

# איילון חברה לביטוח בע"מ

מעקב | נובמבר 2019

## אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח  
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אבי בן-נון, סמנכ"ל  
ראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

---

## איילון חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: חיובי	A2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: חיובי	A3.il (hyb)	הון שלישוני מורכב
אופק דירוג: חיובי	Baa1.il (hyb)	הון משני מורכב ומכשיר הון רובד 2

מידרוג מותירה על כנו דירוג של A2.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של איילון חברה לביטוח בע"מ ("החברה") ומותירה על כנם דירוגים של A3.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון שלישוני מורכב) ו- Baa1.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב והון רובד 2) שהנפיקה החברה וחברת הבת של החברה - איילון ביטוח הנפקות וגיסי הון בע"מ. אופק הדירוג שונה מיציב לחיובי.

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 הלימות ההון הקיימת והצפויה להערכתנו, תוך שמירת מרווח מספק מחסם ההון הרגולטורי האפקטיבי עבור המכשיר, אנו מעריכים כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות"<sup>1</sup> הינה נמוכה ולפיכך לא גולמה בהורדת 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	1159565	Baa1.il(hyb)	חיובי	רובד 2	30.01.2028

\*גיסי הון על ידי איילון ביטוח הנפקות וגיסי הון בע"מ

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי סביר הנתמך בפיזור קווי העסקים טוב, אשר תומך ביכולת ייצור ההכנסות, אולם מוגבל בגודלה של החברה. כמו כן, הדירוג משקף פרופיל סיכון טוב ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית, אולם החשיפה ללקוחות גדולים עדיין גבוהה למרות מגמת שיפור מתמשכת. הפרופיל הפיננסי של החברה מאופיין באיכות הנכסים הולמת לדירוג וכרית הונית סבירה ביחס לסיכונים אליהם חשופה החברה, כאשר יחס הלימות ההון מציג שיפור מתמשך, הנתמך גם בבנייה מתמשכת של כרית ההון בשנתיים האחרונות. רווחיות החברה סבירה לדירוג, אך עודנה נמוכה וממשיכה להיות מושפעת במידה רבה מגורמים אקסוגניים. לחברה פרופיל נזילות נמוך יחסית לאור מאפייני הפעילות וגמישות פיננסית סבירה לדירוג.

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה, על בסיס נתוני 30 ביוני 2019 והכללת גיוס הון רובד 2 שבוצע בחודש אוגוסט 2019 בסך של כ-110 מיליון ₪. תוצאה זו מהווה שיפור ביחס להערכתנו הקודמת, נוכח גידול ההון המוכר בשל צבירת רווח (חלקו חד פעמי), גיוס חוב נחות וללא חלוקת דיבידנד. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל - נובעים מסיכונים ביטוחיים בביטוח כללי ובפרט בענפי הרכב והחבויות וכן מסיכונים שוק בגין תיק הנוסטרו. יחס סולבנסי 2 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) של החברה עמד על כ-112% ביום 31 בדצמבר 2018 ועל כ-166% מההון הנדרש בתקופת הפריסה לאותו מועד. בהתחשב בפירעון מכשירי הון רובד 2 לאחר תאריך החתך, השפעת טיטת עדכון לוחות התמורה וגיסי מכשירי הון רובד 2 באוגוסט היחס עמד על כ-116% בדומה לממוצע הענפי וליחס של ה-31 בדצמבר 2017. להערכתנו, הפער מהדרישה הרגולטורית מאפשר לחברה גמישות עסקית ופיננסית טובות, בייחוד ביחס למשטר ההון הקודם. גמישות זו צפויה להערכתנו לתמוך בהמשך הגידול בפעילות והתמקדות בשיפור הרווחיות החיתומית תוך המשך בניית כרית ההון.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על

<sup>1</sup> הון נדרש ל"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון הנדרש בתקופת הפריסה לאחר התאמת תרחיש מניית לפי חוזר סולבנסי ("יחס כושר הפירעון הנדרש"). יחס כושר הפירעון הנדרש עמד נכון ל-31 בדצמבר 2018 על 70%.

פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת הבית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת להערכתנו לחיוב מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית של כ-3.0% בשנה, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תגודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה<sup>2</sup> צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שיתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק. בתרחיש זה, אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורוחות בשיעור מצטבר של כ-8%-12% בשנים 2019-2020 עם שונות בין המגזרים. מחוללי הצמיחה יהיו בעיקר ענפי החיים (ריסק) ובריאות. בתרחיש הבסיס, אנו לא צופים שיפור משמעותי בפוטנציאל יצור הרווחים, שיושפע בעיקר מסביבת הריבית הנמוכה והיעדר שיפור מהותי ברווחיות החיתומית. בהתאם לכך, שיעורי הרווחיות צפויים להמשיך להיות נמוכים אך סבירים לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 2%-3% ו-0.4%-0.2%, בהתאמה ויאפשרו המשך בנייה של כרית ההון.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג החיובי לדירוג ה-IFS משקף את השיפור בגמישות הפיננסית והעסקית כתוצאה מבניית ההון העצמי והשיפור בהלימות ההון של החברה תחת משטר סולבנטי 2 לאורך השנתיים האחרונות, כאמור תוך המשך שמירה על פרופיל סיכון טוב. כמו כן, האופק החיובי נתמך באסטרטגיית החברה לגיוון מקורות הרווח, תוך הקטנת התלות בלקוחות גדולים. המשך בניית כרית ההון, תוך הצגת שיפור במדדי הרווחיות ובפרט ברווחיות החיתומית עשויים להוביל להעלאת דירוג. הצבת האופק החיובי לדירוגי החובות הנחותים (שלישוני מורכב, משני מורכב ורובד 2) נגזר מהאופק החיובי ל-IFS, המשמש עוגן לדירוגי מכשירים אלה.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי, כפי שיתבטא בנתחי שוק, היקף הפרמיות בכלל תחומי הפעילות ויציבות בסיס הלקוחות
- שיפור מתמשך ברווחיות החיתומית, תוך הקטנת התלות ברווחים מהשקעות
- המשך בניית כרית ההון ושיפור בהלימות ההון על פי מודל ההון של מידרוג

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה ביחסי הלימות ההון של החברה
- הרעה מתמשכת ביחסי הרווחיות הכוללים וברווחיות החיתומית

### איילון חברה לביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים

31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.06.2018	30.06.2019	מיליוני ₪
8,858	10,521	11,488	12,417	11,871	12,937	סה"כ נכסים
616	613	579	596	602	679	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
8	(58)	20	17	23	83	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
2,462	2,747	3,011	3,101	1,507	1,587	סה"כ פרמיות שהורוחו ברוטו
515	556	617	675	324	359	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
266	342	423	477	234	251	מתוכם בביטוח בריאות
1,681	1,849	1,971	1,949	949	977	מתוכם בביטוח כללי
2,036	1,168	1,934	1,870	928	1,038	סה"כ פרמיות שהורוחו בשייר
121	220	337	99	124	359	רווחים מהשקעות, נטו והכנסות מימון

NR	111%	120%	112%	NR	NR	יחס כושר פירעון [1]
NR	113%	120%	118%	NR	NR	יחס כושר פירעון בגיוס מלא [2]

### יחסים מותאמים של מידרוג

60%	40%	44%	50%	44%	45%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC חסכון א"ט מההון העצמי
0.8%	-5.4%	1.9%	1.6%	4.3%	14.8%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [3]
0.1%	-0.6%	0.2%	0.1%	0.4%	1.3%	תשואה על הנכסים (ROA) [4]

<sup>2</sup> פרמיות ברוטו לתמ"ג

45%	44%	49%	47%	46%	44%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [5]
3.1x	0.5x	0.6x	6.5x	8.0x	7.7x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) לריבית ששולמה

[1] ללא התחשבות בהוצאות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניית; [2] ללא התחשבות בהוצאות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניית תחת מגבלת גיוס של עד 40% מה-SCR; [3] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות ונגזרים) והון עצמי המשויך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנתית; [4] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנתית; [5] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות (ללא חכירות ונגזרים) והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### פרופיל עסקי סביר, הנתמך בפיזור קווי עסקים בולט לטובה התומך ביכולת ייצור ההכנסות, אולם מוגבל בגודלה של החברה

החברה הינה חברת ביטוח בינונית (המבטח השישי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו) ובעלת בפרופיל עסקי סביר, הנתמך בפיזור בולט לטובה של קווי העסקים, עם הטיה לכיוון ביטוח כללי.

אנו סבורים כי הפרופיל העסקי מוגבל בשל גודלה של החברה, כפי שמתבטא בנתח שוק כולל נמוך במונחי פרמיות ברוטו (כ- 5% בשנים 2017-2018) ובהיקף נכסים מנוהלים כולל קטן יחסית. עם זאת, בענפי הביטוח הכללי החברה מאופיינת בנתחי שוק משמעותיים ועודפים ביחס לגודלה לאורך זמן בכלל המגזרים. יכולת השמירה על נתחי השוק מתבססת גם על ביטוחי קולקטיבים ועסקים גדולים, כאשר הלקוחות מאופיינים ביתרון לגודל המתבטא גם במחיר, כאשר פוטנציאל יצור ההכנסות עשוי להיפגם משמעותית, נוכח עזיבת לקוח מהותי. למרות זאת, יש לציין, כי אסטרטגיית החברה בשנים האחרונות הממוקדת רווחיות, מהווה נקודה חיובית לדירוג, ומתבטאת גם בטיוב מסוים של תיק הלקוחות, תוך הקטנת שיעור החשיפה ללקוחות גדולים.

פיזור ההכנסות של החברה בולט לחיוב ביחס לדירוג ולקבוצת ההשוואה ומתאפיין בחלוקה מאוזנת יחסית בין כלל מגזרי הפעילות, אך עם הטיה לביטוח הכללי, המהווה 60%-65% מסך הפרמיות שהורווחו ברוטו לאורך זמן. בשנים האחרונות החברה פעלה להרחיב את פעילות ביטוחי הבריאות אשר היוו כ-16% מסך הפרמיות שהורווחו ברוטו ב-6 החודשים הראשונים של 2019 (2016: כ-12%), דבר אשר תרם לשיפור מסוים בתמהיל ההכנסות.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020 אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור מצטבר של 8%-12% בשנים 2019-2020 עם שונות בין המגזרים, כאשר מחוללי הצמיחה יהיו ענפי החיים (ריסק) והבריאות. סביבת מאקרו נוחה הכוללת צמיחת תמ"ג של כ-3.0% בשנה, לצד שיעור אבטלה נמוך ויציב תומכים בהמשך עליית השכר הריאלי, במקביל להבשלה מלאה של תיק ביטוחי החיים שנרכש מפסגות בשנת 2018, יובילו לקצב צמיחה שנתי גבוה מהתמ"ג במגזר ביטוח החיים של כ-8%-5%. עם זאת, אי קבלת אישור לתעריף הריסק הנמכר כחלק מפוליטת ביטוח המנהלים, לצד המשך התעצמות התחרות ממוצר הפנסיה ושינוי רגולטורי שנכנס לתקף באפריל 2019 ביחס לכיסוי ביטוח אובדן כושר עבודה, עלולים להעיב על הצמיחה. במגזר הבריאות בהמשך להערכתנו הקודמת אנו מניחים התמתנות מסוימת בצמיחת הפרמיות ביחס לשנים האחרונות, אולם זו תיוותר גבוהה, תוך התמקדות בביטוחי פרט וכן בקולקטיבים רווחיים יותר תוך שמירה על נתחי השוק של החברה. במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים עלייה מתונה בהיקף הפרמיות של 3%-5%. זאת בין השאר לאור מדיניות החברה להמשיך ולטייב את התיק הביטוחי כאשר המשך ההאטה בהיקף מסירות כלי הרכב, לצד תחרות מחיר אגרסיבית (בענף רכב רכוש), יובילו להערכתנו לצמיחה מתונה בענפי הרכב בשנתיים הקרובות.

אנו סבורים, כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תפעל בשנים הקרובות לגוון את מודל ההפצה שלה ואת הצעת הערך ללקוחות ע"י פיתוח ערוצי הפצה דיגיטליים. אלה עשויים לתמוך גם בשליטה טובה יותר במבנה ההוצאות וברווחיות החיתומית ובפרט בענפים בעלי זנב קצר. עם זאת, להערכתנו, בטווח הזמן של השנתיים הקרובות, ערוץ השיווק העיקרי יותר סוכני הביטוח, כאשר החברה תוסיף לשווק פוליסות לקולקטיבים בצורה ישירה, אשר תומכת בריסון מסוים בהוצאות התפעוליות.

### פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית, אולם החשיפה ללקוחות גדולים עדיין גבוהה

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, התומך בחיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יחסית. בביטוח

הכללי ובריאות לזמן קצר כ- 60% מסך הפרמיות ברוטו הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר"<sup>3</sup>, אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב"<sup>4</sup> המאופיינים ברמת אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר במידה ויכול שינוי בסביבה העסקית, או בסביבת הסיכון.

החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים במרבית המגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה בשייר נמוכה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על פחות מ-1% מההון העצמי ליום ה-31 בדצמבר 2018. בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בולט לחיוב ביחס לדירוג, ועמד על כ-60% נכון ל-31 בדצמבר 2018. יחס זה משקף חשיפה נמוכה למנגנונים מבטיחי תשואה בניכוי אג"ח ח"ץ, אשר חושפים את החברה לשינויים אקסוגניים משמעותיים ובהם שינויים בעקום הריבית ותנודתיות שוק ההון, בנוסף לסיכונים הדמוגרפיים. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי מהותי בתמהיל העתודות, נוכח תמהיל הפעילות הצפוי.

מנגד, פרופיל הסיכון עדיין מוגבל לאור חשיפה גבוהה יחסית לקולקטיבים ומבוטחים גדולים, על אף מגמת השיפור בשנים האחרונות. חשיפה זו עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים אשראי והסיכונים הענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות גודל של הלקוחות. לקוחות אלו היוו כ-35% מסך הפרמיות ברוטו בשנת 2018 (2016: 47%) וזאת בעיקר נוכח שינוי בתמהיל הלקוחות בענף הביטוח הכללי.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה (כמו גם בענף) ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי, למרות תנודתיות גבוהה יותר. בנוסף, להערכתנו החברה תידרש בשנים הקרובות לתת דגש רב יותר לסיכונים טכנולוגיים, המהווים מוקד סיכון מרכזי מתפתח ובעיקר בתחומי אבטחת מידע, המשכיות עסקית וסייבר.

כמו כן, נציין כי פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב מהיעדר לחץ משמעותי לחלוקת דיבידנדים לאיילון החזקות בע"מ ("חברת האם"), אשר ביצעה גיוס אג"ח וגיוס הון בחודש אפריל 2018 ולה מספר מקורות תזרימיים נוספים לצורך שירות החוב (בעיקר נכסי נדל"ן). בשנה האחרונה התגלעו חילוקי דעות משמעותיים בין חברי דירקטוריון לבעל השליטה, אשר גם לוו בהתערבות הרגולטור. אנו מצפים כי לאחר החלפת מרבית חברי הדירקטוריון בחברת האם איכות הממשל התאגידי תשמר ברמה גבוהה.

### איכות הנכסים הולמת לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון סיכון סביר ביחס לדירוג, אולם גבוה ביחס לענף עם יחס "נכסים בסיכון"<sup>5</sup> מותאמים להון המוכר של כ-80% ל-30 ביוני 2019 (ללא גיוס מכשיר הון רובד 2 באוגוסט 2019), אשר נמצא במגמת עליה לאורך השנים האחרונות (2016: כ-66%), ומעיד על עלייה מסוימת בתיאבון לסיכון.

תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו ליוני 2018 כולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-40%, אג"ח קונצרניות בדירוג גבוה בשיעור של 15% והשקעות בנדל"ן ומקרקעין בשיעור של כ-15%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות ופחות מהותיות. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל התיק בתרחיש הבסיס שלנו, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית, המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה.

שיעור הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים וסך הנכסים הבלתי מוחשיים, אשר מאופיינים בשווי "רך יותר" מתוך ההון העצמי בולט לטובה ביחס לדירוג ועמד על כ-45% ל-30 ביוני 2019. אנו מעריכים כי לא יחול שינוי משמעותי ביחס זה בתרחיש הבסיס, כאשר לצד הצמיחה הצפויה בפעילות ביטוח החיים צפוי שיפור מסוים בכרית ההונית.

### רווחיות נמוכה אך סבירה לדירוג; המשך שיפור רווחיות החיתומית יתמוך בהעלאת הדירוג

החברה מאופיינת ברווחיות סבירה לדירוג, אך מוגבלת גם בשל רווחיות חיתומית נמוכה יחסית. עובדה זו, מייצרת תנודתיות גבוהה ברווחיות נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים ובפרט לריבית ותשואות שוק ההון. אלה השתקפו, בין היתר, בצורך בהשלמת עתודות לאור

<sup>3</sup> רכב רכוש, רכוש אחר ובריאות לזמן קצר

<sup>4</sup> רכב חובה וחבויות

<sup>5</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 ליירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

ירידה מתמשכת בעקום הריבית. בקשר עם כך נציין כי השפעות החלטת וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, השפיעו באופן מהותי על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות בשנתיים וחצי האחרונות, בתחילה לשלילה אך לאחרונה לאחר שבוטלו, החברה שחררה את מרבית העתודות שהפרישה בגינן (כ-47 מיליון ₪ לפני מס). בנוסף, החברה פעלה לבצע מספר מהלכים בשנים האחרונות במטרה לשפר את הרווחיות החיתומית וזאת גם באמצעות טיוב התיק בדרך של אי חידוש קולקטיבים הפסדיים בעיקר במגזר הרכב חובה. בנוסף חתמה על מספר הסכמים עם מבטחי משנה במרבית מגזרי הפעילות, במטרה לפזר ולנהל את הסיכונים החיתומיים תוך הגדלת בסיס ההכנסות מעמלות.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2019-2020, אנו לא צופים שיפור משמעותי בפוטנציאל יצור הרווחים, שישפיע בעיקר מסביבת הריבית הנמוכה והיעדר שיפור מהותי ברווחיות החיתומית. בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח, אנו צופים המשך רווחיות נמוכה על אף השיפור בתוצאות החיתומיות בביטוחי הריסק וזאת בשל סביבת הריבית ותנודתיות שוק ההון. במגזר ביטוח הבריאות, אנו צופים כי עם הגידול בפעילות תוך יצירת יתרון לגודל ושמירה על רמת חיתום נאותה בעבודה מול קולקטיבים, המהווים כ-67% מהפרמיות, החברה תציג רווחיות מתונה וזאת גם בשל רמת התחרות הגבוהה. בביטוח הכללי, התגברות התחרות בעיקר בענפי הרכב והרכוש לצד תמורות רגולטוריות יקשו להערכתנו על שיפור מהותי ברווחיות החיתומית, וזאת תוך הכללת השפעות ביטול החלטת וועדת וינוגרד על ריבית ההיוון במגזרי הרכב חובה וחבויות. לכן אנו מעריכים, כי שיפור ברווחיות יוכל לנבוע בעיקר משיפור ביעילות ושלטה טובה יותר במבנה ההוצאות התפעוליות, תוך שימוש גובר באמצעים טכנולוגיים. כמו כן, אנו מניחים בתרחיש הבסיס כי ההסכמים הקיימים מול מבטחי המשנה יישארו, כאשר אלה תומכים ביציבות ובהיקף הרווח בדרך של הכנסות מעמלות ופיזור סיכונים. יש לציין, כי עלייה מסוימת בעקום הריבית אינו חלק מתרחיש הבסיס של מידרוג. בהתאם לכך, בתרחיש הבסיס שלנו שיעורי הרווחיות צפויים להמשיך להיות נמוכים אך סבירים לדירוג, כך שיחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 2%-3% ו-0.4%-0.2%, בהתאמה.

### השיפור בכרית ספיגת הפסדים ההונית וכנגזר ביחס הלימות ההון תומכים באופק החיובי

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון הולם ביחס לדירוג הנוכחי כאשר החברה עומדת בתרחיש הקיצון השלישי בחומרנו מתוך חמישה, על בסיס נתוני 30 ביוני 2019 ופרופורמה לגיוס הון רובד 2 שבוצע בחודש אוגוסט 2019 בסך של כ-110 מיליון ₪. תוצאה זו מהווה שיפור ביחס להערכתנו הקודמת, בעיקר כתוצאה מהגדלת ההון המוכר בשל צבירת רווח כולל בסך של כ-77 מיליון ₪ וגיוס חוב נחות. הסיכונים העיקרים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל- נובעים מסיכונים ביטוחיים בביטוח כללי ובפרט בענפי הרכב והחבויות וכן מסיכונים שוק בגין תיק הנוסטרו, כאשר פיזור הפעילויות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ-25%. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית ליום ה-30 ביוני 2019 (לרבות הגיוס הון רובד 2 כאמור) הכוללת הון עצמי מותאם<sup>6</sup> בהיקף של כ-785 מיליון ₪ ו-EPIFP מותאם<sup>7</sup> בהיקף של כ-455 מיליון ₪.

כבחינה משלימה לא מבוססת משקולות סיכון למינוף המבטח, אנו מסתכלים על יחס הון למאזן מותאם (ללא נכסים עבור חוזים תלוי תשואה) בנטרול 10% מהנכסים בסיכון, המשקפים שחיקה צפויה בשווי הנכסים בתרחישים מחמירים יותר. יחס זה לאחר שנשחק בשנים האחרונות כתוצאה מגידול מהיר בפעילות, הציג מגמת שיפור בשנה האחרונה בעקבות צבירת ההון, כאמור ועמד על כ-6.8% ב-30 ביוני 2019. להערכתנו לא צפוי שינוי מהותי במינוף המאזני בטווח תרחיש הבסיס.

החל מחודש נובמבר 2018 החברה נדרשת לעמוד בהוראות משטר סולבנסי 2 בלבד. יחס סולבנסי 2 (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה) של החברה עמד על כ-112% ביום 31 בדצמבר 2018 וכ-166% מההון הנדרש בתקופת הפריסה לאותו מועד. בהתחשב בפירעון מכשירי הון רובד 2 לאחר תאריך החתך, השפעת טיטט עדכון לוחות התמותה וגיוס מכשירי הון רובד 2 באוגוסט היחס עמד על כ-116% בדומה למוצע הענפי וליחס של ה-31 בדצמבר 2017. להערכתנו, הפער מהדרישה הרגולטורית מאפשר לחברה גמישות עסקית ופיננסית טובות, בייחוד ביחס למשטר ההון הקודם. גמישות זו צפויה להערכתנו לתמוך בהמשך הגידול בפעילות והתמקדות בשיפור הרווחיות החיתומית ותומכת בהצבת האופק החיובי. בהיעדר יעד דירקטוריון לחלוקת דיבידנד וצרכים

<sup>6</sup> כולל הון עצמי מיוחס לבעלי המניות, הון רובד 1 נוסף, 50% מהון רובד 2 ושערוך נכסים פיננסיים לא סחירים (לא כולל אג"ח ח"ץ) בשיעור השענות של 85%. מסכום זה מנוכים הוצאות רכישה נדחות במגזר החיים וחסכון ארוך טווח ונכסים לא מוחשיים אחרים נטו ממסים נדחים.

<sup>7</sup> בשיעור השענות של 60%

מהותיים לאורך מבנה האחזקות אנו לא מניחים שזו תבוצע בתרחיש הבסיס מה שיתמוך בהמשך בניית ההון העצמי. נציין, כי שמירה על מרווח הולם לאורך זמן ביחס לסף הרגולטורי מהווה תנאי מהותי להעלאת הדירוג, וזאת גם לאור התנדוטיות הצפויה של היחס.

### **פרופיל נזילות נמוך לדירוג בשל תמהיל הפעילות; גמישות פיננסית סבירה הנתמכת ביחסי סולבנסי 2 הולמים**

פרופיל הנזילות של החברה נמוך ביחס לדירוג ומשתקף ביחס שוטף של פי 1.0 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות בטווח בזמן הקצר וזאת בשל תמהיל הפעילות המוטה ביטוח כללי. עובדה זו משתקפת גם בכך שכ-75% מהתחייבויות החברה צפויות להיפרע ב-5 שנים הקרובות על פי נתוני 31 בדצמבר 2018. הגמישות הפיננסית של החברה סבירה לדירוג ונתמכת במרווח הולם ביחס לדרישה הרגולטורית. בנוסף נתמכת הגמישות הפיננסית ביחס שירות ריבית (רווח תפעולי להוצאות מימון) הולם כאשר המינוף המאזני (חוב<sup>8</sup> ל- CAP) גבוה יחסית ועמד על כ-44% ליום ה-30 ביוני 2019, אשר להערכתנו צפוי לעלות במקצת לאחר גיוס החוב הנחות בחודש אוגוסט 2019.

## **שיקולים מבניים**

### **מאפייני המכשירים הנחותים**

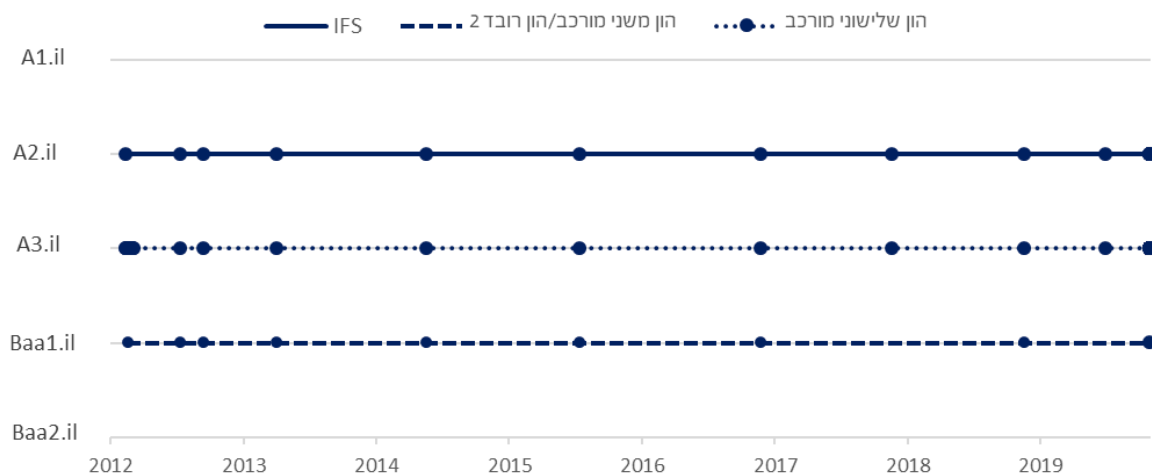
בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (שלישוני מורכב, משני מורכב ורובד 2) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), המשמש נקודת מוצא לדירוג מכשירי חוב שונים, שמבטחים מנפיקים. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייני החוזיים בהתחשב במידת הנדחות החוזית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול דעת המפקח על הביטוח). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה- IFS של המבטח לדירוג הון שלישוני מורכב והון משני מורכב/רובד 2, בהתאמה. הורדת הנוטשים מגלמת את הנחיתות המשפטית-חוזית של חובות אלו ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS), את מדרג הבכירות בין החובות הנחותים עצמם ואת השפעת מנגנוני ספיגת הפסדים הגלומים בהם. במכשירי הון רובד 2 אנו מעריכים, כי אי הודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות" הינה נמוכה בשל פער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

<sup>8</sup> ללא התחייבות בגין חכירה מימונית ונגזרים

### אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית שהתאגדה בשנת 1976, בבעלות מלאה של איילון החזקות בע"מ, חברה ציבורית, אשר נשלטת ע"י מר לוי יצחק רחמני (כ-67.3%). עיקר פעילותה של החברה הוא בעסקי הביטוח והפיננסים לתחומיהם השונים ובתחום ההשקעות, והיא מהווה אחת מבין חברות הביטוח הבינוניות בישראל. מנכ"ל החברה הינו מר אריק יוגב. החברה מחזיקה בבעלותה בסוכנות ביטוח המנהלת הסדרים פנסיוניים.

### היסטוריית דירוג



### דוחות קשורים

- [איילון חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות ביטוח- דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

### מידע כללי

04.11.2019	תאריך דוח הדירוג:
11.07.2019	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>