

כלל חברה לביטוח בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | ספטמבר 2019

אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

כלל חברה לביטוח בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של כלל חברה לביטוח בע"מ ("החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa2.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני נחות) ו- Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב) שגויסו על ידי חברת הבת כללביט מימון בע"מ ("כללביט"). אופק הדירוג נותר 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 הלימות ההון הקיימת והצפויה להערכתנו, תוך שמירת מרווח מספק מחסם ההון הרגולטורי האפקטיבי עבור המכשיר, אנו מעריכים כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות"¹ הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוסף עבור מכשירי הון רובד 2. כמו כן, מידרוג קובעת דירוג Aa3.il(hyb) באופק יציב לגיוס כתבי התחייבות נדחים (סדרה יא) בסך של עד 500 מיליון ₪ ערך נקוב, אשר בכוונת החברה לגייס באמצעות כללביט. התמורה תופקד במלואה בחברה ותוכר כמכשיר הון רובד 2² תחת דירקטיבת סולבנסי 2.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
א'	1097138	Aa2.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	01/06/2021
ג'	1120120	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [2]	01/08/2024
ט'	1136050	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	31/07/2028
י'	1136068	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [2]	31/07/2027

[1] משני נחות
[2] משני מורכב

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף את הפרופיל העסקי הטוב של החברה, הנתמך בגודלה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים ובפיזור סביר של קווי עסקים, התומכים ביכולת יצור ההכנסות. אף ששניהם נשחקו במידה מסוימת לאור הפסקת ביטוחי הבריאות מול קופות החולים מכבי ולאומית. כמו כן, הדירוג משקף פרופיל סיכון הולם, נוכח סיכון מוצרים נמוך יחסית, חשיפה נמוכה ללקוחות גדולים ומדיניות ניהול סיכונים הולמת התומכת בפרופיל הסיכון ואשר צפויה להמשיך ולהשתפר לאור הטמעת תהליכים תומכי סולבנסי 2. הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך מחד בכרית הונית טובה ופרופיל נזילות טוב, אך מנגד איכות הנכסים סבירה לדירוג והגמישות הפיננסית והרווחיות נמוכות ביחס לדירוג.

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי עם עודף הון של 101% בתרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה על בסיס נתוני 30 ביוני 2019 ובהתחשב בגיוס כתבי ההתחייבות הצפוי בחודש ספטמבר. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל - סיכוני שוק בתיק הנוסטרו (חיים מבטיח תשואה וביטוח כללי) ובתיק המשתתף וכן נובעים מפוליסות מבטיחות מקדמי תוחלת חיים. כמו כן, יחסי סולבנסי 2 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) של החברה עמדו על כ-101% ביום 31 בדצמבר 2018 לאחר שחיקה בשנים האחרונות וזאת לעומת יחס ממוצע של כ-121% בקבוצת השוואה³ לאותו

¹ הון נדרש ל"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון בתקופת הפריסה לפי חוזר סולבנסי. נכון ל-31 בדצמבר 2018 יחס זה עומד על 56%.

² בכפוף למגבלות על שיעורו המרבי של הון רובד 2.

³ מגדל חברה לביטוח, מנורה מבטחים ביטוח, הראל חברה לביטוח והפניקס חברה לביטוח

המועד. בנוסף דיווחה החברה כי ההשפעה המשולבת של הטיוטה בעניין לוחות התמורות ופסק הדין המבטל את החלטת וועדת וינוגרד על יחס כושר הפירעון שלה הינה קיטון של עוד כ- 5% בהשוואה ליחס כושר הפירעון ביום 31 לדצמבר 2018 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה). להערכתנו, המרווח הצר של החברה מיחסי סולבנסי 2 הנדרשים (ללא הוראות מעבר) וביחס לקבוצת ההשוואה משפיעים לשלילה על הפרופיל העסקי והגמישות הפיננסית ועלולים ללחוץ על שיעור הרווחיות במידה והחברה תשתמש בכלים מפחיתי סיכון. למרות זאת נציין, כי החברה בנתה וצפויה להמשיך ולבנות את כרית ההון אשר סופגת הפסדים בצורה טובה להערכתנו ביחס לפרופיל הסיכון של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת הבית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת לחיוב להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.1% עד 3.5% בשנים 2019-2020), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק.

בתרחיש זה, אנו מעריכים כי לאחר השחיקה בהיקף הפרמיית בשנת 2019 תחול עלייה בשנת 2020, כך שהיקף הפרמיית בשנת 2020 צפוי להיות דומה לשנת 2018. פוטנציאל הצמיחה ינבע מכלל המגזרים למעט מענפי הרכב בשל המשך תחרות מחיר אגרסיבית והאטה בקצב גידול כמות כלי הרכב.

אנו מעריכים כי בתרחיש הבסיס החברה תמשיך להציג רווחיות נמוכה יחסית, שתושפע בעיקר מסביבת הריבית הנמוכה והיעדר שיפור מהותי ביחס ההוצאות (Expense Ratio), שיכביד על הרווחיות החיתומית. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו שיעורי הרווחיות צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROA⁵ וה-ROC⁴ ינועו בטווח של 1%-2% ו-0.1%-0.2%, בהתאמה בטווח התחזית. יחסים אלו ימשיכו להעיב על יכולת בניית ההון העצמי ושיפור יחס הסולבנסי 2 מרווחים שוטפים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב מבטא את הערכתנו לכך כי למרות השחיקה הצפויה ביחסי סולבנסי 2 אל מתחת לדרישה הרגולטורית (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) בעקבות עדכון לוחות התמורות וירידת עקום הריבית, היא לא תשפיע באופן מהותי על פרופיל הסיכון של החברה והחברה תפעל לבנות מרווח מספק לאורך זמן ביחס לסף הרגולטורי, כאשר החברה תמשיך לבנות את כרית ההון. בנוסף, אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בעודפי ההון על פי מודל ההון של מידרוג
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות שתוביל לשחיקה משמעותית ברווחיות הכוללת
- פער שאינו מספק ביחס לדרישות ההון הרגולטוריות לאורך זמן
- שינוי מבנה הבעלות באופן שיפגע בפרופיל הסיכון של החברה ובכלל זה חלוקת דיבידנדים אגרסיבית

⁴ Return on Capital – רווח כולל לתקופה חלקי ממוצע סך ההון עצמי והתחייבויות פיננסיות
⁵ Return on Assets – רווח כולל לתקופה חלקי ממוצע סך הנכסים

כלל חברה לביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים

מיליוני ₪	30.06.2019	30.06.2018	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2016	31.12.2015
סה"כ נכסים	110,769	107,434	107,725	105,724	98,001	94,829
סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה	4,907	4,858	4,705	4,870	4,513	4,402
סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה	187	(11)	(165)	356	112	269
סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו	4,838	4,994	10,276	9,730	9,111	9,055
מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח	3,012	2,824	5,846	5,535	4,999	4,861
מתוכם בביטוח בריאות	659	1,025	2,107	1,917	1,799	1,674
מתוכם בביטוח כללי	1,168	1,145	2,324	2,279	2,315	2,522
סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר	4,215	4,302	8,896	8,540	8,068	7,998
סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה	5,671	1,532	1,241	6,230	2,611	3,001

יחס כושר פירעון [1]	NR	NR	101%	109%	111%	NR
יחס כושר פירעון בגיוס מלא [2]	NR	NR	106%	112%	113%	NR

יחסים מותאמים של מידורג

נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי	50%	50%	54%	53%	60%	60%
תשואה על מקורות מימון (ROC) [3]	4.4%	-0.3%	-2.0%	4.4%	1.4%	3.7%
תשואה על הנכסים (ROA) [4]	0.3%	0.0%	-0.2%	0.3%	0.1%	0.3%
חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [5]	41%	44%	43%	42%	45%	43%
רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית	2.2x	1.6x	-0.0x	3.1x	1.4x	6.6x

[1] ללא התחשבות בהוצאות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות; [2] ללא התחשבות בהוצאות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות תחת מנבלת גיוס של עד 40% מה-SCR; [3] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות) והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מוגלם שנת; [4] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מוגלם שנת; [5] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות) והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב התומך ביכולת יצור ההכנסות למרות שחיקה מסוימת לאור סיום ההתקשרות עם שני לקוחות גדולים

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה הולמת במערך ההפצה התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. החברה הינה הרביעית בגודלה מבין חברות הביטוח הגדולות בישראל, כפי שמשתקף בסך הפרמיות שהורווחו ברוטו ב-6 החודשים הראשונים של 2019 ובעלת היקף נכסים מנוהלים כולל משמעותי של כ-207 מיליארד ₪ ל-30 ביוני 2019. גודלה של החברה מתבטא גם בנתח שוק משמעותי במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו, על אף שנשחק ב-6 החודשים הראשונים של 2019 לכ-14.1% לעומת ממוצע של כ-15.7% בשנים 2016-2018. שחיקת נתח השוק נבעה בעיקר מהפסקת פעילות ביטוח הבריאות של קופות החולים מכבי ולאומית, אשר הוביל לירידה בנתח השוק במגזר זה מכ-17.0% בשנים 2017-2018 לכ-10.3% ב-6 החודשים הראשונים של 2019. עם זאת, החברה עודנה מחזיקה נתחי שוק משמעותיים בכלל הענפים ובפרט בענפי החיים וחסכון ארוך טווח (כ-18.7%) ורכוש אחר (כ-17.1%).

לחברה פיזור קווי עסקים סביר עם שלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן, התומכות ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. אולם, בשל הפסקת פעילות ביטוח הבריאות מול קופות החולים, כאמור חלה להערכתנו הרעה מסוימת בפיזור קווי העסקים של החברה. כאשר, חלקם של הפרמיות שהורווחו ברוטו בביטוח הבריאות מתוך סך הפרמיות ברוטו ודמי הניהול ירד מכ-18% לכ-12% ב-6 החודשים הראשונים של 2019. במקביל חלקם של הפרמיות ודמי ניהול של פעילות חסכון ארוך עלו לכ-67% מכ-60% בשנת 2018 וחלקו של הביטוח הכללי נותר יציב על כ-21%. שינוי מסוים בתמהיל זה, המוטה יותר לענף החיים עלול להגביר את חשיפת החברה להשפעות שוק אקסוגניות - ריבית ושוק ההון ולהעצים את תנודתיות הרווח.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 אנו מעריכים, כי לאחר השחיקה הצפויה בהיקף הפרמיות בשנת 2019 תחול עלייה בשנת 2020, כך שהיקף הפרמיות בשנת 2020 צפוי להיות ברמה דומה לשנת 2018 ולצמוח בכ-5% ביחס לשנת 2019. סביבת מאקרו תומכת הכוללת צמיחת תמ"ג של כ-3.1%-3.5%, לצד שיעור אבטלה נמוך שיוביל להמשך עליית השכר הריאלי, יובילו לקצב צמיחה גבוה מהתמ"ג במגזר ביטוח החיים והחסכון של כ-5%-6% לשנה. לאחר השחיקה המהותית החזויה בפרמיות ביטוחי הבריאות בשנת 2019 של כ-35%, אנו צופים חזרה לשיעורי צמיחה בדומה לענף. האטה בגידול כמות כלי הרכב, לצד המשך תחרות מחירי אגרסיבית יובילו להערכתנו לצמיחה מתונה בענפי הרכב בשנתיים הקרובות, כאשר בשאר ענפי הביטוח הכללי אנו צופים שיעורי צמיחה בדומה לשנים האחרונות.

אנו סבורים, כי בדומה למרבית החברות בענף שהגבירו את פעילותן דרך אמצעי שיווק ישירים, החברה תפעל בשנים הקרובות לטובת גיוון והתאמת מודל ההפצה, תוך חיזוק ערוץ ההפצה הישיר. עם זאת, אנו לא צופים כי חלקו של ערוץ הפצה זה מתוך תמהיל ערוצי השיווק יהיה מהותי בטווח הזמן של השנתיים הקרובות.

פרופיל הסיכון הולם לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית וירידה בחשיפה ללקוחות גדולים

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ-68% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים ולאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב" בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית. החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים ובפיזור הולם עם חשיפה נמוכה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על פחות מ-1% מההון העצמי ליום ה-31 בדצמבר 2018.

בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו הינו סביר לדירוג ועמד על כ-42% נכון ל-31 בדצמבר 2018. יחס זה משקף חשיפה נמוכה יחסית למנגנונים מבטחי תשואה בניכוי אג"ח ח"ץ, אשר עלולים לחשוף את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל הפעילות והעתודות הצפוי.

עם סיום ההסכם לביטוח קבוצתי סיעודי של חברי קופת חולים מכבי ולאומית, החברה צפויה להמשיך להקטין את החשיפה לקולקטיבים ולקוחות גדולים. יחד עם זאת, לחברה עדיין חשיפה גבוהה יחסית בענף הביטוח הכללי (כ-33% בשנת 2018), אשר עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים האשראי והסיכונים הענפיים לאורך המחזור ולהגביל את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה, כמו גם בענף ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי, למרות שההון הכלכלי יחסי ההון צפויים להיות תנודתיים יותר תחת הוראות סולבנסי 2, כפי שגם נצפה בתקופה האחרונה. בנוסף, להערכתנו החברה תידרש בשנים הקרובות לתת דגש רב יותר לסיכונים התפעוליים המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח ובעיקר בתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר.

בשונה משאר החברות הגדולות בענף, דירקטוריון החברה טרם קבע יעד הון לחלוקת דיבידנד תחת משטר סולבנסי 2, כאשר לא ברור אם ומתי יקבע יעד שכזה. אנו סבורים כי קביעת היעד הינה כלי נחוץ בניהול ההון של החברה ויצירת וודאות למבנה ההון העתידי ויכולתה לעמוד ביעדים שנקבעו.

בנוסף נציין, כי עדיין קיימת אי ודאות לגבי הרכב בעלי המניות העתידי של כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "חברת האם"), כאשר כרגע מתווה מכירת המניות בשוק ע"י הנאמן ממשיך (ראה פירוט גם בפרק אודות החברה להלן). מתווה מכירה ממונף עלול לשנות את פרופיל הסיכון של החברה, שאינה מחלקת דיבידנדים בשנים האחרונות כתלות בעומס הפירעונות של הרוכש. מידורג תמשיך ותעקוב אחר ההתפתחויות בנושא זה והשפעתן על פרופיל הסיכון של החברה.

איכות הנכסים אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג, נוכח שיעורי "נכסים בסיכון" ונכסים בלתי מוחשיים מההון גבוהים יחסית

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג, עם יחס "נכסים בסיכון"⁶ מותאמים להון המוכר של כ-50% ל-30 ביוני 2019 בדומה למועד המעקב הקודם. תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו ליוני 2019 כולל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-52%, הלוואות מגובות בבטוחות בשיעור של כ-12%, אג"ח קונצרני בשיעור של כ-8% ומזומנים של כ-4%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות ופחות מהותיות. אנו לא צופים שינויים מהותיים בתיק הנוסטרו בטווח התחזית אולם אנו מניחים כי החברה תמשיך

⁶ נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למעט מזומנים, אגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה, כאשר האחרונים משוקללים בשיעור הישענות חלקי המשקף סיכון לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

להגדיל את הרכיב הלא סחיר בתיק במטרה ליצר תשואה עודפת והקטנת תנודתיות רווחי ההשקעה ולאור סביבת ההשקעות המתגרת.

שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר, מתוך ההון העצמי עודנו גבוה יחסית לדירוג ועמד על כ- 50% ביוני 2019. עם זאת, נציין כי יחס זה השתפר בשנים האחרונות לאור גידול בכרית ההונית במקביל למחיקות מוניטין בגין פעילות הגמל. אנו לא צופים שינוי מהותי ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם בשל תמהיל הפעילות הצפוי, לצד פוטנציאל מסוים לבניית הכרית ההונית.

רווחיות נמוכה ביחס לדירוג המושפעת מרווחיות חיתומית ועילות תפעולית נמוכות יחסית

החברה מאופיינת ברווחיות נמוכה ביחס לדירוג וביחס לענף בשנים האחרונות, גם בשל סביבת הריבית הנמוכה, סביבה עסקית מאתגרת וכתוצאה ממבנה הוצאות קשיח והוצאות מיכון משמעותיות, הגוזרים יעילות תפעולית נמוכה וזאת בנוסף למחיקות שווי מהותיות בפעילות הגמל. כמו כן, היעדר רווחיות חיתומית (יחס משולב בשייר ממוצע של 101% בביטוח הכללי בשנים 2014-2018), גם בשל השפעות רגולטוריות, ושיעור הוצאות (ER) ממוצע גבוה יחסית של כ-31% באותן שנים לעומת כ-25% בקבוצת ההשוואה⁷ מכבידים על שיעורי הרווחיות. זו האחרונה חושפת את רווחיות החברה בצורה משמעותית יחסית לתנודות בשוק ההון ושינויים בעקום הריבית, אשר השתקפו בצורך בהשלמת רזרבות לאור ירידה מתמשכת בעקום הריבית ופגיעה בפוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט בדמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 לכלל ענף הביטוח, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, בדומה לשנים האחרונות, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל ויכולת בניית ההון העצמי מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית כאמור, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, לצד המשך תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, אנו מעריכים כי שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק.

לאור זאת, אנו מעריכים, כי בשנים 2019-2020 החברה תמשיך להציג רמת רווחיות נמוכה יחסית, שתושפע בעיקר מסביבת הריבית הנמוכה והיעדר שיפור מהותי ב-ER אשר ימשיך להכביד על הרווחיות החיתומית. בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, אנו צופים המשך תנודתיות ברווחיות, נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים הכוללים את תנודתיות עקום הריבית והתשואות בשווקים. מגזר ביטוחי הבריאות צפוי להיות מושפע לשלילה בטווח הזמן הקצר מהיקף הוצאות תפעוליות גבוה ביחס להיקף הפעילות בשל הפסקת ביטוחי קופות החולים מכבי ולאומית בתחילת 2019, כך שהיחס המשולב ימשיך להיות גבוה מ-100% בתרחיש הבסיס. בביטוח הכללי, רמת התחרות הגבוהה לצד תמורות רגולטוריות תקשה להערכתנו על שיפור מהותי ברווחיות החיתומית, וזאת תוך הבאה בחשבון של השפעות ביטול החלטת וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון במגזר הרכב חובה וחבויות. עם זאת, השימוש במבטחי משנה בענפי הרכב חובה ודירות, אשר הציגו עלייה בשיעור הנזקים בשנים האחרונות גם כתוצאה מהשפעות רגולטוריות, אמור לקזז חלק מהמשפעות השליליות בענפים אלה. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו שיעורי הרווחיות צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 1%-2% ו-0.1%-0.2% בהתאמה בטווח התחזית. יחסים אלו ימשיכו להעיב על יכולת בניית ההון העצמי וכנגד על שיפור יחס הסולבנסי 2 מרווחים שוטפים.

הכרית ההונית סופגת הפסדים בצורה טובה אולם השחיקה ביחסי סולבנסי 2 לצד פוטנציאל שיפור מוגבל יחסית

משפיעים לשלילה על הגמישות העסקית

על פי מודל ההון של מידורג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי עם עודף הון של 101% בתרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה על בסיס נתוני 30 ביוני 2019 ובהתחשב בגיוס כתבי ההתחייבות הצפוי בחודש ספטמבר. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל- סיכוני שוק בתיק הנוסטרו (חיים מבטיח תשואה וביטוח כללי) וכן נובעים מפוליסות מבטיחות מקדמי תוחלת חיים, כאשר פיזור הפעילויות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ- 15%. אל מול סיכונים אלה

⁷ מגדל חברה לביטוח, מנורה מבטחים ביטוח, הראל חברה לביטוח והפניקס חברה לביטוח

לחברה כרית הונית כלכלית ליום ה- 30 ביוני 2019 הכוללת הון עצמי מותאם⁸ בהיקף של כ- 5.6 מיליארד ₪ ו-EPIFP מותאם⁹ בהיקף של כ- 3.8 מיליארד ₪.

כבחינה משלימה למינוף המבטח, אנו בוחנים את יחס ההון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה יציב יחסית, עמד ליום ה- 30 ביוני 2019 על כ- 11%, הולם לדירוג וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני.

יחסי סולבנסי 2 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) של החברה עמדו על כ-101% ביום 31 בדצמבר 2018, וזאת לעומת יחס ממוצע של שאר קבוצת השוואה לאותו מועד של כ-121% והציגו מגמת שחיקה בשנים האחרונות מכ-111% וכ-109% ביום 31 בדצמבר של השנים 2016 ו-2017, בהתאמה. החברה דיווחה, כי ההשפעה המשולבת הצפויה של עדכון לוחות התמורות ופסק הדין המבטל את החלטת וועדת וינוגרד על יחס כושר הפירעון שלה הינה שחיקה של כ-5% בהשוואה ליחס כושר הפירעון ביום 31 לדצמבר 2018 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה). כך, יחס סולבנסי 2 צפוי לרדת לכ-96% וזאת מבלי לקחת בחשבון את ההשפעה השלילית הצפויה בגין ירידת עקומי הריבית ביחס לתרחישים שבוצעו על יחס הסולבנסי ב-31 בדצמבר 2018. נציין, כי שחיקה זו ביחס הרגולטורי פוגמת בגמישות העסקית של החברה, עלולה ללחוץ על שיעורי הרווחיות במידה והחברה תשתמש בכלים מפחיתי סיכון וממצבת את החברה במקום נמוך ביחס לקבוצת השוואה בפרמטר זה. מידורג צופה כי החברה תשפר את היחס הרגולטורי ותקבע מרווח הולם לאורך זמן ביחס לסף הרגולטורי לאור תנודתיות היחס. עם זאת נציין, כי גם לאחר השפעות אלה יחס כושר הפירעון של החברה על בסיס 31 בדצמבר 2018, כשהוא מחושב על פי הוראות בתקופת הפריסה, היה משקף עודף הון העולה על 2.7 מיליארד ש"ח. כמו כן נציין כי אנו מעריכים כי פרפורמה לגיוס החברה תגיע למיצוי כמעט מלא של גיוס הון רובד 2 המוכר כחלק מההון העצמי לעניין כושר פירעון.

פרופיל נזילות בולט לטובה הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך; הגמישות הפיננסית נמוכה לדירוג ומושפעת לשלילה ממינוף פיננסי גבוה ומשחיקת יחס סולבנסי 2

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 3 בין הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוחי חיים, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק. בנוסף לא צפוי פירעון קרן משמעותי של ההתחייבויות הפיננסיות בטווח הקצר, למעט המשך פירעון שוטף של סדרה א' בהתאם ללוח הסילוקין.

לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה, כאשר כ-45% מסך התחייבויות החברה אמורות להיפרע בטווח זמן של מעל 5 שנים. 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.

הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחס כיסוי נמוך של רווח תפעולי (EBIT) להוצאות מימון ומינוף מאזני (חוב¹⁰ ל-CAP) גבוה יחסית של כ-41% ליום ה- 30 ביוני 2019. אנו צופים כי בשל פוטנציאל השיפור המוגבל בהון העצמי לצד הגיוס הצפוי של כתבי ההתחייבות הנדחים, היחס יעלה לכ-45% כאשר במקביל יעלו גם הוצאות המימון השוטפות. נציין, כי שחיקת יחס סולבנסי 2 פוגמת אף היא בגמישות הפיננסית.

⁸ כולל הון עצמי מיוחס לבעלי המניות, הון רובד 1 נוסף, 50% מהון רובד 2 ושערור נכסים פיננסיים לא סחירים (לא כולל אג"ח ח"ץ) בשיעור השענות של 85%. מסכום זה מנוכים הוצאות רכישה נדחות במגזר החיים וחשכון ארוך טווח ונכסים לא מוחשיים אחרים נטו ממסים נדחים.

⁹ בשיעור השענות של 60%

¹⁰ ללא התחייבות בגין חכירה מימונית

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

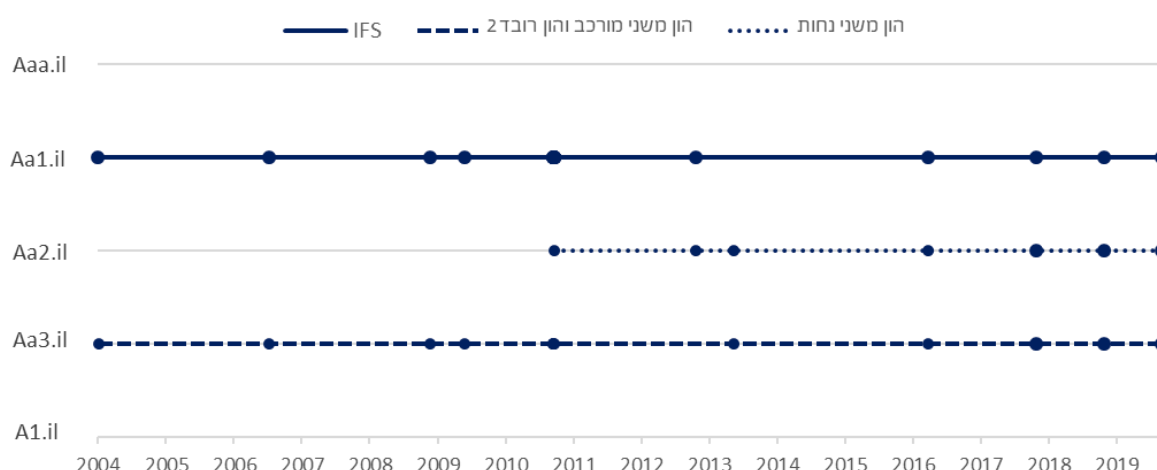
בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (משני נחות, משני מורכב ורובד 2) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) המשמש נקודת מוצא לדירוג מכשירי חוב שונים, שמבטחים מנפיקים. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו החוזיים בהתחשב במידת הנדחות החוזית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי המכשיר ואי הוודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה- IFS של המבטח לדירוג הון משני נחות והון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הורדת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם. במכשירי הון רובד 2 אנו מעריכים, כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות" הינה נמוכה בשל פער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 10 בספטמבר 1962. כ- 99.98% מהונה המונפק והנפרע של החברה מוחזק על ידי כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "כלל החזקות"), חברה אשר ניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב-יפו. כפי שנמסר לכלל החזקות על ידי אי די בי חברה לפתוח בע"מ (להלן: "אי די בי פתוח") ולפי דיווחיה לציבור, נכון למועד הדוח, כ- 10.4% מהון המניות המונפק של החברה ומזכויות ההצבעה בה מוחזקים עבור אי די בי חברה לפתוח בע"מ באמצעות הנאמן, מר משה טרי ("הנאמן"), אשר מונה כנאמן למניות וזכויות ההצבעה האמורות. נוסף על ההחזקה באמצעות הנאמן, מחזיקה אי די בי פתוח במישרין כ- 5% מההון המונפק של החברה, ובסך הכל כ- 15.3% מההון המונפק של החברה. כמו כן התקשרה אי די בי פתוח בעסקאות החלף עם מוסדות בנקאיים שונים ביחס למניות החברה שנמכרו על ידיה לצדדים שלישיים (להלן: "הרוכשים" ו- "עסקאות החלף", לפי העניין), אשר נכון למועד פרסום הדוח עומד על שיעור של כ- 20%. אי די בי פתוח הבהירה כי על פי תנאיהן של עסקאות החלף, אין לה ידיעה באשר לזהותם של הרוכשים. בימים 4 ו-5 בספטמבר 2019 דיווחה אי די בי פתוח על מכירת כ- 6% ממניות כלל החזקות (מהן 1% מעסקאות החלף).

החברה פעילה בעיקר בתחומי הביטוח, הפנסיה והגמל ומהווה אחת מחברות הביטוח 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 - דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

08.09.2019	תאריך דוח הדירוג:
04.11.2018	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 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.

© 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>