

# ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ

דירוג ראשוני | יולי 2016

1

אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח, אנליסט - מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן נון, ראש צוות בכיר - מעריך דירוג משני  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ<sup>1</sup>

| אופק: יציב | A2.il | דירוג סדרה |
|------------|-------|------------|
|------------|-------|------------|

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה י"א) בסך של 700 מיליון ₪ ע.ג שגישה ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ (להלן: "החברה"), לצורך פירעון מלא של אגרות החוב (סדרות ט' ו-י') שבמחזור. יתרת החוב תשמש לצרכיה השוטפים של החברה. בנוסף, מידרוג בחנה תרחישים אפשריים של שימוש ביתרת תמורת הגיוס לחלוקת דיבידנד לצור שמיר אחזקות בע"מ (להלן - "החברה האם") לצורך פירעון חובותיה, או לצורך רכישה עצמית של כל מניות המיעוט בחברה בטווח הקצר-בינוני.

דירוג זה מחליף דירוג מותנה<sup>2</sup> שניתן במסגרת דוח דירוג ראשוני מותנה ביום 21 ביוני 2016 תוך שאנו מסירים את התניית הדירוג ללא שינוי בדירוג ובאופק הדירוג. הדוח הנוכחי עודכן בין השאר בתנאי המימון הסופיים שנקבעו במסגרת גיוס החוב שהושלם וכן עודכנו מספר יחסים פיננסיים במידה שאינה מהותית, זאת בעקבות התחייבות החברה במסגרת שטר הנאמנות לשמור על כרית נזילות מינימלית. כמו כן הוספנו התייחסות לערבות שהעמידה החברה לטובת אשראי של החברה הבת מימון ישיר החל מחודש מאי 2011.

### פירוט תנאי החוב החדש והתרחישים אותם בחנה מידרוג

החברה גייסה אג"ח שקלי בסך של 700 מיליון ₪ ע.ג שיפרע ב-12 תשלומי קרן שנתיים וישא ריבית שקלית קבועה של 4.6%, שתשולם אחת לחצי שנה. בבחינת הדירוג, בנוסף למחזור החוב הקיים בחברה, בחנו תרחישים חליפיים אפשריים לשימוש ביתרת החוב שיגויס בטווח הקצר-בינוני: 1. חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-300 מיליון ₪ לחברה האם כך שהיקף החוב נטו בחברה האם יוותר זניח; 2. רכישת מניות המיעוט בחברה בהיקף של כ-300 מיליון ₪. נציין, כי הדירוג מכיל את שני התרחישים לעיל.

### אודות החברה

החברה פועלת באמצעות חברות מוחזקות בתחום הביטוח, הפיננסים והנדל"ן המניב (להלן - "הקבוצה"). החברה הינה חברה בת של צור שמיר אחזקות בע"מ המחזיקה נכון למועד הדוח בכ-76.6% (כ-76.1% בדילול מלא) מהון המניות של החברה. מניות החברה והחברה האם, רשומות למסחר בבורסה. פעילות הקבוצה בעסקי הביטוח נעשית באמצעות חברה בת, אי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ (לעיל ולהלן - "ישיר ביטוח" ו/או "המבטח") המוחזקת נכון למועד הדוח בשיעור של כ-48.5% על ידי החברה. ייחודה של ישיר ביטוח הינו בכך, ששיווק מוצרי הביטוח שלה נעשה באמצעות ערוצי שיווק ישירים עם לקוחותיה הקיימים והפוטנציאליים, ללא תיווך סוכני ביטוח. מניות ישיר ביטוח רשומות למסחר בבורסה. הפעילות בעסקי הביטוח כוללת מספר תחומי פעילות: עסקי ביטוח כללי, ביטוח חיים וחסכון לטווח ארוך וביטוח בריאות. הפעילות בתחום מתן אשראי צרכני מתבצעת באמצעות חברה בת, מימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ (להלן - "מימון ישיר") המוחזקת בשיעור של כ-61.5% על ידי החברה. פעילות מימון ישיר הינה בעיקרה מתן אשראי למימון רכישת כלי רכב המגובה ברובו בשעבוד כלי הרכב וכן העמדת הלוואות לכל מטרה. הפעילות בתחום הנדל"ן מתבצעת באמצעות אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן - "אדגר"), המוחזקת בשיעור של כ-58.7% על ידי החברה ובשיעור של כ-10.9% על ידי החברה האם (כ-55.6% וכ-10.4% בדילול מלא בהתאמה). מניות אדגר רשומות למסחר בבורסה. אדגר פועלת בתחום ההשקעה בנכסים מניבים בישראל ובחו"ל, בעיקר בתחום המשרדים, ומפעם לפעם בוחנת את כדאיות מימושם. מעת

<sup>1</sup> מר יוסף זינגר אשר הינו בעל מניות ומכהן כדירקטור במידרוג מכהן גם כדירקטור בצור שמיר אחזקות בע"מ (חברת האם) החל מיום 28.12.2014.  
מר יוסף זינגר אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

<sup>2</sup> להגדרה ראה מסמך הגדרות וסולמות הדירוג של מידרוג

לעת, רוכשת אדגר קרקעות, ומנצלת עתודות קרקע קיימות לבניית בנייני משרדים, כאשר עבודות הבנייה נעשות על ידי קבלנים חיצוניים. נכון למועד הדוח, פועלת אדגר בארבע מדינות: ישראל, בלגיה, פולין וקנדה. יצוין כי אחזקות החברה בישר ביטוח, אדגר ומימון ישיר הינן באמצעות חברת בת בבעלות מלאה של החברה, ישיר איי.די.איי. אחזקות בע"מ (להלן - "ישיר אחזקות").

## שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של מידרוג לדירוג חוב בחברות אחזקה, לפיה דירוג החוב של חברת אחזקות נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח (IFS)<sup>3</sup>. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח בשל נחיתותו המבנית. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון 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 (Aa3.il(IFS)) באופק יציב של ישיר ביטוח. ישיר ביטוח הינה הנכס המרכזי של החברה ומהווה החלק הארי בשווי נכסיה (כ-70%) ובמקורות התזרימיים של החברה. לחברה תלות גבוהה בקבלת דיבידנדים מחברת הביטוח לצורך שירות התחייבויותיה, אשר ממותנת בצד פריסה נוחה של לוח הסילוקין ויחסי מינוף סבירים, התורמים ליחסי שירות חוב טובים, גם בהנחות שמרניות לגבי הדיבידנד מחברת הביטוח. כמו כן הדירוג נתמך בהחזקה בנכסים נוספים בהיקף מהותי, בתחומי הנדל"ן המניב והשירותים הפיננסיים, המקנים לחברה גמישות פיננסית.

דירוג המבטח נתמך בפרופיל עסקי ופיננסי טובים יחסית, התומכים ביכולת חלוקת הדיבידנדים לחברה בטווח הזמן הקצר והבינוני, להערכתנו. נציין כי המבטח דיווח על עודף הון (על בסיס IQIS4 שנעשה על בסיס נתוני סוף שנת 2014) תחת יישום הדירקטיבה החדשה Solvency II וגם ביחס למשטר ההון הקיים. אנו לא צופים השפעה מהותית בגין יישום הדירקטיבה החדשה על יכולת החלוקה של המבטח.

ביחד עם השינוי הצפוי בלוח הסילוקין והקטנת עומס הפירעונות השנתי, תחת הנחת חלוקת דיבידנד שנתי על ידי החברה לחברה האם בהיקף שמשמר יתרות נזילות של כ-70 מיליון ₪ על פי שטר הנאמנות, בתרחיש הבסיס שלנו בטווח הזמן הקצר והבינוני יחסי שירות חוב<sup>4</sup> (DSCR) צפויים לנוע בין 1.1 ל-1.2. יחסי שירות חוב כולל יתרות נזילות צפויים לנוע בטווח של 2 ל-2.4, ההולמים את רמת הדירוג ותומכים ביכולת שירות החוב של החברה.

הדירוג נתמך בגמישות פיננסית הולמת, המשתקפת ביחסי שירות ריבית<sup>5</sup> (ICR) צפויים בולטים לטובה (צפויים לנוע בטווח שבין 2.6 ל-2.9 בטווח הזמן הקצר והבינוני) ומינוף (LTV) סביר ביחס לדירוג. שיעור המינוף (LTV) נבחן תחת מספר תרחישים לגבי שווי השוק, המגלמים יחס מינוף (MTM), שנע בטווח שבין 32% ל-38%.

להערכתנו, לא קיים סיכון מחזור משמעותי בטווח הזמן הקצר והבינוני נוכח מבנה החוב הצפוי, מנגד רוב אחזקות החברה משועבדות, או לא ניתנות למימוש והחברה תידרש לעמוד באמת מידה פיננסית של יחס מינוף, אולם תעמוד בו להערכתנו במרווח מספק. לחברה פרופיל נזילות סביר, אולם תיאבון לסיכון גבוה יחסית המהווה משקולת לדירוג, כפי שמשתקף בחלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, אשר אינה מאפשרת לבנות כרית נזילות משמעותית להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני פרפורמה למחזור אם כי אנו מניחים כי החברה תשמר כרית נזילות של לפחות 70 מיליון ₪ כנדרש בשטר הנאמנות לחוב החדש. יחד עם זאת, נציין כי מידרוג מצפה מהחברה לגמישות בהיקף חלוקת הדיבידנד במידת הצורך.

<sup>3</sup> Insurance Financial Strength - דירוג איתנות פיננסית של מבטח

<sup>4</sup> היחס שבין דיבידנדים ודמי ניהול שהתקבלו בניכוי הוצאות תפעוליות לתשלומי קרן וריבית

<sup>5</sup> היחס שבין דיבידנדים ודמי ניהול שהתקבלו בניכוי הוצאות תפעוליות לתשלומי הריבית

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי לרעה בפרופיל הפיננסי של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג.

**ביטוח ישיר השקעות פיננסיות (באיחוד יחסי 100% עם ישיר אחזקות)<sup>6</sup> - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪):**

| 31/12/2012   | 31/12/2013   | 31/12/2014   | 31/12/2015   |                       |
|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------------|
| 141          | 318          | 164          | 86           | מזומנים ושווי מזומנים |
| 34           | 129          | 152          | 122          | נכסים פיננסיים        |
| 1,122        | 939          | 911          | 912          | השקעות בחברות מוחזקות |
| 686          | 687          | 582          | 454          | התחייבויות פיננסיות   |
| <b>1,344</b> | <b>1,388</b> | <b>1,229</b> | <b>1,122</b> | <b>סה"כ מאזן</b>      |
| <b>590</b>   | <b>685</b>   | <b>626</b>   | <b>644</b>   | <b>סך הון עצמי</b>    |

|     |     |     |     |             |
|-----|-----|-----|-----|-------------|
| 51% | 49% | 47% | 40% | חוב למאזן   |
| 21% | 46% | 28% | 19% | נזילות לחוב |

|             |              |             |             |                                |
|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------------------------|
| 129         | 157          | 160         | 134         | חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות |
| <b>84</b>   | <b>43</b>    | <b>93</b>   | <b>31</b>   | <b>סך הרווח הכולל</b>          |
| <b>(40)</b> | <b>(110)</b> | <b>(80)</b> | <b>(40)</b> | <b>דיבידנד ששולם</b>           |
| <b>179</b>  | <b>87</b>    | <b>91</b>   | <b>101</b>  | <b>דיבידנד שהתקבל</b>          |

## פירוט השיקולים בדירוג

הישענות גבוהה על ישיר ביטוח המהווה נכס מרכזי בעל פרופיל עסקי ופיננסי חזק, המהווה את העוגן לדירוג וצפוי להוסיף ולהוות מקור תזרימי עיקרי לשירות החוב בחברה

לחברה חשיפה עיקרית לענפי הביטוח והפיננסים באמצעות אחזקותיה (דרך ישיר אחזקות) בישיר ביטוח ומימון ישיר, ובתוך כך חשיפה עיקרית לישיר ביטוח שהיוותה מקור תזרימי עיקרי בשנים האחרונות (כ- 75% מסך הדיבידנדים בשלוש השנים האחרונות) ומהווה גם חלק עיקרי (כ-70%) בשווי הנכסים של החברה.

ישיר ביטוח הינה חברת ביטוח בעלת פרופיל עסקי ופיננסי טובים יחסית ומדורגת בדירוג איתנות פיננסית (Aa3.il (IFS) באופק יציב. הדירוג נתמך בפרופיל עסקי טוב יחסית, המשתקף בנתחי שוק משמעותיים וצומחים בעסקי הליבה (בעיקר רכב חובה ורכב רכוש), בבסיס לקוחות רחב ומפוזר, יכולת חיתומית טובה גם נוכח היקף משמעותי של פוליסות בעלות זנב קצר ומודל הפעלה מבוסס, התורמים ליכולת השבת הרווחים של המבטח. בנוסף מאופיין המבטח בפרופיל פיננסי טוב יחסית הנתמך באיכות נכסים טובה, כרית הונית הולמת ביחס לסיכון ובקצב יצור הכנסות טוב ורווחיות הולמת לאורך המחזור וגם ביחס לפרופיל הסיכון שלה. בשנים האחרונות מציגה ישיר ביטוח רווחיות חיתומית עדיפה על הענף, בין היתר כתוצאה מיכולת חיתומית ויעילות תפעולית טובה ומתנודתיות נמוכה של תוצאותיה בקשר עם ביצועי שוק ההון. להערכתנו, ישיר ביטוח תמשיך לצמוח בעיקר בענפי ביטוחי החיים ובריאות בטווח הזמן הקצר והבינוני גם נוכח יתרונות יחסיים, הנובעים מהמודל העסקי ולמרות סביבה עסקית מאתגרת, שצפויה להערכתנו להוביל ללחץ מסוים על מחירים בעיקר במגזר ביטוחי הרכב על רקע רצונם של חלק מהמתחרות בענף להגדיל את היקף פעילותם בתחומים אלה. בנוסף, הסביבה העסקית המאתגרת ובפרט סביבת הריביות הנמוכה מציבות אתגר בפני ישיר ביטוח והענף להציג את אותם

<sup>6</sup> לפי נתוני החברה ועיבוד מידרוג (לא מבוקרים).



שיעורי רווחיות היסטוריים. לאור כך, להערכתנו יתכן ושיעור הגידול בתוצאות של המבטח ישחק בטווח הזמן הבינוני אך עדיין יתמוך בדרישות ובכריות ההון הנדרשות ממנו (גם לפי דירקטיבת II Solvency) וביכולתו לחלק דיבידנדים.

### נחיתות מבנית אל מול התחייבויות המבטח

כאמור, לחברה תלות בהיקפי הדיבידנדים, המחולקים ע"י המבטח לצורך מימון שירות החוב ופעילותה השוטפת. 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 שלישי). רק כאשר קיימת ודאות כי למבטח היכולת לשרת את התחייבויותיו, תיתכן חלוקת דיבידנד שתשרת את חובה הפיננסי של החברה. כמו כן, ענף הביטוח המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. מתוך שכן, קיימים מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של ישיר ביטוח, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. לפיכך, לחברה שליטה מוגבלת, כאמור על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח, אשר תלויה גם בגורמים אקסוגניים. מבנה האחזקות יוצר סדר קדימויות לטובת התחייבויות המבטח על פני החוב בחברה- נחיתות מבנית ותזרימית ומגבלות רגולטוריות ביחס לחלוקת דיבידנד אשר מגולמים בפער בין דירוגי המבטח לדירוג החברה ומשקפים בנוסף גם את פרופיל הסיכון והפרופיל הפיננסי של החברה.

### יחסי שירות החוב הצפויים הולמים, גם נוכח שינוי מבנה לוח הסילוקין הצפוי

ישיר ביטוח נהנתה מעודפי הון שאפשרו לה לחלק דיבידנדים משמעותיים ב-3 השנים האחרונות בהיקף מצטבר של כ- 410 מיליון ₪ (חלק החברה כ-200 מיליון ₪). בהתאם להון הראשוני הקיים בישיר ביטוח ליום ה- 31 בדצמבר 2015, שיעור עודף ההון על הדרישות בפועל ובגיוס מלא עמד על כ- 16% וזאת בהתחשב על הכרזת דיבידנד נוסף לאחר תאריך הדוח בסך של 100 מיליון ₪. בהתאם להנחיית הפיקוח על הביטוח, יישום הנחיות II Solvency החל מהדוחות הכספיים של שנת 2016 ובהתאם למודל הנוכחי עשוי לשפר את עודפי ההון במבטח כתלות בפרופיל הסיכון שלו. יצוין כי למודל הנוכחי רגישות למשתני שוק ומשתנים נוספים, ולפיכך דרישות ההון הנגזרות ממנו צפויות להציג תנודתיות גבוהה מאשר במצב הנוכחי, טרם יישומו.

בנוסף לדיבידנדים מהמבטח לחברה מקורות תזרימיים נוספים- מימון ישיר ואדגר, אלה עמדו בשנת 2015 על סך של כ- 41 מיליון ₪ (חלק החברה כ-24 מיליון ₪). לשתי החברות היקף מספק של עודפים ראויים לחלוקה, וצפויות להערכתנו לשמר את מיצובן העסקי ואת יכולתן לייצר רווחים ולהמשיך לחלק דיבידנדים גם בטווח הזמן הקצר והבינוני. שינוי מבנה לוח הסילוקין הצפוי יתרום להערכתנו לשיפור ביכולת שירות החוב בהיבט של הקלת עומס הפירעונות השנתי, תוך הקטנת התלות בדיבידנדים, במחזור חוב ובשווי (MTM) של נכסי הבסיס. נציין כי הנחנו שני תרחישים שונים, כאמור ליתרת החוב בחברת האם, כרית המזומן של החברה והשפעותיהן הנגזרות, והדירוג מכיל את שני התרחישים. כל אלו משתקפים ביחסי שירות החוב השנתיים (DSCR) שצפויים לנוע בתרחיש הבסיס שלנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, בטווח שבין 1.1 ל-1.2 ויחסי שירות חוב כולל יתרות נזילות הצפויים לנוע בטווח של 2 ל-2.2 תחת שני התרחישים, ההולמים את רמת הדירוג ותומכים ביכולת שירות החוב של החברה.

בנוסף, בחנה מידרוג תרחיש קיצון בו המבטח יצטרך לבנות את כרית ההון שלו ולא יחולק דיבידנד במהלך שנת 2017. בתרחיש זה צפויה כרית הנזילות של החברה להישחק במידה מסוימת אך במידה שבה תוכל לתמוך בשירות החוב בטווח הזמן הקצר ולאפשר לה לעמוד בהתחייבויותיה, זאת גם בהתחשב במידת יכולת השליטה בחלוקת דיבידנד לחברה האם ואפשרות מימוש החזקות לא משועבדות באדגר ומימון ישיר.

### גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג המשתקפת ביחס LTV מתון ויחסי שירות ריבית טובים

הגמישות הפיננסית של החברה נתמכת ביחסי שירות ריבית בולטים לטובה גם נוכח מבנה החוב ועומס הפירעונות הצפוי ומשיעור מינוף סביר, אשר נבחן תחת מספר תרחישים (כולל תרחישי מונטה קרלו) לגבי שווי השוק של תיק האחזקות.



יחס המינוף (LTV), צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 32% ל-38% ויחסי שירות הריבית השוטפים (ICR) צפויים לנוע בטווח של 2.6 ל-2.9 בטווח הזמן הקצר והבינוני. נציין כי, יחס המינוף שכולל את העמסת החוב נטו בחברה האם צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 45% ל-55%.

מנגד נציין כי רוב אחזקות החברה משועבדות או לא ניתנות לשעבוד עובדה הפוגמת בגמישות הפיננסית ולחברה תיאבון לסיכון שאינו מתון להערכתנו, כפי שמשקף בצפי לחלוקת דיבידנדים לחברת האם (כ-80% מהדיבידנד שצפוי להתקבל בחברה). החל מחודש מאי 2011 העמידה החברה ערבות בלתי מוגבלת בסכום למימון ישיר לצורך פירעון חובותיה (מסגרות און קול) לבנק מקומי. ערבות זו חושפת את החברה לסיכון הפעילות של מימון ישיר, כאשר תיאורטית הבנק יכול לקרוא לכסף בטווח קצר יחסית. להערכתנו, במגוון תרחישים שביצענו למימון ישיר, לחברה חשיפה נמוכה יחסית, נוכח קיומה של כרית הונית מספקת במימון ישיר (הון למאזן של 32% ליום, ה-31 במרס 2016) ונוכח עמידתה של מימון ישיר באמות המידה הפיננסיות במרווח הולם להערכתנו. מידרוג מצפה שהיקף החשיפה הנובעת מהערבות יוגבל ואף יקטן בטווח הזמן הקצר והבינוני.

בנוסף, במסגרת המימון מחדש תידרש החברה לעמוד באמת מידה פיננסית של יחס מינוף, אולם תעמוד בו להערכתנו במרווח מספק.

#### **פרופיל נזילות סביר המוגבל ע"י חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית**

לחברה פרופיל נזילות סביר לרמת הדירוג, אולם מוגבל ע"י חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, נוכח צורכי שירות החוב בחברה האם. פרופורמה למהלך המחזור, כרית הנזילות צפויה לעמוד בסוף שנת 2017 על לפחות כ-70 מיליון ₪ בשני התרחישים שנבחנו. להערכתנו, יחסי הנזילות לחוב ברוטו ולחלויות שוטפות בשנים 2017 ו-2018 לאחר מחזור החוב וחלוקת הדיבידנד, או רכישת המניות מבעלי מניות המיעוט צפויים לנוע בטווחים שבין 11% ל-12% ובין 155% ל-170%, בהתאמה. יחסים אלו הולמים לרמת הדירוג ומהווים כרית ספוגה סבירה ביחס לזעזועים אקסוגניים מוגבלים בזמן הכוללים המשך חלוקת דיבידנדים לחברה האם גם בתקופות בהן נראות הדיבידנדים מהחברות המוחזקות צפויה להיחלש. עם זאת נציין כי אנו מצפים לגמישות מסוימת בהיקף חלוקת הדיבידנד לחברת האם במידת הצורך לצורך שמירה על יתרות נזילות מספיקות וזאת גם לאור מגבלת כרית הנזילות של 70 מיליון ₪ שהוגדרה בשטר הנאמנות לחוב החדש.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי במצבו הפיננסי של המבטח, ו/או עלייה בדירוג של המבטח
- שיפור משמעותי בכריות הנזילות של החברה שיקטינו את התלות בחלוקת דיבידנדים מהמבטח

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה מתמשכת במצבו הפיננסי של המבטח, ו/או פגיעה בדירוג של המבטח
- יחסי שירות חוב כולל יתרות נזילות מתחת ל-1 לאורך זמן ושחיקה משמעותית בנראות הדיבידנדים מחברות הבנות
- הרעה מתמשכת בפרופיל הפיננסי של מימון ישיר שתגביר את חשיפת החברה לערבות שניתנה מעבר לתרחישי מידרוג

## דוחות קשורים

[אי.די.אי חברה לביטוח בע"מ - דוח מעקב - נובמבר 2015](#)

[אדגר השקעות ופיתוח בע"מ - דו"ח פעולת דירוג - דצמבר 2015](#)

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

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

## מידע כללי

|                                 |                             |
|---------------------------------|-----------------------------|
| 21/07/2016                      | תאריך דוח הדירוג:           |
| 21/06/2016                      | תאריך מתן דירוג ראשוני:     |
| ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ | שם יוזם הדירוג:             |
| ביטוח ישיר השקעות פיננסיות 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 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 ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ למידע 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 סיכויי 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 סיכויי 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 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 לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

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

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 ידיה 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 הדיון 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 אמין, 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 אמין, 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 בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה 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 מהמתודולוגיה 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 נושא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידיה 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 בזדון 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 לא, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידיה 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 עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.