

הפניקס חברה לביטוח בע"מ

מעקב ודצמבר 2016

1

אנשי קשר:

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

אבי בן-נון - ראש תחום מוסדות פיננסים
avib@midroog.co.il

הפניקס חברה לביטוח בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ("הפניקס" או "החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa2.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני נחות ושלישוני מורכב) ו-Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב) שגויסו באמצעות חברת הבת הפניקס גיוסי הון (2009) בע"מ. אופק הדירוג יציב.

ני"ע המדורגים על ידי מידרוג:

סדרה	מס ני"ע	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	תאריך פירעון סופי
א	1115104	Aa2.il(hyb)	יציב	משני נחות	01/09/2018
ב	1120799	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	30/09/2022
ג	1120807	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	30/09/2020
ד	1133529	Aa2.il(hyb)	יציב	שלישוני מורכב	31/01/2026
ה	1135417	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31/10/2029
ו	1136696	Aa3.il(hyb)	יציב	משני מורכב	31/01/2026

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי טוב, המתאפיין בגודל משמעותי ובפיזור של קווי עסקים, התומכים ביכולת יצור ההכנסות וכן בפרופיל סיכון טוב, נוכח סיכון מוצרים וחשיפה ללקוחות גדולים נמוכים יחסית לענף. הפרופיל הפיננסי סביר ביחס לדירוג ומתאפיין מחד ברמת רווחיות סבירה, אולם מאידך באיכות נכסים נמוכה יחסית לדירוג. כאשר, הלימות ההון מהווה מגבלה לדירוג. פרופיל הנזילות הולם לדירוג ומושפע לחיוב ממח"מ ההתחייבויות הארוך יחסית של החברה. כאשר, הגמישות הפיננסית אינה בולטת לטובה ומושפעת מחד מיחס חוב ל- CAP גבוה יחסית לדירוג, אולם מאידך מרווחיות חיתומית טובה יחסית.

להפניקס מותג חזק יחסית המתבטא גם בשיעור חידושים הולם בחלק מהענפים, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ותמהיל פעילות מגוון, התומכים במיצובה העסקי. החברה הינה המבטח הרביעי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו, ובעלת היקף נכסים מנוהלים ונוסטרו כולל של כ- 83 מיליארד ₪, נכון ל-30 לספטמבר 2016. גודלה של החברה מתבטא גם בנתי שוק משמעותיים יחסית לאורך זמן (כ- 15% בממוצע) ובעיקר בתחומי ביטוחי החיים וחיסכון ארוך טווח וביטוחי הבריאות.

הפרופיל העסקי נתמך בפיזור קווי עסקים הולם לדירוג וטוב ביחס לקבוצת ההשוואה, המציג היקף פעילות משמעותי בשלוש רגלים מרכזיות- ביטוח חיים, בריאות וכללי- המפוזר מטבעו ומהווים כ- 55%, 15% וכ- 30% מסך הפרמיות המרווחות בשנים האחרונות, בהתאמה. ספקטרום רחב זה של מוצרים ביטוחיים תומך ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור ומפצה על שינויים בטעמי הציבור ושינויים רגולטוריים. עובדה זו, תומכת ברווחיות, נוכח התנדויות בענף ביטוחי החיים, הנתון להשפעות אקסוגניות משמעותיות. מודל ההפצה של החברה נסמך על סוכנים, אולם החברה פועלת לגיוון ערוצי ההפצה, תוך שימוש גובר באמצעים ישירים, זאת במטרה לשפר את השליטה במערך ההפצה וכפועל יוצא במבנה הוצאות, כפי שבא לידי ביטוי ביחס הוצאות עמלות ושיווק מפרמיות ברוטו של כ- 16% בשיעור בולט לטובה ביחס לקבוצת ההשוואה ולענף.

פרופיל הסיכון של החברה טוב ביחס לדירוג, נשען על סיכון מוצרים נמוך יחסית עם שיעור גבוה של פוליסות בביטוח כללי ובריאות בעלי "זנב קצר" וכן על שיעור גבוה יחסית של עתודות ביטוח חיים ובריאות לזמן ארוך ב"סיכון נמוך", כהגדרתנו. פרופיל הסיכון נתמך גם כן במדיניות ניהול סיכונים הולמת. עם זאת, הצורך של החברה להשלים את הפער הרגולטורי הנדרש ליישום משטר ההון החדש מעיב על פרופיל הסיכון ועל הגמישות העסקית של החברה ומצריך התאמות בתהליכי הערכת הסיכונים וניהולם בקשר עם משטר ההון החדש ונקיטת הפעולות הנדרשות על מנת להקטין חשיפות ולגדר את הסיכונים הרלוונטיים.

איכות הנכסים אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג, כאשר לחברה שיעור גבוה יחסית של נכסים בלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות

בביטוח חיים מתוך ההון העצמי ושיעור נכסים בסיכון גבוה¹ להון המוכר הגבוה במקצת גם ביחס לקבוצת ההשוואה. תיק הנוסטר מורכב ברובו מאג"ח ממשלתי ומאופיין גם במרכיב גבוה יחסית של הלוואות פרטיות ומשכנתאות, מגמה שצפויה להימשך להערכתנו, נוכח פוטנציאל יצור התשואות הנמוך.

על פי מודל ההון של מידרוג, עודף ההון המותאם של החברה נמוך ביחס לדירוג הנוכחי וביחס לקבוצת ההשוואה ומהווה מגבלה לדירוג (החברה עומדת בצורה גבולית בתרחיש הקיצון השני בחומרתו מתוך חמישה) עם יחס כושר פירעון של כ-100%. בתרחיש זה, הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל – נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכונים שוק בתיק הנוסטר (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון). להערכת מידרוג, החברה תשפר את עודף ההון המותאם בטווח הזמן הקצר-בינוני בעיקר כתוצאה מהקטנת חשיפות גם לאור היעדים הרגולטוריים המפורטים להלן.

על פי תרגיל ה-IQIS5 שביצעה החברה בחודש אוגוסט 2016, המבוסס על תמהיל ההשקעות וההתחייבויות הביטוחיות ליום ה-31 בדצמבר 2015, לחברה חוסר בהון בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪ ביחס ליעד ההון הסופי בסוף שנת 2018, המשקף יחס כושר פירעון של כ-79% (וכ-1.6 מיליארד, המשקף יחס כושר פירעון של כ-74% ללא התחשבות בהקלות הוראות המעבר), אשר עלול להערכתנו לפגום בגמישות העסקית. אולם, נציין, כי בהתאם להוראות המעבר הנוספות שפורסמו לאחרונה החברה עומדת ביעדי ההון לינואר 2017 (60%) ואנו צופים כי תעמוד ביעד ההון של 100% בסוף שנת 2018. אנו צופים כי עד למועד זה, החברה תפעל להגדלת ההון המוכר ולהקטנת חשיפות, במקביל לגיוס חוב נחות ומקורות נוספים מתוך הקבוצה זאת לאור פוטנציאל רווחיות מתון בטווח הזמן הקצר ולמרות צפי לאי חלוקת דיבידנדים בתקופה זו. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, לאחר העמידה בו, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר הנוכחי.

רווחיות החברה תנודתית אך סבירה ביחס לדירוג. בשנים האחרונות חלה ירידה ברווחיות שנבעה בין היתר, מהצורך בהשלמת רזרבות לאור הירידה המתמשכת בעקום הריבית ופגיעה בפוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט דמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה. יחד עם זאת, פיזור הפעילויות והרווחיות החיתומית הטובה יחסית של החברה בענפי הביטוח הכללי פיצתה חלקית על השפעות אלו, כפי שמשקף גם ביחס משולב טוב ביחס לענף בשנים האחרונות. בנוסף, אסטרטגית החברה למיקוד ברווחיות, אשר משתקפת גם בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים (למעט בביטוח בריאות), תומכת אף היא ברווחיות החיתומית.

נציין, כי הדירוג מגלם הטבה בגין מח"מ ההתחייבויות הארוך יחסית של החברה התומך באופן משמעותי בפרופיל הנזילות. בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי והיקף הפרמיות המורווחות ברוטו מפעילות אורגנית יצמח בטווח של 3%-5% במצטבר בשנתיים הקרובות. בענף ביטוח החיים, אנו מניחים המשך צמיחה אורגנית שולית כתוצאה מגידול שולי צפוי בתמ"ג לנפש, ללא תוספת משמעותית ביחס לשנים האחרונות של פרמיות חד פעמיות. בבריאות אנו מניחים התמתנות הצמיחה והתמקדות בביטוחי פרט. ובביטוח הכללי אנו מניחים המשך גידול בנפח הפעילות בעיקר בתחומי הרכב, כתוצאה מגידול בהיקף המסירות נטו. יש לציין, כי החל משנת 2017 (בכפוף לקבלת האישורים הנדרשים על פי דין, ובניהם אישור הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר ואישור רשות המסים) פעילות הגמל של אקסלנס תנוהל תחת הפניקס ביטוח, שינוי מבנה אשר צפוי להוביל לגידול מסוים בבסיס ההכנסות.

להערכתנו, הסביבה העסקית תיותר מאתגרת בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח צמיחת תמ"ג מתונה, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון. זאת במקביל לשינויי הרגולציה המשפיעים מצד אחד על המשך ירידת דמי הניהול בביטוחי המנהלים, הפנסיה והגמל ומנגד כניסת מוצרי חסכון חדשים בתחום הגמל כדוגמת גמל להשקעה וחסכון לכל ילד הצפויים להגדיל את היקף דמי הניהול בהתאם. לדעתנו, גורמים אלו צפויים להמשיך לעודד את התחרות בענף ולהפעיל לחץ על הרווחיות בתחום. נציין כי בתרחיש הבסיס איננו מניחים המשך תלילות העקום.

אנו צופים, כי הרווחיות החיתומית של החברה בענפי הביטוח הכללי והבריאות תיותר טובה ביחס לענף, גם בשל שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות עם צפי לשינוי מסוים במודל ההפצה, שיפור החיתום והעלאת תעריפים במגזרים מסוימים. עובדה זו תשתקף ביחסים משולבים (Combined Ratio) של פחות מ-100%, כאשר אנו לא צופים השלמת רזרבות משמעותית נוספת, גם נוכח צפי להיעדר ירידה מהותית נוספת בעקום הריבית. בתרחיש זה פוטנציאל הרווח יוותר מוגבל וצפוי להמשיך שחיקה מסוימת בטווח הקצר-

¹ 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.

בינוני, כאמור כתלות בפוטנציאל יצור התשואה משוק ההון, כאשר יחסי ה-ROA צפויים לנוע בטווח הזמן הקצר והבינוני בטווח שבין 0.1%-0.4%. אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשפר את הלימות ההון גם, בשל היעד הרגולטורי, כאמור ותשמור את שאר נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

הפניקס חברה לביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

2011	2012	2013	2014	2015	30/09/2016 [1]	
41,479	46,751	53,213	58,896	64,407	69,129	סה"כ מאזן
1,823	2,179	2,651	2,715	2,726	2,974	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
48	352	694	289	222	518	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
6,786	7,154	7,474	7,698	8,725	9,208	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
3,670	3,753	3,861	3,867	4,655	4,963	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
1,146	1,288	1,410	1,555	1,716	1,845	מתוכם בביטוח בריאות
1,969	2,113	2,204	2,276	2,353	2,399	מתוכם בביטוח כללי
6,154	6,484	6,826	7,054	8,025	8,449	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
(509)	3,229	4,429	2,642	1,927	2,913	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה

יחסים מותאמים של מידרוג

84%	76%	66%	71%	73%	66%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
1.4%	9.4%	18.1%	6.7%	4.8%	10.9%	תשואה על מקורות מימון (ROC)
0.1%	0.8%	1.4%	0.5%	0.4%	0.8%	תשואה על הנכסים (ROA)
52%	45%	35%	42%	42%	41%	חוב מותאם ל-CAP
8.8x	5.6x	18.6x	9.6x	2.8x	6.9x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

[1] הנתונים התוצאתיים מתייחסים ל-12 חודשים אחרונים שהסתיימו ב-30 לספטמבר 2016

פירוט השיקולים בדירוג

פרופיל עסקי טוב הנתמך בגודלה של החברה ובפיזור קווי עסקים, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות

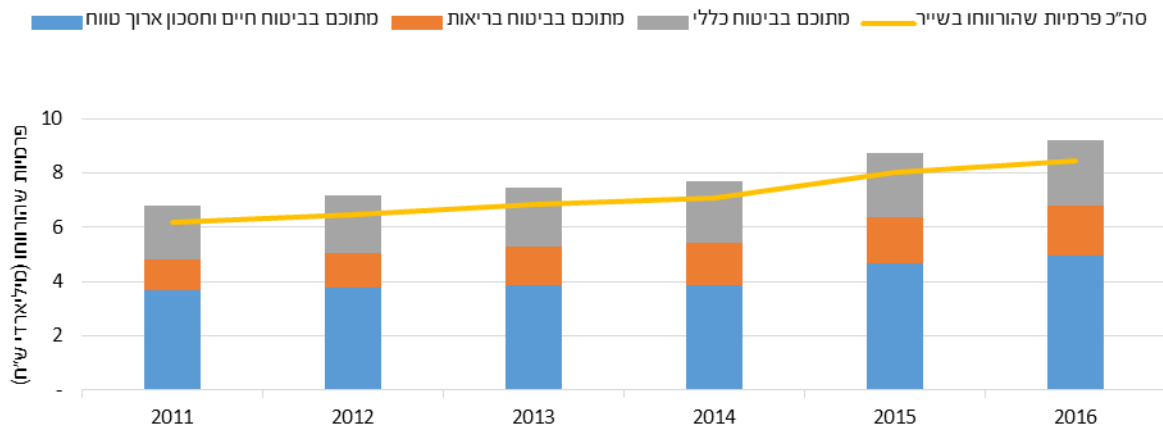
להפניקס מותג חזק יחסית המתבטא גם בשיעור חידושים גבוה בחלק מהענפים, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ותמהיל פעילות מגוון, התומכים במיצובה העסקי. החברה הינה המבטח הרביעי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו, ובעלת היקף נכסים מנוהלים ונוסטרו כולל של כ- 83 מיליארד ₪, נכון ל- 30 לספטמבר 2016. גודלה של החברה מתבטא גם בנתחי שוק משמעותיים יחסית לאורך זמן (כ- 15% בממוצע) ובעיקר בתחומי ביטוחי החיים וחסכון ארוך טווח וביטוחי הבריאות. היקף הפעילות של החברה צמח ברוב הענפים בדומה לענף, יחד עם זאת בשנת 2015 גדלו הפרמיות מביטוח חיים וחסכון ארוך טווח באופן משמעותי עקב פרמיות חד פעמיות ובעיקר משיוק פוליסות לגיל השלישי. הפרופיל העסקי נתמך בפיזור קווי עסקים טוב יחסית, הכולל ספקטרום רחב של מוצרים ביטוחיים ותומך ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור. גיוון מקורות ההכנסה והרווחים בין מגזרי פעילות שונים מהווה, להערכת מידרוג, פרמטר חשוב ליכולתו של מבטח לצלוח תקופות בעייתיות, לייצר הכנסות ברות קיימא ולתמוך בכריות ההון. חברות ביטוח התלויות בקו עסקים עיקרי פגיעות וחשופות יותר לשינויים בסביבה העסקית, אשר עלולים להיות פתאומיים ולא צפויים ולשחוק משמעותית את זרם ההכנסות ללא יכולת פיצוי וכריות ביטחון מקווי עסקים אחרים. פיזור עסקים הטוב יחסית משתקף משלוש רגלים משמעותיות-ביטוח חיים (כ- 55% מסך הפרמיות בשלוש השנים האחרונות), ביטוח כללי המפוזר מטיבו (כ- 30% לאותה התקופה) ובריאות (כ- 15% מסך הפרמיות לאותה התקופה), אשר צמח בצורה משמעותית בשנים האחרונות ומהווה גם פוטנציאל צמיחה עתידי ברמת הענף והחברה, נוכח שיעור חדירה נמוך יחסית. כאשר, בחינת התפלגות הרווח תומכת גם כן בפרופיל העסקי, נוכח פיזור רווחים טוב, הנתמך בחמישה מגזרים משמעותיים לאורך זמן וללא תלות מהותית באף מגזר. זאת גם בשל אסטרטגית החברה בשנים האחרונות להתמקד בשיפור רווחיות הליבה החיתומית על חשבון גודל. פיזור זה תומך בפרופיל העסקי ויכולת ייצור הרווחים, נוכח התנודתיות בענף ביטוחי החיים, הנתונה להשפעות אקסוגניות משמעותיות.

אלה כוללות, בשנים האחרונות, בין היתר, ירידה ניכרת בעקום הריבית חסרת הסיכון, תנודתיות בתשואות שוק ההון, אינפלציה וצמיחה נמוכות ורגולציה מאתגרת והינן בעלות השפעה שלילית על החברה ועל ענף הביטוח בכלל.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי והיקף הפרמיות המורווחות ברוטו מפעילות אורגנית יצמח בטווח של כ- 3%-5% במצטבר בשנתיים הקרובות. זאת גם לאור אסטרטגיית החברה לצמיחה ממוקדת רווחיות, כאמור הצפויה להמשיך לתמוך בהיקפי הפעילות הנוכחיים. בענף ביטוח החיים, אנו מניחים המשך צמיחה אורגנית שולית כתוצאה מגידול שולי צפוי בתמ"ג לנפש, ללא תוספת משמעותית ביחס לשנים האחרונות של פרמיות חד פעמיות. בבריאות אנו מניחים התמתנות הצמיחה בדומה לענף והתמקדות בביטוחי פרט רווחיים יותר, אולם מניחים התגברות התחרות ולחץ מסוים במחירים ובביטוח הכללי אנו מניחים המשך גידול בנפח הפעילות בעיקר בתחומי הרכב, כתוצאה מגידול בהיקף המסירות נטו.

עיקר השיווק וההפצה של החברה מתבצע על ידי סוכני וסוכנויות ביטוח בבעלות החברה וצד ג'. יחד עם זאת לחברה ערוצי שיווק מגוונים נוספים כגון מוקד שירות לקוחות (FNX4U) ופעילות אינטרנטית וכן מערך משווקים עצמאי תחת חטיבה קמעונאית. הגיוון בערוצי ההפצה והמיצוב החזק יחסית, משתקף בין השאר ביחס עמלות והוצאות שיווק לפרמיות ברוטו ממוצע של כ- 16% בשנים האחרונות, הבולט לטובה ביחס לענף ולקבוצת ההשוואה.

התפתחות הכנסות מפרמיות שהורווחו



* נתוני 2016 מתייחסים ל-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 לספטמבר 2016
מקור: נתוני החברה ועיבוד מידרוג

5

פרופיל סיכון טוב הנתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית ומדיניות ניהול סיכונים נאותה, אולם הגירעון ביעד ההון החדש הסופי פוגם בפרופיל הסיכון

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, בולט לחיוב ביחס לענף, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ- 65% מסך הפרמיות ברוטו לאורך 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. בנוסף, החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה נמוכה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ- 1% מההון המוכר ליום ה- 31 בדצמבר 2015.

שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך תומך גם כן בפרופיל הסיכון ועמד על כ- 45% נכון ל- 31 בדצמבר 2015. זאת נוכח חשיפה נמוכה יחסית למגננונים מבטחי תשואה (בניכוי אג"ח ח"ץ), אשר חושפים את המבטחים לשינויים אקסוגניים משמעותיים. סיכונים אלו התעצמו בתקופה האחרונה לאור הסביבה המקרו כלכלית המתגברת, הנובעת מתשואות נמוכות יחסית בשוק ההון, ריבית ברמת שפל היסטורית ושינויים רגולטוריים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי תמהיל משמעותי, למעט המשך גידול בפעילות ביטוחי בריאות הפרט ושיווק מוצרים לגיל השלישי. הצמיחה הצפויה לחברה בתחום ביטוחי הפרט בבריאות עשויה להוות מקור להמשך שיפור הפיזור של קווי העסקים. בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים, חשיפה אשר עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, אשראי וענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם

הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. היקף החשיפה ללקוחות גדולים עמדה על כ- 11% מהפרמיות המורווחות ברוטו, בשנתיים האחרונות כאשר עיקר החשיפה בביטוחי בריאות פרט קבוצתיים וביטוח שב"ן עם קופת חולים "מאוחדת", ברמה הולמת את הדירוג. מערך ניהול הסיכונים של החברה מקיף וכולל מספר עוגנים ובהם ועדת דירקטוריון לניהול סיכונים, צוות ניהול סיכונים בראשות מנכ"ל החברה ואגף לניהול סיכונים ובראשו מנהל הסיכונים הראשי של החברה. מערכים אלה תומכים בהתוויית מדיניות ניהול הסיכונים, בקביעת תאבון וסיבולת הסיכון של ההחברה - התואמים את האסטרטגיה שלה וכן בניטור ובקרת סיכונים. 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 ובמידת ההון הכלכלי, למרות שצפוי להיות תנודתי יותר. לדעת מידרוג, הצורך של החברה לבצע התאמות ולהשלים את ההון הנדרש בהתאם למשטר ההון החדש מעיב על פרופיל הסיכון ועל הגמישות העסקית של החברה.

יש לציין, כי פרופיל הסיכון מושפע לחיוב גם מהיעדר לחץ לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר מהחברה האם, הפניקס אחזקות בע"מ (להלן - "החברה האם"), המדורגת Aa3.il באופק יציב גם לאור המגבלות שקבע הרגולטור. נציין כי, בשנים 2013-2015 החברה חילקה דיבידנדים בהיקף של כ- 650 מיליון ש"ח אשר היוו כ- 50% מהרווח הכולל בשנים אלו, לצורך שירות החוב בחברה האם. עם זאת להערכתנו, חברת האם תוכל להסתמך בטווח הקצר-בינוני על כרית הנזילות הקיימת, גמישותה הפיננסית ודיבידנדים ממקורות נוספים (מהדרין, עד 120 ואקסלנס), כאשר החברה עדיין משמשת עוגן מרכזי לפעילות המאוחדת של החברה האם ובעלת קשרים עסקיים עם שאר חברות הקבוצה.

איכות הנכסים אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג, נוכח שיעורים גבוהים יחסית של "נכסים בסיכון" ונכסים בלתי מוחשיים ביחס לכרית הספיגה

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תאבון לסיכון גבוה ביחס לדירוג וביחס לקבוצת השוואה, עם יחס "נכסים בסיכון" מותאמים להון המוכר של כ- 65% ל- 30 בספטמבר 2016, אשר מהווים כ- 23% מתיק הנוסטרו (ללא חיים מבטיח תשואה). תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו לא השתנה מהותית בשנתיים האחרונות וכולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ- 50%, הלוואות פרטיות בשיעור של כ- 10% ואגרות חוב קונצרניות בדירוג גבוה של כ- 5%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. תמהיל תיק ההשקעות של החברה (ביטוח כללי והון בלבד ללא חיים מבטיח תשואה), ליום ה- 30 בספטמבר 2016, כולל כ- 35% אג"ח ממשלתי, כ- 25% אג"ח קונצרני וכ- 15% הלוואות מגובות בביטחונות, כאשר שיעור ההחזקה באג"ח ממשלתי גבוה ביחס לענף. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בטווח הזמן הקצר בתמהיל ההשקעות עם המשך מיקוד בהשקעה בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריביות ופוטנציאל התשואות הנמוך.

מדד היקף הנכסים הבלתי מוחשיים מההון נמוך ביחס לדירוג ועומד על כ- 65% ל- 30 בספטמבר 2016 ומשקף שיעור גבוה יחסית של הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים ונכסים בלתי מוחשיים (ברוטו ממסים נדחים) ביחס להון העצמי כנגזר מתמהיל הפעילות, כאשר השווי הכלכלי של נכסים אלה אינו ודאי ובפרט בתרחישי קיצון. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם נוכח הערכתנו ליציבות מסוימת בתמהיל הפעילות.

הלימות ההון של החברה מהווה מגבלה לדירוג; צפי לחיזוק כרית ההון והתאמת פרופיל הסיכון בטווח הקצר והבינוני גם לצורך עמידה ביחסי סולבנסי 2

לגישתנו, כרית ההון הינה הכרית המרכזית להגנה מפני הפסדים בלתי צפויים אותם מידרוג מנסה לכמת במודל הון מותאם סיכון (להלן - "מודל ההון"). מודל ההון בוחן את היקף הכרית ההונית הזמינה ("ההון המותאם") למבטח כנגד מגוון הסיכונים אליהם הוא חשוף לצורך כיסוי ההתחייבויות לבעלי הפוליסות במגוון תרחישי קיצון ברמות חומרה משתנות ולאורך מספר שנים ("ההון הנדרש") וזאת על פי מגוון תרחישי קיצון שהוגדרו על ידנו והוא מהווה פרמטר מוביל בבחינת הלימות ההון של החברה. על פי מודל ההון, עודף ההון המותאם של החברה נמוך ביחס לדירוג הנוכחי וביחס למתחרות העיקריות ומהווה מגבלה לדירוג (החברה עומדת בצורה גבולית בתרחיש הקיצון השני החמור ביותר מתוך חמישה תרחישים) עם יחס הלימות הון של כ- 100% בתרחיש זה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל - נובעים מסיכונים ביטוחיים ובפרט סיכונים תוחלת חיים בפוליסות עם מקדמים מובטחים ומסיכונים שוק בתיק הנוסטרו (ביטוח חיים מבטיח תשואה, כללי והון), כאשר פיזור הפעילות הטוב והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש

בכ- 15% (ביחס לתרחיש החמור ביותר). אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית ליום ה-30 ספטמבר 2016 הכוללת הון ליבה בהיקף של כ- 1.8 מיליארד ש"ח, VIF מותאם בהיקף של כ- 2.7 מיליארד ש"ח וכריות ספיגה נוספות בהיקף של כ- 1.8 מיליארד ש"ח. להערכת מידרוג, החברה תשפר את עודף ההון המותאם בטווח הזמן הקצר-בינוני בעיקר כתוצאה מגיוס חוב נחות ומהקטנת חשיפות, זאת גם לאור היעדים הרגולטוריים המפורטים להלן.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס מינוף פשוט- יחס הון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים יותר מחמירים. יחס זה עמד ליום ה- 30 ספטמבר 2016 על כ- 11%, הולם ביחס לדירוג, טוב ביחס לקבוצת ההשוואה ואינו צפוי להשתנות מהותית להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני.

על פי דרישות ההון הרגולטוריות הקיימות, לחברה עודפי הון בשיעור של כ- 40% ושל כ- 47% בגיוס מלא נכון ל-30 בספטמבר 2016. עם זאת, אנו בוחנים את הלימות ההון הרגולטורית גם לאור צפי העמידה ביחסי כושר הפירעון - סולבנסי 2 והשפעותיה הנגזרות על החברה. כאשר, שיטת המדידה החדשה תחת משטר סולבנסי 2 צפויה לשקף בצורה טובה יותר את איתנותה הפיננסית של חברת ביטוח, על בסיס הון כלכלי, לכמת את הסיכונים ולשפר את פרקטיקת ניהול הסיכונים. על פי תרגילי ה-IQIS5 שביצעה החברה בחודש אוגוסט 2016, המבוסס על תמהיל ההשקעות וההתייבויות הביטוחיות ליום ה- 31 בדצמבר 2015, לחברה חוסר בהון בהיקף של כ- 1.2 מיליארד ש"ח המשקף יחס כושר פירעון של כ- 79% (גירעון של כ- 1.6 מיליארד יחס של כ- 74% ללא התחשבות בהקלות הוראות המעבר), אשר עלול להערכתנו לפגום בגמישות העסקית. אולם, נציין, כי בהתאם להוראות המעבר שפורסמו לאחרונה החברה עומדת ביעדי ההון לינואר 2017 (60%) ואנו צופים כי תעמוד ביעד ההון של 100% בסוף שנת 2018. תוצאות תרגילי ה-IQIS5 מהוות אינדיקציה להשפעת משטר כושר פירעון מבוסס סולבנסי 2 ומשקפות, בעיקר, דרישות הון גבוהות יותר ביחס לדרישות ההון הקיימות בגין סיכונים פיננסיים (הן בתיק הנוסטרו והן בתיק המשתתף) וביטוחיים (בין היתר אריכות חיים, ביטולים ותחלואה).

בהתאם לתחזית מידרוג, המיצוב ההוני של החברה צפוי להשתפר בטווח הזמן הקצר והבינוני גם בשל המגבלה הרגולטורית ובעיקר בשל שינוי מסוים בפרופיל הסיכון, כאשר המשך בניית כרית ההון תהיה מתונה יחסית, בשל פוטנציאל רווחים שוטפים מוגבל להערכתנו בסביבה העסקית הצפויה (ראה להלן). יכולת בניית הכרית ההונית בטווח הזמן הקצר והבינוני תתבסס בעיקר על גיוס חוב נחות נוסף, ללא צפי לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני, כאשר לחברה קיימים מספר כלים נוספים ובהם שימוש במבטחי משנה, גידור הסיכונים בתיק הנוסטרו ומקורות נוספים מתוך הקבוצה הצפויים לתמוך בגמישות העסקית.

מידרוג מצפה, כי בטווח הזמן הבינוני ולאחר העמידה ביעד הסופי החברה תפעל לשמר מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, נוכח תנודתיות גבוהה יותר ביחס למשטר הנוכחי.

רווחיות סבירה לדירוג, הנתמכת ביכולת חיתומית טובה יחסית; צפי להמשך לחץ על הרווחיות בשל הסביבה העסקית המתגרת

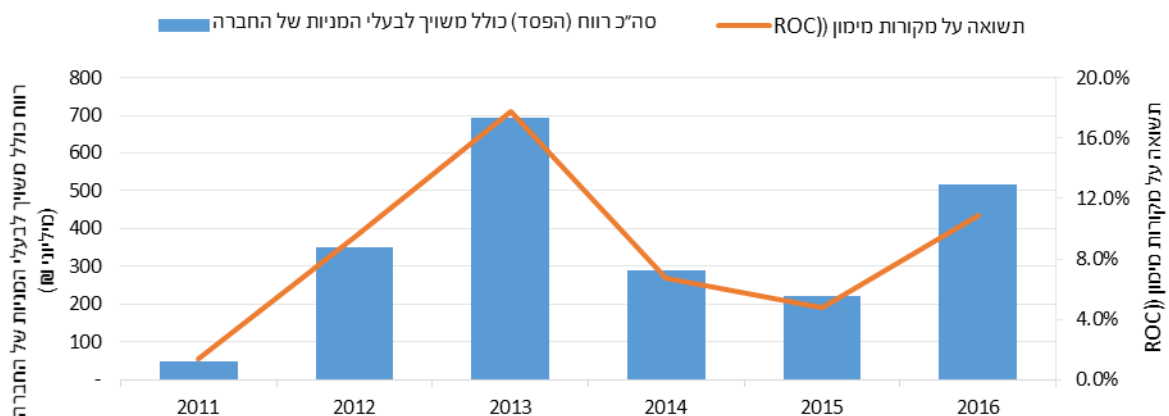
החברה פועלת בסביבה כלכלית מאתגרת המאופיינת, בשנים האחרונות, בין היתר, בירידה ניכרת בעקום ריבית חסרת הסיכון ותנודתיות התשואות בשוק ההון.

חשיפת הענף והחברה בתוכו לגורמים אקסוגניים ובפרט לשוק ההון משפיעים בצורה משמעותית על הרווחיות, כפי שמשתקף ביחסי ה-ROC וה-ROA שנעו בטווח רחב שבין 18% ו-5% ובין 1.4% ו-0.4% בהתאמה, בשלוש השנים האחרונות. הירידה ברווחיות נבעה בין היתר, מהצורך בהשלמת זרבות לאור הירידה המתמשכת בעקום הריבית ופגיעה בפוטנציאל יצור ההכנסות ובפרט דמי הניהול המשתנים ורווחי ההשקעה. יחד עם זאת, פיזור הפעילויות והרווחיות החיתומית הטובה יחסית של החברה בענפי הביטוח הכללי פיצתה חלקית על השפעות אלו, כפי שמשתקף ביחס משולב טוב ביחס לענף בשנים האחרונות. בנוסף, אסטרטגיית החברה למיקוד ברווחיות, כאמור, אשר משתקפת גם בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים (למעט בביטוח בריאות), תומכת אף היא ברווחיות החיתומית. יש לציין, כי החל משנת 2017 (בכפוף לקבלת האישורים הנדרשים על פי דין, ובניהם אישור הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר ואישור רשות המסים) פעילות הגמל של אקסלנס תנוהל תחת הפניקס ביטוח, שינוי מבנה אשר צפוי להוביל לגידול מסוים בבסיס ההכנסות. בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, המאופיינת בצמיחת תמ"ג מתונה, סביבות ריבית ואינפלציה נמוכות לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון. גורמים אלה יוסיפו להעיב על תוצאות החברה ולהכביד על הרווחיות בעיקר בענף ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח. בתרחיש הבסיס של מידרוג לא הונח המשך עליית תלילות העקום, אשר

צפוי לתמוך ברווחיות החברה במידה ויתרחש. בנוסף, אנו צופים המשך ירידת דמי הניהול בביטוחי המנהלים, הפנסיה והגמל כתוצאה מתמורות רגולטוריות כגון "קרן ברירת מחדל", רפורמת ניוד פנסינרים, איחוד חשבונות מוקפאים ועוד, אשר להערכתנו לא תפוצה במלואה על ידי הגידול בנכסים המנוהלים (הפקדות שוטפות וכניסת מוצרי חסכון כדוגמת גמל להשקעה וחסכון לכל ילד), כך שהרווחיות בענפי הפנסיה והגמל צפויה להמשיך ולהישחק.

מגזר ביטוח הבריאות צמח בצורה משמעותית בשנים האחרונות, בדומה לענף, אך להערכתנו, בעקבות תמורות רגולטוריות שבוצעו בשנה האחרונה, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה, צפויה תחרות המחירים להתגבר וללחוץ על הרווחיות, כאשר בענף הביטוח הכללי רמת התחרות תיוותר גבוהה יחסית ושיעורי הרווחיות החיתומית יוותרו מתונים. בענפי הרכב בפרט, צפויה הרעה מסוימת בתוצאות החיתומיות בהמשך למגמה הקיימת ברכב רכוש ולאור ירידת שיעורי הריבית בתביעות ענף רכב חובה.

אנו צופים, כי הרווחיות החיתומית של החברה בענפי הביטוח הכללי והבריאות תיוותר טובה ביחס לענף, גם בשל שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות עם צפי לשינוי מסוים במודל ההפצה, שיפור החיתום והעלאת תעריפים במגזרים מסוימים. עובדה זו תשתקף ביחסים משולבים (Combined Ratio) של פחות מ-100%, כאשר אנו לא צופים השלמת רזרבות משמעותית נוספת, גם נוכח צפי להיעדר ירידה מהותית נוספת בעקום הריבית. בתרחיש זה פוטנציאל הרווח יוותר מוגבל וצפוי להמשיך שחיקה מסוימת בטווח הקצר-בינוני, כאמור כתלות בפוטנציאל יצור התשואה משוק ההון, כאשר יחסי ה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 0.1%-0.4% בטווח זמן זה. בשקלול יחסי הרווחיות שלנו עם התחזית ולאור תוצאות השנים הקודמות המשקפות מחזור עסקים לתפיסתנו, אנו מעריכים את רווחיות החברה כסבירה ביחס לדירוג.



* נתוני 2016 מתייחסים ל-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2016
מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג

התפתחות העתודות הביטוחיות אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג; הושפעה משמעותית מחשיפה לגורמים אקסוגניים

השינויים בעתודות הינם גורם משמעותי בתוצאות הפיננסיות של המבטח, בשל היחס הישיר בין השינוי בעתודה לבין כרית ההון העצמי, כאשר הלימות העתודות משליכה על יציבות ויכולת ההסתמכות על ההון המדווח. בשנים האחרונות החברה הקטינה בעקביות את הרזרבה בגין עלות התביעות המצטברות בשל אירועים משנים קודמות בעיקר בגין שחרור עתודות בענפי הרכב חובה והחבויות, אולם מנגד הגדילה את העתודות, בעיקר בגין עדכון אומדנים בקשר עם עתודה המשלימה לגמלאות ובחינת נאותות העתודות (LAT) והירידה המתמשכת בעקום ריבית חסר הסיכון, אשר קיזזה השפעה זו. ציון התקן של השינוי בעתודות (חיים, בריאות וכללי) כתוצאה משינויים בהערכות האקטואריות ושינויים אחרים ביחס ליתרות הפתיחה של העתודות עומד על כ-176%, גבוה ביחס לדירוג, ומשקף תנודתיות גבוהה יחסית בממוצע השינוי ברזרבות, אשר להערכתנו, כאמור מעיד על התפתחות עתודות שאינה בולטת לטובה ביחס לדירוג. נציין כי, במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2016 הגדילה החברה את העתודות בצורה משמעותית בביטוחי החיים והבריאות בשל המשך ירידת עקום הריבית, והגדילה באופן משמעותי את עתודות ענפי רכב חובה וחבויות בעקבות שינוי בריבית ההיוון בקצבאות הביטוח לאומי לאור המלצות וועדת וינוגרד, אשר השפיע על העתודות בענפי רכב חובה וחבויות בביטוח הכללי.

פרופיל הנזילות הולם ונתמך בתמהיל הפעילות של החברה, מנגד הגמישות הפיננסית אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג, מושפעת גם מהגירעון ביחסי ההון הרגולטורי, אולם נתמכת ברווחיות חיתומית טובה יחסית

הגמישות הפיננסית אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג, עם יחס חוב ל- CAP ממוצע של כ- 40% בשנים האחרונות. אנו צופים, כי יחס זה ימשיך להישחק בטווח הזמן הקצר והבינוני, לאור הערכתנו להמשך הגדלת המינוף ע"י הנפקת חוב נחות במטרה לעמוד ביעדי סולבנסי 2, זאת ללא גידול מקביל מספק בכרית ההונית. מנגד, לחברה רווחיות חיתומית טובה יחסית כאמור התומכת ביחסי שירות הריבית ובגמישות הפיננסית.

להערכתנו, פרופיל הנזילות של החברה הולם ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 2.7 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות בטווח הזמן של 12 החודשים הקרובים. לאור תמהיל העסקים המגוון של החברה, חלק מההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק (ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח) וחלקן בטווח הקצר (בביטוח הכללי), כאשר צפוי המשך פירעון שוטף של החוב הפיננסי וגיוסים מקבילים.

לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה. להערכתנו, מבטחים המאופיינים במח"מ התחייבויות ארוך וללא אופציות PUT לבעלי הפוליסה לקריאה לכסף פחות חשופים לסיכון נזילות וקיימת להם יכולת תגובה טובה יותר ולאורך זמן ארוך יותר עובדה התומכת בשרידותם ובדירוגם. בנוסף, התנודתיות שעלולה להיווצר בשל רישום נכסים בשווי שוק (MTM) לעיתים אינה משקפת את השווי הכלכלי עבור חברות ביטוח עם מח"מ התחייבויות ארוך, נוכח היכולת להחזיק את הנכסים הרלוונטיים לפדיון, על כן ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח, להערכתנו.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בעודפי ההון על פי מודל ההון של מידרוג
- 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 באיתנות הפיננסית של החברה

אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית בשליטה מלאה של הפניקס אחזקות בע"מ (להלן - "הפניקס אחזקות"), שהינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

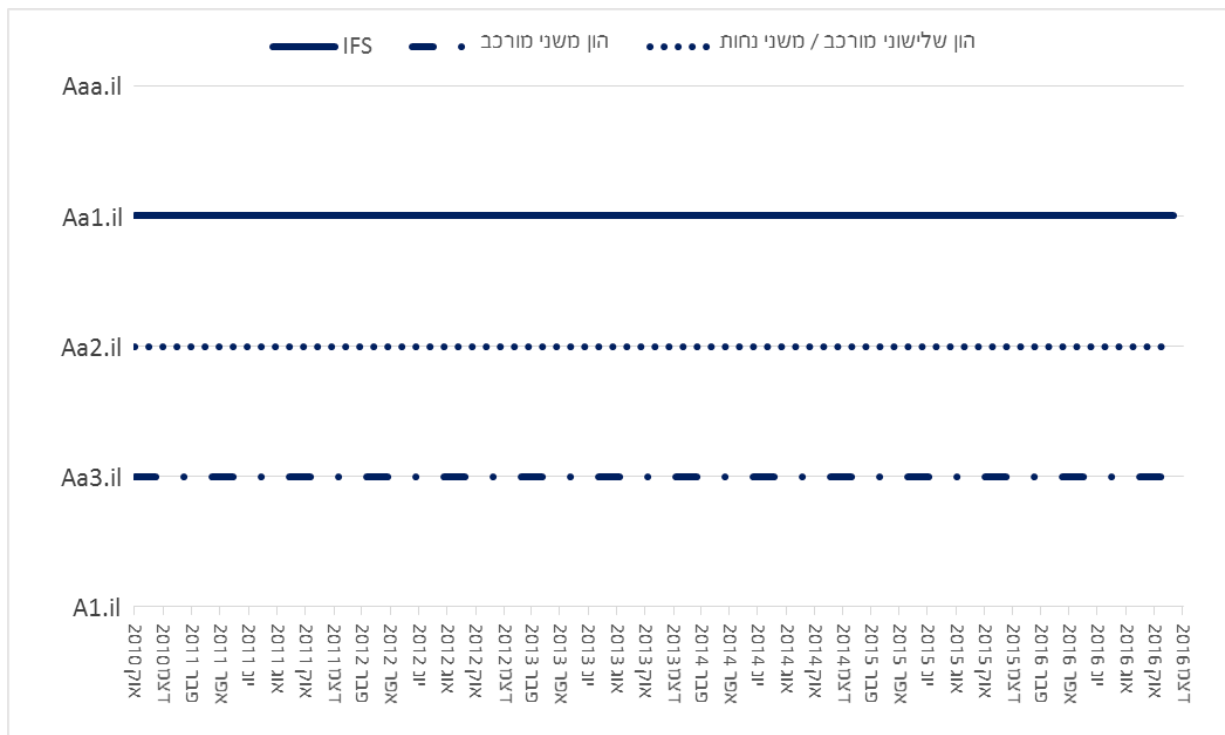
בעלת השליטה בהפניקס אחזקות הינה קבוצת דלק בע"מ המחזיקה כ-52% ממניות הפניקס אחזקות. יתרת המניות נכון למועד הדוח מוחזקות על ידי מאיר קבוצה למכונות ומשאיות בע"מ (כ-23%), מנכ"ל החברה מר אייל לפידות (כ-1%) והיתרה על ידי הציבור.

לחברה החזקה במלוא המניות של החברות הבאות: הפניקס פנסיה וגמל בע"מ, הפניקס קרנות פנסיה מאוזנות וותיקות בע"מ, הפניקס סוכנויות ביטוח 1989 בע"מ והפניקס גיוסי הון (2009) בע"מ.

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 וכן בתחומי הפנסיה והגמל.

ביום 31 באוקטובר, 2016 אושר בדירקטוריון של חברות קבוצת הפניקס רה ארגון בפעילות הגמל והפנסיה. עם השלמת המהלך, כלל פעילות הפנסיה והגמל של קבוצת הפניקס ינוהלו תחת החברה באמצעות שתי חברות מנהלות נפרדות (הפניקס פנסיה ואקסלנס נשואה גמל) וזאת לעומת המצב הקודם בו חלק מהפעילות בוצעה תחת אקסלנס השקעות בע"מ (חברה בת של הפניקס אחזקות). בכוונת הקבוצה לבצע את מהלך רה הארגון עד לתום שנת 2016, בכפוף לקבלת האישורים הנדרשים על פי דין, ובניהם אישור הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר ואישור רשות המסים.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

11

[הפניקס חברה לביטוח - פעולת דירוג - מאי 2016](#)

[הפניקס חברה לביטוח בע"מ - מעקב ופעולת דירוג - אוקטובר 2015](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות ביטוח - יולי 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 14.12.2016

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 01.05.2016

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 28.10.2010

שם יוזם הדירוג: הפניקס חברה לביטוח בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: הפניקס חברה לביטוח 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם 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 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. ובהרר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויות 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 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 עניינו 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 מניפק, 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 להבטחה 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 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 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 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 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's (להלן: "מודי's"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי's, ואינם כפופים לאישורה של מודי's. 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 עובדות ועדת הדירוג שלה.