

# מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

מעקב | מאי 2023

## אנשי קשר:

צביקה ארליכמן  
אנליסט, מעריך דירוג ראשי  
[Tzvika.e@midroog.co.il](mailto:Tzvika.e@midroog.co.il)

איתי נברה, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[Itay.navarra@midroog.co.il](mailto:Itay.navarra@midroog.co.il)

## מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

|                  |              |                                    |
|------------------|--------------|------------------------------------|
| אופק דירוג: יציב | Aa1.il       | דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS) |
| אופק דירוג: יציב | Aa2.il (hyb) | הון משני נחות ושלישוני מורכב       |
| אופק דירוג: יציב | Aa3.il (hyb) | הון משני מורכב והון רובד 2         |

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ (להלן: "מנורה" ו/או "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 ומכשירי הון רובד 2), שגויסו על ידי החברה ובאמצעות חברת הבת מנורה מבטחים 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 המשוות" הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוסף עבור מכשירי הון רובד 2.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג       | אופק דירוג | הון לפי משטר סולבנטי | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|-------------|------------|----------------------|------------------|
| ג'        | 1131911       | Aa3.il(hyb) | יציב       | הון רובד 2 [1]       | 01/10/2030       |
| ד'        | 1135920       | Aa2.il(hyb) | יציב       | הון רובד 2 [2]       | 01/07/2027       |
| -         | לא סחיר       | Aa3.il(hyb) | יציב       | הון רובד 2 [1]       | 01/07/2034       |
| ה'        | 1143411       | Aa3.il(hyb) | יציב       | הון רובד 2           | 30/06/2032       |
| ו'        | 1160241       | Aa3.il(hyb) | יציב       | הון רובד 2           | 30/09/2030       |
| -         | לא סחיר       | Aa3.il(hyb) | יציב       | הון רובד 2           | 01/07/2034       |
| ז'        | 1184191       | Aa3.il(hyb) | יציב       | הון רובד 2           | 31/12/2033       |

[1] משני מורכב  
[2] שלישוני מורכב

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הולם, הנתמך בגודלה של החברה ובעלת היקף נכסים מנוהלים (AUM) כולל של כ-47 מיליארד ש"ח נכון לסוף שנת 2022. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית (במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו) של כ-10%. הפרופיל העסקי מושפע גם משליטה הולמת במערך ההפצה ובסיס לקוחות רחב ומפוזר לצד פיזור קווי עסקים טוב יחסית עם שלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן, התומכות ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. כמו כן, פרופיל הסיכון הולם את רמת הדירוג, ומתאפיין בסיכון מוצרים בינוני יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי. הפרופיל הפיננסי של החברה מאופיין באיכות נכסים סבירה לדירוג, כאשר רווחיות החברה סבירה ביחס לקבוצת השוואה<sup>1</sup>, המושפעת מרווחיות חיתומית גובהה יחסית בביטוח הכללי, אולם תנודתית בשל חשיפתה לגורמים אקסוגניים. עם זאת, רווחיות זו תומכת בבניית הכרית ההונית, שתיבנה בקצב סביר להערכתנו, וכתלות בהיקף הדיבידנדים, ככל שיחולקו.

<sup>1</sup> על פי נתוני החברה

<sup>2</sup> הפניקס חברה לביטוח, מגדל חברה לביטוח, כלל חברה לביטוח ומנורה מבטחים ביטוח

יחד עם זאת, הלימות ההון של החברה בולטת לטובה, כפי שמשתקף גם ביחס כושר הפירעון הכלכלי הנוכחי והצפוי, אשר באים לידי ביטוי גם בגמישות הפיננסית שהינה הולמת את רמת הדירוג. פרופיל הנזילות של החברה טוב ביחס לדירוג הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית. יחס כושר הפירעון (SCR) ליום ה-30 ביוני 2022, עמדו על כ-147.5% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה) וכ-179.3% (בהתחשבות בהוראות לתקופת הפריסה). יחסים אלו טובים ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה, ותומכים להערכתנו בגמישותה העסקית וביכולתה של החברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, וזאת נוכח הפער מהדרישה הרגולטורית. 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 עם רמת אינפלציה משמעותית וריבית גבוהה אשר פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שווקי ההון ומשפיעות על הצמיחה הענפים ועל רווחי החברה. מנגד, העלייה ברמת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי זנב ארוך. בתרחיש זה אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, כאשר בשנות התחזית, החברה תציג צמיחה מסוימת בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים התמתנות מסוימת בפוטנציאל ייצור הרווחים ביחס לשנתיים האחרונות, זאת בעיקר בשל הערכתנו כי לגבי הסביבה העסקית וכן הסביבה המאקרו כלכלית, אשר ימשיכו 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, אולם העלייה בעקום הריבית בתקופה האחרונה צפויה להשפיע לחיוב על החברות בענף, ובפרט על חברות בעלי מח"מ התחייבויות ארוך, כך שימתנו במידה מסוימת את ההשפעות הפיננסיות האמורות. לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות ברמה סבירה לדירוג, כך שיחסי-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו צפויים לנוע בטווח שבין 3.7%-4.4% ובין 1.9%-3.0%, בהתאמה, בטווח התחזית. אנו צופים כי בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר והבינוני תהיה מתונה ביחס לתקופה האחרונה, נוכח הסביבה העסקית המאתגרת, שגזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים סביר יחסית ותנודתי, לצד הנחתנו להמשך חלוקת דיבידנדים בטווח התחזית.

## 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 להורדת הדירוג:

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

## מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

| מיליוני ₪                                                 | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 |
|-----------------------------------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| סה"כ נכסים <sup>[1]</sup>                                 | 44,270     | 49,971     | 51,741     | 56,219     | 54,286     |
| סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה <sup>[1]</sup>       | 1,680      | 1,749      | 2,118      | 2,538      | 2,625      |
| סה"כ רווח כולל המשוך לבעלי המניות של החברה <sup>[1]</sup> | 35         | 120        | 369        | 623        | 186        |
| סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו                                | 6,651      | 6,773      | 7,009      | 6,404      | 7,048      |
| מתוכם בביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח                       | 3,379      | 3,375      | 3,246      | 2,370      | 2,592      |
| מתוכם בביטוח בריאות                                       | 907        | 1,110      | 1,496      | 1,625      | 1,906      |
| מתוכם בביטוח כללי                                         | 2,371      | 2,288      | 2,267      | 2,409      | 2,547      |
| סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר                                | 5,873      | 5,938      | 6,064      | 5,268      | 5,770      |
| סה"כ רווחי השקעה (כולל רווח כולל אחר)                     | 151        | 3,915      | 1,306      | 5,335      | (2,634)    |

|                                                                     |        |        |        |        |     |
|---------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|-----|
| יחס כושר פירעון <sup>[2]</sup>                                      | 179.6% | 161.7% | 176.7% | 157.6% | N/R |
| יחס כושר פירעון ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה <sup>[3]</sup> | 119.0% | 119.5% | 138.6% | 128.9% | N/R |

## יחסים מותאמים של מידורג

|                                            |      |      |      |       |      |
|--------------------------------------------|------|------|------|-------|------|
| נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC מההון העצמי       | 71%  | 65%  | 53%  | 46%   | 47%  |
| תשואה על מקורות מימון (ROC) <sup>[4]</sup> | 1.1% | 3.5% | 9.5% | 15.0% | 4%   |
| רווח כולל לפרמיה ברוטו                     | 0.7% | 1.8% | 5.3% | 9.7%  | 2.7% |

<sup>[1]</sup> החל משנת 2018, כולל השפעת תיקון חוזר ה-LAT שפורסם במרס 2020, והחל משנת 2019 בסעיף סך הרווח הכולל המיוחס לבעלי המניות בחברה; <sup>[2]</sup> כולל השפעת פעולות הונות מהותיות שהתרחשו בתקופה שבין תאריך החישוב לתאריך פרסום דוח יחס כושר פירעון; <sup>[3]</sup> ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניית ובהתחשב באירועים בין תאריך המאזן לתאריך הדיווח; <sup>[4]</sup> רווח כולל (שנתי) לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והון עצמי מיוחס לבעלי המניות בתקופה

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## פרופיל עסקי הולם לרמת הדירוג המשתקף בגודלה של החברה, הנתמך בפיזור קווי פעילות התומכים ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור

החברה הינה המבטח החמישי בגודלו בישראל במונחי פרמיות ברוטו ל-31 בדצמבר 2022 ולאורך זמן, ובעלת היקף נכסים מנוהלים כולל של כ-47 מיליארד ₪<sup>3</sup> נכון לסוף שנת 2022. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית (במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו) של כ-10% בממוצע בשנים 2020-2022. הפרופיל העסקי נתמך משליטה הולמת במערך ההפצה ובסיס לקוחות רחב ומפוזר. בנוסף נתמך בפיזור קווי עסקים טוב יחסית, המשתקף בשלוש רגליים משמעותיות: ביטוח חיים וחיסכון א"ט (כ-38% מסך הפרמיות ברוטו בשנת 2022), ביטוח כללי (כ-37%) וביטוח בריאות (כ-25%). בתוך כך, אנו בוחנים את פיזור ההכנסות לפי קווי הפעילות הגדול ביותר (במונחי פרמיות ודמי ניהול) ביחס לסך קווי הפעילות, כאשר קו פעילות זה היווה כ-38% (לעומת כ-47% בממוצע בשנים 2019-2021) ומקורו ממגזר חיים וחיסכון ארוך טווח. יתר קווי הפעילות מפוזרים יחסית, כאשר מגזר הבריאות היווה כ-25%, ענפי הרכב כ-20% וענפי החבויות והרכוש כ-17%. להערכתנו, פיזור זה תומך ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור, תוך התמודדות עם שינויים בסביבה העסקית, שינויים רגולטוריים והשפעות מאקרו-כלכליות, ומשקף את מיקודה העסקי של החברה בביטוחי הבריאות בשנים האחרונות.

לחברה שליטה הולמת במערך ההפצה, כפי שמשתקף ביחס הוצאות שיווק לפרמיות ברוטו שעמד על כ-17.5% נכון לשנת 2022, כאשר ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה הינם סוכני וסוכנויות ביטוח, ובעיקר סוכנויות ביטוח חיצוניות. יחד עם זאת, אנו סבורים, כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תמשיך לגנון את ערוצי ההפצה, תוך חיזוק ערוץ ההפצה הישיר. עם זאת, חלקו בתמהיל ערוצי השיווק עדיין לא יהיה מהותי בטווח הזמן הקצר, להערכתנו.

בתרחיש הבסיס שלנו 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 עם רמת אינפלציה משמעותית וסביבת ריבית גבוהה יחסית לשנים

<sup>3</sup> על פי נתוני החברה<sup>4</sup> מידורג בוחנת ארבעה קווי פעילות וביניהם: ענפי הרכב (רכב חובה+רכב רכוש), ענפי הרכוש (רכוש אחר וחבויות), ענף חיים וחיסכון ארוך טווח וענף הבריאות

האחרונות פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שווקי ההון ומשפיעות על הצמיחה הענפים ועל רווחי החברה. מנגד, העלייה ברמת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי זנב ארוך. בתרחיש זה, אנו סבורים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך שמירה על היקפי הפרמיות המורווחות ברוטו בשנת 2023 ביחס לשנת 2022, כאשר בשנת 2024, אנו צופים צמיחה מסוימת בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו. מגזר ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח צפוי להיות מושפע מחד משוק עבודה הדוק שיתרום להמשך צמיחה בהיקפי הפעילות במשק ולהמשך עלייה בשכר הריאלי שישפיעו לחיוב על קצב ההפקדות השוטפות במגזר זה. עם זאת, השפעות אלו ימותנו מהמשך התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה"ריסקים"), מהגבלות רגולטוריות שהוטלו בשנים האחרונות בעיקר על תחום ביטוח המנהלים, אשר צפויים להמשיך ולהעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות. במגזר הבריאות פוטנציאל הצמיחה ייתמך בשיעור חדירה<sup>5</sup> גבוה יחסית, לצד המשך תחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה, אשר יצרו לחץ מחירים מסוים במגזר זה. אנו צופים כי החברה תהנה מהמשך צמיחה תוך שמירה על נתחי שוק משמעותיים, כאשר עיקר הצמיחה תנבע מהמשך ביקוש עבור שירותי בריאות פרטיים, תוך התמקדות החברה בביטוחי הפרט הרווחיים יותר. במגזר הביטוח הכללי אנו צופים התמתנות מסוימת בהיקפי הפרמיות בשנת 2023, וצמיחה בהיקפי הפרמיות בשנת 2024 כאשר השחיקה במהלך 2023 נובעת בעיקר ממגזר רכב חובה לאור ההסדר מול ביטוח לאומי לעניין פיצויים מכוח חוק הביטוח הלאומי (להלן: "המל"ל") להשבת גמלאות ששילם המל"ל על מקרים המשמשים עילה גם לחייב את חברות הביטוח. החוק קבע כי בשנים 2023 ו-2024 כ-10% מדמי הביטוח שייגבו על ידי החברה יועברו למל"ל בכל שנה. זאת לצד עליית מדד המחירים לצרכן והשפעות בשרשרת האספקה בענף רכב כוש אשר תומך ב התייקרות הפרמיות (והתביעות) בטווח התחזית.

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

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים בינוני יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה לגבי היקף התביעות. סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר מוערך על ידינו כהולם לדירוג, כאשר כ-65% מסך הפרמיות ברוטו בשנת 2022 הין בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר"<sup>6</sup>. אלו מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב"<sup>7</sup>, אשר מאופיינים באי וודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר לשינויים בסביבה העסקית. להערכתנו, החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים וסיכונים הקטסטרופה שלה (בביטוח הכללי) בצורה קפדנית יחסית, כפי שמתבטא במדיניות ונוהלי הבקרה להערכה ולניהול החשיפה מול מבטחי המשנה השונים. בהתאם לכך, החברה קבעה דירוג מינימאלי של A3 (או דירוג מקביל מסוכנות דירוג אחרת) למבטח משנה בתחום האלמנטרי, הבריאות והחיים. נכון ל-31 בדצמבר 2022, יחס החשיפה למבטח משנה הגדול ביותר מסך החשיפה עמד על 28% ומשקף מגמת ירידה לעומת ממוצע שנים 2019-2021, כאשר שיעור החשיפה עמד על כ-35% בממוצע. בנוסף, יחס החשיפה למבטחי משנה מההון העצמי עמד על כ-73% המשקף מגמת עלייה לעומת ממוצע של כ-63% שנים 2019-2021. יחסים אלו גבוהים ביחס לקבוצת השוואה ומשקפים את הסתמכותה של החברה במבטחי משנה בפעילות העסקית שלה. כמו כן, החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה בשייר יציבה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ-2% מההון העצמי ליום ה-31 בדצמבר 2022. שיעור העתודות ב"סיכון גבוה" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך סביר לרמת הדירוג ועמד על כ-29% נכון ל-31 בדצמבר 2022. יחס זה משקף חשיפה מסוימת למנגנוני הבטחת תשואה ולא תוחלת חיים, אשר חושפים את המבטחים לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית, תנודתיות שוק ההון ולסיכונים הדמוגרפיים.

<sup>5</sup> פרמיות ברוטו לתמ"ג

<sup>6</sup> רכב רכוש, רכוש אחר ובריאות לזמן קצר

<sup>7</sup> רכב חובה וחבויות

בנוסף, פרופיל הסיכון מושפע מחשיפה מסוימת לקולקטיבים ומבטחים גדולים, חשיפה אשר עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים אשראי וסיכונים ענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. חשיפה זו היוותה כ-29% מסך הפרמיות המורווחות ברוטו ליום 31 בדצמבר 2022, הינה נמוכה לרמת דירוג, והושפעה בשנים האחרונות נוכח זכייתה של החברה בהסכם למתן שירותי ביטוח סיעודי קבוצתי עבור חברי קופ"ח לאומית ומאוחדת בשנים 2019 ו-2020 בהתאמה. עם זאת, קולקטיבים אלו מאופיינים בפיזור מבטחים רחב יחסית, הממתנים את הסיכונים הנזכרים לעיל. אנו מעריכים כי מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה כהולמים ביחס לדירוג. אלו נתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA), צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה, כמו גם בענף ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי. בנוסף, מידורג מצפה כי החברה תמשיך לתת דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח בכלל ובתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר<sup>8</sup> בפרט.

### איכות הנכסים סבירה לדירוג, זאת בגין יחס נכסי סיכון להון הגבוה ביחס לכרית הספיגה

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס "נכסי סיכון"<sup>9</sup> להון העצמי שעמד על כ-137.6% ל-31 בדצמבר 2022. יחס זה הושפע לרעה במהלך השנים האחרונות (דצמבר 2021: 116%) מעלייה בחשיפה לנכסי סיכון, הנובעת להערכתנו בעיקר נוכח התחרות הגוברת, אשר ייצרו תמריץ בקרב המבטחים לשיפור התשואות בתיקי העמיתים והנוסטרו, וזאת על אף הגידול בכרית ההונית, המהווה ככרית ספיגה אפשרית כנגד סיכונים אלו. נכון לאותו מועד, תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כלל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-38%, הלוואות פרטיות (מגובות בבטוחות) בשיעור של כ-18% וקרנות השקעה בשיעור של כ-14%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. נציין כי החברה חשופה במידה גבוהה יחסית להלוואות פרטיות ביחס לשאר החברות בענף, אשר מחד תומכת במיתון התנודתיות בתיק כתוצאה משוק ההון, אולם מגדילה את החשיפה לסיכונים 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 הוסיף לרדת בשנה האחרונה ועמד על כ-47% נכון ל-31 בדצמבר 2022, כאשר יחס זה הולם ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה, ונתמך מצבירת רווחים ותלוי בעיקר במצבה של הכרית ההונית.

### רווחיות החברה הולמת ביחס לרמת הדירוג ולקבוצות ההשוואה אשר מוגבלת בשל שוק הון שלילי

החברה מאופיינת ברווחיות הולמת ביחס לקבוצת ההשוואה, המושפעת מרווחיות חיתומית גבוהה יחסית כפי שמשתקף ביחס משולב בשייר בביטוח הכללי של כ-93% בממוצע בשנים 2018-2022, לעומת כ-99% בממוצע בענף באותה תקופה. כל אלו באו לידי ביטוי ביחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו של החברה בשנים 2019-2022, שעמדו בממוצע על כ-8.0% וכ-4.9% בהתאמה<sup>10</sup>. אנו סבורים כי אסטרטגיית החברה, בין היתר, להתמקדות במוצרים רווחיים בענפי הביטוח השונים וכפי שניכר ממהלכי הטיוב שבוצעו במהלך השנים האחרונות בתחומי הביטוח הכללי, באים לידי ביטוי בהתפתחות החיובית ברווחיות החיתומית של החברה. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים התמתנות מסוימת בפוטנציאל יצור הרווחים ביחס לשנתיים האחרונות, זאת בעיקר בשל הערכתנו כי לגבי הסביבה העסקית וכן הסביבה המקרקעית כלכלית, אשר ימשיכו להעיב על ענף הביטוח ובפרט על פוטנציאל יצור 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. זאת ניתן לראות לאור עדכון לוחות התמורות בהתאם לחוזר לתיקון הוראות

<sup>8</sup> ראו דוח קשור של מידורג בנושא זה: [דקי המוניטין בעקבות מתקפות סייבר אשר עלולות לגבות מחיר עסקי מחברות, דוח מיוחד - אוקטובר 2020](#)  
<sup>9</sup> נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למטע 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>10</sup> בהתחשב בתיקון רטרופספקטיבי להשפעת חוזר ה-LAT על תוצאות שנת 2019

החוזר המאוחד בעניין עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי ומודל שיפורי תמותה לחברות הביטוח ולקרנות הפנסיה ("הטיוטה") אשר התפרסם בחודש יוני 2022, אשר הוביל 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 ואובדן דמי הניהול שלא ייגבו בשל התשואה הריאלית השלילית וזאת עד להשגת תשואה חיובית מצטברת, בסך של כ-279 מיליון ₪ (נכון ל-31 בדצמבר 2022), זאת בהשוואה לדמי ניהול משתנים בסך של 223 מיליון ש"ח בשנה שנגבו במהלך שנת 2021. נציין, כי מגמה זו בשווקים מתמתנת נכון למועד הסמוך לפרסום הדוח, אך לאור התנודתיות הרבה בשווקים, אנו מעריכים כי קיימת אי וודאות בנוגע ליכולת גביית דמי ניהול משתנים בטווח הזמן הקצר. במגזר ביטוח הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות, ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף לרבות יצירת מבנה פוליסה אחידה, אשר צפוי להמשיך ולהגביר את תחרות המחירים ולגרום ללחץ על הרווחיות בענף זה, כאשר התיק הסייעודי הקיים (שנמכר בעבר) ימשיך להיות מושפע מעקום הריבית. בענף הביטוח הכללי, אנו צופים כי רמת התחרות תיותר גבוהה הן מצד החברות המסורתיות והן מצד החברות הישירות, לצד המשך פיתוח ושימוש גובר בכלים דיגיטליים המגבירים את התחרות בענף. זאת, במקביל לחזרה לפעילות שגרתית יחסית בענפי המשק, כפי שבא לידי ביטוי גם בעומסים בצירי התנועה, שכיחות התביעות בענפי הרכב והפרט צפויה להיות גבוהה ביחס לשנה שעברה, וכן עלייה 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, גם באמצעות שימוש גובר בכלים טכנולוגיים לצד התייעלות בתביעות ושימוש במוסכי הסדר לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות ברמה הולמת לדירוג, כך שיחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו צפויים לנוע בטווח שבין 3.7%-4.4% ובין 1.9%-3.0%, בהתאמה, בטווח התחזית.

### הלימות ההון בולטת לטובה, כפי שמשתקף ביחס כושר הפירעון הכלכלי הנוכחי והצפוי

יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) עמד על כ-12.1% נכון ליום 31 בדצמבר 2022, והינו בולט לטובה ביחס לדירוג והושפע לחיוב בשנה האחרונה מצבירת רווחים אשר תמכה בגידול הכרית ההונית. להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני היחס צפוי להיות יציב, בדומה לשנים האחרונות, נוכח הערכתנו להמשך גידול מסוים בהיקפי הנכסים וההון. אנו צופים כי בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר והבינוני תהיה מתונה ביחס לתקופה האחרונה, נוכח הסביבה העסקית המתגרת, שגזרת להערכתנו פוטנציאל צבירת רווחים סביר יחסית ותנודתי, לצד הנחתנו להמשך חלוקת דיבידנדים בטווח התחזית. הלימות ההון של החברה משתקפת גם בעודפי הון ביחס לדירקטיב סולבנסי 2, כאשר יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום ה-30 ביוני 2022, עמדו על כ-147.5% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה) וכ-179.3% (בהתחשבות בהוראות לתקופת הפריסה). נציין כי יחסים אלו טובים ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה, ותומכים להערכתנו בגמישותה העסקית וביכולתה של החברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, וזאת נוכח הפער מהדרישה הרגולטורית. דירקטוריון החברה קבע הון יעד לצורך חלוקת דיבידנד, אשר עומד על 113.2% נכון ל-30 ביוני 2022 וגדל בהדרגתיות עד לשיעור של כ-115% בשנת 2024. הפער החיובי מיעד ההון שקבע הדירקטוריון מאפשר ותומך בהערכתנו לחלוקת דיבידנדים מהחברה אל בעלי המניות. עם זאת, מידורג מצפה, כי החברה תמשיך לפעול לשמירת מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס.

### פרופיל הנזילות טוב ביחס לדירוג, הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית; הגמישות הפיננסית הולמת את רמת הדירוג

פרופיל הנזילות של החברה הולם ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 1.3 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות בזמן הקצר והבינוני. לאור תמהיל העסקים המגוון של החברה, חלק מההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק (ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח) וחלקן בטווח הקצר (בביטוח הכללי), כאשר אנו לא צופים שינוי משמעותי ביחס המינוף בשנות התחזית, כך שהחברה תמשיך להערכתנו להישאר קרובה למגבלת ההכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2

(40% מה-SCR). לחברה גמישות פיננסית הולמת לדירוג, אשר מושפעת לחיוב מהיעדר לחץ משמעותי לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר מהחברה האם, מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("חברת האם" או "מנורה החזקות") המדורגת Aa2.il באופק יציב. להערכתנו, מנורה אחזקות אינה תלויה בחלוקת הדיבידנדים מהחברה לצורך שירות חובותיה ונסמכת על מקורות נוספים (מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ), אולם נציין כי החברה עדיין משמשת עוגן מרכזי לפעילות המאוחדת של החברה האם ובעלת קשרים עסקיים עם שאר חברות הקבוצה. יחד עם זאת, אנו סבורים כי לחברה נגישות טובה למקורות מימון, גם לצורך שיפור יחס הסולבנס (גיוס מכשירי הון רובד 2 והון רובד 1 נוסף). לצד כלים נוספים הקיימים ברשותה (הסכמים מול מבטחי משנה, שינוי תמהיל ההשקעות וכד') להתמודדות עם שחיקה ביחס כושר הפירעון, ככל ויידרש.

## שיקולים נוספים לדירוג

### שיקולי ESG

**שיקולי סביבה:** חברות הביטוח בישראל, ובפרט מבטחים הפועלים בענף ביטוח כללי, חשופים לסיכונים אשר עלולים להתממש נוכח שינויי האקלים. ככאלה, קיימת חשיפה פוטנציאלית של שינויי האקלים 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 הסיכונים. מנגד, חשיפות אלו ממותנות בעיקר כתוצאה משימוש בביטוח משנה להעברת סיכונים, אולם לחברות הביטוח קיימת חשיפה עקיפה דרך 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 וחסכון ארוך טווח והבריאות, חשופים לשינויים דמוגרפיים וחברתיים משמעותיים ובהם: 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 לעלייה בעתודות הנדרשות כנגד תשלומים אלו. כמו כן, גידול בשיעורי התמותה למבטחים בביטוח חיים הכוללים פיצוי במקרה מוות ("ריסק"), לרבות במקרה של קטסטרופה, עלולה להשפיע על הפסד מיידי ועל שווי התיק. כמו כן, השפעת הגידול בתחלואה או במשך התחלואה על רווחיות פוליסות הבריאות, לרבות סיעוד, אובדן כושר עבודה וביטוח תרופות, השפעה מהותית אף היא 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.

## שיקולים מבניים

## 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, 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 (שלישוני מורכב, משני נחות ומכשירי הון 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 רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון שלישוני מורכב/הון משני נחות, ולהון 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 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 בפרע מהותי 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 חברה ללא התחשבות בתקופת הפריסה עמד על כ-147.5% נכון ל-30 ביוני 2022.

## מטריצת הדירוג

| תחזית מידרוג [1] |         | ליום 31.12.2022 |           |                                             |                                                               |
|------------------|---------|-----------------|-----------|---------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| ניקוד            | מדידה   | ניקוד           | מדידה [1] | תת פרמטר                                    | פרמטר                                                         |
| A.il             | 9%      | A.il            | 9%        |                                             | מיצוב עסקי                                                    |
| Aa.il            | -       | Aa.il           | -         |                                             | ערוצי הפצה                                                    |
| Aa.il            | 38%     | Aa.il           | 38%       |                                             | פיזור הכנסות                                                  |
| Aa.il            | ~65%    | Aa.il           | 65%       |                                             | סיכון המוצרים-ביטוח כללי ובריאות ז"ק                          |
| Aa.il            | ~29%    | Aa.il           | 29%       |                                             | סיכון המוצרים-ביטוח חיים וחיסון ארוך טווח, סיעודי ובריאות ז"א |
| A.il             | ~29%    | A.il            | 29%       |                                             | שיעור חשיפה לקולקטיבים ומפעלים גדולים (קבוצתי מסך הפרמיות)    |
| Aa.il            | -       | Aa.il           | -         |                                             | מדיניות ניהול סיכונים                                         |
| A.il             | ~137%   | A.il            | 137%      | נכסים בסיכון/ הון עצמי                      | איכות נכסים                                                   |
| Aa.il            | ~47%    | Aa.il           | 47%       | DAC חיים+ נב"מ/ הון עצמי                    |                                                               |
| Aaa.il           | ~147.5% | Aaa.il          | 147.5%    | % עודף הון על הדרישות הרגולטוריות [2]       | הלימות ההון                                                   |
| Aaa.il           | ~12%    | Aaa.il          | 12%       | הון עצמי / סך הנכסים במאזן (ללא תלוי תשואה) |                                                               |
| A.il             | *4.0%   | A.il            | 4.2%      | תשואה על מקורות מימון (ROC)                 | רווחיות                                                       |
| A.il             | *2.5%   | A.il            | 2.7%      | רווח כולל לפרמיה ברוטו                      |                                                               |
| A.il             | 1.3x    | A.il            | 1.3x      | יחס נזילות (ללא תלוי תשואה)                 | נזילות                                                        |
| Aa.il            | -       | Aa.il           | -         |                                             | גמישות פיננסית                                                |
| Aa2.il           |         |                 |           | דירוג נגזר                                  |                                                               |
| Aa1.il           |         |                 |           | דירוג בפועל                                 |                                                               |

\* בממוצע בטווח 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.

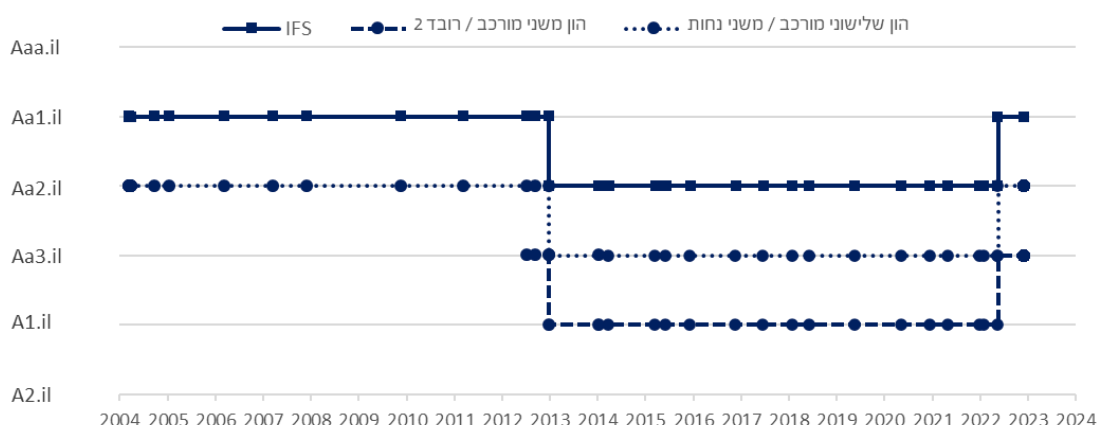
[2] נכון למועד הדו"ח, החברה מיישמת פריסה הדרגתית של ההון הנדרש, עד לשנת 2024. בהתאמה לכך, היחס הנ"ל הינו ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות

## אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית בשליטה מלאה של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "מנורה מבטחים החזקות"). שהינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה במנורה מבטחים החזקות הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גוריץ, בהתאמה, והמחזיקים ביחד בכ-63.25% ממניות החברה, נכון למועד הדו"ח. יו"ר דירקטוריון החברה לשעבר, מר ארי קלמן, אשר מכהן כמנכ"ל מנורה מבטחים החזקות מחזיק באמצעות החברה לנאמנות עובדים, נכון למועד הדוח, בכ-2.77% ממניות מנורה מבטחים החזקות. יתרת מניות מנורה מבטחים החזקות, מוחזקת בידי הציבור (כ-33.98%) ומוסדיים.

החברה עוסקת, בכל ענפי הביטוח העיקריים, ובכלל זה ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, ביטוח כללי (הכולל ביטוח רכב (חובה ורכוש) וביטוח כללי אחר) וביטוח בריאות. בעבר החזיקה החברה בחברת הניהול של קרן הפנסיה מבטחים החדשה, קרן הפנסיה הגדולה בישראל. בשנת 2012, העבירה החברה את הבעלות על חברת הפנסיה לחברת האם, כדיבדנד בעין. בינואר 2013 חילקה החברה כדיבדנד בעין את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ, העוסקת בעיקר בתחום הביטוח הכללי. החל מיום ה-1 באפריל 2023, י"ר דירקטוריון החברה הינו מר יהודה בן אסאייג ומנכ"ל החברה הינו מר מיכאל קלמן.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[מנורה מבטחים החזקות 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](#)

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

## מידע כללי

|                         |                                      |
|-------------------------|--------------------------------------|
| 29.05.2023              | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 11.12.2022              | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 26.04.2004              | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| מנורה מבטחים ביטוח בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| מנורה מבטחים ביטוח 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 וככאלה 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>