

# מגדל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | יולי 2021

## אנשי קשר:

ניל הראל

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[nilh@midroog.co.il](mailto:nilh@midroog.co.il)

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים  
[Itay.navarra@midroog.co.il](mailto:Itay.navarra@midroog.co.il)

---

## מגדל חברה לביטוח בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג של Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של מגדל חברה לביטוח בע"מ ("החברה") ומותירה על כנם דירוגים של Aa2.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון שלישוני מורכב) ו-Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב ומכשיר הון רובד 2), שגויסו על ידי חברת הבת מגדל 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"נסיונות המשהות"<sup>1</sup> 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	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
ג	1135862	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	31.12.2027
ד	1137033	Aa2.il(hyb)	יציב	רובד 2 [2]	31.12.2027
ה	1139286	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	30.06.2029
ו	1142785	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31.12.2030
ז	1156041	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31.12.2031

[1] משני מורכב  
[2] שלישוני מורכב

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה של החברה במונחי פרמיית ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח, בנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח (מעל 10%), בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. עם זאת, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג המשתקף בתמהיל הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר ביטוחי החיים מהווה כ-70% מסך הפרמיית ודמי ניהול לאורך זמן. פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג, נוכח חשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים מסך הפרמיית ברטוח, סיכון מוצרים נמוך בביטוח הכללי ומדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי בקרה, אשר הולמים ביחס לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות. יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA) בעתיד, צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה. מנגד, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מסיכון מוצרים גבוה בביטוח חיים ובריאות בעיקר בגין תיקי עבר, וכן מצרכי שירות החוב של בעל השליטה, ומאירועי ממשל תאגידי שעלולים להוות לחץ עיקרי לדירוג החברה, ככל וימשכו. הפרופיל הפיננסי של החברה סביר לדירוג ונתמך מחד בפרופיל נזילות בולט לטובה הנתמך במח"מ התחייבויות ארוך, הגמישות הפיננסית נמוכה לדירוג ומושפעת לשלילה ממינוף מאזני גבוה איכות הנכסים הולמת לדירוג. על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג, כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה תרחישים, על בסיס נתוני ה-31 במרץ 2021. 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 הפעילויות והמתאמים ביניהן מקטינים את ההון הנדרש. יחס כושר הפירעון של החברה

<sup>1</sup> הון נדרש ל"נסיונות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה לאחר התאמת תרחיש מניית לפי חוזר סולבנסי ("יחס כושר הפירעון הנדרש").

בהתאם להוראות סולבנסי 2, בהתחשב בהוראות הפריסה, עומד על 148%. יחס כושר הפירעון כולל את סכום הניכוי בתקופת הפריסה לאחר פקטור של 80%, כמפורט להלן. ללא הפעלת הפקטור היה עומד יחס כושר הפירעון של החברה על כ-166% ליום ה-31 בדצמבר 2020. יחס כושר הפירעון, ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה עומד על-91% (כולל השפעות הונית לאחר תאריך המאזן). נציין כי ביום 16 באוקטובר 2020, שלח הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון ("הממונה") לחברה מכתב, בו הוא הודיע כי לנוכח המשך קיומו של חשש לפגיעה בניהולה התקין של מגדל ביטוח, והחשש כי פגיעה זו בניהול התקין תשפיע על יכולתה של החברה לבנות את ההון הנדרש ממנה בהתאם לעקרונות לחישוב הניכוי בתקופת הפריסה, ובהתאם לכך קבע הממונה כי סכום הניכוי בכל מועד חישוב לא יעלה על 80% (להלן: "הפקטור") מסכום הניכוי הבסיסי כפי שהגדיר, וכי מגבלה זו תחול לכל הפחות עד לסיום הליך הביקורת שרשות שוק ההון מקיימת בנושא ממשל תאגידי בחברה, מילוי הוראות שיינתנו בעקבות הליך הביקורת ותיקון הליקויים שיימצאו בו ובכל מקרה כל עוד לא הורה הממונה אחרת.

בתרחיש הבסיס לשנים 2021-2022, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור ההכנסות של החברות בענף. כמו כן, להערכתנו הענף ימשיך להיות מושפע מסביבת ריבית נמוכה, וצפי לעליה באינפלציה לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים תוך המשך לחצים תחרותיים בחלק מהמוצרים. בתרחיש זה, אנו סבורים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, אולם עם שחיקה מסוימת בנתחי השוק בחלק ממגזרי הפעילות, כך שהיקפי הפרמיות שהורווחו ברוטו ישחקו בכ-2% בממוצע בשנות התחזית. שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות תנודתיים, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 3.0%-4.0% ובין 0.25%-0.2%, בהתאמה, בטווח התחזית. בתחזית זו עדיין קיימת אי וודאות לגבי התאוששות המשק בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, הכרוך בהתפשטות מגפת הקורונה ברחבי העולם, והשפעתה על תנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

## 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 אירועי הממשל התאגידי שאירעו בחברה במהלך השנים האחרונות, כפי שיוסבר בהמשך הדוח, מהווים לחץ על דירוג החברה. עם זאת, אנו סבורים כי החברה נמצאת בשלבים סופיים של יישום ההמלצות שצוינו במסגרת טיוטת דוח ביקורת הממשל התאגידי מטעם הממונה על רשות שוק ההון, הביטוח והחסכון, כאשר סטייה מהנחה זו, לרבות המשך תחלופה גבוהה בדרג הניהולי של החברה והעדר יציבות ניהולית להערכתנו, עלולה להשפיע על דירוג החברה. כמו כן, נציין כי בטווח התחזית ישנו עדיין מרכיב של אי וודאות, נוכח התממשותו של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל בשנת 2020, יעילות החיסונים כנגדו לאורך זמן, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

## 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 בפרופיל העסקי של החברה- הן בנתחי השוק והן בפיזור הפעילויות
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות שתוביל לשחיקה משמעותית ברווחיות הכוללת
- שחיקה משמעותית בהון העצמי לרבות בגין חלוקת דיבידנדים אגרסיבית
- שחיקה מתמשכת בעודפי ההון על פי מודל ההון של מידרוג

**מגדל חברה לביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים**

31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021	מיליוני ש"ח
146,987	153,602	170,879	181,264	161,155	186,153	סה"כ נכסים
5,474	5,688	5,964	6,488	5,393	6,713	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
622	(24)	626	524	(572)	225	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
12,622	13,382	13,709	13,007	3,323	3,243	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
8,916	9,488	9,765	9,082	2,326	2,311	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
1,326	1,487	1,611	1,659	420	417	מתוכם בביטוח בריאות
2,381	2,408	2,333	2,266	578	514	מתוכם בביטוח כללי
11,853	12,648	12,954	12,240	3,118	3,059	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
9,934	668	15,480	7,441	(13,499)	5,058	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה (כולל רווח כולל אחר)

171%	152%	144%	148%	NR	NR	יחס כושר פירעון [1]
95%	107%	90%	91%	NR	NR	יחס כושר פירעון ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה

**יחסים מותאמים של מידרוג**

39%	38%	36%	33%	40%	32%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
7.0%	(0.2%)	5.7%	4.7%	(21.41%)	7.8%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]
0.4%	(0.02%)	0.4%	0.3%	(1.4%)	0.5%	תשואה על הנכסים (ROA) [3]
42%	49%	47.3%	45%	49.4%	44%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [4]
8.5x	0.3x	3.6x	5.2x	(12.6x)	5.8x	רווח לפני ריבית ומס (EBIT) והכנסות מהשקעות ברווח כולל אחר להוצאות ריבית

[1] כולל התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות ובהתחשב באירועים בין תאריך המאזן לתאריך הדיווח; יחס כושר פירעון כולל את סכום הניכוי בתקופת הפריסה לאחר פקטור של 80%, כמפורט לעיל. ללא הפעלת הפקטור היה עומד יחס כושר פירעון של החברה על כ-166% ליום 31.12.2020 ו-160% ליום 31.12.2019; הנתון ליום 31.12.2018, מוצג בהתחשב בהוראות המעבר כפי שהיו בתוקף לאותו מועד. [2] רווח כולל למוצע התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנתי; [3] רווח כולל למוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנתי; [4] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו. כמו כן החל מ-31.12.2019 החוב המותאם כולל חכירות

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**פרופיל עסקי טוב הנתמך בגודל משמעותי, אולם מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך יחסית**

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה טובה במערך ההפצה התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. החברה הינה אחד משני המבטחים המובילים בישראל לאורך זמן, ובעלת היקף הנכסים המנוהלים משמעותי (כולל פנסיה וגמל) של כ-279 מיליארד ש"ח ל-31 במרץ 2021. גודלה של החברה מתבטא גם בנתח שוק משמעותי במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו של כ-18.4% ל-31 במרץ 2021, אולם מאופיין במגמת שחיקה, כאשר בשנת 2017 עמד נתח השוק על כ-20.3%. שחיקת נתח השוק נבעה בעיקר ממגזר הביטוח הכללי, כתוצאה מנקיטת פעולות לטיוב התיק בתחומי הרכב והעסקים במהלך השנים האחרונות ומאי זכייתה של החברה במרכז לביטוח רכב לעובדי המדינה לשנת 2021. כתוצאה מכך, נרשמה ירידה בנתחי השוק של החברה במגזר זה, מכ-11.09% בשנת 2017 לכ-8.9% נכון ל-31 במרץ 2021. עם זאת, החברה הינה המבטח הגדול ביותר בתחום ביטוחי החיים, ומחזיקה בנתח שוק משמעותי לאורך זמן מסך פרמיות שהורווחו ברוטו במגזר זה (לא כולל דמי גמולים בפנסיה ובגמל) של כ-30%, ובעלת נתח שוק משמעותי גם במגזר הבריאות של כ-12.5%, לאותו מועד.

מנגד, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג המשתקף בתמהיל הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר ביטוחי החיים מהווה כ-70% מסך הפרמיות ודמי ניהול לאורך זמן. ריכוזיות זו מהווה להערכתנו גורם סיכון בחברה ובייחוד לאור העובדה כי חלק מהותי מתוך עתודות ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח כולל מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים.

ערוץ ההפצה והשיווק המשמעותי של החברה הינו באמצעות סוכני וסוכנויות ביטוח, לרבות באמצעות סוכנויות בעלות. בשונה מחברות אחרות, לחברה מערך שיווק ישיר מצומצם יחסית למתחרים, (למעט פנסיה וגמל) ואנו לא צופים כי חלקו של ערוץ הפצה זה מתוך תמהיל ערוצי השיווק יהיה מהותי בטווח הזמן הקצר.

בתרחיש הבסיס לשנים 2021-2022, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל יצור ההכנסות של החברות בענף. כמו כן, להערכתנו הענף ימשיך להיות מושפע מסביבת ריבית נמוכה, וצפי לעליה באינפלציה לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים תוך המשך לחצים תחרותיים בחלק מהמוצרים. בתרחיש זה, אנו סבורים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, אולם עם שחיקה מסוימת בנתחי השוק בחלק ממגזרי הפעילות, כך שהיקפי הפרמיות שהורווחו ברוטו ישחקו בכ-2% בממוצע בשנות התחזית.

מגזר ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח צפוי להיתמך משיעורי צמיחה גבוהים בשנתיים הקרובות, כאשר על פי תחזית בנק ישראל צפוי התמ"ג לצמוח בשיעור של כ-5.0% וכ-6.3% בשנים 2021 ו-2022, בהתאמה. מנגד, שיעורי אבטלה גבוהים יחסית בטווח התחזית (ביחס לשנים קודמות) עלולים להעיב על שיעורי הצמיחה והיקף ההפקדות השוטפות. בנוסף, אי קבלת אישור לתעריף הריסק הנמכר כחלק מפוליסת ביטוח המנהלים, לצד המשך התעצמות התחרות ממוצר הפנסיה והמשך המיקוד הרגולטורי, צפויים להמשיך ולהעיב על קצב הצמיחה, ועל מגמת הניודים הגוברת בין הגופים המוסדיים, במגזר זה.

במגזר הבריאות אנו מניחים יציבות בהיקפי הפרמיות (בשנת 2021 לעומת שנת 2020), הנובעת מהמשך האטה בשיווק בפוליסות ביטוחי נסיעות לחו"ל בשנת 2021, הפסקת שיווק פוליסות סיעוד פרט משנת 2019 וקישורן במכירות החדשות של מוצר תאונות אישיות בעקבות המיקוד הרגולטורי<sup>2</sup> בתחום זה בשנים האחרונות. כמו כן, המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה ימשיכו ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה. מנגד, מגמות אלו יקוזזו ע"י שיעור חדירה<sup>3</sup> משקי נמוך יחסית והערכתנו להמשך ביקוש עבור שירותי בריאות פרטיים. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים שחיקה בהיקפי הפרמיות של החברה בשיעור של כ-12% בשנת 2021 (ביחס לתקופה מקבילה אשתקד) ויציבות בהיקפי הפרמיות בשנת 2022, גם לאור העובדה כי החברה לא זכתה במרכז לביטוחי רכב של עובדי המדינה לשנת 2021, ולאור הנחתנו כי החברה תמשיך לנקוט בפעולות לטיוב התיק במגזרי הרכב והעסקים גם בשנות התחזית. מנגד, אנו צופים כי שחיקת התעריפים במגזר רכב רכוש עשויה להתמתן בטווח התחזית, לאור הערכתנו למיצוי מסוים בירידת התעריפים שנבעה מהתחרות הגוברת בשנים האחרונות. כמו כן, ההתאוששות הצפויה בתמ"ג, וחזרה לפעילות שגרתית בבתי עסק קטנים ובינוניים במרבית הענפים, צפויים להשפיע אף הן לחיוב על שיעורי הצמיחה במגזרי רכוש ואחר וחבויים בטווח התחזית. נציין כי בתחזית זו ישנו עדיין מרכיב של אי ודאות, נוכח התממשותו של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל בשנת 2020, יעילות החיסונים כנגדו לאורך זמן, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

## פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג, אולם מושפע לשלילה מאירועי ממשל תאגידי שעלולים להוות לחץ עיקרי לדירוג החברה, ככל וימשכו

לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית במגזר ביטוח החיים ובריאות לזמן ארוך בעיקר בגין פוליסות שנמכרו בעבר, כאשר כ-62% מסך העתודות המותאמות לאורך זמן מוגדרות על ידנו ככאלה שנמצאות בסיכון בינוני-גבוה, נוכח מנגנוני הבטחת תשואה ו/או תוחלת חיים. שיעור גבוה זה, חושף את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי. נציין לחיוב כי ניהול ויישום מדיניות ALM הדוקה יותר בה נוקטת החברה וכן שינויים רגולטוריים<sup>4</sup> לאופן חישוב עתודות ה-LAT, צפויים למתן את רגישות העתודות הביטוחיות בגין התיקים הארוכים בפוליסות ביטוחי החיים והבריאות, לתנודות בעקום הריבית חסרת הסיכון. כך, לפי תרחיש רגישות החברה לירידה בעקום הריבית של כ-1%, היקף הרווח צפוי לקטון בכ-440 מיליוני ש"ח ליום 31.12.2020. ההפסד מתרחיש רגישות לריבית ליום 31.12.2019, לאחר השינויים הנ"ל, מסתכם בכ-738 מיליוני ש"ח (כ-954 מיליוני ש"ח לפני השינויים). מידרוג מצפה כי החברה תמשיך לנהל את חשיפת הריבית שהיוותה גורם סיכון משמעותי ליציבות הרווח והכרית ההונית. לעומת זאת, סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר מוערך על ידנו כהולם לדירוג, כאשר כ-34% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-31 במרץ 2021 ושיעור דומה לאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר"<sup>5</sup>. אלו מאופיינים

<sup>2</sup> בהתאם לטייטה שפרסמה רשות הפיקוח, במסגרת כוונתה להסדיר את הכיסוי הביטוחי במוצר ביטוח תאונות אישיות לפרט ולקבוע הנחיות ייחודיות לגבי אופן שיווק

<sup>3</sup> שיעור הפרמיות ברוטו ביחס לתמ"ג

<sup>4</sup> עדכון הוראות החוזר המאוחד - הקצאת נכסים שאינם בשווי הוגן בעת חישוב בדיקת נאותות העתודה (LAT)

<sup>5</sup> רכב רכוש, רכוש אחר ובריאות לזמן קצר

להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב"<sup>6</sup>, בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית.

בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבוטחים גדולים, המהווים כ-7% מסך הפרמיות המורווחות ברוטו בשנים האחרונות. עם זאת, מודל הפעילות מוטה ביטוחי החיים מייצר הטיה מסוימת, כאשר בביטוחי הבריאות והביטוח הכללי לחברה לפי מרץ 2021, קיימת חשיפה משמעותית יחסית ללקוחות גדולים של כ-12% וכ-31% בהתאמה, כאשר חשיפה זו עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים והענפיים לאורך המחזור ולהגביל את התמחור מותאם הסיכון, נוכח כוח המיקוח של הלקוחות. החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים, עם חשיפה בשייר גבוהה יחסית בקרות אירוע קטטורופה, אשר עמדה על 1.8% מההון המוכר המותאם<sup>7</sup> נכון ל-31 בדצמבר 2020. להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג. אלו נתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA) בעתיד, צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה, כמו גם בענף ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי. בנוסף, מידרוג מצפה כי החברה תמשיך לתת דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח בכלל ובתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר בפרט.

פרופיל הסיכון ממשיך להיות מוגבל, נוכח צרכי שירות החוב של בעלת היתר השליטה בחברה - אליהו הנפקות בע"מ (להלן: "אליהו הנפקות", A3.il באופק שלילי), כאשר המבטח (דרך מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "חברת האם")) הינו המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב שלה. תלות גבוהה זו עלולה לפגום בפוטנציאל בניית הכרית ההונית ותיאבון הסיכון של החברה. עם זאת, לאחרונה קבע דירקטוריון החברה מדיניות הון (ראה להלן).

נציין כי אירועי ממשל תאגידי שאירעו בחברה במהלך השנה וחצי האחרונות הובילו ללחץ על הדירוג בין היתר בשל תחלופה גבוהה של בעלי תפקידים בחברה ומידת מעורבותו של בעל השליטה הסופי בחברה להערכתנו לאירועים אלו השפעה על יכולת הוצאה לפועל של התוכנית האסטרטגית שלה והעידו על חולשה בממשל התאגידי. אולם, מידרוג סבורה כי החברה תמשיך לפעול לאימוץ הצעדים מטיטוט דוח הביקורת<sup>8</sup> במסגרת ביקורת ממשל התאגידי בחברה מטעם הממונה על רשות שוק ההון מיום ה-4 בנובמבר 2020. בהמשך לכך, חלו במהלך התקופה מספר שינויים בהרכב דירקטוריון החברה, וביניהם ביום 15 באוקטובר 2020, חדל לכהן מר שלמה אליהו (בעל השליטה באליהו הנפקות) כדירקטור בחברה. וביום 4 ביולי 2021, דיווחה החברה על מינוי מר רוני-טל יפתח כיו"ר דירקטוריון בחברה אנו סבורים כי החברה נמצאת בשלבים סופיים של יישום ההמלצות שצוינו במסגרת טיטוט דוח ביקורת הממשל התאגידי הנ"ל, כאשר סטייה מהנחה זו, לרבות המשך תחלופה גבוהה בדרג הניהולי של החברה והעדר יציבות ניהולית להערכתנו תוביל לדין נוסף לגבי דירוג החברה.

## איכות הנכסים הולמת לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תיאבון לסיכון הולם ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחס "נכסים בסיכון"<sup>9</sup> מותאמים להון המוכר המותאם של כ-36% ל-31 במרץ 2021, ודומה למעקב קודם (כ-38%). תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כולל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-65% (לרבות אגרות חוב מיועדות ח-ץ), מזומנים בשיעור של כ-7% ואגרות חוב קונצרניות בדירוג גבוה של כ-5%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. אנו מעריכים כי עשויה לחול עלייה בחשיפה לנכסי סיכון ביחס לשנים אחרונות, הנובעת בעיקר מסביבת הריבית הגוזרת פוטנציאל תשואה נמוך. זו, לצד התחרות הגוברת, מייצרות תמריץ בקרב המבטחים לשיפור התשואות בתיקי העמיתים והנוסטרו. בנוסף, לאור האמור אנו מעריכים כי החברה תמשיך להתמקד בנכסים לא סחירים. שיעור הנכסים הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי, עמד ל-

<sup>6</sup> רכב חובה וחבויות

<sup>7</sup> כולל את ההון העצמי החשבוני וכתבי התחייבות נדחים

<sup>8</sup> טיטוט דוח הביקורת כוללת פירוט ביחס לשורה של צעדים נדרשים לשם תיקון הליקויים המפורטים במסגרת התחומים להגברת עצמאות הדירקטוריון וועדותיו, ושיפור אפקטיביות מנגנוני הבקרה והפיקוח, אשר עיקריהם מוצגים [בדיווח המייד מיום 5 בנובמבר 2020](#).

<sup>9</sup> 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 לידידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכויי אשראי, שוק או נזילות.

31 במרץ 2021 על כ-32% לעומת מועד המעקב הקודם (כ-36%), בעיקר כתוצאה מעלייה בהון העצמי בשיעור של כ-14% ממועד המעקב הקודם, כתוצאה מצבירת רווחים בשנת 2020 וברבעון הראשון לשנת 2021. יחס זה בולט לחיוב ביחס לקבוצת השוואה והולם לדירוג. להערכתנו, יחס זה צפוי להיותר ברמה הולמת לדירוג בשל תמהיל הפעילות הצפוי ונוכח הערכתנו לשמירה על היקף ההון העצמי, שיצמח בקצב מתון יותר בטווח התחזיתי.

### **כרית הרווחיות נמוכה לדירוג ותלויה בגורמים אקסוגניים, אולם זו צפויה להיתמך מהתייעלות תפעולית ומהלכי טיוב התיק האלמנטרי**

החברה מאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים ביחס לדירוג, המוגבלים גם לאור רווחיות חיתומית נמוכה כפי שמשקף ביחס משולב בשייר בביטוח הכללי של כ-103% בממוצע בשנים 2016-2020, לעומת כ-97% בממוצע בענף באותה תקופה. החברה, בדומה לענף, הציגה רווחיות תנודתית בשנים האחרונות נוכח חשיפה גבוהה לגורמים אקסוגניים ובהם עקום הריבית, שוק ההון ורגולציה. כל אלו באו לידי ביטוי ביחסי ה-ROC וה-ROA של החברה בשנים 2016-2020, שעמדו בממוצע על כ-3.9% וכ-0.2% בהתאמה<sup>10</sup>.

בתרחיש הבסיס לשנים 2021-2022, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, סביבת ריבית הנמוכה שתמשיך להוות אתגר בפוטנציאל ייצור התשואה ולחצים אינפלציוניים שעלולים להשפיע אף הם על שולי הרווח בטווח הזמן הקצר-בינוני. בתרחיש זה, אנו מביאים בחשבון את תכנית ההתייעלות התפעולית שכללה, בין היתר, קיטון במצבת כוח האדם ב-300 עובדים בשנת 2020 לעומת שנת 2019, לצד עדכון ההסכם הקיבוצי מול וועד העובדים, מיום 1 ביוני 2020. במקביל לכך, ניכר תהליך של טיוב תיק האלמנטרי (רכב ועסקים) בחברה שהתבטא גם בירידה בנתחי השוק כאמור, אולם זו תבוא לידי ביטוי לחיוב להערכתנו בשיפור יחס ה-LR במגזר זה. כמו כן, אנו מניחים כי תוכנית ההתייעלות הנ"ל תגיע למיצוי בטווח התחזיתי, והיא צפויה, במקביל לטיוב התיק כאמור, לקבל ביטוי בטווח הזמן הקצר-בינוני (בנטרול השפעות אקסוגניות על החברה).

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים המשך תנודתיות ברווחים, נוכח החשיפה לגורמים אקסוגניים (שינויים דמוגרפיים ורגולטוריים) ותשואה תנודתית בשוק ההון, אולם תנודתיות זו תהיה ממונתת יותר להערכתנו, בהשוואה לשנים קודמות, בשל מיתון החשיפה של החברה לעקום הריבית, כאמור. בנוסף, הלחצים האינפלציוניים עלולים להוביל לעלייה בהפרשות לעתודות הצמודות למדד המחירים ולפגיעה בדמי הניהול המשתנים הנגבים מפוליסות ביטוח חיים המשתתפות ברווחים ששווקו עד שנת 2004, כתוצאה מפגיעה אפשרית בתשואה הריאלית. כמו כן, אנו סבורים כי בעקבות הפסקת תשלומי הממשלה לעובדים הנמצאים בחופשה ללא תשלום במהלך השנה, קיימת סבירות לעלייה בהיקף התביעות במסגרת פוליסות אובדן כושר עבודה.

מגזר הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות, יצירת מבנה של פוליסה אחידה ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף, אשר צפויות להמשיך ולהגביר את תחרות המחירים ולגרור ללחץ על הרווחיות בענף זה, כאשר התיק הסיעודי הקיים (שנמכר בעבר) ימשיך להיות מושפע מעקום הריבית.

בענף הביטוח הכללי אנו צופים כי רמת התחרות תיותר גבוהה הן מצד הערוצים הישירים של המתחרים הקיימים והן מצד החברות הישירות. אלו, לצד המשך מעורבות רגולטורית יגזרו שיעורי רווחיות חיתומית מוגבלת, להערכתנו. בנוסף, אנו צופים התמתנות בתוצאות החיתומיות ביחס לשנת 2020, וזאת כתוצאה מפתיחת המשק במהלך השנה, וחזרה לפעילות שגרתית יחסית במרבית הענפים, כאשר אלו צפויות להעלות את שכיחות התביעות בבתי העסק ובענפי הרכב, כך שיהיו אופייניות לשנים שקדמו לשנת 2020. נציין כי המשבר הפיננסי בעולם עלול להשפיע לרעה על מבטחי המשנה הגלובאליים, ועל כן ייתכנו התאמות בהסכמים מולם, שעשויות להוביל להקשחת מדיניות בשוק ולגרור התייקרויות תעריפים. לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות תנודתיים, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 3.0%-4.0% ובין 0.25%-0.2%, בהתאמה, בטווח התחזיתי.

בתחזית זו עדיין קיימת אי וודאות לגבי התאוששות המשק בשל מאפייני המשבר הכלכלי הנוכחי, הכרוך בהתפשטות מגפת הקורונה ברחבי העולם, והשפעתה על תנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

<sup>10</sup> בהתחשב בתיקון רטרוספקטיבי להשפעת חוזר ה-LAT על תוצאות שנת 2019.

## הלימות ההון של החברה סבירה לרמת הדירוג; יכולת בניית כרית ההון מרווחים שוטפים הינה תנודתיות ומושפעת

### מגורמים אקסוגניים

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג, כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה תרחישים, על בסיס נתוני ה-31 במרץ 2021. 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 הפעילויות והמתאמים ביניהן מקטינים את ההון הנדרש. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם<sup>11</sup> ליום ה-31 במרץ 2021 בהיקף של כ-7.9 מיליארד ש"ח ו-EPIFP<sup>12</sup> מותאם<sup>13</sup> בהיקף של כ-5.1 מיליארד ש"ח. כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס ההון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון, המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה עמד על כ-12% ליום ה-31 במרץ 2021, הולם לדירוג וללא שינוי מהותי ביחס לשנה שעברה, וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני.

יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות סולבנסי 2 (לאחר התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה) עמד על כ-148% ליום ה-31 בדצמבר 2020 (166% ללא פקטור של 80% כאמור לעיל), וכ-91% ללא התחשבות בהוראות המעבר בתקופת הפריסה לאותו מועד. נציין כי ביום 16 באוקטובר 2020, שלח הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון ("הממונה") לחברה מכתב, בו הוא הודיע כי לנכח המשך קיומו של חשש לפגיעה בניהולה התקין של מגדל ביטוח, והחשש כי פגיעה זו בניהול התקין תשפיע על יכולתה של החברה לבנות את ההון הנדרש ממנה בהתאם לעקרונות לחישוב הניכוי בתקופת הפריסה, ובהתאם לכך קבע הממונה כי סכום הניכוי בכל מועד חישוב לא יעלה על 80% (להלן: "הפקטור") מסכום הניכוי הבסיסי כפי שהגדיר, וכי מגבלה זו תחול לכל הפחות עד לסיום הליך הביקורת שרשות שוק ההון מקיימת בנושא ממשל תאגידי בחברה, מילוי הוראות שיינתנו בעקבות הליך הביקורת ותיקון הליקויים שיימצאו בו ובכל מקרה כל עוד לא הורה הממונה אחרת. בעקבות פרסום חוזר הסולבנסי המעודכן מחודש אוקטובר 2020, חן דירקטוריון החברה את מדיניות ההון שלה. בהתאם לכך, ביום 26 במאי 2021, קבע דירקטוריון החברה מדיניות הון אשר על פיה החברה תשאף לפעול ביחס כושר פירעון בטווח של כ-175%-155%. בנוסף, קבע דירקטוריון החברה יעד יחס כושר פירעון מינימלי של כ-140%. יעדים אלו הינם ליחס כושר פירעון בהתחשב בסכום הניכוי בתקופת הפריסה עד תום 2032, ולפני פקטור של 80% על סכום הניכוי לפי מכתב הממונה מיום 16 באוקטובר, כאמור. לפי החברה, יחס כושר הפירעון ללא התחשבות בהוראות המעבר יבנה בהדרגה, בהתאם ליעדים אלו עד לתום שנת 2032, בהתאם לתוכנית ההון של החברה. מידרוג מצפה, כי החברה תמשיך לפעול לשמירת מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי. יחד עם זאת, אנו סבורים כי יכולת בניית הכרית הונית מרווחים שוטפים בטווח התחזיתי הינה תנודתית, כנגזר מפוטנציאל צבירת רווחים תנודתית החשופה לגורמים אקסוגניים. עם זאת, בניית כרית ההון נתמכת בשחרור משמעותי של דרישות ועלות ההון בגין סיכונים תיקי העבר, המשתחררת לרווח, לאורך זמן.

## פרופיל נזילות בולט לטובה ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך; הגמישות הפיננסית נמוכה לדירוג ומושפעת לשלילה

### ממינוף פיננסי גבוה

פרופיל הנזילות של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 3 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוחי חיים, כאשר באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק (ביטוח חיים וחיסכון א"ט) וחלקן בטווח הקצר (בביטוח הכללי), כאשר אנו לא צופים פירעונות של ההתחייבויות הפיננסיות בטווח התחזיתי, בהתאם ללוח הסילוקין. יחד עם זאת, אנו לא צופים שינוי משמעותי ביחס המינוף בשנות התחזית, כך שהחברה תמשיך להערכתנו להישאר קרובה למגבלת ההכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2 (40% מה-SCR).

<sup>11</sup> 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.

<sup>12</sup> Expected Profit in Future Premiums - רווח צפוי בגין פרמיות עתידיות.

<sup>13</sup> בשיעור השענות של 60%.



לחברה גמישות פיננסית נמוכה לדירוג ומאופיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל- CAP) גבוה יחסית של כ-44% ליום ה-31 במרץ 2021, אשר אינו צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני להערכתנו. כמו כן, להערכתנו צרכי שירות החוב באליהו הנפקות עלולים להכביד על הגמישות הפיננסית של החברה.

## שיקולים נוספים

### מח"מ התחייבויות ארוך יחסית תומך בפרופיל הנזילות

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, התנדוטיות 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 לתנדוטיות שוק קצרת טווח.

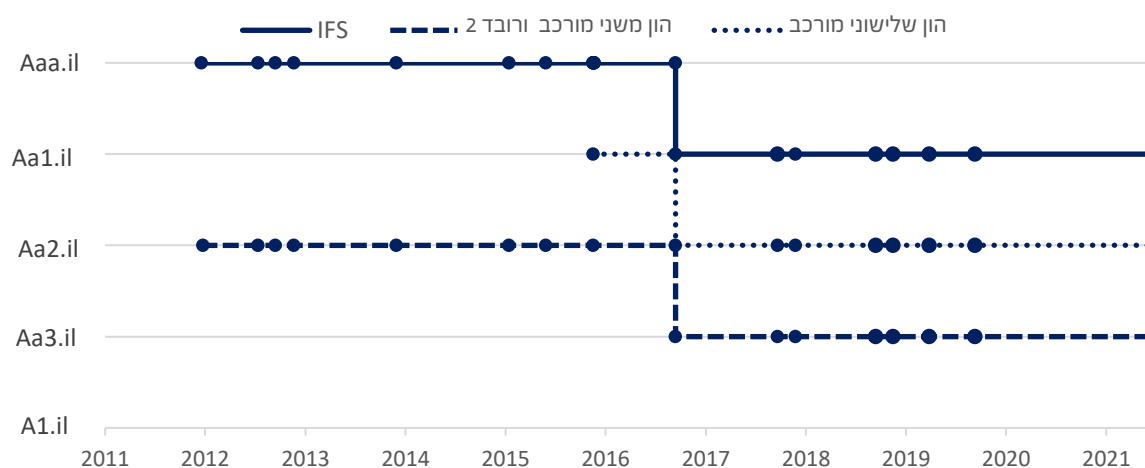
### מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, העוגן לדירוג החובות הנחותים (משני נחות, משני מורכב ורובד 2) הינו דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), ממנו אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייני החוזיים. אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה- IFS של המבטח לדירוג הון שלישוני מורכב והון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הפחתת הנוטשים מגלמת את הנחיות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס ל-IFS, את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). עבור מכשירי הון רובד 2, אנו מעריכים כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות משהות" הינה נמוכה בפער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה, ולפיכך היא לא גולמה בהורדת נוטש נוסף. "נסיבות משהות" מוגדרות על פי חוזר סולבנסי כיחס כושר פירעון העומד על כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה (כ-80% נכון ל-31 בדצמבר 2020) לאחר התאמת תרחיש מניית. יחס כושר הפירעון של החברה בתקופת הפריסה עמד על כ-148% (לאחר הפעלת פקטור של 80% כאמור) נכון ל-31 בדצמבר 2020.

### אודות החברה

מגדל חברה לביטוח בע"מ, באמצעות חברות הבנות שלה ("הקבוצה"), פועלת בעיקר בתחום הביטוח, הפנסיה והגמל. פעילות הביטוח של הקבוצה, מתבצעת באמצעות החברה. פעילות הפנסיה והגמל של הקבוצה, מתבצעת באמצעות חברות הבנות של החברה: מגדל מקפת קרנות פנסיה וקופת גמל בע"מ ויוזמה קרן פנסיה לעצמאים בע"מ. הקבוצה מחזיקה גם בסוכנויות ביטוח, באמצעות מגדל אחזקות וניהול סוכנויות ביטוח בע"מ, שהינה בשליטה מלאה של החברה. בעלת המניות (100%) בחברה הינה מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ ("מגדל אחזקות" או "החברה האם"). מגדל אחזקות נשלטת (68.46%) על ידי אליהו הנפקות בע"מ (להלן: "אליהו הנפקות"). בעל השליטה הסופי בחברה הינו מר שלמה אליהו. מנכ"ל החברה הינו מר רן עוז. יו"ר הדירקטוריון החברה הינו מר יפתח רון-טל.

## היסטוריית דירוג



### דוחות קשורים

[מגדל חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות ביטוח- דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)

[חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי- דוח מיוחד הערת ענף, מרץ 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

### מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 07.07.2021

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 15.09.2020

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 18.12.2011

שם יוזם הדירוג: מגדל חברה לביטוח בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: מגדל 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 הגבוה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 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**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>