

כלל חברה לביטוח בע"מ

מעקב | יולי 2024

אנשי קשר:

יוסי יונה

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

yosi.y@midroog.co.il

עמית פדרמן, רו"ח

ראש צוות בכיר, מעריך דירוג משני

amit.federman@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים

moty.c@midroog.co.il

כלל חברה לביטוח בע"מ

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

מידורג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של כלל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "החברה"), ומותירה על כנם דירוגים של Aa3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב ומכשיר הון רובד 2), שגויסו על ידי חברת הבת - כללביט מימון בע"מ (להלן: "כללביט"). 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"¹ הינה נמוכה ולפיכך, לא גולמה בהורדת נוסף נוסף עבור מכשירי הון רובד 2.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג הון מוכר	מועד פירעון סופי
ט'	1136050	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	31/07/2028
י'	1136068	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2 [1]	31/07/2027
יא'	1160647	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31/03/2033
יב'	1179928	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31/03/2035
יג'	1197920	Aa3.il(hyb)	יציב	רובד 2	31/07/2037

[1] משני מורכב

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי טוב, הבא לידי ביטוי בגודלה של החברה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, שליטה הולמת במערך ההפצה ובסיס לקוחות רחב ומפוזר. הפרופיל העסקי מושפע מפיזור קווי עסקים סביר עם שלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן, התומכות ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי. עם זאת, תמהיל הפרמיות מוטה למגזר חיים וחיסכון ארוך טווח, אשר יוצר תנודתיות בתוצאות החברה, בשל העובדה כי חלק מהותי מעבודות ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח כולל מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג, ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך יחסית לצד חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים ומדיניות ניהול סיכונים הולמת. איכות הנכסים הולמת ביחס לדירוג, אולם ניכרת מגמת עלייה בנכסי הסיכון של החברה ביחס לכרית הספיגה. הלימות ההון הולמת את רמת הדירוג ומשתקפת גם בעודפי הון ביחס לדירוגיטב סולבנסי 2, כאשר יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 31 בדצמבר 2023 עמדו על כ-159% (בהתחשבות בתקופת הפריסה) וכ-109% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה). יחסים אלו הולמים ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה², ותומכים להערכתנו בגמישות העסקית וביכולתה של החברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, וזאת נוכח הפער מהדרישה הרגולטורית. רווחיות החברה הושפעה לחיוב מהמשך יישום התוכנית האסטרטגית הכוללת הידוק רמת ההוצאות במקביל לצמיחה מוכוונת רווחיות, אולם עודנה סבירה ביחס לדירוג ותנודתיות בשל חשיפה לגורמים אקסוגניים. כמו כן, החברה מאופיינת בפרופיל נזילות בולט לחיוב, בין היתר, לאור מח"מ ההתחייבויות הארוך כאשר הגמישות הפיננסית הולמת ביחס לרמת הדירוג, ונתמכת בחוסר לחץ לחלוקת דיבידנדים בטווח הקצר מהחברה האם, כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "חברת האם" או "כלל החזקות") נוכח החלטת דירקטוריון החברה לקבוע יחס הון מינימאלי לחלוקת דיבידנד.

¹ הון נדרש ל-"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה לאחר התאמת תרחיש מניית לפי חוזר סולבנסי (להלן: "יחס כושר הפירעון הנדרש").

² מגדל חברה לביטוח בע"מ, מנורה מבטחים ביטוח בע"מ, הראל חברה לביטוח בע"מ והפניקס חברה לביטוח בע"מ.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, סביבה מוניטרית הדוקה, המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות ביחס לשנים האחרונות, פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, ומשפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. בד בבד, מלחמת "חרבות ברזל" (להלן: "המלחמה") הובילה לשורה של השלכות והגבלות, אשר כפועל יוצא, הובילו לצמצום הפעילות במשק ולירידה בפעילות הכלכלית. מנגד, העלייה בסביבת הריבית בשנים האחרונות משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך"³. כמו כן, הענף ימשיך להיות חשוף לעומס רגולטורי, בעיקר בשל הרפורמה בביטוחי הבריאות, וכן עדכון לוחות התמורה, אשר התפרסם בחודש יולי 2024 ועלול להוביל לגידול בהתחייבויות הביטוחיות של חברות בענף, כאשר החברה צופה הגדלת הפרשה לעתודות ביטוח בסך מוערך של כ-70 עד 100 מיליון ₪ (לאחר מס) על תוצאותיה הכספיות עבור הרבעון השני של שנת 2024⁴. על כן, בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו סבורים כי החברה תשמור על מיצובה העסקי, וכי שיעורי הרווחיות של החברה ימשיכו לגלם מגמת שיפור, ביחס לשנתיים האחרונות, אולם אלו צפויים להיות סבירים ביחס למידרוג, כך שיחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו, צפויים לנוע בטווח שבין כ-2.7%-4.1% ובין כ-3.2%-4.6%, בהתאמה, בטווח התחזית.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של הגבלות והשלכות, לצד חוסר ודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת 'חרבות ברזל' על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023)⁵.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בפרופיל העסקי לאורך זמן לצד גיוון ופיזור מקורות ההכנסה
- שיפור ביחס לדרישות ההון הרגולטוריות לצד שיפור משמעותי במדדי הרווחיות

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- עלייה מהותית בסיכון המוצרים, ובפרט ביטוח כללי ובריאות זמן ארוך
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה ו/או שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת
- שחיקה משמעותית בפרופיל הסיכון של החברה

³ רכב חובה וחבויות.

⁴ לפרטים נוספים אודות הערכת החברה בגין ההשפעה הצפויה לאור עדכון לוחות התמורה, הינכם מופנים [לדיווח המידי](#) שפרסמה החברה במערכת המא"ה מיום 25.07.2024 (מס' אסמכתא 01-078778-2024).

⁵ הדוח "השלכות מלחמת חרבות ברזל על כושר החזר האשראי של מנפיקים מדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד", מפורסם באתר מידרוג.

כלל חברה לביטוח בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2023	31.03.2024	מיליוני ש"ח
123,908	144,844	143,412	145,049	143,703	146,187	סה"כ נכסים
5,464	6,799	6,497	6,713	6,523	6,802	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
574	1,335	(301)	216	25	89	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
9,495	10,601	11,510	11,205	2,883	2,661	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
5,729	6,391	6,844	6,041	1,652	1,315	מתוכם בביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח
1,296	1,406	1,599	1,733	417	435	מתוכם בביטוח בריאות
2,471	2,804	3,068	3,432	814	911	מתוכם בביטוח כללי
8,028	9,013	9,845	9,497	2,455	2,204	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
5,281	14,405	(4,677)	8,293	1,195	4,406	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה (כולל רווח כולל אחר)

152%	168%	178%	159%	NR	NR	יחס כושר פירעון [1]
91%	92%	109%	109%	NR	NR	יחס כושר פירעון ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות

יחסים מותאמים של מידרוג

43%	36%	41%	40%	41%	39%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
5.8%	11.9%	(2.5%)	1.8%	0.8%	2.9%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]
6.0%	12.6%	(2.6%)	1.9%	0.9%	3.3%	רווח כולל לפרמיה ברוטו

[1] כולל התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה וכולל התאמת תרחיש מניות והשפעת פעולות הונות מהותיות שהתרחשו בתקופה שבין תאריך החישוב לתאריך פרוסום דוח יחס כושר פירעון.

[2] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנת.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב המשתקף בגודלה המשמעותי של החברה, אולם מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך יחסית

לחברה מותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומפוזר ושליטה הולמת במערך ההפצה התומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי. החברה הינה המבטח הרביעי בגודלו בישראל לאורך זמן, ובעלת היקף נכסים מנוהלים (AUM) כולל משמעותי (לרבות פנסיה וגמל) בסך של כ-332 מיליארד ₪ נכון ליום 31 במרץ 2024. גודלה של החברה מתבטא, בין היתר, בנתח שוק משמעותי (במונחי פרמיות שהורווחו ברוטו) בשיעור של כ-14.7% נכון ליום 31 במרץ 2024. נציין, כי לחברה מיצוב עסקי חזק בתחום ביטוחי החיים וחיסכון ארוך טווח, כפי שמשתקף בנתח השוק המשמעותי לאורך זמן מסך פרמיות שהורווחו ברוטו במגזר זה (לא כולל דמי גמולים בפנסיה ובגמל), בשיעור של כ-20.1% נכון ליום 31 במרץ 2024. לחברה פיזור קווי עסקים סביר ביחס לדירוג עם שלוש רגליים משמעותיות לאורך זמן, התומכות ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור הכלכלי. בתוך כך, אנו בוחנים את פיזור ההכנסות לפי קו הפעילות⁶ הגדול ביותר (במונחי פרמיות ודמי ניהול) ביחס לסך קווי הפעילות, כאשר קו פעילות זה היווה כ-55.8% מהכנסות החברה ומקורו ממגזר חיים וחיסכון ארוך טווח, המשקף תמהיל הכנסות ריכוזי ויוצר תנודתיות בתוצאותיה של החברה, בשל העובדה כי חלק מהותי מעבודות ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח כולל מנגנונים מבטיחי תשואה ותוחלת חיים, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים. ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה הינם סוכני וסוכנויות ביטוח, כאשר אנו סבורים כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תמשיך לפעול לגיוון מודל ההפצה בשנים הקרובות, תוך חיזוק ערוץ הדיגיטל מול הסוכנים והלקוחות. אנו סבורים, כי מבטחים שלא יאמצו חדשנות טכנולוגית ויתאימו את המודל העסקי לאורך זמן, עלולים לחוות שחיקה משמעותית במיצובם העסקי.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, סביבה מוניטרית הדוקה, המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות יחסית בשנים האחרונות, פוגעות בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, ומשפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. בד בבד, המלחמה הובילה לשורה של השלכות והגבלות, אשר כפועל יוצא, הובילו לצמצום הפעילות במשק ולירידה בפעילות הכלכלית. מנגד, העלייה בסביבת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך". בתרחיש הבסיס

⁶ מידרוג בוחנת ארבעה קווי פעילות וביניהם: ענפי הרכב (רכב חובה + רכב רכוש), ענפי הרכוש (רכוש אחר וחבויות), ענף חיים וחיסכון ארוך טווח, וענף הבריאות.

של מידורג, אנו סבורים כי החברה תשמור על מיצובה העסקי, אולם תוך שחיקה מסוימת בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו, בעיקר בשל הרפורמות בביטוחי המנהלים ובביטוחי הבריאות.

מגזר ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח צפוי להיות מושפע מחד גיסא, מהמשך התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח (בעיקר במוצר ה-"ריסקים") ומהתקנות להגבלת ההפקדה לביטוח מנהלים⁷ שנכנסו לתוקף בחודש ספטמבר 2023, ואשר צפויות להמשיך להעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות בענף. מאידך גיסא, השפעות אלו תתמתנה משוק עבודה הדוק, אשר יתרום להמשך ההפקדות השוטפות במגזר זה.

במגזר הבריאות, פוטנציאל הצמיחה צפוי להיתמך בשיעור חדירה⁸ גבוה יחסית, לצד המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה, אשר ייצרו לחץ מחירים מסוים במגזר זה. אנו צופים, כי החברה תשמור על יציבותה, תוך שמירה על נתחי שוק משמעותיים, כאשר עיקר היציבות תנבע מביקושים עבור שירותי בריאות פרטיים, תוך התמקדות החברה בביטוחי הפרט הרווחיים יותר, כאשר להערכתנו תיק הסייעוד הקיים (שנמכר בעבר) ימשיך להישחק בטווח התחזית.

במגזר הביטוח הכללי, אנו מעריכים צמיחה בהיקפי הפרמיות בשיעורים שינועו בטווח שבין כ-7% לכ-11% בתקופת התחזית. צמיחה זו נובעת בעיקר מסביבה אינפלציונית גבוהה, וכן תמורות בענף רכב רכוש בשנים האחרונות, אשר תמכו בהתייקרות הפרמיות (והתביעות) בתקופת התחזית.

פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג ונתמך בסיכונים מוצרים נמוך יחסית

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר לגבי היקף התביעות. סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובביטוח הבריאות לזמן קצר מוערך על ידינו כטוב ביחס לדירוג, כאשר כ-69% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 31 במרץ 2024, הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר"⁹, אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים עם "זנב ארוך", אשר מאופיינים באי-ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר לשינויים בסביבה העסקית. להערכתנו, מדיניות ונהלי הבקרה להערכה ולניהול החשיפה מול מבטחי המשנה הינם הולמים. בהתאם לכך, נכון ליום 31 בדצמבר 2023, יחס החשיפה למבטח משנה הגדול ביותר מסך החשיפה, עמד על כ-9% והינו נמוך בהשוואה לענף (כ-24% בשנת 2023) ומשקף פיזור טוב של מבטחי משנה. בנוסף, יחס החשיפה למבטחי משנה מההון העצמי עמד על כ-33%, בהשוואה לכ-45% בשנתיים האחרונות. כמו כן, 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-0.8% מההון העצמי ליום 31 בדצמבר 2023, אשר הינה בולטת לחיוב ונמוכה ביחס לענף.

שיעור העתודות ב-"סיכון גבוה" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך, הינו הולם ביחס לדירוג ועמד על כ-25% נכון ליום 31 בדצמבר 2023. עם זאת, לחברה סיכון מוצרים גבוה יחסית בביטוחים אלו, בין היתר, בשל מרכיב עתודות מהותי של קצבה עם מקדמים מובטחים תלויי תשואה, המאופייין ברמת סיכון בינונית כהגדרתנו, כאשר כ-72% מסך העתודות לאורך זמן מוגדרות על ידינו ככאלה שנמצאות בסיכון בינוני-גבוה, נוכח מנגנוני הבטחת תשואה ו/או תוחלת חיים. שיעור גבוה זה, חושף את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים, ביניהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים דמוגרפיים. עם זאת, נציין לחיוב את פעולות החברה במסגרת ניהול הנכסים וההתחייבויות, במקביל לשינויים רגולטוריים¹⁰ לאופן חישוב עתודות ה-LAT, אשר מיתנו במידה מסוימת את רגישות העתודות הביטוחיות בגין התיקים הארוכים בפוליסות ביטוחי החיים והבריאות, לתנודות בעקום הריבית חסרת הסיכון. להערכת מידורג, החברה תמשיך לנהל את חשיפת הריבית שהיוותה גורם סיכון משמעותי ליציבות הרווח והכרית ההונית.

בנוסף, פרופיל הסיכון נתמך בחשיפה נמוכה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים, המהווים כ-17% מסך הפרמיות המורווחות בשנת 2023. על אף זאת, מודל הפעילות מוטה ביטוחי החיים מייצר הטיה מסוימת, בנוסף, לחברה קיימת חשיפה גבוהה יחסית ללקוחות

⁷ התקנות קובעות כי ההפקדה ל-"ביטוח מנהלים" למצטרפים חדשים תוגבל בתנאי ששכרם גבוה מפי שניים מהשכר הממוצע במשק. פרמיות ברוטו לתמ"ג.

⁸ רכב רכוש, רכוש אחר ובריאות לזמן קצר.

⁹ עדכון הוראות החוזר המאוחד - הקצאת נכסים שאינם בשווי הוגן בעת חישוב בדיקת נאותות העתודה (LAT).

גדולים בתחומי הביטוח הכללי, אשר היוו כ-45% מתמהיל הפרמיות במגזר זה. חשיפה זו עלולה להעצים את הסיכונים בביטוח חיים, סיכוני האשראי וסיכונים ענפיים לאורך המחזור הכלכלי ומגבילה תמחור מותאם סיכון, נוכח כוח המיקוח של הלקוחות. להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג ונתמכים בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 ובפרט נדבך שני (ORSA), משפר להערכתנו את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה ובענף כאחד, יכול לתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי, למרות תנודתיות ההון הכלכלי תחת משטר סולבנסי 2. בנוסף, מידורג מצפה כי החברה תמשיך לשים דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח, ובתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר¹¹.

איכות הנכסים הולמת ביחס לדירוג, אולם ניכרת מגמת עלייה בנכסי הסיכון של החברה ביחס לכרית הספיגה

פרופיל ההשקעות הנוסטרו של החברה מעיד להערכתנו על תיאבון מתמשך לסיכון אשר הולם ביחס לדירוג, כפי שמשתקף ביחס "נכסים בסיכון"¹² מותאמים ביחס להון המוכר המותאם של כ-120%, ליום 31 במרץ 2024. יחס זה הושפע לרעה במהלך השנים האחרונות (כ-108% ליום 31 בדצמבר 2022 וכ-100% ליום 31 בדצמבר 2021) מעלייה בחשיפה לנכסי סיכון, הנובעת להערכתנו בעיקר נוכח התחרות הגוברת, אשר יצרה תמריץ בקרב המבטחים לשיפור התשואות בתיקי העמיתים והנוסטרו. נכון לאותו מועד, תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כלל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-44%, הלוואות מגובות בבטוחות בשיעור של כ-15%, קרנות השקעה בשיעור של כ-12% ואג"ח קונצרני סחיר בדירוג Aa3.il ומעלה בשיעור של כ-6%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית ופחות מהותיות בתמהיל ההשקעות. נציין, כי החברה חשופה במידה גבוהה יחסית להלוואות פרטיות ביחס לשאר החברות בענף, אשר תומכת במיתון התנודתיות בתיק כתוצאה מתמורות בשוק ההון, אולם מגדילה את החשיפה לסיכוני 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 ושיעור הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים, אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר מההון העצמי, השתפר, במידה מסוימת, בשנה האחרונה, בעיקר לאור צמיחה בהונה העצמי של החברה, כך שנכון ליום 31 במרץ 2024 עמד היחס על כ-39%, בהשוואה לכ-41% נכון ליום 31 במרץ 2023, כאשר יחס זה הולם ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה כאחד. להערכתנו, יחס זה צפוי להיוותר ברמה הולמת ביחס לדירוג בשל תמהיל הפעילות הצפוי, וזאת בהתאם להערכתנו בקשר עם בניית הכרית ההונית בתקופת התחזית.

הלימות ההון של החברה הולמת ביחס לדירוג

יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלויי תשואה) הושפע בשנה האחרונה מגידול בהון העצמי של החברה ועמד, נכון ליום 31 במרץ 2024, על כ-13.4%, הבולט לחיוב ביחס לדירוג. להערכתנו, בטווח הזמן הקצר-בינוני היחס צפוי להיוותר יציב ו/או להשתפר, וזאת כתוצאה מהמשך התבססות הכרית ההונית של החברה. הלימות ההון של החברה משתקפת גם בעודפי הון ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2, כאשר יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 31 בדצמבר 2023, עמדו על כ-159% (בהתחשב בתקופת הפריסה) וכ-109% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה). נציין, כי יחסים אלו הולמים ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה כאחד, ותומכים להערכתנו בגמישותה העסקית וביכולתה של החברה להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, וזאת נוכח המרווח מהדרישה הרגולטורית. דירקטוריון החברה קבע יעדי ניהול הון אשר על פיהן, טווח המטרה ליחס כושר פירעון כלכלי של החברה יעמוד בטווח שבין 150%-170%, ויעד יחס כושר פירעון מינימלי של 135% (יעדים אלו הינם ליחס כושר פירעון בהתחשב בסכום הניכוי בתקופת הפריסה עד תום שנת 2032, ולאחריה). בנוסף, דירקטוריון החברה קבע יעד הון לצורך חלוקת דיבידנד (ללא התחשבות בתקופת הפריסה) אשר עומד על 110%. להערכת מידורג, החברה תמשיך לפעול לשמירת מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי, ואף תיתכן חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בתקופת התחזית, בהתאם למדיניות הדיבידנד בחברה (כ-30%-50% מהרווח הכולל של החברה ובכפוף ליעדי ניהול ההון כאמור).

¹¹ ראו דוח קשור של מידורג בנושא זה: [נזקי המוניטין בעקבות מתקפות סייבר עלול לנכות מחיר עסקי מחברות](#).

¹² נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את 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 מסיכוני אשראי, סיכוני שוק או סיכוני נזילות.

מדדי הרווחיות סבירים ביחס לדירוג ומגלמים מגמת שיפור, אולם תנודתיים בשל חשיפה לגורמים אקסוגניים

במהלך שנת 2023 וברבעון הראשון לשנת 2024 בפרט, חל שיפור משמעותי בשיעורי הרווחיות של החברה, בין היתר, לאור שיפור ברווחיות החיתומית, כפי שמשתקף ביחס המשולב בשייר בביטוח הכללי, כך שהוא עמד על כ-97.4% נכון ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-96.6% נכון ליום 31 במרץ 2024, וזאת בהשוואה לכ-102.4% נכון ליום 31 בדצמבר 2022, כתוצאה מהתייעלות תפעולית לצד העלאות תעריפים, לצורך תמחור פרמיות אשר מותאם לרמת הסיכון. השיפור ברווחיות בא לידי ביטוי ביחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו, אשר עמדו נכון לרבעון הראשון לשנת 2024 על כ-3.0% וכ-3.4%, בהתאמה, בגילום שנתי, לעומת כ-1.8% וכ-2.0%, בהתאמה, לשנת 2023 וכ-(2.5%) וכ-(2.6%), בהתאמה, לשנת 2023.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2024-2025, אנו צופים המשך שיפור ברווחיות של החברה ביחס לשנים קודמות, בין היתר, לאור הנחתנו להמשך התייעלות תפעולית והעלאות תעריפים, אשר צפויים להמשיך לבוא לידי ביטוי בשנות התחזית. עם זאת, אנו צופים כי הסביבה העסקית שמושפעת מהשלכות המלחמה וכן מסביבה מאקרו-כלכלית מאתגרת, תמשכנה להעיב על ענף הביטוח, ובפרט על פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת בנית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות, כפי שבא לידי ביטוי, בין היתר, ברפורמה בביטוחי הבריאות, וכן עדכון לוחות התמורה, בהתאם לתיקון הוראות החוזר המאוחד לעניין מדידת התחייבויות - עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי בביטוח חיים ובקרנות הפנסיה, אשר התפרסם בחודש יולי 2024 ועלול להוביל להגדלת הפרשה לעתודות ביטוח בסך מוערך של כ-70 עד 100 מיליון ₪ (לאחר מס) על תוצאותיה הכספיות עבור הרבעון השני של שנת 2024¹³.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, אנו צופים המשך תנודתיות ברווחים, נוכח החשיפה לגורמים אקסוגניים כאמור. בנוסף, בשל התשואה הריאלית השלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח חיים המשתתפות ברווחים ששווקו עד שנת 2004, החברה לא רשמה דמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2022, כאשר אומדן דמי הניהול המשתנים שלא ייגבו בשל התשואה הריאלית השלילית וזאת עד להשגת תשואה חיובית מצטברת, הינו בסך של כ-400 מיליון ש"ח (נכון ליום 31 במרץ 2024). בשל התנודתיות הרבה בשווקים, אנו מעריכים כי קיימת אי-ודאות בנוגע ליכולת גביית דמי ניהול משתנים בטווח הקצר.

מגזר ביטוח הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף, לרבות מבנה פוליסה אחידה, אשר צפויות להעצים את תחרות המחירים ולגרום ללחץ על הרווחיות במגזר זה.

במגזר הביטוח הכללי, אנו צופים כי רמת התחרות תיותר גבוהה, הן מצד החברות המסורתיות והן מצד החברות הישירות, על אף עלויות תעריפים משמעותיות. אנו מעריכים, כי שיפור הרווחיות יוכל לנבוע גם משיפור ביעילות התפעולית תוך שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות התפעוליות, בין היתר, באמצעות שימוש גובר בכלים טכנולוגיים, לצד התייעלות התביעות ושימוש במוסכי הסדר. לאור האמור לעיל, אנו צופים כי שיעורי הרווחיות של החברה ימשיכו לגלם בטווח התחזית מגמת שיפור ביחס לשנתיים האחרונות, כך שיחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו, צפויים לנוע בטווח שבין כ-2.7%-4.1% ובין כ-3.2%-4.6%, בהתאמה.

פרופיל הנזילות בולט לחיוב ביחס לדירוג ונתמך במח"מ התחייבויות ארוך, לצד גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג

פרופיל הנזילות של החברה בולט לחיוב ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של כ-3.0x בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות, הצפויות בזמן הקצר. לאור תמהיל העסקים של החברה המוטה ביטוחי חיים, באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח הרחוק (ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח) וכן חלקן בטווח הקצר (בביטוח הכללי), כאשר בתקופת התחזית, אנו מתחשבים בפירעונות של כתבי התחייבויות נדחים (סדרה ט' ו-י'), ומחזור החוב כנגדם, כך שלא יחול שינוי משמעותי ביחס המינוף בשנות התחזית. לפיכך, החברה תמשיך להערכתנו להישאר קרובה למגבלת ההכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2 (40% מה-SCR). הגמישות הפיננסית מוערכת על ידינו כהולמת ביחס לדירוג, על אף פעולות גיוס ההון האחרונות של חברת האם, כלל אחזקות, ראוי לציון שהחברה אינה צפויה לעמוד בלחץ משמעותי לחלוקת דיבידנד לצורך שירות החוב. הערכה זו מביאה בחשבון את

¹³ לפרטים נוספים אודות הערכת החברה בגין ההשפעה הצפויה לאור עדכון לוחות התמורה, הינכם מופנים [לדיווח המידי](#) שפרסמה החברה במערכת המא"ה מיום ה-25.07.2024 (מס' אסמכתא 078778-01-2024).

ההסדרים הפיננסיים ומבנה ההון, הנובעים מרכישת חברת האם את חברת "מקס איט פיננסים בע"מ". בנוסף, אנו מעריכים כי לחברה קיימים כלים נוספים על מנת להתמודד עם שחיקה אפשרית ביחס כושר הפירעון, אשר תומכים במידה מסוימת בגמישותה הפיננסית של החברה, אולם מנגד, עלולים ליצור לחץ על הפרופיל הפיננסי ועל מדדי הרווחיות במידה והחברה תשתמש בהם.

שיקולים נוספים לדירוג

מח"מ התחייבויות ארוך יחסית התומך בפרופיל הנזילות

לחברה מח"מ התחייבויות ארוך יחסית, אשר תומך מאוד בפרופיל הנזילות ובדירוג החברה כאחד. 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, עובדה התומכת בשרירותם ובדירוגם. בנוסף, התנודתיות שעלולה להיווצר בשל רישום נכסים בשווי שוק (MTM) לעיתים אינה משקפת את השווי הכלכלי עבור חברות ביטוח עם מח"מ התחייבויות ארוך, נוכח היכולת להחזיק את הנכסים הרלוונטיים לפדיון, על כן, להערכתנו ההון הכלכלי של חברות אלו עשוי להיות פחות חשוף לתנודתיות שוק קצרת טווח.

שיקולי ESG

שיקולי סביבה: חברות הביטוח בישראל, ובפרט מבטחים הפועלים בענף ביטוח כללי, חשופים לסיכונים אשר עלולים להתממש נוכח שינויי אקלים. קיימת חשיפה פוטנציאלית של שינויי האקלים על התדירות והחומרה של אסונות טבע (רעידות אדמה, שריפות, שיטפונות וכדומה), אשר עלולים לגבות הפסדים משמעותיים ולהשפיע על המודלים האקטואריים, כאשר להערכתנו, קיים קושי לאמוד את השפעתם של אירועי האקלים ככל ויתממשו, ועל כן משליכים על אי-הוודאות הנגזרת מסיכון זה. בעוד שביכולת המבטחים לתמחר מחדש בדרך כלל פוליסות ביטוח על בסיס תקופתי, השכיחות העולמית הגוברת של הפסדי קטסטרופה הקשורים לשינויי האקלים והצטברות של סיכונים אלו, יוצרים מורכבות נוספת בנושא חיתום וניהול הסיכונים. מנגד, חשיפות אלו ממונות בעיקר כתוצאה משימוש בביטוח משנה להעברת סיכונים, אולם לחברות הביטוח קיימת חשיפה עקיפה באמצעות איתנותם הפיננסית של מבטחי המשנה, אשר מבטחים את חברות הביטוח המקומיות כאמור, ופגיעה בהם עלולה ליצור סיכון נוסף עבור חברות הביטוח בענף. אנו סבורים כי סיכונים אלו מקבלים ביטוי הולם במטריצת הדירוג ובפרט בפרמטר "סיכון מוצרים-ביטוח כללי ובריאות ז"ק" וכן ביחס כושר הפירעון, אשר מביא לידי ביטוי תרחישים שונים ביחס להון הנדרש מהחברה.

שיקולים חברתיים: חברות הביטוח בישראל, ובפרט מבטחים הפועלים בענפי ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח והבריאות, חשופים לשינויים דמוגרפיים וחברתיים משמעותיים ובהם: אריכות ימים ועלייה בשיעור התחלואה. בהתאם לכך, לעלייה בתוחלת החיים עקב קיטון בשיעורי תמותה לאחר גיל הפרישה, השפעה על תקופת תשלומי הקצבה העתידיים (בעיקר עם התפתחות צבירה בפוליסות עם מקדם מובטח), ולפיכך צפויים לגרור לעליה בעתודות הנדרשות כנגד תשלומים אלו. כמו כן, גידול בשיעורי התמותה למבטחים בביטוח חיים הכוללים פיצוי במקרה מוות ("ריסק"), לרבות במקרה של קטסטרופה, עלול להשפיע על הפסד מידי ועל שווי התיק. לגידול בתחלואה לרבות סיעוד, אובדן כושר עבודה וביטוח תרופות, השפעה מהותית אף היא על היקף הרווח של חברות הביטוח. אנו סבורים כי סיכונים אלו מקבלים ביטוי הולם במטריצת הדירוג ובפרט, בפרמטר "סיכון מוצרים-ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, סיעודי ובריאות ז"א", וכן ביחס כושר הפירעון, אשר מביא לידי ביטוי תרחישים שונים ביחס להון הנדרש מהחברה.

שיקולי ממשל תאגידי: להערכתנו, סיכוני ממשל תאגידי נושאים השפעה מהותית על ענף הביטוח. סיכונים אלו מהווים שיקול אשראי מרכזי, כאשר חולשות בממשל תאגידי עלולות להוביל להרעה בכושר החזר האשראי של המבטח, בעוד שממשל תאגידי חזק עשוי להשליך לחיוב על כושר החזר האשראי שלו. גורם ממתן לסיכוני הממשל התאגידי, הינו המסגרת הרגולטורית בה פועלים המבטחים, המתווה מערך בקורות פנימיות וכן בקורות הדוקות מצד הרגולטור. מידרוג בחנה את השפעת נושא הממשל התאגידי על החברה ואינה מניחה חשיפה משמעותית להיבטים אלו.

שיקולים מבניים

מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, העוגן לדירוג החובות הנחותים (הון משני מורכב והון רובד 2) הינו דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), ממנו אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו החוזיים. אנו מפחיתים שתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון משני מורכב/רובד 2. הפחתת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס ל-IFS וכן, את השפעת מנגנוני ספיגת ההפסדים הגלומים בהם (בטריגר החוזי ל-"נסיבות משהות", 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 מהותית 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, לאחר התאמת תרחיש מניות. יחס כושר הפירעון של החברה בתקופת הפריסה עמד על כ-159% נכון ליום 31 בדצמבר 2023, כמוזכר לעיל.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.03.2024				
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]	תת פרמטר	פרמטר	קטגוריה
Aa.il	~14.7%	Aa.il	14.7%		מיצוב עסקי	פרופיל עסקי
Aa.il	-	Aa.il	-		ערוצי הפצה	
A.il	~56%	A.il	56%		פיזור הכנסות	
Aaa.il	~69%	Aaa.il	69%		סיכון המוצרים - ביטוח כללי ובריאות ז"ק	פרופיל סיכון
Aa.il	~25%	Aa.il	25%		סיכון המוצרים - ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, סיעודי ובריאות ז"א	
Aa.il	~17%	Aa.il	17%		שיעור חשיפה לקולקטיבים ומפעלים גדולים (קבוצתי מסך הפרמיות)	
Aa.il	-	Aa.il	-		מדיניות ניהול סיכונים	
Aa.il	~120.4%	Aa.il	120.4%	נכסים בסיכון/ הון עצמי	איכות נכסים	פרופיל פיננסי
Aa.il	~39.2%	Aa.il	39.2%	DAC חיים+ נב"מ/ הון עצמי		
Aa.il	~159%	Aa.il	159%	% עודף הון על הדרישות הרגולטוריות	הלימות ההון	
Aaa.il	~13.4%	Aaa.il	13.4%	הון עצמי / סך הנכסים במאזן (ללא תלוי תשואה)		
A.il*	4.1%-2.7%	A.il	3.0%	תשואה על מקורות מימון (ROC)	רווחיות	
Aa.il*	4.6%-3.2%	A.il	3.4%	רווח כולל לפרמיה ברוטו		
Aaa.il	3.0x	Aaa.il	3.0x	יחס נזילות (ללא תלוי תשואה)	נזילות	
Aa.il	-	Aa.il	-		גמישות פיננסית	
Aa2.il				הערכת איתנות פיננסית נגזרת		
Aa1.il				הערכת איתנות פיננסית בפועל		

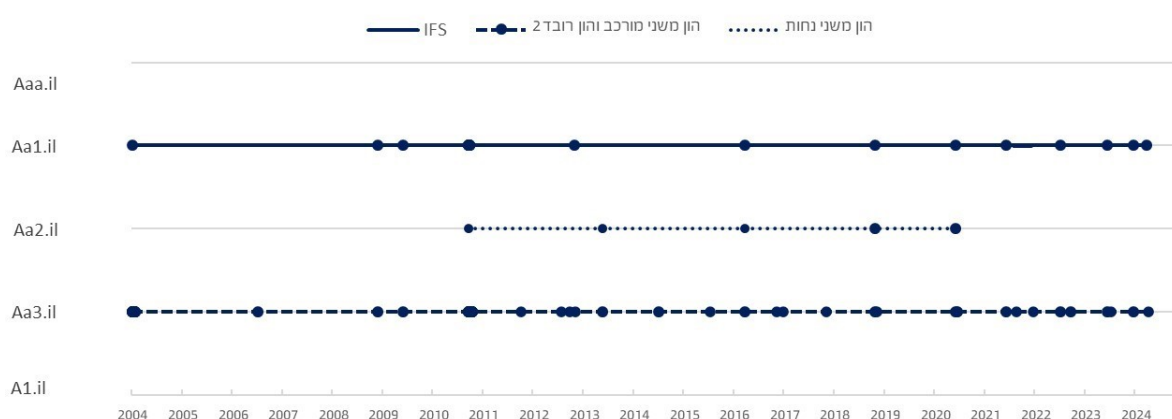
* בחישוב הציון נלקח בחשבון טווח התחזית ותוצאות שנים עברו.

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל ביום 10 בספטמבר 1962. כ-99.97% מהונה המונפק והנפרע של החברה מוחזק על ידי כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ, חברה אשר ניירות הערך שלה רשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. נכון למועד הדוח, בעלת המניות העיקרית של כלל החזקות הינה אלרוב נדל"ן המחזיקה בכ-14.5% מהון המניות המונפק של כלל החזקות, כאשר סך החזקות המוסדיים בחברה עומדת על כ-13%. החברה פעילה בעיקר בתחומי הביטוח, הפנסיה והגמל והינה אחת מחברות הביטוח והפינסים הגדולות בישראל. פעילות החברה וחברות הבנות שלה, הינה בעיקר בשלושה תחומי פעילות: חסכון ארוך טווח, ביטוח כללי וביטוח בריאות. הפעילות בתחום הביטוח מתבצעת ככלל בישראל. הפעילות הביטוחית מתבצעת על ידי החברה, למעט עסקי ביטוח אשראי, שמבוצעים באמצעות כלל ביטוח אשראי ופעילות הפנסיה וגמל, אשר מבוצעת על ידי כלל פנסיה וגמל.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, מאי 2022](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

29.07.2024	תאריך דוח הדירוג:
02.04.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
02.11.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
כלל חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
כלל חברה לביטוח בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי יכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.