות אינפלציה וריבית גבוהות, אשר פוגעות בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, משפיעות על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. מנגד, העלייה ברמת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי זנב ארוך.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו צופים תחזית חיובית מסוימת בפוטנציאל ייצור הרווחים ביחס לממוצע בשנים האחרונות, אשר נתמכת בעליית מחירי פרמיות בענף הביטוח הכללי ומנגד, הערכתנו כי לגבי הסביבה העסקית וכן הסביבה המאקרו כלכלית, אשר תמשכנה להעיב על ענף הביטוח ובפרט, על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בנית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון וחשיפה לעומס רגולטורי המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות.

לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות נמוכים ותנודתיים ביחס לרמת הדירוג, כך שיחס ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו, צפויים להיות תנודתיים ולנוע בטווח שבין 1.2%-2.1%, בתקופת התחזית. כתוצאה מכך, אנו צופים אתגר בבניית הכרית ההונית, אשר תושפע גם מגורמים אקסוגניים וביניהם עקום הריבית והשפעות פיננסיות, כאמור.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גיוון ופיזור מקורות ההכנסה
- שיפור משמעותי בכרית הרווחיות החיתומית ויציבותה לאורך זמן
- בניה יציבה ומשמעותית של הכרית ההונית הכלכלית

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה בנתחי השוק במגזרים השונים לאורך זמן
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה ו/או שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת
- שחיקה ביחס לדרישות ההון הרגולטוריות לאורך זמן

כלל חברה לביטוח בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2022	31.03.2023	מיליוני ש"ח
116,662	123,908	144,844	143,412	144,277	143,703	סה"כ נכסים
4,890	5,464	6,799	6,497	7,000	6,523	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
81	574	1,335	(301)	202	25	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
9,667	9,495	10,601	11,510	2,887	2,883	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
5,986	5,729	6,391	6,844	1,791	1,652	מתוכם בביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח
1,329	1,296	1,406	1,599	369	417	מתוכם בביטוח בריאות
2,353	2,471	2,804	3,068	727	814	מתוכם בביטוח כללי
8,402	8,028	9,013	9,845	2,489	2,455	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
10,050	5,281	14,405	(4,677)	(292)	1,195	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה (כולל רווח כולל אחר)

163%	152%	168%	178%	NR	NR	יחס כושר פירעון [1]
101%	92%	92%	109%	NR	NR	יחס כושר פירעון ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה

יחסים מותאמים של מידרוג

51%	43%	36%	41%	36%	41%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
0.9%	5.8%	11.9%	(2.5%)	6.7%	0.8%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]
0.9%	6.1%	12.6%	(2.6%)	7.0%	0.9%	רווח כולל לפרמיה ברוטו

[1] כולל התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה וכולל התאמת תרחיש מניות והשפעת פעולות הונות מהותיות שהתרחשו בתקופה שבין תאריך החישוב לתאריך פרסום דוח יחס כושר פירעון; הנתון ליום 31.12.2018, מוצג בהתחשב בהוראות המעבר כפי שהיו בתוקף לאותו מועד. [2] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנת.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב המשתקף בגודלה המשמעותי של החברה, אולם מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך יחסית

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה הולמת במערך ההפצה התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי. החברה הינה המבטח הרביעי בגודלו בישראל לאורך זמן, ובעלת היקף נכסים מנוהלים (AUM) כולל משמעותי (לרבות פנסיה וגמל) בסך של כ-300 מיליארד ₪⁴ נכון ליום 31 במרץ 2023. גודלה של החברה מתבטא, בין היתר, בנתח שוק משמעותי (במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו) בשיעור של כ-15.6% נכון ליום 31 במרץ 2023, המשקף המשך צמיחה בתחומי פעילותה בשנים האחרונות (2020: 14.2%), בהתאם לתוכנית האסטרטגית⁵ שגיבשה החברה ותיקופה הצפוי במהלך שנת 2023, תוך חיזוק הקשר מול מערך ההפצה והסוכנים, לצד שיפור במדדי התשואות בתקופה האחרונה. נציין, כי לחברה מיצוב עסקי חזק בתחום ביטוחי החיים וחיסכון ארוך טווח, כפי שמשתקף בנתח השוק המשמעותי לאורך זמן מסך פרמיות שהורווחו ברוטו במגזר זה (לא כולל דמי גמולים בפנסיה ובגמל), בשיעור של כ-22.3% נכון ליום 31 במרץ 2023. לחברה פיזור קווי עסקים סביר ביחס לדירוג עם שלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן, התומכות ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי. בתוך כך, אנו בוחנים את פיזור ההכנסות לפי קו הפעילות⁶ הגדול ביותר (במונחי פרמיות ודמי ניהול) ביחס לסך קווי הפעילות, כאשר קו פעילות זה היווה כ-59% מהכנסות החברה ומקורו ממגזר חיים וחיסכון ארוך טווח, המשקף תמהיל הכנסות ריכוזי ויוצר תנודתיות בתוצאותיה של החברה, בשל העובדה כי חלק מהותי מעבודות ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח כולל מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה הינם סוכני וסוכנויות ביטוח, כאשר אנו סבורים כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תמשיך לפעול לגיוון מודל ההפצה בשנים הקרובות, תוך חיזוק ערוץ הדיגיטל מול הסוכנים והלקוחות, אולם להערכתנו, חלקו בתמהיל ערוצי השיווק לא יהיה מהותי בטווח הזמן הקצר. כמו כן, אנו מעריכים כי מבטחים שלא יאמצו חדשנות טכנולוגית ויתאימו את המודל העסקי לאורך זמן, עלולים לחוות שחיקה משמעותית במיצובם העסקי.

⁴ על פי נתוני החברה.

⁵ בדצמבר 2019 אושרה תוכנית אסטרטגית תלת שנתית לחברה, אשר נערכה בשיתוף עם גוף ייעוץ חיצוני, ומטרתה להביא, בין היתר, לצמיחה מואצת בת קיימא ולהתייעלות תפעולית.

⁶ מידרוג בוחנת ארבעה קווי פעילות וביניהם: ענפי הרכב (רכב חובה + רכב רכוש), ענפי הרכוש (רכוש אחר וחבויות), ענף חיים וחיסכון ארוך טווח, וענף הבריאות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, סביבה מוניטרית מקשה המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות יחסית לשנים האחרונות, פוגעות בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, ומשפיעות על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. מנגד, העלייה בסביבת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי זנב ארוך. בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו סבורים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך צמיחה בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו. מחד, מגזר ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח צפוי להיות מושפע משוק עבודה הדוק שיתרום להמשך צמיחה בהיקפי הפעילות במשק, שישפיעו לחיוב על קצב ההפקדות השוטפות במגזר זה. מאידך, השפעות אלו תתמתנה מהמשך התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה-“ריסקים”) ומהתקנות להגבלת ההפקדה לביטוח מנהלים⁷ שתיכנסנה לתוקף החל מיום 1 בספטמבר 2023, וצפויות להעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות בענף. פוטנציאל הצמיחה במגזר הבריאות ייתמך בשיעור חדירה⁸ גבוה יחסית, לצד המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה, אשר ייצרו לחץ מחירים מסוים במגזר זה. אנו צופים, כי החברה תהנה מהמשך צמיחה תוך שמירה על נתחי שוק משמעותיים, כאשר עיקר הצמיחה תנבע מיציבות ביקושים עבור שירותי בריאות פרטיים, תוך התמקדות החברה בביטוחי הפרט הרווחיים יותר. אנו מעריכים צמיחה בהיקפי הפרמיות במגזר הביטוח הכללי, בשיעורים שינועו בטווח שבין 7.2%-21.0% בתקופת התחזית. צמיחה משמעותית זו, נובעת בעיקר מעליית מדד המחירים לצרכן והשפעות בשרשרת האספקה בענף רכב בשנים האחרונות, אשר תמכו בהתייקרות הפרמיות (והתביעות) בתקופת התחזית. לצד זאת, המשך צמיחה בפעילות הכלכלית ובשוק העבודה, צפויה להשפיע לחיוב על שיעורי הצמיחה במגזרי הרכוש והחבובות, וכנגזרת מכך על היקפי הפרמיות בתחומים אלו בענף.

פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה, ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר לגבי היקף התביעות. סיכון המוצרים בביטוח הכללי וביטוח הבריאות לזמן קצר טוב ביחס לדירוג, כאשר כ-66% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2023, הינן בגין חוזי ביטוח עם “זנב קצר”⁹. אלו מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים עם “זנב ארוך”¹⁰, אשר מאופיינים באי-ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר לשינויים בסביבה העסקית. להערכתנו, מדיניות ונהלי הבקרה להערכה ולניהול החשיפה מול מבטחי המשנה הינם הולמים. בהתאם לכך, נכון ליום 31 בדצמבר 2022, יחס החשיפה למבטח משנה הגדול ביותר מסך החשיפה, עמד על כ-7% והינו נמוך בהשוואה לענף (כ-17% בשנת 2022) ומשקף פיזור טוב של מבטחי משנה. בנוסף, יחס החשיפה למבטחי משנה מההון העצמי עמד על כ-45% וללא שינוי מהותי ביחס לשנתיים האחרונות. כמו כן, הברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי, באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה נמוכה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ-0.8% מההון העצמי ליום 31 בדצמבר 2022, אשר הינה בולטת לחיוב ונמוכה ביחס לענף.

שיעור העתודות ב-“סיכון גבוה” כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך, הינו סביר ביחס לדירוג ועמד על כ-28% נכון ליום 31 בדצמבר 2022. עם זאת, לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית, בין היתר, בשל מרכיב עתודות מהותי של קצבה עם מקדמים מובטחים תלויי תשואה, המאופיין ברמת סיכון בינונית כהגדרתנו, כאשר כ-72% מסך העתודות 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, ביניהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים דמוגרפיים. עם זאת, נציין לחיוב את פעולות החברה במסגרת ניהול הנכסים וההתחייבויות, במקביל לשינויים רגולטוריים¹¹ לאופן חישוב עתודות ה-LAT, אשר מיתנו במידה מסוימת את רגישות העתודות הביטוחיות בגין התיקים הארוכים בפוליסות ביטוחי החיים והבריאות, לתנודות בעקום הריבית חסרת הסיכון. להערכת מידרוג, החברה תמשיך לנהל את חשיפת הריבית שהיוותה גורם סיכון משמעותי ליציבות הרווח והכרית ההונית.

⁷ התקנות קובעות כי ההפקדה ל-“ביטוח מנהלים” למצטרפים חדשים תוגבל בתנאי ששכרם גבוה מפי שניים מהשכר הממוצע במשק.

⁸ פרמיות ברוטו לתמ.”.

⁹ רכב רכוש, רכוש אחר ובריאות לזמן קצר.

¹⁰ רכב חובה וחבובות.

¹¹ עדכון הוראות החוזר המאוחד - הקצאת נכסים שאינם בשווי הוגן בעת חישוב בדיקת נאותות העתודה (LAT).

בנוסף, פרופיל הסיכון נתמך בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבוטחים גדולים, המהווים כ-14% מסך הפרמיות המורווחות. על אף זאת, מודל הפעילות מוטה ביטוחי החיים מייצר הטיה מסוימת, כאשר לחברה קיימת חשיפה גבוהה יחסית ללקוחות גדולים בתחומי הביטוח הכללי, אשר היוו כ-43% מתמהיל הפרמיות במגזר זה. חשיפה זו עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכוני האשראי וסיכונים ענפיים לאורך המחזור הכלכלי ומגבילה תמחור מותאם סיכון, נוכח כוח המיקוח של הלקוחות. אנו מעריכים כי 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), משפר להערכתנו את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה ובענף כאחד, יכול לתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי. בנוסף, להערכתנו החברה תמשיך לשים דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח בכלל, ובתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר¹² בפרט.

איכות הנכסים הולמת ביחס לדירוג, אולם ניכרת עלייה בנכסי הסיכון של החברה ביחס לכרית הספיגה

פרופיל ההשקעות הנוסטרו של החברה, נכון ליום 31 במרץ 2023, מצביע על תיאבון מתמשך לסיכון אשר הולם ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס "נכסים בסיכון"¹³ מותאמים ביחס להון המוכר המותאם של כ-110%, יחס זה הושפע לרעה במהלך השנים האחרונות (דצמבר 2021: 100%) מעלייה בחשיפה לנכסי סיכון, הנובעת להערכתנו בעיקר נוכח התחרות הגוברת, אשר ייצרו תמריץ בקרב המבטחים לשיפור התשואות בתיקי העמיתים והנוסטרו, וזאת על אף גידול מסוים ברבעון הראשון של שנת 2023 בכרית ההונית, המהווה כרית ספיגה אפשרית כנגד סיכונים אלו. נכון לאותו מועד, תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כלל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-47%, הלוואות מגובות בבטוחות בשיעור של כ-13%, קרנות השקעה בשיעור של כ-10% ומזומנים ושווי מזומנים בשיעור של כ-9%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. נציין, כי החברה חשופה במידה גבוהה יחסית להלוואות פרטיות ביחס לשאר החברות בענף, אשר תומכת במיתון התנודתיות בתיק כתוצאה מתמורות בשוק ההון, אולם מגדילה את החשיפה לסיכוני אשראי. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל ההשקעות, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית, המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה ותנודתיות השווי.

שיעור הנכסים הבלתי-מוחשיים ושיעור הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי, חווה עלייה ניכרת בשנה האחרונה, אשר ניתן ליחסה בעיקר להפסדי הפעילות בשנה החולפת ולעלייה בהוצאות רכישה נדחות במגזר ביטוח חיים, ועמד על כ-40% נכון ליום 31 במרץ 2023, כאשר יחס זה הולם ביחס לדירוג ולקבוצת השוואה. להערכתנו, יחס זה צפוי להיוותר ברמה הולמת ביחס לדירוג בשל תמהיל הפעילות הצפוי, וזאת בהתאם להערכתנו בקשר עם בניית הכרית ההונית בתקופת התחזית.

מדדי הרווחיות נמוכים ביחס לרמת הדירוג, ותנודתיים בשל חשיפה לגורמים אקסוגניים

החברה מאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים ביחס לדירוג המוגבלים, בין היתר, בשל רווחיות חיתומית נמוכה כפי שמשקף ביחס משולב בשייר בביטוח הכללי, בשיעור של כ-105% בממוצע בין השנים 2018-2022, לעומת כ-99% בממוצע בענף באותה תקופה. עובדה זו, מייצרת תנודתיות גבוהה ברווחיות נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים ובפרט לעקום הריבית, לשוק ההון ולרגולציה, נוכח מבנה הוצאות קשיח והוצאות מיכון, הגוזרים יעילות תפעולית נמוכה ביחס לענף. האחרונה התבטאה גם בשיעור הוצאות בשייר (ER) גבוה יחסית, בשיעור של כ-32% בממוצע באותן שנים, לעומת כ-25% בקבוצת השוואה, אשר מעיב על שיעורי הרווחיות. עם זאת, נציין לחיוב את אסטרטגיית החברה, בין היתר, לצמיחה בהיקף ההכנסות וברווחיות עסק חדש לצד ריסון העלייה בהוצאות. בתוך כך, החברה שמה לה כיעד להתייעלות תפעולית וריסון רמת ההוצאות השוטפות שלה, באופן שיאפשר גידול בהכנסות וצמיחה, לאור התמקדות בצמיחה בעסק חדש במגוון ערוצי ההפצה שלה, בדגש על ערוץ הסוכנים והרחבת שיתופי הפעולה, תוך שימת דגש על מימוש פוטנציאל

¹² ראו דוח קשור של מידורג בנושא זה: [דקי המוניטין בעקבות מתקפות סייבר אשר עלולות לגבות מחיר עסקי מחברות, דוח מיוחד - אוקטובר 2020](#).

¹³ נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את 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 מסיכוני אשראי, סיכוני שוק או סיכוני נזילות.

המכירות ללקוחות קיימים וחדשים, שימורם ושיפור השירות, אשר באו לידי ביטוי ביחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו של החברה בין השנים 2018-2022, שעמדו בממוצע על כ-2.7% וכ-3.0% בהתאמה¹⁴.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2023-2024, אנו צופים חזרה לרווחיות מסוימת ביחס לשנת 2022, אשר התאפיינה בהפסד כולל אחר משמעותי, בשל עדכונים רגולטוריים והפסד בביטוח הכללי, בדומה לשאר הענף. אנו צופים כי הסביבה העסקית וכן הסביבה המאקרו-כלכלית תמשכנה להעיב על ענף הביטוח, ובפרט על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות. ניתן לראות זאת בעדכון לוחות התמורות, בהתאם לחוזר לתיקון הוראות החוזר המאוחד בעניין עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי ומודל שיפורי תמורות לחברות הביטוח ולקרנות הפנסיה, אשר התפרסם בחודש יוני 2022, והוביל לגידול משמעותי בהתחייבויות הביטוחיות של חברות בענף. מנגד, העלייה בעקום הריבית במהלך שנת 2022 קיזזה באופן חלקי את ההשפעות האמורות, וקיבלה ביטוי חיובי במהלך התקופה האחרונה, בעיקר לאור הקטנת עתודות ה-LAT. בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, אנו צופים המשך תנודתיות ברווחים, נוכח החשיפה לגורמים אקסוגניים כאמור. בנוסף, בשל התשואה הריאלית השלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח חיים המשתתפות ברווחים ששווקו עד שנת 2004, החברה לא רשמה דמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2022, לצד אובדן דמי הניהול שלא ייגבו בשל התשואה הריאלית השלילית וזאת עד להשגת תשואה חיובית מצטברת, בסך של כ-753 מיליון ₪ (נכון ליום 31 בדצמבר 2022), זאת בהשוואה לדמי ניהול משתנים בסך של 689 מיליון ₪ בשנה, שנגבו במהלך שנת 2021. נציין, כי מגמה זו מתמתנת נכון למועד הסמוך לפרסום הדוח, אך בשל התנודתיות הרבה בשווקים, אנו מעריכים כי קיימת אי-ודאות בנוגע ליכולת גביית דמי ניהול משתנים בטווח הזמן הקצר.

מגזר ביטוח הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף, לרבות יצירת מבנה פוליסה אחידה, אשר צפויות להמשיך ולהגביר את תחרות המחירים ולגרום ללחץ על הרווחיות במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי, אנו צופים כי רמת התחרות תיותר גבוהה, הן מצד החברות המסורתיות והן מצד החברות הישירות, על אף עלייה משמעותית במחירי הפרמיות הנגבות במגזר, לצד המשך פיתוח ושימוש גובר בכלים דיגיטליים המגבירים את התחרות בענף. זאת, במקביל לחזרה לפעילות שגרתית יחסית בענפי המשק, כפי שבאה לידי ביטוי בעומסים בצירי התנועה ושכיחות התביעות בענפי הרכב, וכן בעלייה בחומרת התביעות במהלך השנים האחרונות בענפי הרכב והפרט. לאור האמור לעיל, אנו מעריכים, כי שיפור הרווחיות יוכל לנבוע בעיקר משיפור ביעילות התפעולית, תוך שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות התפעוליות, בין היתר, באמצעות שימוש גובר בכלים טכנולוגיים לצד התייעלות בתביעות ושימוש במוסכי הסדר. לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות רבמה הולמת ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו, צפויים לנוע בטווח שבין כ-1.2% ובין כ-2.0%, בהתאמה, בתקופת התחזית.

הלימות ההון הולמת לדירוג, כפי שמשקף ביחס כושר הפירעון הכלכלי

יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלויי תשואה) עמד על כ-12.9% נכון ליום 31 במרץ 2023, והינו בולט לטובה ביחס לדירוג. היחס הושפע בשנה האחרונה מקיטון בהון העצמי בעקבות הפסדים בשנת 2022. להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני, היחס צפוי להיות יציב נוכח הערכתנו להמשך גידול מתון יחסית בהיקפי הנכסים וההון, וזאת כתוצאה מפוטנציאל רווחיות מתון יחסית. הלימות ההון של החברה משתקפת גם בעודפי הון ביחס לדירקטיבת סולבנס 2, כאשר יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 31 בדצמבר 2022, עמדו על כ-178% (בהתחשב בתקופת הפריסה) וכ-109% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה). האחרון מבטא שיפור ביחס לעומת השנים האחרונות, בהן החברה התקשתה לבנות את הכרית ההונית (הכלכלית), אשר הושפעה מגורמים אקסוגניים משמעותיים. נציין, כי יחסים אלו הולמים ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה כאחד, ותומכים להערכתנו בגמישות העסקית וביכולתה של החברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, וזאת נוכח המרווח מהדרישה הרגולטורית. דירקטוריון החברה קבע יעדי ניהול הון אשר על פיהן, טווח המטרה ליחס כושר פירעון כלכלי של החברה יעמוד בטווח שבין 150%-170%, ויעד יחס כושר פירעון מינימלי של 135% (יעדים אלו הינם ליחס כושר פירעון בהתחשב בסכום הניכוי בתקופת הפריסה עד תום שנת 2032, ולאחריה).

¹⁴ בהתחשב בתיקון רטרופקטיבי להשפעת חוזר ה-LAT על תוצאות שנת 2019.

בנוסף, דירקטוריון החברה קבע יעד הון לצורך חלוקת דיבידנד אשר עומד על 110%. נכון למועד הדוח, הפער השלילי מיעד ההון שקבע הדירקטוריון אינו מאפשר חלוקת דיבידנדים מהחברה לבעלי המניות. להערכת מידורג, החברה תמשיך לפעול לשמירת מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס.

פרופיל הנזילות בולט לטובה ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך, לצד גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של כ-3.7 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה המוטה ביטוחי חיים, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק (ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח) וכן חלקן בטווח הקצר (בביטוח הכללי), כאשר בתקופת התחזית, אנו מתחשבים בפירעונות של כתבי התחייבויות נדחים (סדרה ח' ו-י'), ומחזור החוב כנגדם, כך שלא יחול שינוי משמעותי ביחס המינוף בשנות התחזית. לפיכך, החברה תמשיך להערכתנו להישאר קרובה למגבלת ההכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2 (40% מה-SCR). הגמישות הפיננסית מוערכת על ידינו כהולמת ביחס לדירוג, על אף פעולות גיוס ההון האחרונות של חברת האם, כלל אחזקות, ראוי לציין שהחברה אינה צפויה לעמוד בלחץ משמעותי לחלוקת דיבידנד לצורך שירות החוב. הערכה זו מביאה בחשבון את ההסדרים הפיננסים ומבנה ההון, הנובעים מרכישת חברת האם את חברת "מקס איט פיננסים בע"מ". יחד עם זאת, אנו מעריכים כי לחברה קיימים כלים נוספים על מנת להתמודד עם שחיקה אפשרית ביחס כושר הפירעון, אשר תומכים במידה מסוימת בגמישותה הפיננסית של החברה, אולם מנגד, עלולים ליצור לחץ על הפרופיל הפיננסי ועל מדדי הרווחיות במידה והחברה תשתמש בהם.

שיקולים נוספים לדירוג

שיקולי ESG

שיקולי סביבה: חברות הביטוח בישראל ובפרט מבטחים הפועלים בענף ביטוח כללי, חשופים לסיכונים אשר עלולים להתממש נוכח שינויי אקלים. קיימת חשיפה פוטנציאלית של שינויי אקלים על התדירות והחומרה של אסונות טבע (רעידות אדמה, שריפות, שיטפונות וכדומה), אשר עלולים לגבות הפסדים משמעותיים ולהשפיע על המודלים האקטואריים, כאשר להערכתנו קיים קושי לאמוד את השפעתם של אירועי האקלים ככל ויתממשו, ועל כן משליכים על אי-הוודאות הנגזרת מסיכון זה. בעוד שיכולת המבטחים לתמחר מחדש בדרך כלל פוליסות ביטוח על בסיס תקופתי, השכיחות העולמית הגוברת של הפסדי קטסטרופה הקשורים לשינויי האקלים והצטברות של סיכונים אלו, יוצרים מורכבות נוספת בנושא חיתום וניהול סיכונים. מנגד, חשיפות אלו ממותנות בעיקר כתוצאה משימוש בביטוח משנה להעברת סיכונים, אולם לחברות הביטוח קיימת חשיפה עקיפה באמצעות איתנותם הפיננסית של מבטחי המשנה, אשר מבטחים את חברות הביטוח המקומיות כאמור, ופגיעה בהם עלולה ליצור סיכון נוסף עבור חברות הביטוח בענף. אנו סבורים כי סיכונים אלו מקבלים ביטוי הולם במטריצת הדירוג ובפרט בפרמטר "סיכון מוצרים-ביטוח כללי ובריאות ז"ק" וכן ביחס כושר הפירעון, אשר מביא לידי ביטוי תרחישים שונים ביחס להון הנדרש מהחברה.

שיקולים חברתיים: חברות הביטוח בישראל, ובפרט מבטחים הפועלים בענפי ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח והבריאות, חשופים לשינויים דמוגרפיים וחברתיים משמעותיים, ביניהם: אריכות ימים ועלייה בשיעור התחלואה. כך, לעלייה בתוחלת החיים עקב קיטון בשיעורי תמותה לאחר גיל הפרישה, השפעה על תקופת תשלומי הקצבה העתידיים (בעיקר עם התפתחות צבירה בפוליסות עם מקדם מובטח), ולפיכך צפויים לגרור עלייה בעתודות הנדרשות כנגד תשלומים אלו. כמו כן, גידול בשיעורי התמותה למבטחים בביטוח חיים הכוללים פיצוי במקרה מוות ("ריסק"), לרבות במקרה של קטסטרופה, עלול להשפיע על הפסד מידי ועל שווי התיק. לגידול בתחלואה לרבות סיעוד, אובדן כושר עבודה וביטוח תרופות, השפעה מהותית על היקף הרווח של חברות הביטוח. אנו סבורים כי סיכונים אלו מקבלים ביטוי הולם במטריצת הדירוג ובפרט, בפרמטר "סיכון מוצרים-ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, סיעודי ובריאות ז"א", וכן ביחס כושר הפירעון, אשר מביא לידי ביטוי תרחישים שונים ביחס להון הנדרש מהחברה.

שיקולים ממשל תאגידי: מידורג בחנה את השפעת נושא ממשל התאגידי על החברה ואינה מניחה חשיפה משמעותית להיבטים אלו.

מח"מ התחייבויות ארוך יחסית התומך בפרופיל הנזילות

לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה כאחד. 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, עובדה התומכת בשרידותם ובדירוגם. בנוסף, התנודתיות שעלולה להיווצר בשל רישום נכסים בשווי שוק (MTM) לעיתים אינה משקפת את השווי הכלכלי עבור חברות ביטוח עם מח"מ התחייבויות ארוך, נוכח היכולת להחזיק את הנכסים הרלוונטיים לפדיון, על כן, להערכתנו ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח.

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, העוגן לדירוג החובות הנחותים (הון משני מורכב והון רובד 2) הינו דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), ממנו אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו החוזיים. אנו מפחיתים שתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון משני מורכב/רובד 2. הפחתת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס ל-IFS וכן, את השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם (בטריגר החוזי ל-"נסיבות משהות", או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). עבור מכשירי הון רובד 2, אנו מעריכים כי אי-הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל-"נסיבות משהות" הינה נמוכה מהותית מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה, ולפיכך היא לא גולמה בהורדת נוטש נוסף. "נסיבות משהות" מוגדרות על פי חוזר סולבנסי כיחס כושר פירעון העומד על כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה, לאחר התאמת תרחיש מניות. יחס כושר הפירעון של החברה בתקופת הפריסה עמד על כ-178% נכון ליום 31 בדצמבר 2022.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.03.2023			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	תת פרמטר	פרמטר
Aaa.il	~15.6%	Aaa.il	15.6%		מיצוב עסקי
Aa.il	-	Aa.il	-		ערוצי הפצה
A.il	~59%	A.il	59%		פיזור הכנסות
Aaa.il	~66%	Aaa.il	66%		סיכון המוצרים - ביטוח כללי ובריאות ז"ק
Aa.il	~28%	Aa.il	28%		סיכון המוצרים - ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, סיעודי ובריאות ז"א
Aa.il	~14%	Aa.il	14%		שיעור חשיפה לקולקטיבים ומפעלים גדולים (קבוצתי מסך הפרמיות)
Aa.il	-	Aa.il	-		מדיניות ניהול סיכונים
Aa.il	~109.6%	Aa.il	109.6%	נכסים בסיכון/ הון עצמי	איכות נכסים
Aa.il	~40.6%	Aa.il	40.6%	DAC חיים+ נב"מ/ הון עצמי	
Aa.il	~178%	Aa.il	178%	% עודף הון על הדרישות הרגולטוריות [1]	
Aaa.il	~12.9%	Aaa.il	12.9%	הון עצמי / סך הנכסים במאזן (ללא תלוי תשואה)	הלימות ההון
A.il*	2.1%-1.2%	Baa.il	0.9%	תשואה על מקורות מימון (ROC)	רווחיות
A.il*	3.0%-0.9%	Baa.il	0.9%	רווח כולל לפרמיה ברוטו	
Aaa.il	3.7x	Aaa.il	3.7x	יחס נזילות (ללא תלוי תשואה)	
Aa.il	-	Aa.il	-		גמישות פיננסית
Aa2.il		הערכת איתנות פיננסית נגזרת			
Aa1.il		הערכת איתנות פיננסית בפועל			

* בתקופת התחזית (2023-2024)

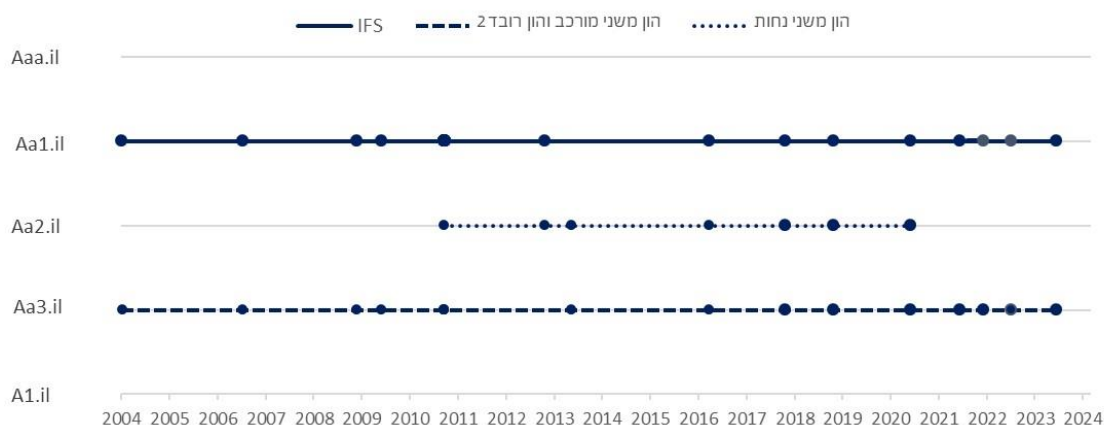
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 10 בספטמבר 1962. כ-99.97% מהונה המונפק והנפרע של החברה מוחזק על ידי כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ, חברה אשר ניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. נכון למועד הדוח, בעלת המניות העיקרית של כלל החזקות הינה אלרוב נדל"ן המחזיקה בכ-15% מהון המניות המונפק של כלל החזקות. בעלי מניות מהותיים נוספים בכלל החזקות הינם חברות מקבוצת הראל (כ-6.9%) וחברות מקבוצת הפניקס (כ-6.93%). החברה פעילה בעיקר בתחומי הביטוח, הפנסיה והגמל והינה אחת מחברות הביטוח והפיננסים הגדולות בישראל. פעילות החברה וחברות הבנות שלה, הינה בעיקר

בשלושה תחומי פעילות: חסכון ארוך טווח, ביטוח כללי וביטוח בריאות. הפעילות בתחום הביטוח מתבצעת ככלל בישראל. הפעילות הביטוחית מתבצעת על ידי החברה, למעט עסקי ביטוח אשראי, שמבוצעים באמצעות כלל ביטוח אשראי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, מאי 2022](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

18.07.2023	תאריך דוח הדירוג:
29.06.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
02.11.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
כלל חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
כלל חברה לביטוח בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>