

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ¹

מעקב | יוני 2020

אנשי קשר:

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג, רו"ח

ראש צוות, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

¹ גב' אביטל שטיין הינה דח"צית במנורה מבטחים החזקות בע"מ (חברת האם של החברה) וכן הינה דח"צית במידרוג בע"מ. אין לגב' שטיין כל נגיעה לדירוגים הנקבעים על ידי מידרוג בע"מ.

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Aa3.il (hyb)	הון משני נחות ושלישוני מורכב
אופק דירוג: יציב	A1.il (hyb)	הון משני מורכב והון רובד 2

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa2.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("החברה") ומותירה על כנו דירוגים של Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני נחות ושלישוני מורכב) ו-A1.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב ומכשירי הון רובד 2²), 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 המשהות"² הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש 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 סולבנסי	מועד פירעון סופי
א'	1103670	Aa3.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [1]	01/07/2022
ב'	1124759	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [2]	14/10/2024
ג'	1131911	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [2]	01/10/2030
ד'	1135920	Aa3.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [3]	01/07/2027
-	לא סחיר	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2 [2]	01/07/2034
ה'	1143411	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	30/06/2032
ו'	1160241	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	30/09/2030
-	לא סחיר	A1.il(hyb)	יציב	הון רובד 2	01/07/2034

[1] הון משני נחות
[2] משני מורכב
[3] שלישוני מורכב

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הולם, נוכח גודלה ופיזור קווי העסקים התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. כמו כן, פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה מתונה ללקוחות גדולים וזאת למרות גידול בחשיפה לקולקטיבים במגזר הבריאות.

הפרופיל הפיננסי של החברה מושפע לשלילה מרווחיות נמוכה ביחס לדירוג, גמישות פיננסית המאופיינת במינוף מאזני גבוה יחסית, אולם נתמכת במרווח הולם ביחס לדרישת יחס כושר הפירעון הכלכלי הרגולטורי. אנו מעריכים כי פוטנציאל שיפור הכרית ההונית יהיה מוגבל בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות לאור פוטנציאל צבירת רווחים נמוך יחסית ותגודת, בין היתר גם לאור ההתפתחויות הנובעות מהתפשטות נגיף הקורונה והשפעתו הצפויה על פעילות ענף הביטוח בשנת 2020. פרופיל הנזילות של החברה הולם ביחס לדירוג ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית.

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי, כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה תרחישים, על בסיס נתוני ה-31 בדצמבר 2019. בתרחיש זה הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה,

² הון נדרש ל"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה לאחר התאמת תרחיש מניית לפי חוזר סולבנסי ("יחס כושר הפירעון הנדרש"). יחס כושר הפירעון הנדרש עמד נכון ל-30 ביוני 2019 על 70%.

כפי שנתפסים במודל של מידרוג- נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכוני תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים, סיכוני שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון) וסיכון חיתומי בענפי הרכב.

יחס כושר הפירעון (סולבנסי 2) של החברה הולם לדירוג, תומך בגמישותה העסקית וביכולתה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים. ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה, יחס זה עמד על כ- 111% ליום ה- 30 ביוני 2019. כאשר פרופורמה לפעולות שנקטה החברה עד למועד הפרסום לראשונה של יחס כושר הפירעון בגין נתוני 30 ביוני 2019, היחס היה עומד על כ- 120%.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור ההכנסות. זו תהיה מושפעת להערכתנו לרעה מהתכווצות התמ"ג בשיעור של כ- 5.0% בשנת 2020 בעקבות השלכות של התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 הצפי הוא לתיקון בצמיחת התמ"ג לכ- 7.0%. כמו כן, להערכתנו הענף ימשיך להיות מושפע מסביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים תוך המשך לחצים תחרותיים בחלק מהמוצרים. אנו מעריכים כי להאטה הכלכלית הצפויה תהיה השפעה שלילית על היקפי העסקים והפרמיות של המבטחים בעיקר במוצרים שאינם מנדטוריים, היות והם מתואמים במידה רבה עם צמיחת התמ"ג.

בתרחיש זה, אנו מעריכים, כי החברה תשמר את מיצועה העסקי, תוך הקטנת הפרמיות המורווחות ברוטו בשנת 2020 בשיעור של כ- 0.4% ביחס לשנת 2019, ובשנת 2021 גידול בשיעור של כ- 7.5% ביחס לשנת 2020. פוטנציאל הצמיחה ינבע להערכתנו בעיקר ממגזר הבריאות, גם בגין הגידול בפרמיות הסייעוד בגין קופות החולים "לאומית" ו"מאוחדת", וכן מהמשך הגידול בפעילות ביטוח בריאות פרט.

כמו כן, להערכתנו שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להמשיך להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 1.5%-2.0% ו-0.1%-0.1%, בהתאמה, בטווח התחזית. לאור כך פוטנציאל בניית הכרית ההונית בטווח התחזית הינו מוגבל יחסית, כאשר אנו מעריכים כי היקף חלוקת דיבידנדים יהיה מתון בשנות התחזית.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. יחד עם זאת נציין כי קיימת בשלב זה אי וודאות גבוהה לגבי תוצאות המשבר הכלכלי כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית בכלל על ענף הביטוח ככלל והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בהיקף הפעילות וביכולת יצור הרווחים
- 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 בענפי הליבה ו/או שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת
- חלוקת דיבידנדים, שיש בהם כדי לפגוע בבסיס ההון ובאיתנות הפיננסית של החברה

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

מיליוני ₪	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019
סה"כ נכסים	36,424	38,860	42,153	44,270	49,996
סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה	1,475	1,569	1,690	1,636	1,732
סה"כ רווח כולל המשוך לבעלי המניות של החברה	(14)	94	121	6	148
סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו	5,079	5,870	6,155	6,651	6,773
מתוכם בביטוח חיים וחשכון ארוך טווח	2,318	2,884	3,014	3,379	3,379
מתוכם בביטוח בריאות	566	627	705	901	1,110
מתוכם בביטוח כללי	2,195	2,360	2,436	2,371	2,288
סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר	4,363	5,136	5,393	5,873	5,938
סה"כ רווחי השקעה (כולל רווח כולל אחר)	810	1,197	2,286	151	3,915

יחס כושר פירעון [1]	120%	119%	129%	124%	N/R
---------------------	------	------	------	------	-----

יחסים מותאמים של מידורג

נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC מההון העצמי	72%	73%	63%	64%	66%
תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]	4.3%	0.2%	4.1%	3.3%	(0.5%)
תשואה על הנכסים (ROA) [3]	0.3%	0.0%	0.3%	0.2%	0.0%
חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [4]	54%	50%	46%	48%	49%
רווח לפני ריבית ומס (EBIT) והכנסות מהשקעות ברווח כולל אחר להוצאות ריבית	4.5%	1.2%	4.4%	0.5%	(0.1%)

[1] ללא התחשבות בהוצאות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות ובהתחשב באירועים בין תאריך המאזן לתאריך הדיווח; [2] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות ונגזרים) והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנת; [3] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנת; [4] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות ונגזרים) והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו; [5] יחס כושר פירעון ל-30.06.2019.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי הולם המשתקף בגודלה של החברה ובפיזור קווי עסקים, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בגודלה היחסי בענף, בתמהיל פעילות מגוון יחסית, בבסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה הולמת במערך ההפצה. החברה הינה המבטח החמישי בגודלו בישראל במונחי פרמיות ברוטו בשנת 2019, ובעלת היקף נכסים מנהלים כולל של כ- 49 מיליארד ₪³ נכון לסוף שנת 2019. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית (במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו) של כ- 10% בממוצע בשנים 2017-2019 ובעיקר בתחומי הביטוח הכללי. עם זאת, נציין כי נתחי השוק של החברה בענפי הביטוח הכללי נשחקו לאורך השנים האחרונות, זאת כתוצאה מהתגברות התחרות, כניסת מתחרים חדשים ופעולות לטיוב התיק שנעשו בעבר.

לחברה פיזור קווי עסקים הולם, התומך ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור ומשתקף בשלוש רגלים משמעותיות כאשר בשנת 2019 מגזר ביטוח חיים היווה כ- 50% מסך הפרמיות ברוטו ודמי ניהול, ביטוח כללי כ- 34% ובריאות כ- 16%. נציין, כי לאור מיקודה העסקי של החברה בביטוחי הבריאות בשנים האחרונות, חלקו של הביטוח הכללי בתמהיל הפרמיות של החברה נמצא במגמת ירידה לאורך השנים האחרונות, וזאת במקביל לעלייה בחלקו של מגזר הבריאות.

להערכתנו, לחברה שליטה הולמת במערך ההפצה, כפי שמשתקף ביחס הוצאות שיווק לפרמיות ברוטו שעמד על כ- 17% נכון לשנת 2019, כאשר ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה הינם סוכני וסוכנויות ביטוח והיא נשענת בעיקר על סוכנויות ביטוח חיצוניות. אנו סבורים, כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תפעל בשנים הקרובות לגוון את מודל ההפצה, תוך חיזוק ערוץ ההפצה הישיר. עם זאת, חלקו בתמהיל ערוצי השיווק לא יהיה מהותי בטווח הזמן הקצר, להערכתנו.

בתרחיש הבסיס לשנים 2020-2021, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל ייצור ההכנסות. זו תהיה מושפעת להערכתנו לרעה מהתכווצות התמ"ג בשיעור של כ- 5.0% בשנת 2020 בעקבות השלכות של התפשטות נגיף הקורונה, כאשר בשנת 2021 הצפי הוא לתיקון בצמיחת התמ"ג ל- 7.0%. כמו כן, להערכתנו הענף ימשיך להיות מושפע מסביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים תוך המשך לחצים תחרותיים בחלק מהמוצרים. אנו מעריכים כי להאטה הכלכלית הצפויה תהיה השפעה

³ על פי נתוני החברה

שלילית על היקפי העסקים והפרמיות של המבטחים בעיקר במוצרים שאינם מנדטוריים, היות והם מתואמים במידה רבה עם צמיחת התמ"ג.

בתרחיש זה, אנו מעריכים, כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הקטנת הפרמיות המורווחות ברוטו בשנת 2020 בשיעור של כ-0.4% ביחס לשנת 2019, ובשנת 2021 גידול בשיעור של כ-7.5% ביחס לשנת 2020. פוטנציאל הצמיחה ינבע להערכתנו בעיקר ממגזר הבריאות, גם בגין הגידול בפרמיות הסייעוד בגין קופות החולים "לאומית" ו"מאוחדת" (היקף פרמיות מוערך של כ-126 ו-260 מיליון ש"ח לשנה, בהתאמה) (להלן: "מכרזי קופות החולים"⁴) וכן המשך גידול פעילות ביטוח בריאות פרט.

במגזר החיים, אנו סבורים כי המשך התעצמות התחרות ממוצר הפנסיה, הגבלות רגולטוריות שהוטלו בשנתיים האחרונות וההתכווצות החדה בתמ"ג בעקבות משבר הקורונה לצד העלייה באבטלה והשפעתה על השכר, יעיבו על שיעורי הצמיחה במגזר. במגזר הבריאות אנו מניחים התמתנות מסוימת בצמיחת הפרמיות ביחס לשנים האחרונות (בנטרול השפעות הביטוחים הסייעודיים לקופות החולים), אולם זו תיוותר גבוהה ותימך גם בשיעור חדירה משקי נמוך יחסית. מנגד, המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה ימשיכו ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים שחיקה מסוימת בהיקף הפרמיות בתקופת התחזית, זאת על רקע תחרות מחירי אגריסיבית בענף רכב רכוש, והערכתנו להאטה משמעותית בהיקף מסירות כלי הרכב כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה במהלך הרבעון הראשון והשני של שנת 2020, וחזרה הדרגתית בלבד לאחר מכן. כמו כן, ההתכווצות הצפויה בתמ"ג, העלייה בשיעורי האבטלה וההסתברות לסגירת בתי עסק קטנים ובינוניים, ישפיעו לשלילה על שיעורי הצמיחה במגזרי רכוש ואחר וחבויות. נציין כי בתחזית זו ישנו בשלב זה מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התממשות של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגד, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית; עליה מסוימת בחשיפה ללקוחות גדולים בגין מכרזי קופות החולים

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ-67% מסך הפרמיות ברוטו בשנת 2019 הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב". זאת בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר, כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית. בנוסף, 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 המוכר המותאם⁵ ליום ה-31 בדצמבר 2019.

בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בולט לחיוב לאורך זמן ועמד על כ-54% נכון ל-31 בדצמבר 2019. יחס זה משקף פרופיל סיכון טוב, נוכח חשיפה נמוכה יחסית למנגנונים מבטחי תשואה בניכוי אג"ח ח"ץ, אשר חושפים את המבטחים לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח התחזית אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות.

בנוסף, פרופיל הסיכון נתמך בחשיפה מתונה יחסית 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. היקף החשיפה ללקוחות גדולים עמד על כ-13% מהפרמיות המורווחות ברוטו ליום 31 בדצמבר 2019, נתון אשר תומך בדירוג, אך נמצא במגמת עליה בשנה האחרונה וצפוי לעלות גם בשנות התחזית לאור זכיית החברה במכרזי קופות החולים, אולם צפוי להיוותר ברמה הולמת לדירוג, כאשר קולקטיב זה מאופיין בפיזור מבטחים רחב יחסית והסכם ארוך טווח מחייב.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג. אלו נתמכים 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 ובמידת ההון הכלכלי, למרות שההון הכלכלי ויחס ההון צפויים להיות תנודתיים יותר תחת משטר זה. בנוסף,

⁴ תקופת ההתקשרות עם לאומית ומאוחדת הינה לחמש שנים, מחודש אפריל 2019 וינואר 2020, בהתאמה
⁵ כולל את ההון העצמי החשבונאי וכתבי התחייבות נדחים

החברה תידרש להערכתנו לתת דגש רב יותר לסיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח ובעיקר בתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר. פרופיל הסיכון מושפע לחיוב מהיעדר לחץ לחלוקת דיבידנדים מהחברה האם, מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("חברת האם") המדורגת Aa2.il באופן יציב. להערכתנו, חברת האם אינה תלויה בחלוקת הדיבידנדים מהחברה לצורך שירות חובותיה ונסמכת על מקורות נוספים (בעיקר מנורה מבטחים פנסיה וגמל בע"מ). אולם, החברה עדיין משמשת עוגן מרכזי לפעילות המאוחדת של החברה האם ובעלת קשרים עסקיים עם שאר חברות הקבוצה.

איכות הנכסים סבירה ביחס לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תאבון לסיכון סביר ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס "נכסים בסיכון"⁶ מותאמים להון המוכר המותאם של כ- 50% ל- 31 בדצמבר 2019 (לעומת כ- 62% במועד המעקב האחרון). עיקר הירידה נובעת מירידה מסוימת בנכסים בסיכון לצד גידול בהיקף ההון המוכר המותאם. בשנה האחרונה החברה הגדילה את שיעור האג"ח הממשלתי מתוך תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו. כך, נכון לדצמבר 2019 התיק כולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-38% (2018: 33%), אג"ח קונצרני (על כל סולם דירוג) של כ-21% (2018: 20%) והלוואות פרטיות (מגובות בטוחות) בשיעור של כ-17% (2018: 17%), 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 והוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי עודנו גבוה ועמד על כ- 72% ל- 31 בדצמבר 2019, בדומה לשנה קודמת. יחס זה הושפע גם מעליה בהון העצמי של החברה במהלך שנת 2019 ובמקביל לגידול בהיקף הנכסים הבלתי מוחשיים בשנה זו. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי ביחס זה בטווח התחזית, גם בשל תמהיל הפעילות הצפוי ונוכח הערכתנו לפוטנציאל בניית כרית הונית מוגבל.

רווחיות נמוכה לדירוג; צפי להמשך לחץ על הרווחיות בשל הסביבה העסקית המתגרת והשפעות התפשטות נגיף

הקורונה

החברה, בדומה לענף, הציגה רווחיות תנודתית בשנים האחרונות כתוצאה מהסביבה העסקית המתגרת ונוכח חשיפה גבוהה לגורמים אקסוגניים ובהם שוקי ההון, עקום הריבית ורגולציה וללא רווחיות חיתומית משמעותית. שיעורי הרווחיות של החברה נמוכים ביחס לדירוג ומוגבלים גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה (יחס משולב בשייר של 103% בביטוח הכללי ב- 5 השנים האחרונות). כך, יחסי ה- ROC וה- ROA של החברה נעו בטווח שבין 4.3% ו- 0.2% ובין 0.3% ו- 0.0% בהתאמה, בשנים 2016-2019. נציין כי רווחיות החברה הושפעה לטובה בשנת 2019 כתוצאה מגידול בהכנסות מהשקעות וכן מביטול החלטת וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעה לחיוב ובאופן מהותי על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות וכנגזר שחררה החברה כ-146 מיליון ₪ מהתעודות בשנה זו. אולם מנגד, הירידה בריבית חסרת הסיכון וכן חוזר עדכון לוחות התמורת הובילו לגידול העתודות הביטוחיות, בעיקר בענפי החיים והבריאות בסך של כ-288 מיליון ₪ וכ-251 מיליון ש"ח בהתאמה. בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021, אנו לא צופים שיפור בפוטנציאל יצור הרווחים, זאת בעיקר בשל המשך סביבה עסקית מתגרת, התכווצות התמ"ג ועליה בשיעורי האבטלה בשנת 2020 והתאוששות בשנת 2021, וזאת לצד היעדר שיפור מהותי ברווחיות החיתומית לאור התגברות התחרות בענפי הביטוח הכללי וכן השפעות סביבת הריבית הנמוכה. נציין כי אנו צופים התייעלות תפעולית מסוימת בחברה, לאור פעולות שננקטו כתוצאה מההגבלות שהוטלו בחודשים מרץ ואפריל כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה, אשר תקזז במידה מסוימת את הירידה הצפויה בהיקף ההכנסות.

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.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים ירידה ברווחים, נוכח חשיפה ניכרת לגורמים אקסוגניים ובראשם עקום הריבית, שינויים דמוגרפיים ופוטנציאל התשואה בשוק ההון. כמו כן, התפשטות נגיף הקורונה אשר הובילה לעלייה בשיעורי האבטלה ולירידה בפעילות הריאלית, צפויה להשפיע לשלילה על ההפקדות לחיסכון פנסיוני וכנגזר על דמי הניהול הקבועים במגזר זה.⁷ בנוסף, בשל התשואה הריאלית השלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח חיים המשתתפות ברווחים ששווקו עד שנת 2004, החברה לא רשמה דמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2020 ואומדן דמי הניהול שלא ייגבו בשל התשואה הריאלית השלילית וזאת עד להשגת תשואה חיובית מצטברת, הסתכמה בכ-200 מיליון ₪ לפני מס.⁸ לאור זאת, אנו מעריכים כי קיימת אי וודאות בנוגע ליכולת גביית דמי ניהול משתנים בשנות התחזית.

מגזר הבריאות צפוי להיות מושפע מרווחיות חיתומית טובה בענפי הפרט אך מנגד תחום הסיעוד ימשיך להיות מושפע לשלילה מעקום הריבית, וכן גם מהסכם לאומית ומאחדות, אשר ישפיע על היקף הפרמיות, אולם להערכתנו הינו בעל השפעה שולית על הרווחיות הישירה מפעילות זו. כמו כן, תמורות רגולטוריות, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף, צפויות להמשיך ולהגביר את תחרות המחירים ולגרם ללחץ על הרווחיות בענף זה. אולם, בעקבות הזכייה במכרז קופות החולים, חל שיפור בפוטנציאל יצירת יתרון מסוים לגודל במבנה ההוצאות ונגישות למידע ובסיס לקוחות משמעותי.

בענף הביטוח הכללי אנו צופים שהירידה בהיקף הפרמיות, לא תתרגם לשיפור חיתומי (בנטרול וינגרד) בשל תחרות מחירים מתגברת בעיקר בענפי הרכב מצד הערוצים הישירים של המתחרים הקיימים ומצד החברות הישירות החדשות. אולם זה ימותן להערכתנו במידה מסוימת מירידה בשיעור תאונות הדרכים והיקפי התביעות בשל ירידה משמעותית בשימוש בכלי רכב בחודשים האחרונים כתוצאה מהשפעות נגיף הקורונה ומגבלות התנועה שהוטלו על הציבור על ידי הממשלה.

אנו מניחים בתרחיש הבסיס כי ההסכמים הקיימים מול מבטחי המשנה ישמרו, כאשר אלה תומכים ביציבות ובהיקף הרווח בדרך של הכנסות מעמלות ופיזור סיכונים.

נציין כי בהתאם לדוחות הכספיים של החברה לשנת 2019, בשל התפשטות נגיף הקורונה נרשמה ירידת ערך בתיק ההשקעות הסחיר, שאינו מוחזק כנגד התחייבויות תלויות תשואה, בסך של כ-300 מיליון ₪ לאחר מס מתחילת השנה ועד למועד אישור הדוחות הכספיים, אולם אנו סבורים כי חלקו כבר הוחזר עם העליות בשוקי ההון במהלך חודש אפריל 2020, ואנו מניחים כי עד לסוף השנה לא ייווצרו הפסדים מהותיים בתיק ההשקעות.

עדכון נוסף להשפיע על רווחיות החברה הוא חוזר לתיקון הוראות החוזר המאוחד לעניין מדידת התחייבויות-בדיקת נאותות העתודה (LAT).⁹ החברה מעריכה כי ההשפעה הישירה של החוזר על בדיקת נאותות העתודות במגזר ביטוח חיים, אילו היה חל ליום 31 בדצמבר 2019, הינו קיטון בסך של כ-25 מיליון ₪ בהתחייבויות בגין חוזי ביטוח במגזר ביטוח חיים וגידול של כ-16 מיליון ₪ בהון החברה.

נציין כי בתחזית זו ישנו מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התממשותו של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל, ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגזר, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותגודתיות מוגברת בשוקי ההון.

לאור האמור לעיל, להערכתנו שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להמשיך להיות נמוכים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 2.0%-1.5% - ו-0.1%-0.1%, בהתאמה, בטווח התחזית.

הלימות ההון של החברה הולמת ביחס למידורג; פוטנציאל שיפור הכרית ההונית עדיין מוגבל בטווח התחזית

על פי מודל ההון של מידורג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי, כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה תרחישים, על בסיס נתוני ה-31 בדצמבר 2019. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל של מידורג - נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכוני תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים, סיכוני שוק בתיק הנוסטרו

⁷ לפי דוחות החברה לשנת 2019, בסמוך למועד פרסום הדוחות הכספיים, סך נכסי החסכונות במסגרת פוליסות תלויות תשואה שבניהול החברה ירד בכ-10.86% לעומת סוף שנת 2019.

⁸ לפי דוחות החברה לשנת 2019, נכון למועד פרסום הדוח הכספי.

⁹ במסגרת תיקון זה, הוצע לקבוע כי בדיקת LAT תחושב תוך קיבוץ מוצרי ביטוח חיים (למעט מוצרי סיעוד) וזאת במקום חישוב עבור כל מוצר ביטוח חיים בנפרד. שינוי זה מאפשר להביא בחשבון במבחן גם סוגי פוליסות שהונפקו המגלמות רווח, ולא רק כאלו המגלמות הפסד. הוצע כי השינוי יטופל בדוח הכספי של רבעון ראשון לשנת 2020 כשינוי מדיניות בדרך של יישום למפרע.

(ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון) וסיכון חיתומי בענפי הרכב, כאשר פיזור הפעילויות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ- 20%. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם¹⁰, ליום ה-31 בדצמבר 2019 בהיקף של כ- 2.2 מיליארד ש"ח ו-EPIFP מותאם¹¹ בהיקף של כ- 2.4 מיליארד ש"ח.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה עמד ליום ה-31 בדצמבר 2019 על כ- 8%, רמה סבירה ביחס לדירוג וללא שינוי ביחס לשנה שעברה, וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר - בינוני. יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות סולבנסי 2 ליום ה-30 ביוני 2019 עמד על כ- 111% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה¹²) וכ- 166% מההון הנדרש בתקופת הפריסה, לאותו מועד. נציין, כי פרופורמה לפעולות שביצעה החברה עד למועד הפרסום לראשונה של יחס כושר הפירעון בגין נתוני 30 ביוני 2019, היחס היה עומד על כ- 120% (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה). פעולות אלה כללו גיוס הון רובד 2 בסך של 446 מיליון ₪ כאשר הסכום המוכר לצורך הון רובד 2 הינו בסך של כ-421 מיליון ₪¹³. יחס כושר הפירעון הרגולטורי של החברה הולם יחסית לדירוג, ותומך להערכתנו בגמישות העסקית וביכולתה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים.

אנו סבורים כי יכולת בניית הכרית ההונית בטווח התחזית הינה מוגבלת יחסית, נוכח פוטנציאל צבירת רווחים נמוך יחסית ותנודתיות, כאשר אנו מעריכים כי היקף חלוקת הדיבידנדים יהיה מתון בשנות התחזית ולא יותר מ-50% מסך הרווח הכולל. נציין, כי החברה קבעה הון יעד לצורך חלוקת דיבידנד, אשר עומד על 111% נכון ל-30 ביוני 2019 וגדל בהדרגתיות עד לשיעור של כ- 115% בשנת 2024. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמירת מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנודתיות הצפויה של היחס. בחודש מרס 2020 פורסמה טיוטת חוזר המתקן את חוזר סולבנסי¹⁴, בנושא עדכונים הקשורים בהוראות המעבר - הקלות בהוראות הפריסה ונושאים הקשורים בהקלות דרישות ההון בגין השקעות בתשתיות, הכשרה בנכסי מיסים נדחים, השקעה במיזמי אינשורטק, השקעה במניות בטווח ארוך ועוד. להערכתנו התיקון האמור עשוי לשפר את יחס כושר פירעון הרגולטורי של החברה ולהעניק גמישות רבה יותר לניהול ההון בתקופת הפריסה. אולם בשלב זה קשה להעריך את השפעתו המדויקת על החברה.

פרופיל נזילות הולם לדירוג הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך יחסית; הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה ממינוף

מאזני גבוה יחסית, אולם נתמכת במרווח הולם מיחס כושר הפירעון הכלכלי הנדרש

להערכתנו, פרופיל הנזילות של החברה הולם ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 1.8 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 מניחים פירעון התחייבויות פיננסיות בטווח התחזית של סדרה ב' (פירעון מוקדם) בשנת 2021 וכן המשך פירעון שוטף של אג"ח סדרה א'. יחד עם זאת, אנו לא צופים שינוי ביחס המינוף בשנות התחזית, כך שהחברה תמשיך להישאר קרובה למגבלת ההכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2 (40% מה-SCR).

נציין, כי 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

¹⁰ כולל הון עצמי מיוחס לבעלי המניות, הון רובד 1 נוסף, 50% מהון רובד 2 ושערך נכסים פיננסיים לא סחירים (לא כולל אג"ח ח"ץ) בשיעור השענות של 85%. מסכום זה מנוכים הוצאות רכישה נדחות במגזר החיים וחסכון ארוך טווח ונכסים לא מוחשיים אחרים נטו ממסים נדחים.

¹¹ בשיעור השענות של 60%

¹² ההון הנדרש לכוש פירעון של חברת ביטוח בתקופה שתחילתה ביום 30 ביוני 2017 וסיומה ביום 31 בדצמבר 2024 יעלה בהדרגה ב- 5% בכל שנה החל מ-60% מה-SCR ועד למלוא ה-SCR.

¹³ בחודש ספטמבר החברה הנפיקה סך של כ-296 מיליון ₪ אגרות חוב סדרה ו' ובחודש נובמבר הנפיקה פרטית של כ-150 מיליון ₪ ובניכוי סך של כ-25 מיליון מעבר למגבלות הכמותיות של הון רובד 2, ופדיון קרן של הון רובד 2 בסך 44.5 מיליון ₪ בחודש יולי 2019.

¹⁴ מטרת התיקון הינה לאפשר בחירה בין פריסה הדרגתית של קבוצות מסוימות המוגניות של עתודות הביטוח במאזן הכלכלי, החל מיום 31 בדצמבר 2019 ועד ליום 31 בדצמבר 2032, לבין פריסת ההון הנדרש לכוש הפירעון עד שנת 2024, בהתאם להנחיה טרם התיקון.

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 ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח, להערכתנו. הגמישות הפיננסית של החברה מוגבלת ביחס לדירוג ומתאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב¹⁵ ל- CAP) גבוה יחסית של כ- 54% ליום ה- 31 בדצמבר 2019, אשר להערכתנו אינו צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני. מנגד, נתמכת הגמישות הפיננסית והעסקית במרווח הולם ביחס ליחס כושר הפירעון הכלכלי הנדרש רגולטורית, כאמור וכן בנגישות ופיזור מקורות המימון.

שיקולים נוספים לדירוג

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (הון שלישוני מורכב, משני מורכב, משני נחות ורובד 2) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) ומשמש 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 בתנאים ואי הודאות 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 שלישוני מורכב/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 הודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות" הינה נמוכה בשל פער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

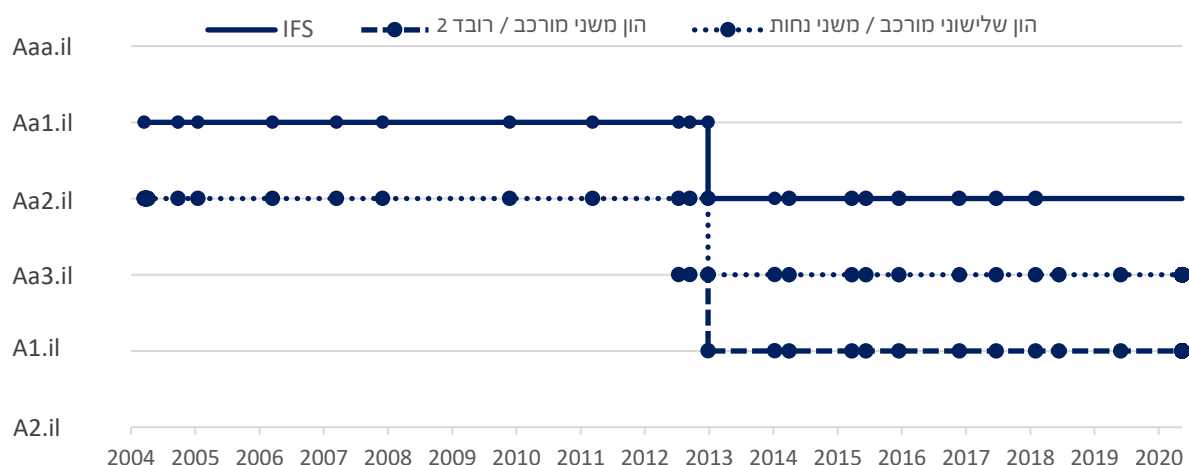
אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית בשליטה מלאה של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "מנורה מבטחים החזקות"), שהינה חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלי השליטה במנורה מבטחים החזקות הינם פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים עבור ה"ה טלי גריפל וניבה גורביץ', בהתאמה, והמוחזקים ביחד בכ- 61.86% ממניות החברה. יו"ר דירקטוריון החברה, מר ארי קלמן, המכהן גם כמנכ"ל מנורה מבטחים החזקות מחזיק, באמצעות החברה לנאמנות עובדים, נכון למועד הדוח, בכ- 2.72% ממניות מנורה מבטחים החזקות. יתרת מניות מנורה מבטחים החזקות, מוחזקת בידי הציבור. 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, כדיבידנד בעין. בינואר 2013 חילקה החברה כדיבידנד בעין את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ, העוסקת בעיקר בתחום הביטוח הכללי.

¹⁵ ללא התחייבות בגין חכירה מימונית ונגזרים

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[מנורה מבטחים החזקות 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

תאריך דוח הדירוג:

02.06.2020

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:

25.11.2019

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

15.03.2004

שם יוזם הדירוג:

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

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 וליסכנוי 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 והיה 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>