



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

מעקב ויוני 2016

1

אנשי קשר:

עומר פורמברג, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
omer@midroog.co.il

אבי בן נון, ראש צוות בכיר - מעריך דירוג משני
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
i.sigal@midroog.co.il



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה את דירוג האג"ח (סדרות א' ו- ב') של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן - "החברה"), בדירוג Aa3.il באופק יציב.

להלן אגרות החוב של החברה, המדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מס ני"ע	דירוג	אופק	תאריך פירעון
א'	5660048	Aa3.il	יציב	14/07/2019
ב'	5660055	Aa3.il	יציב	30/06/2022

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של מידרוג לדירוג חוב בחברות אחזקה בנכס בודד, לפיה דירוג החוב של חברת האחזקה נקבע ביחס לדירוג נכס הבסיס העיקרי, והוא משקף נחיתות מבנית ביחס לנכס הבסיס כמו גם פרמטרים נוספים, דוגמת רמת נזילות, יחסי שירות חוב, מידת הגמישות הפיננסית ופיזור החזקות במידה וקיים.

הבסיס לדירוג ההתחייבויות של החברה נשען על דירוג האיתנות הפיננסית (IFS)¹ (Aa2.il באופק יציב) של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ (להלן - "מנורה ביטוח"). כמו כן הדירוג נתמך באחזקת ליבה נוספת- מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ (להלן - "מנורה פנסיה וגמל") המנהלת את קרן הפנסיה החדשה הגדולה בישראל. פיצול פעילות הפנסיה מפעילות הביטוח תומך בפרופיל הפיננסי של החברה ומקנה לה מקור תזרים נפרד ועצמאי המפחית את תלותה במבטח ומאפשר לה להתמודד טוב יותר עם שינויים אקסוגניים. עם זאת, למרות פיזור אחזקות זה לחברה חשיפה משמעותית לענפי הביטוח והפיננסים המהווים את החלק הארי בתיק האחזקות.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לא הנחנו חלוקת דיבידנדים מחברות הביטוח המוחזקות בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח הסיבה העסקית המאתגרת, הנובעת מסיבת הריבית הנמוכה, צפי להמשך תנודתיות בשוק ההון ותמורות רגולטוריות תכופות. להערכתנו, מנורה פנסיה וגמל תמשיך להוות מקור הדיבידנדים העיקרי בטווח הזמן הקצר והבינוני. בתרחיש הבסיס אנו מניחים המשך צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים בפעילות הפנסיה בעיקר כתוצאה מהפקדות שוטפות, אולם שיעורי הרווחיות צפויים לשחיקה מסוימת, להערכתנו, נוכח לחץ מחירים, שיוביל לשחיקה בנראות הדיבידנדים. הכנסות נוספות צפויות לנבוע מתשלומי ריבית ממנורה ביטוח ודמי ניהול.

אנו צופים כי בטווח הזמן הקצר-בינוני יחס שירות החוב (DSCR)² ינוע בטווח של 1.0-0.4, בעיקר נוכח העלייה הצפויה בעומס הפירעונות בשנים 2018-2019. כתוצאה מכך, צפויה להערכתנו שחיקה מתמשכת בכרית הנזילות הטובה של החברה, אולם זו תיוותר הולמת בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמתבטא ביחס שירות החוב כולל כרית הנזילות (DSCR +Cash) שצפוי לנוע להערכתנו בטווח של 1.9-3.4 אשר הינו הולם לדירוג.

בנוסף, נתמך הדירוג בגמישות פיננסית טובה, בשל יחסי שירות ריבית³ (ICR) ומינוף בולטים לטובה. יחס ה- ICR צפוי לנוע להערכתנו בטווח של 4.3 ל-3.0 על פי תרחיש הבסיס בטווח הזמן הקצר והבינוני ושיעור ה- LTV⁴ הצפוי לנוע בטווח שבין 16% ל-20% ותומך ביכולת המחזור של החברה. לחברה פרופיל נזילות טוב, המהווה כרית ביטחון כנגד אירועי קיצון בעלי אופי מוגבל. נציין, כי בקביעת הדירוג הובאה בחשבון הצהרת החברה לשמירה על יתרות נזילות ומקורות תזרימיים

¹ Insurance Financial Strength - דירוג איתנות פיננסית של מבטח

² היחס בין דיבידנדים ודמי ניהול בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לשירות קרן וריבית

³ היחס בין דיבידנדים ודמי ניהול בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לשירות ריבית

⁴ החברות המוחזקות אינן סחירות לכן השווי נגזר משווי השוק של החברה - לפי חישובי מידרוג

בשיעור של 100% לפחות משירות החוב (קרן וריבית) לשנה אחת קדימה. אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי לרעה בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג.

מנורה מבטחים החזקות (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליון ₪)

31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/03/2015	31/03/2016	
3,328	3,440	3,439	3,510	3,468	השקעות במוחזקות*
76	16	27	19	15	מזומנים ושווי מזומנים
266	246	236	257	186	השקעות פיננסיות
3,766	3,851	3,900	3,940	3,864	סה"כ נכסים
2,925	3,066	3,180	3,158	3,150	הון עצמי
807	718	624	714	624	חוב פיננסי

14%	13%	10%	12%	12%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
43%	37%	43%	39%	32%	נזילות לחוב

431	212	215	35	(122)	רווח נקי
408	241	142	92	(30)	סה"כ רווח כולל
200	100	70	0	0	דיבידנד שהתקבל
(100)	(100)	-	-	-	דיבידנד ששולם

*בנטרול עודף הפסדים על השקעות במוחזקות

פירוט השיקולים בדירוג

אחזקת שליטה בפעילויות משיקות בתחומי הביטוח וחסכון ארוך הטווח המהווים עוגן לדירוג

לחברה תיק אחזקות ריכוזי בענף הביטוח והפיננסיים, כאשר שתי אחזקותיה העיקריות הן מנורה ביטוח (כ- 50% משווי ההשקעות בספרי החברה) - מחולל הדיבידנדים העיקרי בשנים האחרונות, ומנורה פנסיה וגמל (כ- 23% מהשווי בספרים), אשר צפויה להוות מקור הדיבידנדים העיקרי בטווח הזמן הקצר והבינוני להערכתנו. בנוסף, לחברה מספר אחזקות קטנות יותר בענפי ביטוח כללי (שומרה חברה לביטוח בע"מ), ניהול נכסים (מנורה מבטחים פיננסיים בע"מ), מימון (אמפא קפיטל בע"מ - להלן "אמפא") ונדל"ן (מנורה מבטחים נדל"ן בע"מ).

החברה מחזיקה ב- 100% ממניות מנורה ביטוח, אחת מ- 5 חברות הביטוח הגדולות בישראל, המדורגת בדירוג איתנות פיננסית (Aa2.il (IFS). דירוג המבטח מבוסס על פרופיל עסקי גבוה יחסית, שנתמך גם בגודלה של החברה ובתמהיל פעילות מפורז, המחזקים את יכולת השבת הרווחים שלה. הפרופיל הפיננסי של המבטח נתמך בכריות ספיגת הפסדים הולמות ובניהול הון בשיעורים מספקים מעל דרישות הרגולציה ותחת שיעורי מינוף נמוכים יחסית. עם זאת, בדומה ליתר חברות הביטוח הגדולות, חשופה מנורה ביטוח בצורה משמעותית לתנודתיות שוק ההון ולמגוון פרמטרים כלכליים ודמוגרפיים האקסוגניים למבטח ובהם: עקומי הריבית, שיעור האינפלציה, תוחלת החיים ועוד.

ענף הביטוח המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. מתוך ש כך, קיימים מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של מנורה ביטוח, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. מנורה ביטוח נהנתה מעודפי הון שאפשרו לה לחלק דיבידנדים בשנים 2013-2015 בהיקף מצטבר של כ- 190 מיליון ₪. בהתאם להון הראשוני הקיים במנורה ביטוח, ליום ה- 31 במרץ 2016, שיעור עודף ההון על הדרישות בפועל עמד על כ- 12% וכ- 21% בהינתן גיוס מלא של הון משני. כאשר, גם ביחס למשטר ההון

החדש (סולבנסי II) צפויים עודפי הון משמעותיים על פי התרגילים שדווחו עד כה. בנוסף, החברה מחזיקה במנורה פנסיה וגמל- המנהלת את קרן הפנסיה החדשה הגדולה בישראל - "מבטחים החדשה" עם נתח שוק של כ-35% ליום ה- 31 במרס 2016 והיקף נכסים הכולל גם את פעילות הגמל של כ-97 מיליארד ש"ח, לאותו המועד. פיזור פעילות הפנסיה מפעילות הביטוח תומך בפרופיל הפיננסי של החברה ובפרט בנראות התזרים. בשנים האחרונות מנורה פנסיה וגמל הציגה גידול בסך ההכנסות והרווח הנקי זאת בעיקר לאור הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, עם זאת מבטחים סובלת (בדומה ליתר החברות בענף הפנסיה והגמל) משחיקה מתמשכת בגובה דמי הניהול מהצבירה ומהנכסים בעקבות התחזקות התחרות בענף ותמורות רגולטוריות. בקשר עם כך נציין שתי רפורמות רגולטוריות משמעותיות העלולות לפגוע ברווחיות מנורה פנסיה וגמל בטווח הקצר- בינוני: (1) הוראת השעה במסגרת תיקון מס' 13 לחוק קופות הגמל שמאחדת את החסכונות הפנסיונים הלא פעילים של עמיתים בקרנות הפנסיה לחשבונות הפעילים שלהם בקרנות אחרות; (2) טיוטת חוזר שעניינה "הוראות לבחירת קופת גמל" הקובעת תהליך לבחירת קופת ברירת מחדל יחידה עבור כלל העובדים במשק שלא בחרו באופן אקטיבי קופה אחרת ומעסיקיהם לא ביצעו מכרז עצמאי לעניין זה. להערכתנו, ברמה הענפית פעילות הפנסיה תמשיך להיות הכלי המרכזי לחסכון ארוך טווח תוך המשך מגמת הגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, אולם להערכתנו התמורות הרגולטוריות ייצרו רעש הן בהיבט של שיעורי הנטישה והן בלחץ על המחירים, כאשר להערכתנו מנורה פנסיה תפעל לשמר נתח שוק, ותמשך מגמת השחיקה בדמי הניהול.

נחיתות מבנית ביחס למבטח לצד מגבלות רגולטוריות על חלוקת דיבידנד

לחברה שליטה פחות טובה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח, אשר תלויה כאמור גם בגורמים אקסוגניים. נוסף על כך, מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברת ביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטח לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים (הון משני והון שלישיוני). רק כאשר קיימת ודאות מסוימת כי למנורה ביטוח היכולת לשרת את התחייבויותיה, תיתכן חלוקת דיבידנד שתשרת את חובה הפיננסי של החברה. לפיכך, הקדימות המבנית לטובת התחייבויות המבטח על פני החוב בחברה ומגבלות רגולטוריות ביחס לחלוקת דיבידנד מגולמים בפער בין דירוגי המבטח לדירוג החברה. תלות זו מסוותנת בהחזקה במנורה פנסיה וגמל כאמור ובנוסף, לחברה עוד מספר אחזקות התורמות לגיוון האחזקות, אולם פוטנציאל התזרים מהן נמוך יחסית, להערכתנו.

היחלשות בנראות התזרים נוכח תמורות אקסוגניות, אולם יחסי שירות החוב כולל מזומן צפויים להיוותר הולמים לדירוג
ענף הביטוח חשוף לרגולציה מתמדת- חלקה מעודדת תחרות הפוגמת ביכולת השבת הרווחים של החברות בענף וחלקה תומכת ביציבות החברות ובשיפור תהליכי ניהול הסיכונים שלהן. בפרט, יישום דירקטיבת Solvency II על ידי חברות הביטוח החל מהדוחות הכספיים של שנת 2016 צפויה מחד לתמוך בפרופיל הפיננסי של המבטחים ומאידך צפויה עלייה ברמת אי הודאות כבר בטווח הזמן הקצר והבינוני, מכיון שלמודל הנוכחי רגישות למשתני שוק ומשתנים נוספים, ולפיכך דרישות ההון הנגזרות ממנו צפויות להציג תנודתיות גבוהה מאשר במצב הנוכחי, טרם יישומו. בנוסף, הרפורמות המתוכננות בחסכון הפנסיוני עלולות להוביל להמשך לחץ על דמי הניהול ולהגביר את שיעורי הנטישה. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים המשך צמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים בפעילות הפנסיה בעיקר כתוצאה מהפקדות שוטפות, אולם שיעורי הרווחיות צפויים לשחיקה מסוימת, להערכתנו, נוכח המשך לחץ מחירים. אנו צופים כי מנורה פנסיה וגמל תמשיך להוות מקור הדיבידנדים העיקרי בטווח הזמן הקצר והבינוני ותמשיך לחלק דיבידנדים בטווח של בין 40 ל-50 מיליון ש"ח בשנה. לא הנחנו חלוקת דיבידנדים מחברות הביטוח המוחזקות בטווח זמן זה, נוכח הסביבה העסקית המתאגרת, הנובעת מסביבת ריביות נמוכה היסטורית, אי הודאות בשוק ההון ותמורות רגולטוריות המשפיעות על יכולת החלוקה. כן הנחנו הכנסות מריבית ודמי ניהול בדומה להיקפים שהתקבלו בשנת 2015, בסך של כ-25 מיליון ש"ח בשנה. יתר האחזקות צפויות להניב תזרים שולי לחברה, להערכתנו. בטווח התחזית לא הונחו השקעות שונות וחלוקת דיבידנדים.

בתרחיש זה, יחס שירות החוב (DSCR) ינוע בטווח של 1.0-0.4, בטווח הזמן הקצר והבינוני, בעיקר, נוכח עלייה בעומס הפירעונות בשנת 2018. כתוצאה מכך, צפויה להערכתנו שחיקה מתמשכת בכרית הנזילות הטובה של החברה, אולם זו תיוותר הולמת בטווח הזמן הקצר והבינוני, כפי שמתבטא ביחס שירות החוב כולל כרית הנזילות שצפוי לנוע להערכתנו בטווח של 1.9-3.4, אשר הינו הולם לדירוג. נציין עוד, כי הפרופיל הפיננסי של החברה מאפשר לה לספוג תרחיש קיצון מוגבל בזמן הכולל היעדר דיבידנדים בשנה הקרובה ושחיקה בהיקף הדיבידנדים בשנתיים שלאחר מכן.

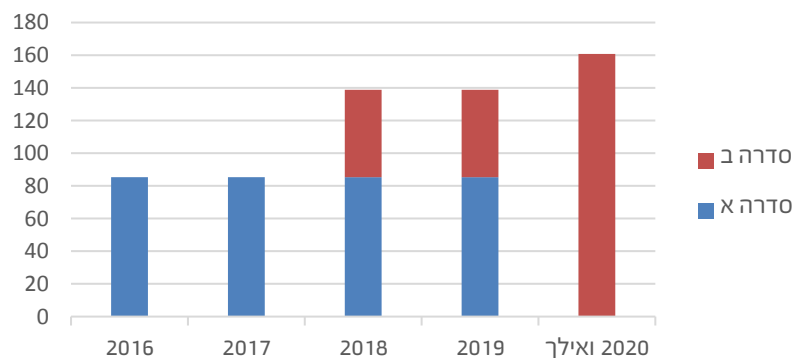
גמישות פיננסית טובה הנתמכת ביחסי שירות ריבית ומינוף בולטים לטובה

לחברה גמישות פיננסית ויכולת מחזור חוב טובות, הנתמכות ביחסי שירות ריבית (ICR) ומינוף בולטים לטובה ביחס לדירוג. בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס שירות הריבית צפוי לנוע בטווח הזמן הקצר והבינוני בין 3.0 ל-4.3. שיעור המינוף (LTV) נבחן תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של מנורה החזקות, המגלמים יחס מינוף שנע בטווח שבין 16% ל-20%, אשר הינו הולם ביחס לדירוג ותומך ביכולת המחזור, כאמור. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית של החברה מעומס פירעונות מתון יחסית למרות עלייה בשנים 2018-2019, בנגישות גבוהה לגורמים המממנים והיעדר קובננטים לגורמים המממנים. כמו כן נציין, כי תחת תנאי שטר הנאמנות לאג"ח סדרה ב' לחברה שעבוד שלילי על נכסיה.

פרופיל נזילות טוב אך צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר-בינוני

נכון ל-31 למרץ 2016 (ולאחר השלמת עסקה לרכישת כ-30% ממניות אמפא קפיטל תמורת כ-64 מיליון ₪) קיימת לחברה כרית נזילות בהיקף מהותי של כ-200 מיליון ₪ המהווים כ-33% מסך החוב וכ-66% משירות החוב (קרן וריבית) הצפוי בשלוש השנים הקרובות. כרית הנזילות מורכבת ברובה מתיק ניירות ערך סחיר בפרופיל סיכון שוק סולידי יחסית להערכתנו. במהלך הרבעון השני של 2016, הודיעה החברה על מכירת קרקע תמורת כ-185 מיליון ₪, אשר התזרים נטו ממנה צפוי לעמוד על כ-100 מיליון ₪. בנוסף, לחברה קווי אשראי בלתי מנוצלים חתומים בהיקף של כ-60 מיליון ₪. כרית נזילות זו מהווה כרית ביטחון כנגד שחיקה בנראות הדיבידנדים, או רעשים חד פעמיים ובלתי צפויים. בנוסף, נציין כי במסגרת דירוג אגרות החוב שגייסה, הצהירה החברה על כוונתה לשמור על נכסים נזילים וקווי אשראי בשיעור של 100% מהחזרי החוב (קרן וריבית) שנה מראש, בהתאם ללוח הסילוקין (להלן- "מגבלת הנזילות"). בתרחיש הבסיס לא הנחנו חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בחברה בטווח התחזית. ככל שיחולק דיבידנד שכזה, הוא עלול לגרום לחברה ביחד עם העלייה בעומס הפירעונות בשנת 2018 והשחיקה הצפויה בנזילות החברה בטווח הקצר-בינוני, לחרוג ממגבלת הנזילות ולפגוע בדירוג.

מנורה החזקות (סולו), לוח סילוקין אג"ח ליום 31 למרץ 2016, במיליוני ₪:



גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי ביכולת שירות החוב השוטף לאורך זמן.
- שיפור בפרופיל סיכון האשראי של הנכסים המוחזקים על ידי החברה.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

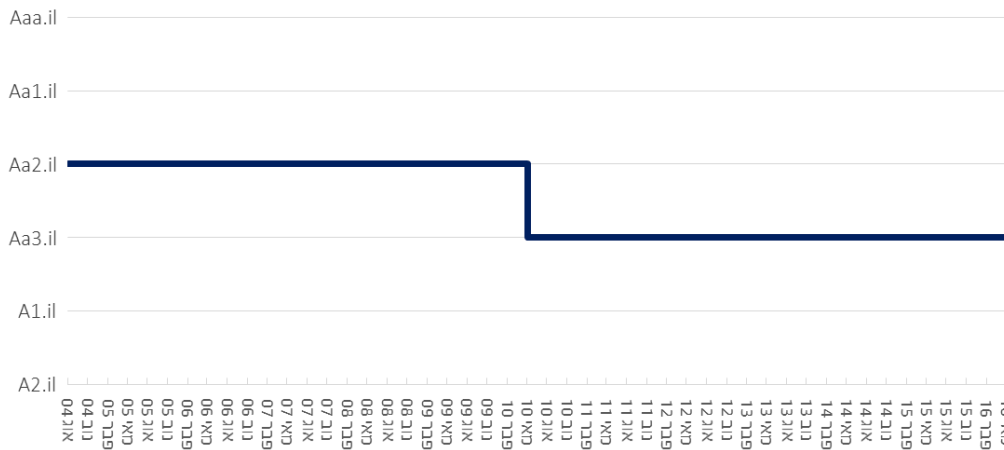
- הרעה מתמשכת בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות העיקריות.
- שחיקה משמעותית בנראות הדיבידנדים ממוחזקות בטווח הזמן הבינוני ארוך.
- מדיניות חלוקת דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה.

אודות החברה

החברה הינה חברת החזקות ואחת מחמש קבוצות הביטוח והפיננסיים הגדולות בישראל, המנהלת את קרן הפנסיה הגדולה בישראל - "מבטחים החדשה", ובעלת השליטה בחברות הביטוח מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ושומרה חברה לביטוח בע"מ.

החברה עוסקת, באמצעות חברות בנות בשליטתה (לרבות סוכנויות ביטוח), בכל ענפי הביטוח העיקריים, ובכלל זה ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, הכולל פנסיה וגמל, ביטוח כללי, הכולל ביטוח רכב (חובה ורכוש) ביטוח כללי אחר וכן ביטוח בריאות. בנוסף, עוסקת החברה, באמצעות חברות בנות נוספות בשליטתה, בפעילות תחום שוק ההון והפיננסיים, ובכלל זה בניהול קרנות נאמנות, ניהול תיקי השקעות וחייתום. לחברה גם פעילויות נוספות כגון השקעות בנדל"ן בחו"ל באמצעות חברות בשליטתה.

מניות החברה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה של החברה הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים בנאמנות עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ, בהתאמה, והמחזיקים ביחד בכ- 62% ממניות החברה.



דוחות קשורים

[מנרה מבטחים החזקות בע"מ - דוח מעקב - אפריל 2015](#)

[מנרה מבטחים ביטוח בע"מ - פעולת דירוג - יוני 2015](#)

[מתדולוגיית דירוג חברות ביטוח - פברואר 2015](#)

[מתדולוגיית דירוג חברות אחזקה - דצמבר 2011](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

29.06.2016	תאריך דוח הדירוג:
26.04.2015	תאריך דוח קודם:
10.08.2004	תאריך מתן דירוג ראשוני:
מנרה מבטחים החזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מנרה מבטחים החזקות 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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לניזילות, 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.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחקיקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממטודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמטודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה 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, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודד או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשויה 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.midrog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.