

# איילון חברה לביטוח בע"מ

מעקב | ספטמבר 2023

## אנשי קשר:

מיכל בדינר,  
אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית  
[michal.b@midroog.co.il](mailto:michal.b@midroog.co.il)

צביקה ארליכמן  
אנליסט, מעריך דירוג משני  
[tzvika.e@midroog.co.il](mailto:tzvika.e@midroog.co.il)

מוטי ציטרין, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים  
[moty.c@midroog.co.il](mailto:moty.c@midroog.co.il)

## איילון חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	Baa1.il(hyb)	מכשיר הון רובד 2

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של איילון חברה לביטוח בע"מ (להלן: "החברה"), וכן מותירה על כנו דירוג Baa1.il(hyb) באופק יציב לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון רובד 2) שהנפיקה החברה. 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 משהות" נמוכה, ולפיכך לא גולמה בהורדת נוסף 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
*א	1195551	Baa1.il(hyb)	יציב	רובד 2	30.01.2028
*ב	1195569	Baa1.il(hyb)	יציב	רובד 2	31.07.2029
*ג	1195577	Baa1.il(hyb)	יציב	רובד 2	31.12.2030

\*אגרות החוב (סדרות א', ב' ו-ג') גייסו על ידי איילון ביטוח הנפקות וגיוסי הון בע"מ (להלן: "איילון הנפקות"). עם השלמת מיזוגה של איילון הנפקות ביום 22 במאי 2023 עם ולתוך החברה הועברו ההתחייבויות בגין סדרות אגרות החוב האמורות במלואן לחברה. אגרות החוב (סדרה א') נקראות לאחר המיזוג אגרות חוב (סדרה ד'). שינוי השם הינו טכני בלבד ולא חל כל שינוי בתנאיהן. אגרות החוב (סדרה ב') נקראות לאחר המיזוג אגרות חוב (סדרה ה'). שינוי השם הינו טכני בלבד ולא חל כל שינוי בתנאיהן. השם של אגרות החוב (סדרה ג') לא השתנה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי הולם והיקף פעילות בסדר גודל בינוני (המבטח השישי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיית ברוטו), הנתמך בפזיז קווי עסקים בולט לטובה, אשר תומך ביכולת ייצור ההכנסות, אולם מוגבל בגודלה של החברה. פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית, אולם מושפע לשלילה מחשיפה גבוהה ללקוחות גדולים. הפרופיל הפיננסי של החברה מושפע לשלילה מרווחיות נמוכה ביחס לדירוג, אשר צפויה להשתפר בשנות התחזית לאור שינוי אסטרטגי ומהלכים של טיוב התיק אותם מבצעת החברה, כמפורט בהמשך הדוח, לצד שחיקה מתמשכת באיכות הנכסים. פרופיל הנזילות של החברה נמוך ביחס לדירוג בשל תמהיל הפעילות. הגמישות הפיננסית הולמת ביחס לדירוג ומושפעת לחיוב מהיעדר לחץ משמעותי לחלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר מהחברה האם - ויישור גלובלטיק בע"מ, נוכח צרכי שירות חוב נמוכים יחסית להערכתנו בטווח התחזית. הלימות ההון של החברה נמוכה ביחס לדירוג, כפי שבא לידי ביטוי ביחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 31.12.2022, אשר עמדו על כ-91% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וללא השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח), וכ-102% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וללא השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח), כאשר יחסים אלו נמוכים ביחס לדירוג החברה וביחס לענף כאחד. להערכתנו, לאור צעדים אופרטיביים שנוקטת החברה, צפוי שיפור בפוטנציאל הרווחיות בשנות התחזית בהשוואה לשנים קודמות, לצד צפי לשיפור בקצב גידול הכרית ההונית וכפועל יוצא, שיפור ביחסי הלימות ההון.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, סביבה מוניטרית מקשה המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות יחסית לשנים האחרונות, פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, משפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. מנגד, העלייה בסביבת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי זנב ארוך. בתרחיש זה, אנו סבורים כי

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

החברה תשמור על מיצובה העסקי, תוך צמיחה בהיקפי הפרמיות המורווחות ברטו. בד בבד, אנו צופים שיפור ברווחיות החברה. אנו צופים כי הסביבה העסקית וכן הסביבה המאקרו-כלכלית תמשכנה להעיב על ענף הביטוח, ובפרט על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. אנו מעריכים כי הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון, לצד חשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות. בנוסף, אנו צופים כי העלאת תעריפים בענפי הרכב שהתרחשה בעיקרה במהלך שנת 2023, תתמוך בגידול בפרמיות בענפים אלו, אשר צפויים להשפיע לחיוב על הרווחיות. כפועל יוצא, יחס ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברטו, צפויים לנוע בטווח שבין כ-0.8%-(6.0% ובטווח שבין כ-0.3%-(2.0% בהתאמה, בטווח התחזית.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי לאורך זמן, ובפרט בנתחי השוק של החברה
- המשך שיפור בכרית הרווחיות ויציבותה לאורך זמן
- בניית כרית ההון ושיפור משמעותי ביחסי הלימות ההון, ובפרט ביחס כושר הפירעון הכלכלי (סולבנסי 2)

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בפרופיל הסיכון של החברה
- הרעה מתמשכת בתוצאות החיתומיות שתוביל לשחיקה משמעותית ברווחיות הכוללת
- פער שאינו מספק ביחס לדרישות ההון הרגולטוריות לאורך זמן

### איילון חברה לביטוח בע"מ<sup>2</sup> - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023	מיליוני ₪
13,439	14,318	16,019	15,578	15,559	15,869	סה"כ נכסים
683	646	679	638	620	671	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
85	(39)	(19)	(41)	(59)	33	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
3,243	3,219	3,214	3,412	1,660	1,831	סה"כ פרמיות שהורווחו ברטו
721	687	665	649	330	319	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
506	546	583	648	310	369	מתוכם בביטוח בריאות
2,016	1,986	1,966	2,115	1,021	1,143	מתוכם בביטוח כללי
2,069	1,949	1,981	2,189	1,068	1,198	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
694	342	1,060	(478)	(426)	370	סה"כ רווחי (הפסדי) השקעה (כולל רווח כולל אחר)

107%	89%	82%	91%	92%	NR	יחס כושר פירעון ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה
144%	113%	101%	102%	109%	NR	יחס כושר פירעון [1]

### יחסים מוטאמים של מידרוג

47%	55%	57%	67%	65%	65%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
7.3%	(3.1%)	(1.4%)	(2.9%)	(8.2%)	4.8%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]
2.6%	(1.2%)	(0.6%)	(1.2%)	2.0%	2.7%	רווח כולל לפרמיה ברטו

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

[2] רווח כולל מגולם שנתי לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא נגזרים) והון עצמי מיוחס לבעלי המניות בתקופה

<sup>2</sup> החל מיום 30.06.2021, כולל השפעת השלמת מיזוג החברה ואיילון ביטוח ("החברה הבת" לשעבר) והכללת מלוא נכסים והתחייבויות איילון ביטוח כחלק ממאזן החברה (סולו), בשונה ממצב הדברים קודם להשלמת המיזוג. בשנים 2019-2020, מוצגים הנתונים הכספיים של איילון ביטוח (לשעבר) בלבד ללא השפעת המיזוג.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## פרופיל עסקי הולם הנתמך בפיזור קווי עסקים הבולט לטובה, אולם מוגבל בגודלה של החברה

החברה הינה חברת ביטוח בסדר גודל בינוני (המבטח השישי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו) ובעלת פרופיל עסקי הולם, הנתמך בפיזור בולט לטובה של קווי עסקים, עם הטיה לביטוח כללי. הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל גודלה, כפי שמשקף בנתח שוק כולל במונחי פרמיות ברוטו נמוך יחסית, של כ-5.0% נכון ליום 30 ביוני 2023 (כ-4.8% נכון ליום 30 ביוני 2022). עם זאת, החברה מאופיינת בנתחי שוק עודפים ביחס לגודלה לביטוח הכללי (נתח שוק של כ-8.9% נכון לחציון הראשון של שנת 2023), ובפרט בענף החבויות, שעמד על כ-22.4% נכון ליום 30 ביוני 2023, ועל כ-19.7% נכון לרבעון המקביל אשתקד.

פיזור קווי העסקים בחברה בולט לטובה ביחס לדירוג, ומשתקף בשלוש רגליים משמעותיות, כאשר המהותית שבהן היא תחום הביטוח הכללי (כ-65% מסך תמהיל הפרמיות ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2023), ביטוח בריאות (כ-18%) וביטוח חיים וחיסכון א"ט (כ-17%). בד בבד, אנו בוחנים את פיזור ההכנסות לפי קו<sup>3</sup> הפעילות הגדול ביותר (במונחי פרמיות ודמי ניהול) ביחס לסך קווי הפעילות, כאשר קו פעילות זה היווה כ-40% ומקורו במגזר ביטוח כללי - רכוש ואחר (מגזרי חבויות ורכוש אחר היוו כ-24.2% וכ-16.0% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ביום 30 ביוני 2023, בהתאמה), לעומת כ-35% בממוצע בין השנים 2020-2022, כאשר הצמיחה במגזר החבויות והרכוש אחר, נובעת מגידול בפרמיות. יתר קווי הפעילות מפוזרים יחסית, ומתאפיינים בחלוקה מאוזנת בין כלל מגזרי הפעילות, כאשר מגזר הבריאות היווה כ-25%, ענפי הרכב כ-25% ומגזר ביטוח חיים וחיסכון א"ט כ-17%. לחברה שליטה טובה במערך ההפצה, כפי שמשקף ביחס הוצאות שיווק לפרמיות ברוטו שעמד על כ-16.8% נכון ליום 30 ביוני 2023. ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה הינם סוכני וסוכנויות ביטוח, כאשר לחברה מערך שיווק ישיר מצומצם יחסית למתחרים. יחד עם זאת, אנו סבורים כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תמשיך לפעול לגיוון מודל ההפצה שלה תוך העמקת הקשר מול הלקוחות בערוצי ההפצה הדיגיטליים, אולם להערכתנו, ערוץ השיווק העיקרי ייוותר סוכני הביטוח בטווח התחזית.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, סביבה מוניטרית מקשה המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות יחסית לשנים האחרונות, פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, משפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. מנגד, העלייה בסביבת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי זנב ארוך. בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו סבורים כי החברה תשמור על מיצובה העסקי, תוך צמיחה בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו. מחד, מגזר ביטוח החיים וחיסכון ארוך טווח צפוי להיות מושפע משוק עבודה הדוק, אשר יתרום להמשך צמיחה בהיקפי הפעילות במשק, וישפיע לחיוב על קצב ההפקדות השוטפות במגזר זה. מאידך, השפעות אלו תתמתנה מהמשך התעצמות התחרות במסגרת מוצרי חיסכון ארוך טווח (בעיקר במוצרי ה"ריסקים"), ומהתקנות להגבלת הפרשה לביטוח מנהלים<sup>4</sup> שנכנסה לתוקף מיום 1 בספטמבר 2023, וצפויות להעיב על פוטנציאל הצמיחה בהיקפי הפרמיות בענף. תחת הנחות אלו, אנו מעריכים המשך מגמת שחיקה בנתח השוק במגזר זה בשנות התחזית. פוטנציאל הצמיחה במגזר הבריאות ייתמך בשיעור חדירה<sup>5</sup> גבוה יחסית, לצד המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה, אשר ייצרו לחץ מחירים מסוים במגזר זה. אנו צופים, כי החברה תשמר את נתח השוק שלה בשנות התחזית, תוך צמיחה בהיקף הפרמיות המורווחות, כאשר עיקר הצמיחה צפויה לנבוע מיציבות ביקושים עבור שירותי בריאות פרטיים. אנו מעריכים צמיחה בהיקפי הפרמיות במגזר הביטוח הכללי, בשיעורים שינועו בטווח שבין כ-6%-23%, בתקופת התחזית, כאשר אלו נתמכים מהנחתנו לעליית תעריפים ענפית בענפי הרכב ובפרט בענף רכב רכוש, לצורך תמחור פרמיות אשר מותאם לסיכון הנוכחי בענפי הרכב, וזאת בשל הגידול בשכיחות וחומרת התביעות בענף זה. כמו כן, עליית מדד המחירים לצרכן, השפעות בשרשרת האספקה בענף רכב רכוש ועלייה חדה במספרן של גניבות הרכב, תמכו בהתייקרות הפרמיות (והתביעות) בתקופת התחזית. לצד זאת, המשך צמיחה בפעילות הכלכלית ובשוק העבודה, צפוי להשפיע לחיוב על שיעורי הצמיחה במגזרי הרכוש והחבויות, וכפועל יוצא, על היקפי הפרמיות

<sup>3</sup> מידרוג בוחנת ארבעה קווי פעילות וביניהם: ענפי הרכב (רכב חובה + רכב רכוש), ענפי הרכוש (רכוש אחר וחבויות), ענף חיים וחיסכון ארוך טווח, וענף הבריאות.

<sup>4</sup> התקנות קובעות כי עבור מצטרפים חדשים, ההפקדה ל-"ביטוח מנהלים" תתאפשר בתנאי ששכרם גבוה מפי שניים ביחס לשכר הממוצע במשק.

<sup>5</sup> פרמיות ברוטו לתמ".

בתחומים אלו. נוסף כי המשך מיקודה של החברה בנישות בתחומי העסקים (ערביות, עיריות ומועצות), תומכים בהמשך צמיחת הפרמיות ובמיצובה העסקי של החברה.

### פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית, אולם מושפע לשלילה מחשיפה ללקוחות גדולים

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך בחיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר לגבי היקף התביעות. סיכון המוצרים בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר, מוערך על ידנו כטוב ביחס לדירוג, כאשר כ-56% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים ולאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר"<sup>6</sup>, אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב"<sup>7</sup>, כאשר חוזים ארוכי זנב מאופיינים באי-ודאות גבוהה יותר ובגמישות עסקית נמוכה יותר, בשל חשיפתם לשינויים בסביבה העסקית. להערכתנו, מדיניות ונהלי הבקרה להערכה ולניהול החשיפה מול מבטחי המשנה הינם טובים ביחס לדירוג. בהתאם לכך, נכון ליום 31 בדצמבר 2022, יחס החשיפה למבטח משנה הגדול ביותר מסך החשיפה עמד על כ-20% והינו טוב ביחס לדירוג, משקף פיזור טוב יחסית של מבטחי משנה ומגלם מגמת ירידה לעומת הממוצע בשנים 2019-2021, אשר עמד על כ-25%. כמו כן, החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי, באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים, עם חשיפה נמוכה יחסית בשייר בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ-2% מההון העצמי ליום 31 בדצמבר 2022. שיעור העתודות ב-"סיכון גבוה" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך, הינו טוב ביחס לדירוג ועמד על כ-20% נכון ליום 31 בדצמבר 2022 (כ-17% בממוצע לשנים 2019-2021). יחס זה משקף חשיפה נמוכה יחסית למנגנונים מבטחי תשואה ו/או תוחלת חיים, אשר חושפים את המבטחים לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם, שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הזמן הקצר-בינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות. עם זאת, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מחשיפה גבוהה יחסית לקולקטיבים ומבטחים גדולים, כאשר חשיפה זו עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים אשראי וסיכונים ענפיים לאורך המחזור הכלכלי, ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. נכון ליום 31 בדצמבר 2022, חשיפה זו עמדה על כ-39% והינה גבוהה ביחס לדירוג. להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה השתפרו בשנה האחרונה והינם הולמים ביחס לפרופיל הסיכון ונתמכים גם 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. בהקשר זה, נציין כי החברה נמצאת בשלבים של הטמעת מערכות מחשוב ומודלים לשיפור יכולות חיזוי ההון ומיפוי סיכונים כולל, אשר צפויים לשפר את מערך ניהול הסיכונים בחברה לאורך זמן. אנו מעריכים, כי החברה תמשיך לשים דגש רב על ניהול סיכונים תפעוליים בשנים הקרובות, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח ובעיקר בתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר<sup>8</sup> בפרט.

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

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תיאבון סיכון הולם ביחס לדירוג, אולם גבוה ביחס לענף, כפי שמשקף ביחס "נכסי סיכון"<sup>9</sup> להון העצמי שעמד על כ-211.7% נכון ליום 30 ביוני 2023 (כ-173.0% נכון ליום 31 בדצמבר 2021). יחס זה הושפע לרעה במהלך השנים האחרונות מעלייה בחשיפה לנכסי סיכון, הנובעת להערכתנו בעיקר נוכח התחרות הגוברת, אשר יצרו תמריץ בקרב המבטחים לשיפור התשואות בתיק העמיתים והנוסטרו, וזאת לצד גידול מתון ותנודתי בכרית ההון. נכון לאותו מועד, תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו כלל בעיקר: אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-26%, אג"ח קונצרניות בדירוג השקעה של כ-24% והשקעות בנדל"ן ומקרקעין בשיעור של כ-15%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות יחסית. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתיק הנוסטרו בטווח התחזיתי, תחת הנחה להמשך מיקוד בנכסים לא סחירים, במטרה לייצר תשואה עודפת והקטנת תנודתיות רווחי ההשקעה. שיעור הנכסים

<sup>6</sup> רכב רכוש ורכוש אחר.

<sup>7</sup> רכב חובה וחבויות.

<sup>8</sup> ראו דוח קשור של מידרוג בנושא זה: [נזקי המוניטין בעקבות מתקפות סייבר עלולות לגבות מחיר עסקי מחברות](#).

<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 לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

הבלתי מוחשיים והוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים (אשר מאופיינים בשווי "רך" יותר) מתוך ההון העצמי, עמד על כ-65% נכון ליום 30 ביוני 2023, והינו הולם ביחס לדירוג. להערכתנו, יחס זה צפוי לקטון בשנות התחזית, נוכח הנחה לגידול מתון בהון העצמי, לצד צפי להמשך מגמת קיטון בהוצאות הרכישה הנדחות (DAC) בביטוח חיים.

### רווחיות החברה עודנה נמוכה ביחס לדירוג, אולם צפויה להשתפר במידה מסוימת בטווח התחזית

החברה מאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים ביחס לדירוג המוגבלים, בין היתר, בשל רווחיות חיתומית נמוכה כפי שמשקף ביחס משולב בשייר בביטוח הכללי של כ-109% במוצע בין השנים 2019-2022, לעומת כ-96% במוצע בענף באותה תקופה. עובדה זו, מייצרת תנודתיות גבוהה ברווחיות, נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים ובפרט לעקום הריבית, לשוק ההון ולרגולציה. אלו, באו לידי ביטוי ביחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו של החברה בשנים 2020-2022, שעמדו במוצע על כ-2.5% וכ-1.0% בהתאמה, והינם נמוכים ביחס לדירוג החברה וביחס לענף. בהקשר זה, נציין כי במהלך השנה האחרונה החלה החברה ליישם שינוי אסטרטגי, במסגרתו החלה לפעול לטובת טיוב התיק הקיים ושיפור הרווחיות החיתומית, וזאת על ידי הקשחת מדיניות החיתום והעלאת תעריפים, לצורך תמחור פרמיה אשר תשקף בצורה טובה יותר את הסיכון הנוכחי במשק, כאשר אלו צפויים להוביל לשיפור ברווחיות החברה וכמו כן, למתן את יחס הנזקים. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, אנו צופים שיפור בפוטנציאל הרווחיות של החברה ביחס לשנים קודמות, לאור מהלכי הטיוב שמבצעת החברה, אשר צפויים לקבל ביטוי חיובי בטווח התחזית, ויתורגמו לשיפור הדרגתי ברווחיות החברה, וכנגזרת מכך, עשויים לתמוך בדירוג. אנו צופים כי הסביבה העסקית וכן הסביבה המאקרו-כלכלית תמשכנה להעיב על ענף הביטוח, ובפרט על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. כמו כן, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנודתיות בשוקי ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים המשך תנודתיות ברווחים, נוכח החשיפה לגורמים אקסוגניים. בנוסף, בשל התשואה הריאלית השלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח חיים המשתתפות ברווחים ששווקו עד שנת 2004, החברה לא רשמה דמי ניהול משתנים משנת 2021 ואובדן דמי הניהול שלא ייגבו בשל התשואה הריאלית השלילית וזאת עד להשגת תשואה חיובית מצטברת, בסך של כ-32 מיליון ש"ח (נכון ליום 31 בדצמבר 2022), זאת בהשוואה לדמי ניהול משתנים בסך של כ-26 מיליון ש"ח בשנה שנגבו במהלך שנת 2021. נציין, כי מגמה זו בשווקים מתמתנת נכון למועד הסמוך לפרסום הדוח, אך בשל התנודתיות הרבה בשווקים, אנו מעריכים כי קיימת אי-ודאות בנוגע ליכולת גביית דמי ניהול משתנים בטווח הזמן הקצר.

אנו מעריכים כי מגזר ביטוח הבריאות צפוי להמשיך להיות מושפע מתמורות רגולטוריות ומיקוד עסקי של רוב החברות בענף, לרבות יצירת 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 עלייה בשכיחות התביעות ובחומרת התביעות בביטוח הכללי - בפרט בענפי הרכב, וכן עליית סיכוני האקלים, המשפיעים לרעה על מבטחי המשנה הגלובאליים, כך שתיתכנה התאמות בהסכמים מולם, שעלולות להוביל להקשחת מדיניות בשוק ולגרור התייקרויות תעריפים. בשל התמורות המוזכרות לעיל, חל גידול משמעותי במחיר הפרמיות הנגבות במגזר, לצד המשך פיתוח ושימוש גובר בכלים דיגיטליים המגבירים את התחרות בענף. אנו מעריכים, כי שימור הרווחיות בענף זה יוכל לנבוע בעיקר משיפור ביעילות התפעולית, תוך שליטה טובה יותר במבנה ההוצאות התפעוליות, בין היתר, באמצעות שימוש גובר בכלים טכנולוגיים, לצד התייעלות בתביעות ושימוש במוסכי הסדר. לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות של החברה בשנות התחזית צפויים להיות הולמים ביחס לדירוג, כך שיחסי ה-ROC ורווח כולל לסך הפרמיות שהורווחו ברוטו צפויים לנוע בטווח שבין 0.8%-6.0% ובין 0.3%-2.0%, בהתאמה.

### הלימות ההון של החברה נמוכה ביחס לדירוג

יחס הון למאזן (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) עמד על כ-6.1% נכון ליום 30 ביוני 2023, והינו הולם ביחס לדירוג. יחס זה נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות, כתוצאה מרווחיות נמוכה ולא יציבה בשנים אלו. להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני יחס זה צפוי להמשיך להישחק במידה מסוימת, בשל הנחתנו להמשך גידול בנכסי החברה, לעומת גידול מתון יותר בהיקף ההון, בשנות התחזית.

עם זאת, אנו צופים, כי פוטנציאל בניית הכרית ההונית של החברה צפוי להשתפר בטווח הזמן הקצר והבינוני, בהשוואה לשנים קודמות, כתוצאה מהערכתנו לשיפור בפוטנציאל הרווחיות של החברה בטווח התחזית, נוכח מהלכים משמעותיים לטיוב התיק שמבוצעים על ידי החברה, כפי שפורט לעיל. הלימות ההון של החברה נמוכה ביחס לדירוג, כפי שמשקף ביחסי כושר פרעון (SCR) ליום 31 בדצמבר 2022 אשר עמדו על כ-91% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וללא השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח), וכ-102% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וללא השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח). יחסים אלו מגלמים איתנות וגמישות פיננסית נמוכה יחסית, כאשר לאורך השנים האחרונות החברה התקשתה לבנות את הכרית ההונית אשר הושפעה מגורמים אקסוגניים, בין היתר, נוכח תמהיל הפעילות הקיים, ומעיבים להערכתנו על הגמישות העסקית של החברה. בהקשר לכך, נציין כי הוצגה בפנינו טיוטת תכנית ניהול הון של החברה לצורך המשך שיפור יחס כושר הפירעון לצד בנייה הדרגתית של ההון הכלכלי הקיים. אנו מצפים, כי החברה תמשיך לפעול לשיפור היחסים הנ"ל, ולעמוד במרווח הולם ביחס לסף הרגולטורי. בתרחיש הבסיס לשנים 2023-2024, איננו צופים חלוקת דיבידנדים בשל יחס כושר הפירעון של החברה, אשר נכון ליום 31.12.2022, אינו מאפשר זאת, בהתאם לרגולציה<sup>10</sup>.

### **פרופיל הנזילות נמוך ביחס לדירוג בשל תמהיל הפעילות, לצד גמישות פיננסית אשר הולמת את הדירוג**

פרופיל הנזילות של החברה נמוך ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של 0.8x בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות, הצפויות להיפרע בטווח הזמן הקצר. זאת לאור תמהיל העסקים של החברה המוטה ביטוח כללי, שבאופן טבעי, רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח זמן זה. להערכתנו, בטווח התחזית לא יחול שינוי משמעותי ביחס המינוף, כך שהחברה תמשיך להערכתנו להישאר קרובה למגבלת ההכרה הרגולטורית במכשירי הון רובד 2 (50% מה-SCR). לחברה גמישות פיננסית הולמת ביחס לדירוג ומושפעת לחיוב מהיעדר לחץ משמעותי לחלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר מהחברה האם, ווישור גלובלטק בע"מ, נוכח צרכי שירות חוב נמוכים יחסית להערכתנו בטווח התחזית. עם זאת, הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לשלילה מיחסי כושר פירעון נמוכים יחסית.

<sup>10</sup> בהתאם למכתב שפרסמה הממונה בחודש אוקטובר 2017, חברת ביטוח תהא רשאית לחלק דיבידנד רק אם לאחר ביצוע החלוקה, יש לחברה יחס כושר פירעון לפי חוזר סולבנסי בשיעור של לפחות 100%, כשהוא מחושב ללא התחשבות בהוראות המעבר ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שקבע דירקטוריון החברה. בנוסף, נקבעו במכתב הוראות דיווח לממונה.

## שיקולים נוספים לדירוג

## 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 אקלים 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 שיכולת 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 סיכונים. מנגד, חשיפות אלו ממותנות 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 וחיסכון ארוך טווח והבריאות, חשופים לשינויים דמוגרפיים וחברתיים משמעותיים, ביניהם: 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 עלייה בעתודות הנדרשות כנגד תשלומים אלו. כמו כן, גידול בשיעורי התמותה למבטוחים 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 על היקף הרווח של חברות הביטוח. אנו סבורים כי סיכונים אלו מקבלים ביטוי הולם במטריצת הדירוג ובפרט, בפרמטר "סיכון מוצרים-ביטוח חיים וחיסכון 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 תאגידיים 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.

## מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, העוגן לדירוג החובות הנחותים (הון רוברד 2) הינו דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), ממנו אנו מבצעים התאמות בדירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייני החוזיים. אנו מפחיתים שתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון רוברד 2. הפחתת הנוטשים מגלמת את הנחיות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס ל-IFS, את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת הפסדים הגלומים בהם (בטריגר החוזי ל-"נסיבות משהות", או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). עבור מכשירי הון רוברד 2, אנו מעריכים כי אי-הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל-"נסיבות משהות" הינה נמוכה בפער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה, ולפיכך 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 ללא התחשבות בתקופת הפריסה עמד על כ-91% נכון ליום 31 בדצמבר 2022, כמוזכר לעיל.



מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 30.06.2023			
ניקוד	מדירה	ניקוד	מדירה [1]	תת פרמטר	פרמטר
Baa.il	4.9%	Baa.il	4.9%		מיצוב עסקי
Aa.il	-	Aa.il	-		ערוצי הפצה
Aa.il	~40%	Aa.il	40%		פיזור הכנסות
Aa.il	~56%	Aa.il	56%		סיכון המוצרים - ביטוח כללי ובריאות ז"ק
Aa.il	~20%	Aa.il	20%		סיכון המוצרים - ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח, סיעודי ובריאות ז"א
Baa.il	~39%	Baa.il	39%		שיעור חשיפה לקולקטיבים ומפעלים גדולים (קבוצתי מסך הפרמיות)
A.il	-	A.il	-		מדיניות ניהול סיכונים
Baa.il	~212%	Baa.il	212%	נכסים בסיכון / הון עצמי	איכות נכסים
A.il	~65%	A.il	65%	DAC חיים+ נב"מ / הון עצמי	
Baa.il	~91%	Ba.il	91%	% עודף הון על הדרישות הרגולטוריות [2]	הלימות ההון
A.il	~6%	A.il	6%	הון עצמי / סך הנכסים במאזן (ללא תלוי תשואה)	
Baa.il*	6.0%-(0.8%)	A.il	4.8%	תשואה על מקורות מיסון (ROC)	רווחיות
Baa.il*	2.0%-(0.3%)	A.il	1.8%	רווח כולל לפרמיה ברזו	
Baa.il	0.8x	Baa.il	0.8x	יחס נזילות (ללא תלוי תשואה)	נזילות
A.il	-	A.il	-		גמישות פיננסית
<b>A2.il</b>				<b>הערכת איתנות פיננסית נגזרת</b>	
<b>A2.il</b>				<b>הערכת איתנות פיננסית בפועל</b>	

\* בחישוב הציון נלקח בחשבון טווח התחזית ותוצאות שנים עברו.

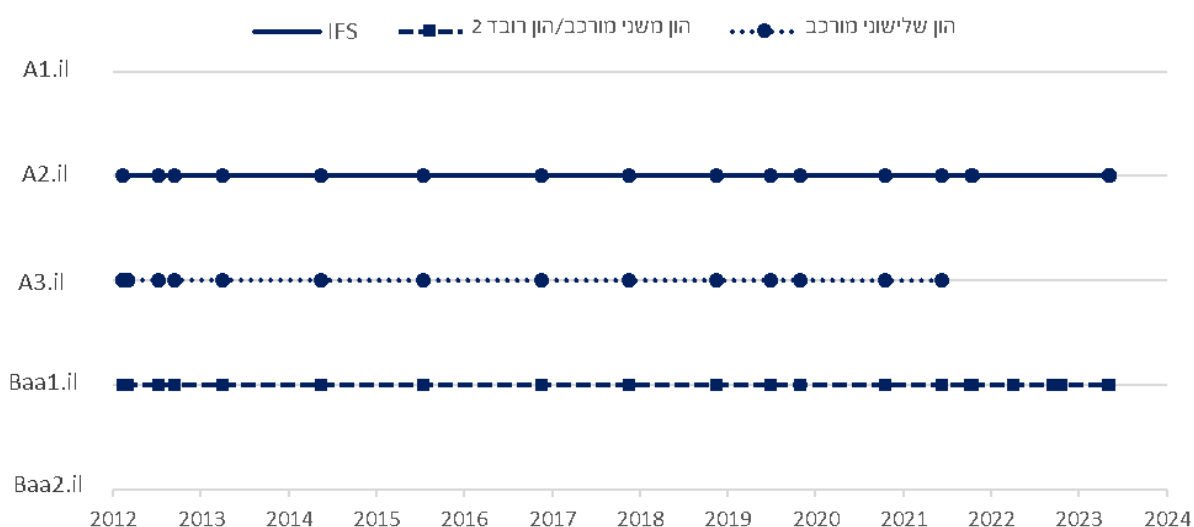
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.  
 [2] נכון למועד הדו"ח, החברה מיישמת פריסה הדרגתית של ההון הנדרש, עד לשנת 2024. בהתאמה לכך, היחס הנ"ל הינו ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות.

אודות החברה

איילון חברה לביטוח בע"מ התאגדה כחברה פרטית בשנת 1976, אשר הוחזקה בבעלות מלאה של איילון אחזקות בע"מ, חברה ציבורית, אשר נשלטה ע"י מר לוי יצחק רחמני ז"ל. עובר למועד פטירתו (19.06.2020) החזיק במישרין ובאמצעות חברות שבשליטתו בכ-67.3% מהון המניות המונפק והנפרע של איילון אחזקות בע"מ (להלן: "איילון אחזקות"). ביום 3 במרס 2022, נחתם הסכם מיזוג בין איילון אחזקות לבין איילון חברה לביטוח בע"מ ("איילון ביטוח"), לפיו מוזגה איילון ביטוח עם ולתוך איילון אחזקות בדרך של מיזוג סטטוטורי על פי חוק החברות, תוך חיסולה של איילון ביטוח ללא פירוק, כאשר כל נכסיה, התחייבויותיה ופעילותה הועברו והוקנו לאיילון אחזקות, וביום 19 במאי 2022, נמסר על ידי הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון רישיון מבטח ישראלי לחברה הממוזגת (לשעבר "איילון אחזקות"). כמו כן, ביום 30 ביוני 2022, התקבלה תעודת המיזוג מאת רשם החברות ובכך הושלם הסכם המיזוג ובד

בבד, הושלם הסכם למכירת מניות השליטה בחברה, המהוות כ-67% מההון המונפק והנפרע של החברה על ידי ווישור גלובל טק בע"מ (להלן: "ווישור" ו/או "החברה האם") ממנהל העיזבון. בנוסף, ביום 10 ביולי 2022, קיבלה החברה אישור מאת רשם החברות לשינוי שמה מאיילון אחזקות בע"מ לאיילון חברה לביטוח בע"מ (שמה של החברה הבת שמוזגה לתוך איילון אחזקות, ואשר אגרות החוב שלה ומכשירי ההון השונים דורגו על ידי מידרוג וכעת מדורגים ב-"חברה הממוזגת"). לאחר המיזוג, עיקר פעילותה של החברה הוא בעסקי הביטוח והפיננסים לתחומיהם השונים ובתחום ההשקעות. ביום 22 במאי 2023, הושלם מיזוגה של איילון ביטוח הנפקות וגייוסי הון בע"מ, עם ולתוך החברה.

### היסטוריית דירוג



### דוחות קשורים

- [איילון חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, מאי 2022](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

### מידע כללי

27.09.2023	תאריך דוח הדירוג:
17.05.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
13.02.2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
איילון חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
איילון 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 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 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 בדבר 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 ביעוץ 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 פיננסי או 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 שנמסרו או נצרו 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 לאמינים ומדיקים. 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 לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו 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 היכולת 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](http://www.midroog.co.il).