



איילון חברה לביטוח בע"מ

דוח דירוג ראשוני | פברואר 2012

1

מחברים:

שי מרום - אנליסט
shaym@midroog.co.il

איל גירון-גילאון - ראש צוות
eyalgr@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרוייקטים
meravb@midroog.co.il



איילון חברה לביטוח בע"מ

דירוג	
A2	IFSR
A3	כתבי התחייבות נדחים (הון שלישוני מורכב)
Baa1	כתבי התחייבות נדחים (הון משני מורכב)

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2, לאיתנותה הפיננסית (IFSR) של חברת איילון חברה לביטוח בע"מ (להלן: "החברה" או "המבטח" או "איילון"). דירוג A3 לכתבי התחייבויות¹ נדחים (הון שלישוני מורכב²) בסך של עד 100 מיליון ש"ח. ודירוג Baa1 לכתבי התחייבויות נדחים (הון משני מורכב¹) בסך של עד 350 מיליון ש"ח. שהחברה מתכוונת לגייס³ תמורת גיוס כתבי התחייבויות מיועדת להחלפת חוב ישן וחיצוק מבנה ההון של החברה. כתבי התחייבויות יונפקו על ידי חברה בת בבעלות מלאה של המבטח, ותמורתם תופקד בחברה. החברה תחייב כלפי מחזיקי אגרות החוב במסגרת שטר הנאמנות, להחזיר כל התשלומים בהם תחייב חברה הבת בהתאם לתנאי כתבי התחייבויות.

פרופיל החברה

איילון נמנית על חברות הביטוח הבינוניות בישראל, שישית בענף הביטוח הכללי (התמחות בענף החבויות) ושביעית בענף ביטוח החיים, במונחי פרמיות שהרווחו בשייר. החברה מוחזקת במלואה על ידי איילון אחזקות בע"מ (להלן: "חברת האם" או "איילון אחזקות"). איילון פעילה בתחום הביטוח משנת 1976. חברת האם מוחזקת (כ-83%) על ידי מר לוי יצחק רחמני, מייסד החברה (להלן: "בעל השליטה"), נגה רחמני (כ-2%) והיתרה בידי הציבור.

אחזקה עיקרית נוספת של חברת האם, הינה איילון בית השקעות בע"מ (76%) (להלן: "בית השקעות") אשר פועל בעיקר בתחומי ניהול נכסים (קרנות נאמנות, תיקי השקעות). בית השקעות מנהל עבור המבטח את כספי העמיתים וכספי הנוסטרו ואלמנטר, למעט ניהול ההשקעות הלא סחירות המתבצע בחברה (לדוגמא הלוואות הניתנות על ידי החברה).

אחזקותיה העיקריות של החברה, הינן חברות הפועלות בתחום חסכון ארוך הטווח, שהינה פעילות בתחום הליבה של החברה: חברה לניהול קופות גמל בע"מ (100%), איילון פנסיה בע"מ (100%); ומגן חברה לניהול קרנות פנסיה בע"מ (כ-80%)⁴; ואיילון נאמנים סוכנויות לביטוח בע"מ (להלן: "סוכנויות") (100%), המנהלת הסדרים פנסיוניים; ערוץ ההפצה העיקרי של החברה הינו סוכני הביטוח. הפצה באמצעות סוכנים מאפשרת לבצע גידול מהיר, אך מחייבת בחינה מדוקדקת של יחסי הרווחיות מכל סוכן ואיזון במערך השיקולים, השואף לרווחיות מחד, ושימור הסוכן, מאידך. בבעלות החברה סוכנויות התורמות לחברה כ-13% מהפרמיות בביטוחי החיים וכ-16% מסך עסקי הפנסיה.

במהלך אוגוסט 2011, החברה האם דיווחה כי, גופים שונים פונים מעת לעת לצורך שיתופי פעולה מסוגים שונים, לרבות רכישה אפשרית. בנובמבר 2011 הצהיר בעל השליטה כי, אין בכוונתו למכור את החברה. בדצמבר 2011, הודיעה החברה על מינויו של מר אמיל וינשל למנכ"ל החברה וזאת, החל מתחילת שנת 2012. מינוי זה מצטרף לשורת מינויים שבוצעו בתקופה האחרונה: מר ניצן צעיר-הרים מונה לסמנכ"ל בכיר ולמנהל חטיבת המטה שהוקמה בחברה (החל

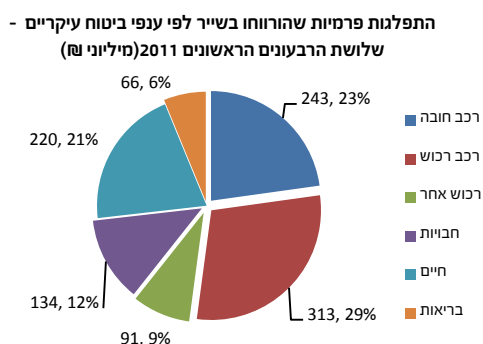
¹ כתבי התחייבויות יונפקו על ידי חברה בת בבעלות מלאה של איילון ביטוח, ותמורתם תופקד באיילון ביטוח. איילון ביטוח תחייב כלפי מחזיקי אגרות החוב במסגרת שטר הנאמנות, להחזיר כל התשלומים בהם תחייב חברה הבת בהתאם לתנאי כתבי התחייבויות.

² בהתאם להגדרה בחוזר הרכב הון עצמי מוכר של המבטח, 14 באוגוסט 2011.

³ בכוונת החברה לגייס אג"ח בהיקף של עד 400 מיליון ש"ח, באמצעות שילוב בין הון משני מורכב והון שלישוני מורכב.

⁴ יתרת האחזקה (כ-20%) במגן חברה לניהול פנסיה בע"מ הינה על ידי פסגות בית השקעות.

מדצמבר 2011), מר יוסי כהן מונה לסמנכ"ל בכיר ומנהל תחום ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך החל (החל מיולי 2011), מר אלי שמש מונה לסמנכ"ל בכיר ומנהל תחום הבריאות (החל מדצמבר 2011). המינויים הנ"ל הינם של בעלי תפקידים מהותיים בחברה שהינם בעלי ניסיון בתחום. כמו כן, מתבצעים שינויים מהותיים במבנה החברה. החברה נמצאת בתהליך ארגון מחדש של ההנהלה הבכירה וההנהלה בדרג הביניים, במטרה להגדיל את היעילות ואת פעילויות הליבה, תוך מתן דגש להרחבת הפעילות בתחום ביטוחי החיים וחיסכון ארוך טווח וביטוחי הבריאות.



עיקר פעילותה של החברה הינו בתחום הביטוח הכללי, המהווה לסוף הרבעון השלישי של השנה כ- 73% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בחברה, ירידה שולית ביחס לממוצע בשנים 2008-2010 (75%). הביטוח הכללי, מאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין היתר, על רקע השפעת שוק ההון. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011 נתח השוק של החברה מסך הענף הינו כ- 8%, במונחי פרמיות בשייר. בתקופה זו,

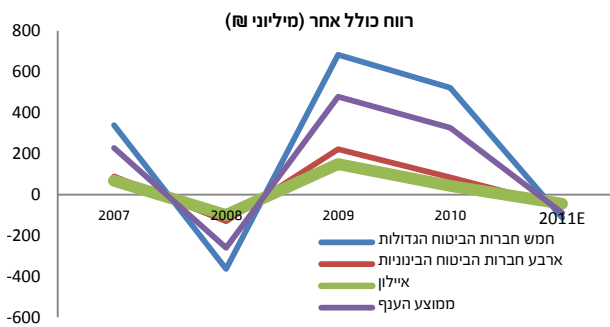
ענפי הרכב (רכוש וחובה) תרמו כ- 71% מסך הפרמיות בביטוח הכללי. בתחום ביטוח הבריאות, לחברה פעילות בהיקפים לא מהותיים. עם זאת, בכונת החברה לצמוח בתחום זה. בענף החיסכון לטווח ארוך, לחברה נתח שוק בשיעור כ- 1.4% מסך נכסי החיסכון לטווח ארוך⁵ (נכון ל- 31.12.2011).

ריכוז תוצאות פעילות החברה, במיליוני ₪ (מעוגלים) (הנתונים הינם לפני מיסים על הכנסה, עד לשורת הרווח הנקי)

2008	2009	2010	1-9/10	1-9/11	
25	22	24	5	3	רווח (הפסד) מחיסכון לטווח ארוך, מזה:
35	26	26	8	4	רווח (הפסד) עסקי ביטוח חיים
(4)	(2)	0	(1)	0	רווח (הפסד) מניהול קרנות פנסיה
(6)	(2)	(2)	(2)	(1)	רווח (הפסד) מניהול קופות גמל ⁶
(46)	104	56	8	*19	רווח (הפסד) עסקי ביטוח כללי, מזה:
(7)	93	28	8	**33	רווח (הפסד) מביטוח רכב חובה
(3)	11	(21)	(10)	***15	רווח (הפסד) מביטוח רכב רכוש
(36)	0	49	10	****1	רווח (הפסד) מביטוח כללי אחר
(45)	(23)	(11)	(14)	(32)	רווח (הפסד) שלא בעסקי ביטוח
(44)	69	48	(1)	(2)	רווח (הפסד) נקי לתקופה (לאחר מס)
(56)	80	(5)	5	(32)	רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה (לאחר מס)
(100)	149	43	4	(34)	רווח (הפסד) כולל לתקופה (לאחר מס)

* כולל רווח חד-פעמי בסך כ- 43 מיליון ₪ הנובע מעסקה עם מבטח משנה ועסקת נדל"ן, כמפורט בהמשך.
 ** כולל רווח חד-פעמי בסך כ- 37 מיליון ₪ הנובע מעסקה עם מבטח משנה ועסקת נדל"ן, כמפורט בהמשך.
 *** כולל רווח חד-פעמי בסך כ- 1 מיליון ₪ הנובע מעסקת נדל"ן, כמפורט בהמשך.
 **** כולל רווח חד-פעמי בסך כ- 5 מיליון ₪ הנובע מעסקת נדל"ן, כמפורט בהמשך.

⁵ נתח השוק של החברה ללא פוליסות ביטוח חיים שהונפקו לפני שנת 1990 (כ- 5.5 מיליארד ₪) ביחס לסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (402 מיליארד ₪) - סך נכסי הפנסיה (מקיפות וכלליות) כ- 102 מיליארד ₪, סך נכסי הגמל (תגמולים ואישית לפיצויים) כ- 159 מיליארד ₪, סך נכסי ביטוח החיים כ- 141 מיליארד ₪. הנתונים נכונים ל- 31.12.2011.
⁶ קופות גמל וקרנות השתלמות.



מהטבלה לעיל ניתן לראות את ההשפעה המהותית של התנודות בשוק ההון על תוצאות החברה, כדוגמת שנת 2008 ושלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, אשר גררו את החברה להפסד כולל. במהלך שנת 2011, שוקי ההון בעולם ספגו ירידות חדות אשר השפיעו על רווחי ההשקעות של חברות הביטוח בכלל והחברה בפרט. עם זאת, תלות החברה בתנודות שוק ההון, נמוכה ביחס לחמש חברות הביטוח הגדולות בענף, בשל פעילותה המוטה כלפי ביטוח כללי.

עסקה עם מבטח משנה

ביולי 2011, החברה חתמה על הסכם עם מבטח משנה⁷, במסגרתו, העבירה החברה למבטח המשנה, פרמיה 374 מיליון ₪ ובכך רכשה ביטוח משנה לסיכון בגין תביעות תלויות בשייר בביטוח רכב חובה, בגין השנים 2007-2008 בסך 520 מיליון ₪. עפ"י מתווה העסקה, פרמיית ביטוח המשנה תיוותר בידי החברה, למעט סך של כ- 32 מיליון ₪, לכל אורך תקופת העסקה ותישא ריבית שנתית בשיעור 4.25%. הסכם זה מול מבטח המשנה יצר רווח ברוטו חד פעמי בסך כ- 30 מיליון ₪ והקטין את דרישות הון מהחברה, בגין תביעות תלויות, בסך של כ- 44 מיליון ₪. נציין כי, בשנת 2009, ביצעה החברה עסקה דומה בגין תביעות תלויות בשייר בביטוח רכב חובה, בגין השנים 2006-1990. בגין שתי עסקאות אלו, מעבר לסך התביעות התלויות שהוערכו בזמן ביצוע העסקאות, מבטחי המשנה התחייבו להגנה נוספת של כ- 320 מיליון ₪.

כתבי התחייבות נדחים

סך כתבי ההתחייבות הנדחים בספרי החברה ליום 30.09.2011 מסתכמים לכ- 358 מיליון ₪, מתוכם כ- 269 מיליון ₪, מוכרים לצורך ההון העצמי המחושב על פי תקנות הפיקוח ומהווים כ- 37% מההון המוכר לחברה.

⁷ Berkshire Hathaway Inc. - מדורג ע"י Moody's בדירוג Aa2 באופק יציב.

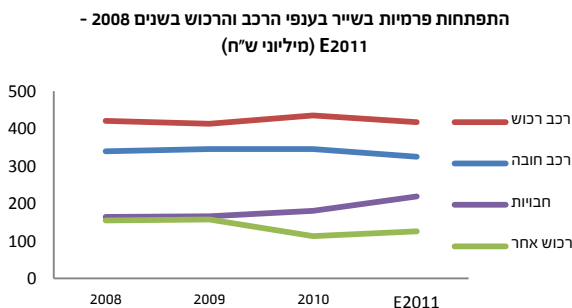
דירוג איתנותה הפיננסית של החברה מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג איתנות פיננסית בחברות בביטוח כללי. כמו כן, במסגרת הדירוג נבחנה פעילות החברה בביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח, ובביטוחי הבריאות. דירוג איילון משקף את תמהיל העסקים בה, המוטה ביטוח כללי בכלל וענפי הרכב בפרט; אסטרטגיית החברה לצמיחה בענפי ביטוח הבריאות וביטוח החיים וחיסכון ארוך הטווח, בין היתר, ע"י שימוש בערוצי הפצה ותשתיות הקיימים בחברה, מדיניות ההשקעות של החברה בתיק הנוסטרו והאלמנטר, לרבות איכות הנכסים; הלימות ההון והרווחיות, לרבות הגמישות והאיתנות הפיננסית. ענפי ביטוח הרכב מאופיינים בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין היתר, על רקע השפעת שוק ההון. רווחיות החברה בביטוח האלמנטארי אינה בולטת לטובה בענף בשנים האחרונות, עם זאת, במהלך שנת 2011 קיימת מגמת שיפור בתוצאות החיתומיות.

להערכת מידרוג, החברה נמנית על חברות ביטוח בהיקף פעילות בינוני המאפשר שינויים חיתומים מחד, אך חיסרון לקוטן מאידך. עם זאת, בענפי החיסכון לטווח ארוך (לרבות בריאות) החברה עשויה לנצל את קוטנה היחסי על מנת להגדיל את נתח השוק על חשבון מתחרותיה. הדירוג משקף, בין היתר, את הפעולות המשמעותיות לשיפור החיתום והיעילות תפעולית, בין היתר, על חשבון נתח שוק; ושינויים פרסונאליים וארגוניים משמעותיים המתבצעים בחברה בימים אלו.

בהתאם למתודולוגיה של Moody's, דירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח מושפע, בין היתר, מרמת המינוף ומיחסי הכיסוי התזרימיים בחברה האם. עיקר הפרמטרים הנמדדים הינם: תלות חברת האם במקור תזרימי אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שווקי ההון, נגישות חברת האם למקורות מימון והסתמכות חברת האם על דיבידנדים מהחברה ומחברות אחיות. נכון לסוף ספטמבר 2011, לאיילון אחזקות חוב בהיקפים שוליים ואינה מסתמכת על דיבידנדים מהמבטח לפרעונו. כמו כן, נלקחת בחשבון מידת התמיכה, במקרה הצורך של בעל השליטה בחברה.

מיצוב עסקי, גיוון ענפי וערוצי הפצה

תמהיל עסקים מוטה רכב תוך מגמה של קיטון בענפי הרכב



תמהיל העסקים של איילון מוטה לענפי הביטוח הכללי, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, פרמיות הביטוח הכללי מהוות כ- 73% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בחברה. להערכת מידרוג, מיצוב תמהיל העסקים של החברה הינו צר ומתמקד בענפי הרכב, שהינם ענפים תחרותיים מאוד, ובשונה מענף ביטוח החיים והחיסכון לטווח ארוך, חסרי מרכיב קבוע של דמי ניהול. עם זאת, המשך גידול בפעילות הבריאות, ביטוח החיים וחיסכון ארוך הטווח, עשוי לתרום לגיוון תמהיל העסקים בחברה.

נתח שוק בביטוח כללי

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, לאיילון נתח שוק של כ- 8% במונחי פרמיות בשייר בענף הביטוח הכללי וכ- 1.7% במונחי פרמיות שהורווחו בשייר, בענף ביטוח חיים. לחברה פעילות משמעותית בתחום החביות (כ- 13% מסך הפרמיות בשייר), ביחס לנתח השוק שלה בענף הביטוח הכללי ומעמדה בענפי הרכב הינו כשל חברה בינונית.

בשנים 2008-2010 לחברה נתח שוק במונחי פרמיות שהורוחו בשייר בשיעור כ- 7.9% וכ- 8.7% ברכב רכוש ורכב חובה, בהתאמה. לשם השוואה, נתח השוק הממוצע של חברות הביטוח הגדולות בענפי הרכב עומד על כ- 12%. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, החברה רשמה קיטון בשיעור כ- 5% בהיקף הפרמיות שהורוחו בשייר בביטוח הכללי, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, כחלק מהליך של טיוב תיק הביטוח לשיפור רמת הרווחיות. בענף זה החברה רשמה בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, רווח לפני מס, בסך של כ- 19 מיליוני ₪ וזאת, ביחס לרווח בסך כ- 8 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול נובע מרווח חד פעמי שנוצר מעסקה עם מבטח משנה (כמפורט לעיל) ועסקת נדל"ן (כמפורט להלן). בנטרול עסקאות אלו, נרשם בתקופה הפסד בסך כ- 24 מיליון ₪ הנובע, בין היתר, מתוצאות חיתומיות פחות טובות ממוצע הענף וירידה בהכנסות מהשקעות.

ענפי הרכב מאופיינים בתחרות מחירים חריפה

ענפי הרכב (רכוש וחובה) מאופיינים בתחרות תעריפים חריפה וקיימות בהן השפעות אקסוגניות רבות - המייצרות תנודתיות גבוהה ברווחיות החיתומית. כמו כן, בענף ביטוח רכב חובה, קיימת תלות גבוהה בתנודתיות שוק ההון. עסקת ביטוח משנה, כמפורט לעיל, מקטינה את חשיפת החברה לתנודות שוק ההון בביטוחי רכב חובה וזאת בשל, הקטנת העתודות בגין תביעות תלויות.

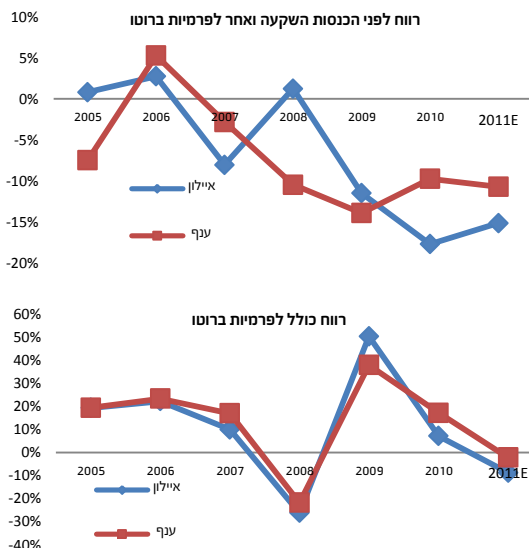
בענף הרכב מבטחת החברה, בעיקר, רכבים פרטיים עד 4 טון (כ- 80% וכ- 89% מהיקף הפרמיות ברכב חובה ורכב רכוש, בהתאמה) והיתרה, מגוון רכבים נוסף כגון: אוטובוסים, אופנועים, מסחריות מעל 4 טון וכו'. בכונת החברה לצמוח בתחום ללא פגיעה באיכות החיתום ותוך בחינת הרווחיות.

בשנים 2008-2010, שיעור החידושים בחברה ברכב חובה ורכב רכוש עמד בממוצע על כ- 79% וכ- 77%, בהתאמה. שיעור העמלות לסוכני הביטוח (מפרמיות ברוטו) ברכב חובה ורכב רכוש הינו כ- 5.8% וכ- 17.8%, בהתאמה, בממוצע לשנים 2008-2010.

רווחיות בביטוח כללי⁸

התוצאות החיתומיות⁹ של החברה בענף רכב חובה, בממוצע, בשנים 2009-2011 נמוכות מממוצע הענף (-11%). בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, החברה הציגה רווחיות חיתומית (-15%) נמוכה ביחס לממוצע בענף (-11%). יש לציין כי, הדיווח החשבונאי בענף רכב חובה הינו בדחייה של שלוש שנים, כלומר, בשנת 2011 מוצגות תוצאות רווח/הפסד המיוחסות לשנת החיתום 2008.

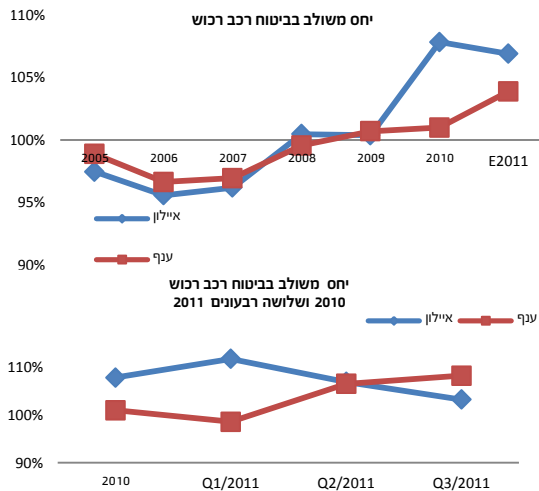
יחס הרווח הכולל¹⁰ (להלן: "רווח כולל"), לפרמיות ברוטו בענף רכב חובה לשנים 2009-2011, נמוך בחברה (16%) ביחס לממוצע הענף (18%). בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, הרווח הכולל (-9%) נמוך ביחס לממוצע בענף (-2%).



⁸ התוצאות בביטוח רכב חובה הינן בניכוי רווח חד-פעמי, מעסקת ביטוח משנה בשנים 2009 ו-2011, ראה לעיל.

⁹ יחס הרווח, בנטרול הכנסות מהשקעות ורווח כולל אחר, לפרמיות ברוטו.

¹⁰ כולל הכנסות השקעה ורווח כולל אחר, ככל שהיחס גבוה יותר כך הרווחיות גבוהה יותר.

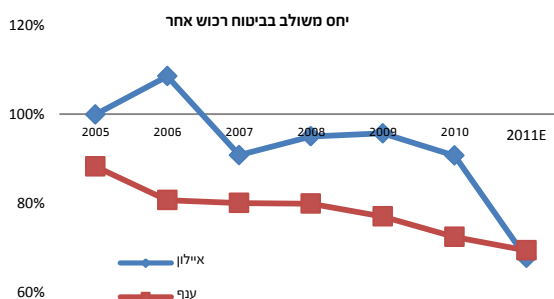


בשנת 2011 היחס המשולב¹¹ השנתי הממוצע בענף רכב רכוש בחברה (105%), גבוה ביחס לממוצע בענף (102%). יחס זה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, הינו 107%, גבוה ביחס לממוצע בענף (104%). יחס משולב גבוה מ-100% מצביע על הפסד חיתומי.

ענף ביטוח רכב מאופיין בסיכון עסקי ממוצע, המתבטא בתחרות גבוהה ונאמנות לקוחות נמוכה. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, לחברה נתח שוק (במונחי פרמיות שהרווחו בשייר) בענף רכב רכוש, בשיעור של כ-8% מכלל הענף. בשנים 2009-2011 היחס המשולב¹¹ השנתי הממוצע בענף רכב רכוש בחברה (105%), גבוה ביחס לממוצע בענף (102%). יחס זה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, הינו 107%, גבוה ביחס לממוצע בענף (104%). יחס משולב גבוה מ-100% מצביע על הפסד חיתומי.

להערכת מידרוג צפויה עליית מחירים בענף רכב רכוש בתקופה הקרובה, שמגמתה כבר החלה בחלק מחברות הביטוח, בשל הפסדים חיתומים בממוצע הענפי בשנתיים, שלוש האחרונות.

אילון החלה לבצע מספר שינויים על מנת לשפר את רמת הרווחיות מענף זה, בין היתר, על ידי שינוי התמחור (העלאת מחירים), בחינה מדוקדקת של תיקי הסוכנים, והקמת מנהלת פרט לטיפול בלקוחות הפרט (הן חיתום והן תביעות). להערכת אילון מגמת השיפור, שתוצאותיה באו לידי ביטוי החל מהרבעון השני של שנת 2011 (ראה גרף) צפויה להמשך עד להשגת רווחיות חיתומית פרמנטית. בהקשר זה יש להזכיר כי, החברה נמצאת ערב שינוי ארגוני ועיבוי ההנהלה הבכירה, גם בענף זה.



הפעילות בענפי רכוש אחר כוללת בעיקר ביטוחי דירות ובתי עסק (89%). בענף הדירות פועלת החברה הן בביטוח מבנה והן בביטוח תכולת דירות. בתחום בתי העסק פועלת החברה בביטוח רכוש, מבנה ותכולה, ומתמקדת במגזר עסקים קטנים עד גדולים. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, בענף ביטוח רכוש אחר, לחברה נתח שוק בשיעור של כ-7% (במונחי פרמיות שהרווחו בשייר).

בשנים 2009-2011, בממוצע, לחברה רווחיות חיתומית (יחס משולב של כ-85%) נמוכה משמעותית ביחס לענף (יחס משולב של כ-73%). הרווחיות החיתומית בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011 בחברה (68%) דומה לענף (68%).

לחברה התמחות מיוחדת בביטוחי חביות, בעיקר בתחום האחריות המקצועית למקצועות חופשיים: עו"ד, רואי חשבון, מהנדסים, אדריכלים וסוכני ביטוח. ביטוחים נוספים בענף חביות הינם: חבות מעבידים, צד ג' ואחריות מוצר. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, לחברה הפסד לפני מס בענף החביות, בסך של כ-5 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח בסך של כמיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הקיטון נובע מהפסדי השקעות והפרשות לתביעות תלויות בגין שנים ותיקות. בכונת החברה, להמשיך לצמוח בתחום החביות ולפתח מוצרים נוספים בתחום ולהשתמש בערוץ השיווק הקיים לה על מנת לצמוח בענפים אחרים.

¹¹ היחס המשולב מורכב מיחס הנזקים ויחס ההוצאות. **יחס הנזקים** הינו סך התביעות בשייר כשיעור של סך הפרמיות בשייר. יחס ההוצאות הינו סך הוצאות מכירה והנה"כ, כשיעור מסך הפרמיות ברוטו. ככל שהאחוז קטן מ-100%, כך הרווח גדל. יחס של מעל 100% מצביע על הפסד חיתומי.



להערכת מידרוג, הניסיון והידע המצטבר של החברה בענף החבויות מקנה לה יתרון בתמחור הפוליסה ובחלוקת הסיכון והרווחים עם מבטחי המשנה. עם זאת, גידול לא מבוקר בענף החבויות עלול להוביל לפגיעה ברווחיות החברה.

צמיחה בפעילות ביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח

במהלך השנים 2007-2011 חל גידול מהותי ועקבי בפרמיות ביטוח חיים בחברה, בשיעור שנתי ממוצע של כ-7%. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, החברה רשמה רווח בסך כ-4 מיליון ₪ וזאת, ביחס לרווח של 8 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד הירידה ברווחיות נובעת בין היתר, בשל אי גביית דמי ניהול משתנים וגידול בהוצאות הנהלה וכלליות. החברה מנהלת נכסים בקרנות פנסיה¹², בהיקף כ-2 מיליארד ₪, המהווים, נכון ליום 31.12.2011, כ-1.9% מסך הנכסים המנוהלים בכלל קרנות הפנסיה¹³. היקף נכסי קרנות הפנסיה של החברה גדל בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011, בכ-14%, ביחס לענף שצמח בכ-11%. נכון ליום 31.12.2011, איילון מנהלת כ-1% מסך נכסי קופות הגמל בענף (תגמולים ואישית לפיצויים) וכ-1% מסך נכסי קרנות ההשתלמות בענף. פעילויות הגמל והפנסיה הניבו לחברה, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, הפסד לפני מס בסך כ-1 מיליון ₪ וזאת, בהמשך להפסד לפני מס בסך כ-3 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד.

ענף ביטוח החיים וחיסכון ארוך הטווח מהווה מקור הכנסה יציב יחסית לאורך זמן, בין היתר, בשל דמי ניהול קבועים הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהלים. בענף זה יתרון משמעותי לגודל וזאת, בשל תשתית תפעולית יקרה ועלות שולית פוחתת. שיעור נתח השוק של החברה בענף ביטוח החיים וחיסכון ארוך הטווח הינו כ-1.4% (בהיקף נכסים מנוהלים). עם זאת, לחברה תשתית תפעולית וביכולתה לצמוח בתחום זה בעלות שולית נמוכה יחסית לחברות הבינוניות בענף. בכוננת איילון, להגדיל את היקף הנכסים המנוהלים וכפועל יוצא את הרווחיות וזאת, על ידי שיווק מוצרי ביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך דרך סוכנים המשווקים את פוליסות הביטוח הכללי של החברה, העמקת הפעילות מול סוכנויות ומאמצי שיווק נוספים. בנוסף, ביצעה החברה, בין היתר, מספר שינויים ארגוניים ועיבתה את ההנהלה הבכירה בענף זה, שלהערכתה יתרמו לגידול בהיקף הנכסים.

להערכת מידרוג, השינויים הרגולטוריים בשנים האחרונות בענף ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח והשינויים הצפויים בענף תורמים להגברת התחרותיות ויוצרים הזדמנות להגדלת היקף הפעילות לחברות בינוניות וביניהן איילון העשויות לנצל את קוטנן היחסי להגדלת נתח השוק על חשבון המתחרות הגדולות. עם זאת, בשל הסתמכות על רווחים עתידיים, צמיחה שאינה פרמננטית עלולה לפגוע בתוצאות החברה. כמו כן, יכולתה של החברה להוסיף ולגדול בענפים הצומחים, חשופה לתחרות חריפה, תוך דומיננטיות של חמש קבוצות הביטוח הגדולות, שהינן בעלות משאבי הון ניכרים בהשוואה לאלו של החברה.

צמיחה בתחום ביטוח הבריאות

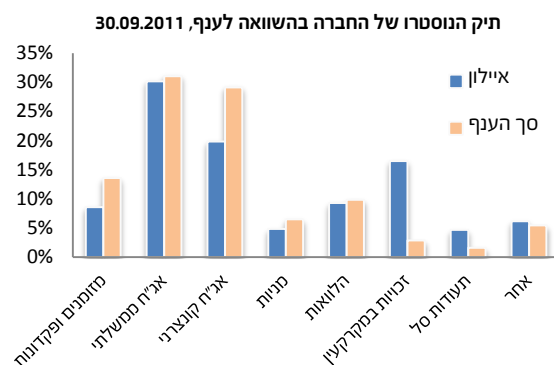
ענף ביטוח הבריאות בחברה מהווה כ-3% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בביטוח הבריאות בענף וכ-5% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בחברה (נכון ל-30.09.2011). בכוננת החברה לנצל את התשתית הקיימת ולצמוח במוצרי ענף ביטוח הבריאות הקיימים ופיתוח מוצרים נוספים בתחום. כחלק מאסטרטגיית זאת, ביצעה החברה שינוי ארגוני וגייסה מנהל בכיר בעל ניסיון רב לתחום זה. נכון ל-30.09.2011, תחום הביטוח הסייעודי בחברה מהווה כ-4% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בביטוח בריאות ושיעור הפרמיות מביטוח קולקטיבי מהווה כ-26% מסך הפרמיות שהורווחו בשייר בביטוח בריאות.

¹² ענף קרנות הפנסיה החדשות - כלליות ומקיפות.
¹³ נתוני פנסיה נט.

בכוננת החברה לצמוח בתחום ביטוחי הנסיעות לחו"ל וזאת, בין היתר, על רקע שינויים רגולטריים התומכים בהגברת התחרות.

להערכת מידרוג, תחום ביטוח הבריאות הינו אחד ממנועי הצמיחה בענף ובעל רווחיות גבוהה. צמיחה בענף זה, צפויה לתרום לרווחיות החברה ולגוון תמהיל העסקים בה.

תיק הנוסטרו



היקף תיק הנוסטרו (אלמנטארי והון)¹⁴ של החברה ליום 30.09.2011 נאמד בכ- 3.1 מיליארד ₪, המהווים נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי וההתחייבויות בביטוח הכללי.

בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של החברה ליום 30.09.2011 מוטה תעודות סל (5% מהנכסים, לעומת 2% בענף) ונכסי מקרקעין (16% מהנכסים, לעומת 3% בענף) ובעלת משקל נמוך לאג"ח קונצרני (20% מהנכסים, לעומת 29%

בענף) ולמזומנים ופקדונות (9% מהנכסים, לעומת 14% בענף). לחברה השקעה במשקל דומה לענף באג"ח ממשלתי (30% מהנכסים, לעומת 31% בענף) ומניות (5% מהנכסים, לעומת 6% בענף).

עיקר נכסי המקרקעין בנוסטרו הינו בגין מקבצי דיור המושכרים לעמידר החברה הלאומית לשיכון בישראל בע"מ, המאכלסת דיירים זכאים כשלוחה של מדינת ישראל.

מדיניות ההשקעה של החברה בתיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) מגבילה את שיעור ההשקעות במניות ל- 10%, שיעור ההשקעה בנכסים לא צמודים מוגבל ל- 50% ושיעור ההשקעות במט"ח ל- 10%.

עודפי ההון בחברה

ההון העצמי הנדרש מהחברה הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2010 חל גידול בהון המוכר של המבטח, בסך כ- 45 מיליון ₪, כתוצאה מרווח כולל שנרשם בתקופה, גיוס כתבי התחייבויות נדחים (הון משני נחות), אשר קוזזו בחלקן ע"י חלוקת דיבידנד וכתבי התחייבויות נדחים (הון משני נחות) שאינם מוכרים¹⁵. כמו כן, בדומה לכלל חברות הביטוח, גדל ההון הנדרש כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר צפוי להיות מושלם עד סוף 2011. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2011, חל גידול בהון המוכר בסך 45 מיליון ₪, כתוצאה מגיוס כתבי התחייבויות נדחים (הון שלישוני), שקוזזו בשל הפסד כולל בתקופה ואי הכרה בכתבי התחייבויות נדחים (הון משני נחות). במקביל, קטן ההון הנדרש מהמבטח, בין היתר, בשל עסקה עם מבטח משנה. מנתוני הפרופורמה¹⁶, לחברה קיים עודף הון לפי תקנות הון מתוקנות המאמצות באופן מלא (כפי שתהיינה בסוף דצמבר 2011), העומד על כ- 62 מיליון ₪.

¹⁴ נוסטרו הון מתייחס להשקעות העצמיות של החברה. נוסטרו אלמנטארי מתייחס להשקעת עתודות הביטוח הכללי.

¹⁵ עפ"י הוראות הרגולטור, יש להפחית את מכשיר ההון בשנים האחרונות לפני מועד פרעונו.

¹⁶ לתאריך 30.09.2011, תחשיב מידרוג - גיוס הון משני מורכב בסך 300 מיליון ₪ וגיוס הון שלישוני בסך כולל של 100 מיליון ₪ בנוסף הועבר (בחודש נובמבר 2011) חלק מבניין משרדים מהחברה האם כנגד הנפקת מניות בהיקף של כ- 13 מיליון ₪.

החברה, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

31/12/2009	31/12/2010	30/09/2011	פרפורמה
465	495	403	403
538	671	643	643
484	491	458	471
153	191	169	214
-	-	100	100
637	682	727	785
99	11	84	142
18%	1.6%	13%	22%
24%	28%	37%	40%
709	788	723	723
(71)	(106)	5	62
(10%)	(13%)	1%	8.6%

הון נדרש לפי תקנות קודמות
הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
הון ראשוני קיים
הון משני מוכר
הון שלישוני מוכר
ההון המוכר¹⁷
עודף הון ליום הדוח הכספי
שיעור עודף הון ביחס לנדרש
הון משני ושלישוני / הון המוכר
הון נדרש לפי תקנות הון מלאות*
עודף (חוסר) הון ביחס לנדרש לפי תקנות הון מלאות*
שיעור עודף (חוסר) הון ביחס לדרישות מלאות
*תקנות הון מתוקנות המאומצות באופן מלא

אימוץ תקנות הון מתוקנות

כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, נוספו לדרישות ההון הקיימות בחברות ביטוח, דרישות הון בגין הקטגוריות הבאות: תוכניות מבטיחות תשואה, שאין כנגדן אגרות חוב מיועדות; סיכונים תפעוליים; סיכוני אשראי כשיעור מהנכסים, בהתאם למידת הסיכון שנקבעה לנכסים השונים; סיכוני קטסטרופה בעסקי ביטוח כללי; סיכונים בגין ערבויות; החזקות המבטח בפעילות קופות גמל ובחברות מנהלות של קופות גמל וקרנות פנסיה. במסגרת התיקון, נמחקה ההגדרה "הון בסיסי" ושונו הגדרות הון ראשוני ומשני. כן התווסף הון שלישוני, המהווה רובד נוסף להון העצמי. הגדרות הון משני ושלישוני התפרסמו בחוזר של המפקח על הביטוח.

מדיניות חלוקת דיבידנדים

מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה הינה תשלום דיבידנד באופן שוטף, בכפוף לסכום המותר על פי הדין, תוך שמירה על עודפי הון סבירים, מעבר להון הנדרש על פי התקנות. במהלך שנת 2010, חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של כ- 36 מיליון ₪. במהלך שנת 2011 לא בוצעה חלוקת דיבידנד.

איתנות פיננסית

לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2011 הינו כ- 404 מיליון ₪, מתוכם: 358 מיליון ₪ כתבי התחייבויות נדחים, 40 מיליון ₪ הלוואות מבנקים, והיתרה חלויות שוטפות בסך כ- 6 מיליון ₪. גיוס של 400 מיליון ₪, ישמש להחלפת חובות אלו, כך שיתרת החוב הפיננסי של החברה לא תגדל. נכון ליום 30.09.2011, במאזן סולו של חברת האם, חובות פיננסיים בסך כ- 431 אלפי ₪ ומזומנים ונכסים פיננסיים בסך של כמיליון ₪.

¹⁷ סך ההון המשני והשלישוני המוכר ע"י החברה מוגבל לכ- 40% מסך ההון המוכר. ההון המשני והשלישוני, בסך עד 400 מיליון ₪ שבכוונת החברה לגייס, לא יוכר מיידית במלואו, אלא בהדרגה.

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- הצגת שיפור מתמשך ברווחיות החיתומית תוך הקטנת התלות ברווחים מהשקעות.
- התמקדות בתחום עסקי הליבה בהם לחברה יתרון יחסי, תוך שמירה על רווחיות.
- העמקת הפעילות בתחומי חיסכון לטווח ארוך וביטוחי הבריאות, תוך שמירה על רווחיות.
- נגישות למקורות מימון מסוגים שונים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על עודפי הון ויכולת גיוס הון מוכר, המתאים לרמת הדירוג.
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תשחק את עודפי ההון.
- צמיחה על חשבון רווחיות ו/או שחיקה מתמשכת ומשמעותית בנתח השוק.
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי משנה.

חומר מקצועי רלוונטי

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

סולם דירוג IFSR

דרגת השקעה	Aaa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aaa מעניקות ביטחון פיננסי יוצא דופן. למרות שהפרופיל של חברות אלו יכול להשתנות בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק.
	Aa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aa הן אלה המעניקות על פי שיפוט של מידרוג ביטחון פיננסי גבוהה על פי כל אמת מידה. חברות ביטוח המדורגות בדירוג זה, יחד עם החברות המדורגות בדירוג Aaa ידועות בדרך כלל כמעניקות ביטחון פיננסי מצוין (high investment grade). דירוגן של חברות אלו נמוך מ- Aaa מכיוון שסיכוני הטווח הארוך שלהן נראים במידה מסוימת גדולים יותר.
	A	חברות ביטוח המדורגות בדירוג A מעניקות ביטחון פיננסי טוב, ויש לראותן בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לחברות ביטוח אלו כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Baa מעניקות בטחון פיננסי מספק. הביטחון הפיננסי אותו מעניקות חברות הביטוח אלו נראה מוגן לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים לפרק זמן ארוך.
	Ba	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Ba הן כאלה שעל פי שיפוט של מידרוג אי אפשר לומר שהן מעניקות ביטחון פיננסי מלא. לעיתים יכולתן של חברות אלו לעמוד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות מוגבלת למדי ואינה מובטחת לחלוטין בעתיד.
	B	חברות ביטוח המדורגות בדירוג B מעניקות ביטחון פיננסי חלש. יכולתן להבטיח לאורך זמן ממושך כי יעמדו במועד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות נמוכה.
	Caa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Caa מעניקות ביטחון פיננסי חלש ביותר. יתכן כי הן נמצאות בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שיש יסוד לחשש באשר לתשלום במועד בגין פוליסות ותביעות קיימות.
	Ca	חברות ביטוח במדורגות בדירוג Ca מעניקות ביטחון פיננסי חלש באופן קיצוני. חברות אלו הן לרוב בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שהן בעלות חסרונות בולטים אחרים.
	C	חברות ביטוח המדורגות בדירוג C הן חברות ביטוח בעלות הדירוג הנמוך ביותר ויש להן סיכוי נמוך כי אי פעם יוכלו להציע בטחון פיננסי.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa על מנת לדרג את החברות בכל אחת מקטגוריות. המשתנה '1' מציין שהחברות מצויות בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה הן משתייכות, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהן מצויות באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שהחברות מצויות בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג, המצוינת באותיות. נציין כי האיתנות הפיננסית של הקבוצות בכל קטגוריה דומה באופן כללי.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מצוין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מצוין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מצוין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכושה 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 צריכים 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 מניפק, 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 מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, 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.