



מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

מעקב ו מרץ 2015

אנשי קשר:

רו"ח דביר וולף - אנליסט

dvirw@midroog.com

ישי טריגר, ראש צוות

yishait@midroog.co.il

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל

meravb@midroog.co.il

מנורה מבטחים ביטוח בע"מ

אופק	דירוג	סדרה	
יצ"ב	Aa2		IFSR
יצ"ב	Aa3	1	כתבי התחייבות נדחים (הון משני נחות)
יצ"ב	Aa3	א'	
יצ"ב	A1	ב' ו- ג'	כתבי התחייבות נדחים (הון משני מורכב)

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג ה- IFSR¹ של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("החברה" או "המבטח") בדירוג Aa2 באופק יציב, את דירוג כתבי התחייבות הנדחים (הון משני נחות) סדרות 1 ו- א', בדירוג Aa3 באופק יציב, ואת דירוג כתבי התחייבות הנדחים (הון משני מורכב) סדרות ב' ו- ג', בדירוג A1 באופק יציב.

סך כתבי התחייבות הנדחים בספרי החברה ליום 30/09/2014 מסתכם בכ- 844 מיליון ש"ח, מתוכם כ- 671 מיליון ש"ח מוכרים לצורך ההון המחושב על פי תקנות הפיקוח, ומהווים כ- 26% מההון המוכר.

סדרה	מס ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 30/9/2014 (במיליוני ש"ח)	יתרת שנות פירעון
1	לא סחיר	מאי 2004	5.45%	מדד	62	2015
*א	1103670	מאי 2007	4.05%	מדד	352	2015-2022
*ב	לא סחיר	אוקטובר 2011	4.65%	מדד	215	2021-2024
*ג	לא סחיר	אפריל 2014	3.30%	מדד	207	2027-2030

* גוים ע"י מנורה מבטחים גיוס הון בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה של החברה.

הערה: לחברה כתבי התחייבויות נדחים נוספים, אשר אינם מדורגים ע"י מידרוג, בסך כ- 8 מיליוני ש"ח, נכון ל- 30/09/2014.

שיקולים עיקריים לדירוג



החברה הינה אחת מחברות הביטוח הגדולות בישראל. נכון ל- 30.09.2014. לחברה התפלגות הכנסות בין ענפי הביטוח כדלקמן - בתחום ביטוחי החיים כ- 43% ובתחום הבריאות כ- 6%. הכנסות החברה מתחומי הביטוח הכללי, במונחי פרמיות ברוטו, הינם כ- 10% ברכב חובה, כ- 18% ברכב רכוש, וכ- 12% ברכוש אחר. בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2014, רווחיות החברה בביטוח הכללי טובה מהממוצע בענף (במונחי יחס משולב).

בתחום החיסכון לטווח ארוך, למבטח פעילות בתחום ביטוחי החיים בלבד, עם נתח שוק של כ- 9% מענף ביטוח החיים וכ- 2% מהיקף נכסי החיסכון. החברה אינה פעילה במישרין בתחום קרנות הפנסיה וקופות הגמל. עם זאת, חברת האם, מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "חברת האם"), מחזיקה במנורה מבטחים פנסיה בע"מ (להלן: "מנורה פנסיה") אשר מנהלת את קרן הפנסיה הגדולה בישראל עם היקף נכסים בסך כ- 67 מיליארד ש"ח² ובחברת מנורה מבטחים פיננסים (להלן: "מנורה פיננסים") אשר מנהלת נכסי קופות גמל וקרנות השתלמות בסך כ- 14 מיליארד ש"ח².

השינוי המבני שבוצע בקבוצה, אשר במהלכו הועברה מנורה פנסיה לבעלותה הישירה של חברת האם, גרר שינוי בתמהיל העסקים של המבטח למוטה ביטוח כללי, המאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון.

¹ Insurance Financial Strength Rating

² נתוני גמל-נט, משרד האוצר (30.09.2014).

נכון ל- 30.09.2014 לחברה יכולת גיוס נוספת בסך כ- 591 מיליון ₪, תחת הגבלת תקרת כתבי ההתחייבות (הון משני ושלישוני) המוכרים לצורך חישוב ההון העצמי (66.7% מסך ההון העצמי). בהיתן גיוס מלא, לחברה עודף הון בשיעור כ- 55%, גבוה ביחס לענף.

התפתחויות עסקיות עיקריות

קיטון ברווח בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2014 על רקע שינויים באומדנים

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2014, החברה רשמה רווח נקי בסך כ- 89 מיליון ₪ וזאת ביחס לכ- 253 מיליון ₪ בתקופה המקבילה בשנת 2013. הקיטון ברווח הנקי לעומת אשתקד מוסבר בעיקרו בשינוי בהערכות בענף ביטוח החיים כתוצאה מירידת שיעור הריבית חסרת הסיכון ובאמדתן ההתחייבויות לקצבה, אשר השפעתם על הרווח לפני מס נאמדה ע"י החברה בכ- 109 מיליון ₪. בנוסף, עדכנה החברה את התחייבויותיה בגין חוזי ביטוח בענפי הביטוח הכללי, שהשלכותי נאמדו ע"י החברה בכ- 54 מיליון ₪ ברווח לפני מס.

החברה: נתונים עיקריים לתוצאות הפעילות, במיליוני ₪

2011	2012	2013	1-9/2013	1-9/2014	
(23)	(58)	155	138	77	רווח לפני מס, מחיסכון לטווח ארוך
53	65	31	20	15	רווח לפני מס, מביטוח בריאות
123	217	166	176	73	רווח לפני מס, עסקי ביטוח כללי, מזה:
126	202	81	68	56	רווח מביטוח רכב חובה
(47)	(10)	53	59	20	רווח מביטוח רכב רכוש
44	25	32	49	(3)	רווח מביטוח כללי אחר
(50)	9	57	51	(24)	רווח לפני מס, שלא בעסקי ביטוח
54	205	269	253	89	רווח (הפסד) נקי לתקופה
(87)	139	(25)	(40)	50	רווח כולל אחר לתקופה, נטו ממס
(33)	345	244	213	139	רווח כולל לתקופה, נטו ממס

עודפי ההון במבטח

ההון העצמי הנדרש מהחברה הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שלוש הרבעונים הראשונים לשנת 2014 גדל ההון המוכר של החברה בכ- 300 מיליון ₪, כתוצאה מרווח כולל של כ- 139 מיליון ₪ ומגידול של כ- 161 מיליון ₪ בהון המשני. הגידול בהון המשני נוצר כתוצאה מגיוס כתבי התחייבות נדחים בסך כ- 203 מיליון ₪, אשר קוזז ע"י קיטון בכתבי התחייבות נדחים מוכרים³ בסך כ- 43 מיליון ₪. בשנת 2013 ירד ההון המוכר מהחברה בכ- 260 מיליון ₪, בין היתר כתוצאה מחלוקת שומרה לחברת האם (במהלך הרבעון הראשון באותה שנה), וחלוקת דיבידנד בסך כ- 50 מיליון ₪. נכון ל- 30.09.2014, לחברה עודף הון בסך כ- 526 מיליון ₪, אשר מהווים שיעור של כ- 26% מסך ההון הנדרש. בהיתן גיוס מלא, שיעור זה יעמוד על כ- 55%. לאחר תאריך המאזן, ביום 3 בנובמבר 2014, חילקה החברה כ- 50 מיליון ₪ דיבידנד.

החברה, נתונים על מבנה ההון של החברה, במיליוני ₪

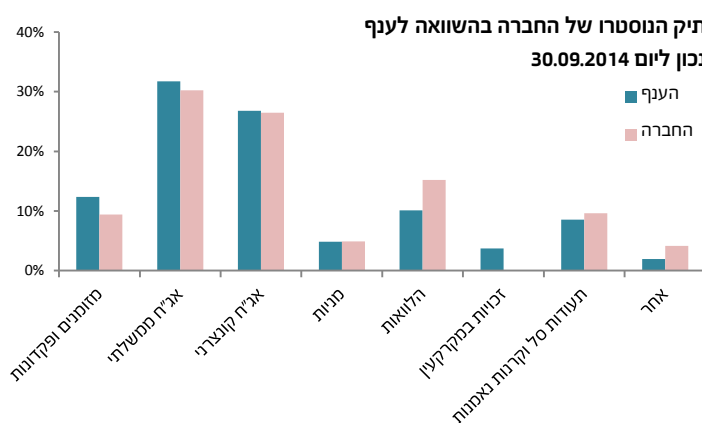
31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	30/09/2014	
2,638	2,107	1,970	2,038	הון נדרש לפי תקנות ליום המאזן
2,180	1,915	1,754	1,893	הון ראשוני קיים
708	609	510	671	הון משני מוכר
2,888	2,525	2,264	2,564	ההון המחושב (הון ראשוני + הון משני)
250	417	294	526	עודף הון ליום הדוח הכספי

³ עפ"י הנחיות הרגולטור, לא יוכרו לצורך חישוב ההון המוכר, כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני נחות שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות.

9%	20%	15%	26%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש הון משני / הון ראשוני שיעור עודף בהינתן גיוס מלא
33%	32%	29%	35%	
38%	51%	48%	55%	

תיק הנוסטרו מוטה הלואות

היקף תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של החברה ליום 30.09.2014 נאמד בכ- 4.2 מיליארד ש"ח, המהווים נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי והתחייבויות ביטוח כללי. בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק החברה



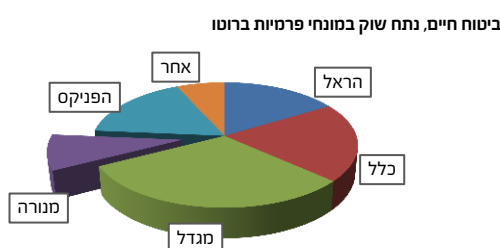
למועד זה מוטה כלפי הלואות (15%) מהנכסים לעומת 10% בענף) ותעודות סל וקרנות נאמנות (10%) מהנכסים לעומת 9% בענף) ובעלת משקל נמוך לנכסי מקרקעין (0%) מהנכסים לעומת 4% בענף), מזומנים ופיקדונות (9% מהנכסים לעומת 12% בענף) ואג"ח ממשלתי (30% מהנכסים לעומת 32% בענף).

שינוי חוק ורגולציה

הערכות ליישום Solvency II

בנובמבר 2014 פרסמה המפקחת מכתב למנהלי חברות הביטוח בדבר "מתווה ליישום משטר כושר פירעון מבוסס Solvency II". במכתב פורט מתווה עדכני להמשך תהליך היישום של Solvency II בישראל, לפיו חברות הביטוח ידרשו לעמוד ביחסי כושר פירעון בהתאם להנחיות החל מדוחותיה הכספיים של שנת 2016. כוונת אגף שוק ההון במשרד האוצר לפרסם לחברות הביטוח הנחיות בעניין ניהול ההון וקביעת יעדי הון פנימיים. כמו כן, חברות הביטוח צפויות לבצע סקרי פערים מול ההנחיות בנושאי ניהול סיכונים, ממשל תאגידי ובקרות.

ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך



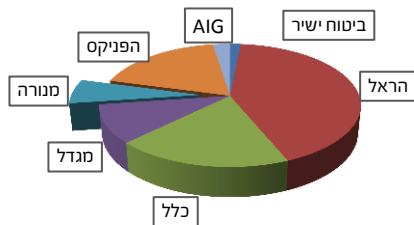
בתחום החיסכון לטווח ארוך, החברה פועלת בביטוחי חיים בלבד, בשונה מארבע חברות הביטוח הגדולות הפועלות בתחומי הפנסיה והגמל, בהיקפים משמעותיים. נתח השוק של החברה בענף ביטוח החיים ל- 30.09.2014, עומד על כ- 9% (במונחי פרמיות). בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2014, לחברה רווח לפני מס בסך כ- 77 מיליון ש"ח מפעילות זו, וזאת ביחס לרווח לפני מס בסך כ- 138 מיליון

ש"ח בתקופה המקבילה בשנת 2013. הקיטון ברווח הנקי לעומת אשתקד מוסבר בעיקרו בשינוי בהערכות בענף ביטוח החיים כתוצאה מירידת שיעור הריבית חסרת הסיכון, אשר השפעתו על הרווח לפני מס נאמדה ע"י החברה בכ- 109 מיליון ש"ח. השפעה זו קוזזה כתוצאה מהגידול בפעילות (צמיחה של כ- 10% בפרמיות לעומת התקופה המקבילה אשתקד), אשר הניבה גידול של כ- 43 מיליון ש"ח בגביית דמי הניהול (צמיחה של כ- 26%).

המשך גידול בפרמיות ביטוח בריאות

תחום ביטוחי הבריאות בחברה הינו מקור צמיחה משמעותי ומהווה כ- 6% מסך הפרמיות בענף (נכון ל- 30.09.2014). נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2014, סך הפרמיות בביטוח הבריאות בחברה מסתכם לכ- 412 מיליון ש"ח וזאת, ביחס ל- 359 מיליון ש"ח, בתקופה המקבילה אשתקד (גידול בשיעור כ- 15%). החברה הציגה רווח לפני מס בסך כ- 15 מיליון ש"ח וזאת,

ביטוח בריאות - נתח שוק במונחי פרמיות ברוטו

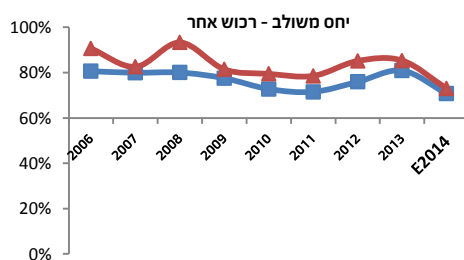
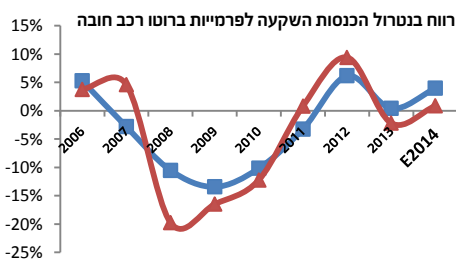
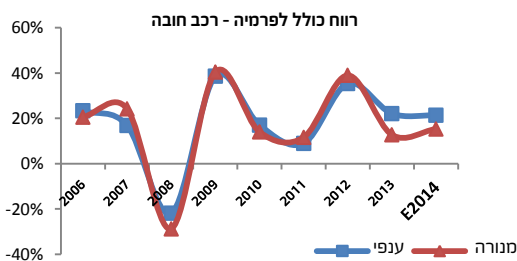


ביחס לרווח לפני מס בסך כ- 20 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה בשנת 2013. הקיטון ברווח לפני מס מוסבר בין היתר בגידול בהוצאות השיווק של החברה.

החברה מתמקדת בעיקר בתחום הפרט - לפי שנת 2013, כ- 86% מהפרמיות בפעילות הבריאות הינם ביטוחי פרט. בנוסף, תחום הביטוח הסיעודי בחברה, המאופיין בזנב פעילות ארוך וחוסר ודאות לגבי השלכותיו על תוצאות החברה, היווה כ- 14% בלבד, מסך הפרמיות. פוליסות ההוצאות הרפואיות הינן עוגן הרווחיות במגזר ביטוח הבריאות, עם שיעור של כ- 49% מסך הרווח הכולל במגזר, בשנת 2013.

נתחי השוק של המבטח בתחומי הביטוח הכללי, במונחי פרמיות ברוטו, הינם כ- 12% ברכב חובה, כ- 14% ברכב רכוש, וכ- 11% ברכוש אחר. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2014 רשמה החברה רווח לפני מס של כ- 73 מיליון ₪ בביטוח הכללי, זאת לעומת כ- 176 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. ענפי הרכב (רכוש וחובה) מאופיינים בתחרות תעריפים חריפה וקיימות בהם השפעות אקסוגניות רבות - המייצרות תגודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. כמו כן, בענף ביטוח רכב חובה קיימת תלות גבוהה בתגודתיות שוק ההון.

רכב חובה - לחברה נתח שוק בענף רכב חובה בשיעור של כ- 12% מכלל הענף, במונחי פרמיות ברוטו. יחס הרווח הכולל לפרמיה של החברה במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2014, נמוך מהענף - כ- 15%, לעומת כ- 21% במהלך



השנים 2011-2013, עומד היחס על כ-21% בחברה לעומת כ- 22% בענף. גם בנטרול רווחי השקעה, הפגינה החברה ביצועים נמוכים יחסית לענף בשלושת הרבעונים הראשונים בשנת 2014, עם יחס רווח בנטרול הכנסות השקעה לפרמיות ברוטו של כ- 1%, לעומת הענף עם שיעור של כ- 4%, בשונה מהשנים 2011-2013, בהם הציגה ביצועים עדיפים על הענף בשיעור של כ- 3% לעומת כ- 1% בענף. נזכיר כי הדיווח החשבונאי בענף רכב חובה הינו בדחייה של שלוש שנים, כלומר, בשנת 2014 מוצגות תוצאות רווח/הפסד המיוחסות לשנת החיתום 2011.

במהלך התקופה חלה ירידה בהיקף הפרמיות ברוטו של החברה מפעילות זו, מכ- 401 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, לכ- 382 מיליון ₪ השנה, וזאת על רקע היפרדותה משומרה. בנטרול פעילותה של שומרה מתוצאות התקופה המקבילה, חל גידול של

כ- 4% בהיקף הפעילות בענף הרכב חובה של החברה. **רכב רכוש** - ביטוח רכב רכוש מאופיין בסיכון עסקי ממוצע, המתבטא בתחרות גבוהה ונאמנות לקוחות נמוכה. לחברה נתח שוק של כ- 13% ברכב רכוש. בשנים 2011-2013 היחס המשולב⁴ של החברה בתחום פעילות זה עמד על כ-101%, עדיף על הענף אשר עמד על כ- 103%. בשלוש הרבעונים הראשונים לשנת 2014 עמד היחס המשולב של החברה על כ- 95%, בדומה לענף. בענף זה, על אף הקיטון בפרמיות כתוצאה מחלקה של שומרה, חל גידול בפרמיות, כ- 669 מיליון ₪ בשלוש הרבעונים הראשונים לשנת 2014, לעומת כ- 638 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בנטרול חלקה של שומרה, חל גידול של כ- 12% בין התקופות.

רכוש אחר - בענף ביטוח רכוש אחר, לחברה נתח שוק בשיעור כ- 11%. לחברה רווחיות חיתומית נמוכה ביחס לענף בשנים

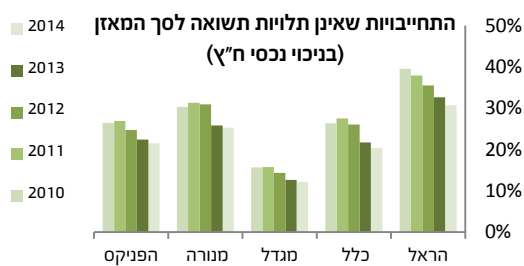
⁴ יחס משולב - יחס נזקים (נזקים לפרמיות בשייר) בתוספת יחס הוצאות (הוצאות לפרמיות ברוטו). ככל שהיחס נמוך, כך הרווחיות החיתומית גבוהה יותר.

2011-2013, עם יחס משולב ממוצע של כ-83%, כאשר הממוצע הענפי באותן שנים הינו 76%. גם בשלוש הרבעונים הראשונים בשנת 2014, לחברה יחס משולב גבוה מהממוצע הענפי, 73% בחברה ביחס ל- 71% בממוצע הענפי.

איתנות פיננסית

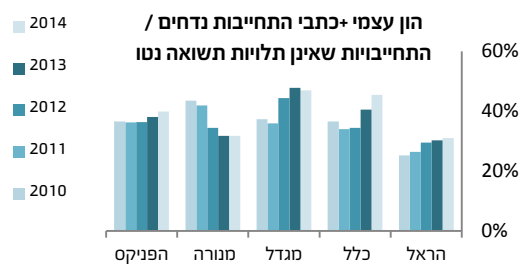
שיפור בהיקף ההתחייבויות שאינן מבטיחות תשואה בשנת 2014

חלקן של ההתחייבויות, שאינן תלויות תשואה (פוליסות המעניקות תשואה מובטחת), לסך הנכסים במאזן המאוחד של החברה (בניכוי אג"ח ח"ץ מיועדות מההתחייבויות ומהנכסים) קטן בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2014 ביחס לסוף



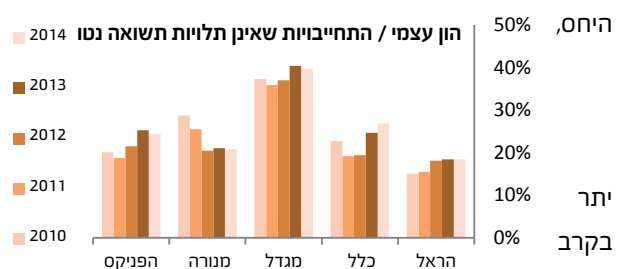
שנת 2013, מ- 26% לכ- 25%. שיעור זה הינו גבוה מהממוצע בקרב חמש חברות הביטוח הגדולות, כ- 22%, זאת בשל שיעור נמוך של אג"ח ח"ץ מיועדות מסך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה - כ- 24%. שיעור גבוה של אג"ח ח"ץ מיועדות יוצר תלות נמוכה ברווחי השקעה לצורך עמידה בהתחייבויות אלו. נכון ל- 30.09.2014, יתרת נכסי הח"ץ בספרי החברה עומדת על סכום של כ- 2.44 מיליארד ₪.

כרית הון לספיגת הפסדים



האיתנות הפיננסית מחושבת על בסיס היחס שבין ההון העצמי (עם וללא כתבי התחייבות נדחים), לבין סך ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה, בניכוי אג"ח ח"ץ ("התחייבויות שאינן תלויות תשואה נטו"). היחס המכליל את ההון העצמי, ללא כתבי התחייבות נדחים, רלוונטי לבעלי כתבי ההתחייבות הנדחים, עבורם מהווה ההון העצמי את כרית הספיגה.

המכליל את כתבי ההתחייבות הנדחים, רלוונטי לבחינת האיתנות הפיננסית לבעלי הפוליסות, עבורם, מהווים כתבי ההתחייבות הנדחים כרית ספיגה נוספת להון העצמי, בשל היותם נדחים בפני ההתחייבויות של חברת הביטוח.



העצמי בתוספת כתבי ההתחייבות הנדחים לסך

היחס, יתר בקרב

ההתחייבויות שאינן תלויות תשואה נטו, ליום 30.09.2014, עמד על כ- 39% ועל כ- 38% ליום 31.12.2013. בחברה, היחס נמוך יותר, כ- 32% ביום 30.09.2014, בדומה לסוף שנת 2013. בהקשר זה חשוב לציין כי, לחברה יכולת גיוס כתבי התחייבות נדחים בסך כ- 591 מיליון ₪.

לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2014 הינה כ- 1,289 מיליון ₪, כ- 844 מיליון ₪ מתוכו הינם כנגד כתבי התחייבות נדחים. כתבי ההתחייבות צפויים להיפרע עד שנת 2030. בשנת 2015 על החברה לפרוע קרן בסך של כ- 137 מיליון ₪, וקרן בסך כ- 44 מיליון ₪ בשנה בשנים 2016-2018.

נכון ליום 30.09.2014, במאזן הסולו של חברת האם חובות פיננסיים בסך של כ- 704 מיליון ₪, מזומנים בסך כ- 20 מיליון ₪ ונכסים פיננסיים בסך כ- 259 מיליון ₪. בשנים 2015-2017, תידרש חברת האם לפרוע כ- 86 מ' ₪ קרן בכל



שנה, ובשנים 2018-2019 צפוי החזר החוב השנתי לעלות לכ- 140 מ' ש' בשנה. חברת האם מדורגת ע"י מידרוג בדירוג Aa3 באופק יציב.

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בפעילות החיסכון ארוך הטווח ו/או הבריאות בתמהיל העסקים של החברה.

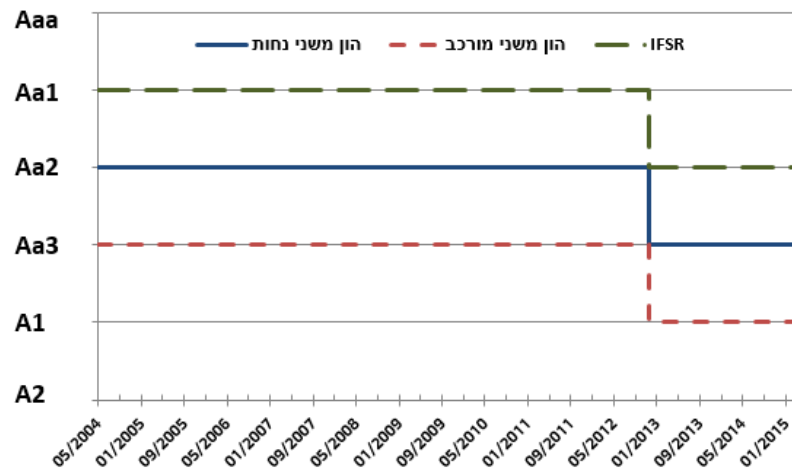
גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה בעודפי ההון ואי שמירה על עודף הון מחושב ביחס לנדרש, של 15% לפחות, לרבות אי שמירה על עודפי הון גבוהים ביחס לענף⁵.
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות בענפי הליבה ו/או שחיקה משמעותית ומתמשכת ברווחיות הכוללת.
- חלוקת דיבידנדים, שיש בהם כדי לפגוע בנזילות או באיתנות הפיננסית של החברה.
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי משנה להם חשופה החברה במידה מהותית.

אודות החברה

מנורה מבטחים ביטוח הינה חברה פרטית, המוחזקת בבעלות מלאה ע"י חברת האם, שהינה חברה ציבורית, אשר מניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א. החברה פועלת בתחומי הביטוח על כל ענפיו. בעלי מניותיה העיקריים של מנורה החזקות הינם נידן אסטבלישמנט ופלמס אסטבלישמנט (תאגידים זרים), המוחזקים בנאמנות עבור משפחת גורביץ. מנכ"ל חברת האם, מר אהרון קלמן, המכהן גם כיו"ר הדירקטוריון של המבטח, מחזיק שיעור קטן ממניות מנורה החזקות ויתרת המניות מוחזקות בידי הציבור. בעבר החזיקה החברה בחברת הניהול של קרן הפנסיה מבטחים החדשה, קרן הפנסיה הגדולה בישראל. בשנת 2012, העבירה החברה את הבעלות על חברת הפנסיה לחברת האם, כדיבידנד בעין. בינואר 2013 חילקה החברה כדיבידנד בעין את מניות שומרה חברה לביטוח בע"מ, העוסקת בעיקר בתחומים של ביטוח רכב וביטוח רכוש.

⁵ לעניין זה - חמש חברות הביטוח הגדולות.



חומר מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון - אפריל 2014

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - נובמבר 2011](#)

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. 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, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.