

איי.די.איי חברה לביטוח בע"מ¹

מעקב | אוגוסט 2017

אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג - אנליסט בכיר מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

¹ מר יוסף זינגר מחזיק [בעקיפין] 6.125% מהון המניות של מידרוג בע"מ ומכהן כדירקטור במידרוג בע"מ וכן כדירקטור חיצוני בחברת בצור שמיר אחזקות בע"מ המחזיקה בביטוח ישיר - השקעות בע"מ. אין למר יוסף זינגר כל נגיעה לדירוגים הנקבעים ע"י מידרוג בע"מ.

איי.די.איי חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	A2.il (hyb)	הון משני מורכב

מידורג מותירה על כנו דירוג של Aa3.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של איי.די.איי חברה לביטוח בע"מ (להלן - "החברה") ומותירה על כנו דירוג של A2.il(hyb) לכתבי ההתחייבות הנדחים (הון משני מורכב) שהנפיקה החברה באמצעות איי.די.איי הנפקות (2010) בע"מ. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	סוג ההון המוכר	מועד פירעון סופי
ב'	1121581	A2.il (hyb)	יציב	הון משני מורכב	01/12/2021
ג'	1127349	A2.il (hyb)	יציב	הון משני מורכב	15/12/2023
ד'	1133099	A2.il (hyb)	יציב	הון משני מורכב	15/07/2025

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי סביר, הנתמך בפיזור קווי עסקים הולם ובמודל הפעלה מבודל, התומכים ביכולת יצור ההכנסות והרווחים. לחברה פרופיל סיכון טוב ביחס לדירוג ומתאפיין בסיכון מוצרים נמוך לצד חשיפה נמוכה ללקוחות גדולים, אולם מושפע לשלילה מצרכי דיבידנדים משמעותיים של החברה האם. הפרופיל הפיננסי של החברה בולט לטובה ביחס לדירוג וביחס לקבוצת ההשוואה ונתמך באיכות נכסים טובה, רווחיות והלימות הון בולטות לטובה ובעלות פוטנציאל ספיגת הפסדים טוב ביחס לתרחישי מידורג. כמו כן, לחברה גמישות פיננסית הולמת ופרופיל נזילות סביר ביחס לדירוג.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בפיזור הולם של קווי העסקים, עם הטיה לביטוח כללי ובפרט לענפי הרכב, בסיס לקוחות רחב וקמעונאי, מותג חזק יחסית (בעיקר בענפי הרכב) ומודל הפעלה מבודל, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור ומתבטאים גם במדדי שימור לקוחות טובים. מנגד, מוגבל הפרופיל העסקי בשל גודלה של החברה, כפי שמשתקף בנתח שוק כולל במונחי פרמיות ברוטו נמוך יחסית אך במגמת צמיחה עקבית בשנים האחרונות, וכן בהיקף נכסים מנוהלים זניח. נציין, כי קיימת שונות גבוהה יחסית בין קווי העסקים, כאשר בביטוח כללי ובפרט בענפי הרכב החברה מאופיינת בנתחי שוק עודפים ביחס לגודלה.

ייחודיות החברה ויתרונה היחסי המרכזי נובע ממודל הפעלה והפצה מבודלים, אך יחד עם זאת, לדעת מידורג, הישענות החברה על ערוץ הפצה עיקרי מגביל במידה מסוימת את פוטנציאל הלקוחות שלה ואת היצע המוצרים, גם לאור העובדה כי סוכנים וסוכנויות הביטוח צפויים להמשיך להוות את ערוץ ההפצה המרכזי בענף ובעלי מאגרי לקוחות משמעותיים בטווח הזמן הקצר והבינוני ובפרט במוצרים ביטוחיים בעלי רמת מורכבות גבוהה יותר.

פרופיל הסיכון של החברה טוב ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך יחסית המשתקף ביחס פרמיות מענפי "זנב קצר" לסך פרמיות בביטוח הכללי ובריאות זמן קצר טוב יחסית, ושיעור עתודות ב"סיכון נמוך" בענפי החיים ובריאות זמן ארוך גבוהים יחסית וכן מחשיפה נמוכה לקולקטיבים ומבטחים גדולים. מנגד, פרופיל הסיכון של החברה מושפע לשלילה מצרכי דיבידנדים משמעותיים יחסית של ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ (להלן - "חברת האם"), כאשר שירות החוב בחברת האם מבוסס ברובו על דיבידנדים מהמבטח. לחברה איכות הנכסים טובה ביחס לדירוג ומתאפינת בתיק השקעות סולידי יחסית הכולל בעיקר החזקה במזומנים ופיקדונות בבנקים. אנו צופים שינוי מסוים בתמהיל התיק על חשבון נכסים אלה לטובת נכסים בעלי פוטנציאל תשואה גבוה יותר ובפרט המשך מיקוד בהשקעה בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריביות ופוטנציאל התשואות הנמוך.

הלימות ההון של החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג, כאשר על פי מודל ההון של מידורג לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון בולט לטובה ביחס לדירוג הנוכחי וביחס לענף (החברה עומדת בצורה טובה בתרחיש הקיצון החמור ביותר מתוך חמישה תרחישים) עם יחס הלימות הון של כ- 144% בתרחיש זה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל - נובעים מסיכונים ביטוחיים בענפי הרכב וסיכונים שוק בקשר עם תיק ההשקעות של החברה. כמו כן, עודף ההון המשמעותי תחת משטר ההון החדש (סולבנסי 2)

הינו בעל השפעה חיובית לדירוג ותומך בגמישות העסקית של החברה, ביכולתה להגדיל את היקף הפעילות, להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, לנצל יתרונות יחסיים מול מתחרים ואף להמשיך ולחלק דיבידנדים משמעותיים. להערכתנו, המיצוב ההוני של החברה צפוי להישמר ברמה דומה בטווח הקצר-בינוני לאור הצפי שלנו לכך שהכרית ההונית לא תגדל באופן משמעותי כאמור לאור היקפי חלוקת הדיבידנדים הצפויים מתוך הרווח החזוי והגידול בפעילות. מנגד, עודפי ההון הרגולטורים הצפויים עלולים להגדיל את תיאבון חלוקת הדיבידנדים ואף לגרור חלוקת דיבידנדים חד פעמית מעבר לרווח השוטף. תרחיש זה איננו חלק מתרחיש הבסיס של מידרוג ובמידה ויתרחש יפגום משמעותית בכרית ההונית הינו בעל השפעה שלילית על הדירוג.

כרית הרווחיות של החברה אמנם תנודתית כתוצאה מהשפעות אקסוגניות, אולם הינה טובה ביחס לדירוג ונשענת על יכולת חיתומית ויעילות תפעולית טובות ותלות נמוכה יחסית ברווחי השקעה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים כי הסביבה העסקית תיוותר מאתגרת בשנתיים הקרובות ותושפע מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. בתרחיש זה היקף הפרמיות מפעילות אורגנית יצמח בטווח של 15%-20% במצטבר בשנים 2017-2018 להערכתנו עם שונות בין הסגמנטים. זאת גם לאור יכולת הצעת הערך של החברה וגמישות התמחור הנובעת מהפרופיל העסקי כאמור, הצפויה לתמוך בהמשך הגידול בפעילות.

התפלגות הרווח תמשיך להיתמך בפיזור רחב, כאשר מחוללי הרווח העיקריים בתרחיש זה יהיו ענפי ביטוח חיים ובריאות, רכב רכוש ורכוש אחר. בתרחיש זה שיעורי הרווחיות צפויים להישחק בשוליים בטווח הזמן הקצר והבינוני (למעט שיפור ביחס לשנת 2016), גם כתלות בפוטנציאל יצור התשואה משוק ההון, כאשר יחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 15.0%-16.0% ו-3.0%-3.5%, בהתאמה, בטווח זמן זה.

אופק הדירוג היציב משקף את העובדה כי אנו צופים שהחברה תשמור על נתוני המפתח בטווח תרחיש הבסיס שלנו.

א.י.די.איי חברה לביטוח בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

2014	2015	2016	31/3/2016	31/3/2017	
3,621	3,738	4,110	3,829	4,192	סה"כ נכסים
483	532	533	455	524	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
160	168	101	23	41	סה"כ רווח (הפסד) כולל משוך לבעלי המניות של החברה
1,546	1,735	2,019	474	533	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
219	230	254	63	67	מתוכם בביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח
131	155	183	42	50	מתוכם בביטוח בריאות
1,196	1,349	1,582	370	416	מתוכם בביטוח כללי
1,457	1,642	1,925	451	506	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
90	52	84	2	15	סה"כ רווחי השקעה

יחסים מותאמים של מידרוג

35%	37%	42%	44%	46%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC מההון העצמי
20.5%	19.8%	11.7%	17.8%	14.6%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [1]
4.6%	4.6%	2.6%	3.7%	3.0%	תשואה על הנכסים [1]
44.7%	37.4%	40.9%	41.1%	41.4%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי
25.1x	17.7x	12.6x	13.7x	17.5x	רווח מותאם לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

[1] הנתונים התוצאתיים מתייחסים ל-12 חודשים אחרונים שהסתיימו ב-31 למרץ

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי סביר המוגבל בגודלה של החברה, מנגד לחברה פיזור קווי עסקים הולם ומודל הפעלה מבודל התומכים ביכולת ייצור ההכנסות

החברה הינה חברת ביטוח בינונית (המבטח השביעי בגודלו בישראל במונחי פרמיות ברוטו) ובעלת פרופיל עסקי סביר, הנתמך בפיזור הולם של קווי העסקים, עם הטיה לביטוח כללי ובפרט לענפי הרכב, בסיס לקוחות רחב וקמעונאי, מותג חזק יחסית (בעיקר בענפי הרכב) ומודל הפעלה מבודל, התומכים ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור ומתבטאים גם במדדי שימור לקוחות טובים. מנגד, מוגבל הפרופיל העסקי בשל גודלה של החברה, כפי שמשתקף בנתח שוק כולל במונחי פרמיות ברוטו נמוך יחסית אך במגמת צמיחה עקבית בשנים האחרונות (כ- 4% מסך שוק הביטוח המקומי, ליום ה- 31 במרץ 2017) ובעלת היקף נכסים מנוהלים זניח. נציין כי קיימת שונות גבוהה יחסית בין קווי העסקים, כאשר בביטוח כללי ובפרט בענפי הרכב החברה מאופיינת בנתחי שוק עודפים ביחס לגודלה (נתחי השוק של החברה ל- 31 במרץ 2017 בענפי רכב חובה ורכב רכוש עמדו על כ- 9% ו כ- 13%, בהתאמה). הפרופיל העסקי נתמך בפיזור קווי עסקים הולם, הכולל ספקטרום רחב יחסית של מוצרים ביטוחיים ותומך ביכולת ייצור ההכנסות לאורך המחזור, אולם עם הטיה לביטוח כללי כאמור, ובפרט לענפי הרכב, כאשר מגזר רכב רכוש מהווה מרכיב דומיננטי בתמהיל הפרמיות של החברה ונע בטווח של כ- 45%-50%, בשנים האחרונות. בחינת פיזור הרווחים תומכת גם כן בפרופיל העסקי, נוכח התפלגות הולמת של מקורות הרווח, הנתמכת בארבעה מגזרים משמעותיים לאורך זמן.

יחודיות החברה ויתרונה היחסי המרכזי נובע ממודל הפעלה והפצה מבודלים, כאשר המודל העסקי מתבסס על שיווק ישיר (ללא סוכנים), מאפשר לחברה לבצע חיתום דיפרנציאלי ושימוש באמצעים דיגיטליים ליצירת הצעת ערך תחרותית, תוך קיום קשר ישיר ומנוהל עם הלקוחות, שליטה במבנה ההוצאות וחיסכון בעלויות תפעוליות ותורם לרווחיות החיתומית הטובה, אשר מהווה כרית ביטחון כנגד גורמים אקסוגניים ובהם חשיפה לשוקי ההון, הפסדים ביטוחיים לא צפויים ובהם השפעות רגולטוריות ותחרות מחירים בחלק מהמגזרים. עובדה זו משתקפת בין השאר ביחס עמלות והוצאות שיווק לפרמיות ברוטו ממוצע של כ- 15% בשנים האחרונות, הבולט לטובה ביחס לענף. יחד עם זאת, לדעת מידרוג, הישענות החברה על ערוץ הפצה עיקרי מגביל במידה מסוימת את פוטנציאל הלקוחות שלה ואת היצע המוצרים, גם לאור העובדה כי סוכנים וסוכנויות הביטוח צפויים להמשיך להוות את ערוץ ההפצה המרכזי בענף ובעלי מאגרי לקוחות משמעותיים בטווח הזמן הקצר והבינוני ובפרט במוצרים ביטוחיים בעלי רמת מורכבות גבוהה יותר.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים כי החברה תשפר את מיצובה העסקי, גם בשל פוטנציאל צמיחה גבוה משל הענף, כך שהיקף הפרמיות המורווחות ברוטו מפעילות אורגנית יצמח בטווח של 15%-20% במצטבר בשנים 2017-2018 להערכתנו בהמשך למגמה של השנים האחרונות, עם שונות בין הסגמנטים. זאת גם לאור יכולת הצעת הערך של החברה וגמישות התמחור הנובעת מהפרופיל העסקי כאמור, הצפויה לתמוך בהמשך הגידול בפעילות.

בענף ביטוח החיים, אנו מניחים המשך צמיחה אורגנית כתוצאה מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית, וגיוס לקוחות חדשים (בעיקר ריסק ובפרט בביטוחי המשכנתא). במגזר הבריאות אנו מניחים התמתנות מסוימת בצמיחה בדומה לענף, אולם קצב הצמיחה יוותר גבוה יחסית, גם נוכח שיעור חדירה נמוך יחסית (ובפרט לחברה), תוך התמקדות בביטוחי פרט רווחיים יותר, כאשר מחד לחברה יש יתרון יחסי בהצעת הערך ביחס לפוליסה האחידה התומכת ביתרונות היחסיים של החברה ובמבנה ההוצאות שלה, אולם מאידך התגברות התחרות תמשיך ליצור לחץ על המחירים במגזר זה.

בביטוח הכללי אנו מניחים המשך גידול בנפח הפעילות בעיקר בענפי הרכב (חובה ורכוש), לאור הצפי שלנו להמשך גידול במסירות רכבים נטו בקצב גבוה מקצב צמיחת התמ"ג בשל סביבת המימון הנוחה.

פרופיל הסיכון טוב ביחס לדירוג ונתמך בסיכון מוצרים נמוך לצד חשיפה נמוכה ללקוחות גדולים, אולם מנגד מושפע לשלילה מתיאבון הדיבידנדים של החברה האם

החברה מאופיינת בסיכון מוצרים נמוך יחסית, הבולט לחיוב ביחס לענף, תומך ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יותר. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ- 70% מסך הפרמיות ברוטו לאורך זמן הינן בגין חוזי ביטוח עם "זנב קצר", אשר מאופיינים להערכתנו ברמת סיכון ביטוחי נמוכה יותר בהשוואה לחוזים "ארוכי זנב" בשל אי ודאות גבוהה יותר וגמישות עסקית נמוכה יותר כתוצאה מהשתנות הסביבה העסקית. בנוסף, החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי

באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה נמוכה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ- 3% מההון המוכר ליום ה- 31 בדצמבר 2016 ובדומה לשלוש השנים האחרונות.

שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך בולט לחיוב ועמד על כ- 65% נכון ל-31 בדצמבר 2016. יחס זה משקף פרופיל סיכון טוב, נוכח חשיפה נמוכה יחסית למנגנונים מבטיחי תוחלת חיים וביטוח סיעודי וללא חשיפה למנגנונים מבטיחי תשואה, החושפים את המבטחים לשינויים אקסוגניים משמעותיים אשר חלקם התממשו בשנים האחרונות. בטווח הקצר והבינוני אנו לא צופים שינוי משמעותי בתמהיל הפעילות כך שפרופיל הסיכון צפוי להיוותר יציב, למעט המשך גידול בפעילות ביטוחי בריאות הפרט כאמור, העשויה להוות מקור להמשך שיפור פיזור קווי העסקים.

בנוסף, נתמך פרופיל הסיכון בחשיפה נמוכה לקולקטיבים ומבטחים גדולים, חשיפה אשר עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכונים האשראי והסיכונים הענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. היקף החשיפה ללקוחות גדולים בחברה בולט לטובה לאורך זמן ועמד על כ- 3% מהפרמיות המורווחות ברוטו ליום ה- 31 בדצמבר 2016 וזאת למרות זכייתה של החברה במכרז החשכ"ל לביטוח כלי רכב של עובדי המדינה לשנת 2016 (ביחד עם עוד שני מבטחים), כאשר בשנת 2017 בחרה החברה שלא להשתתף במכרז.

מנגד, פרופיל הסיכון של החברה מושפע לשלילה מצרכי דיבידנדים משמעותיים יחסית של החברה האם, המדורגת A2.il באופן יציב, כאשר שירות החוב בחברת האם מבוסס ברובו על דיבידנדים מהמבטח. הצורך הנ"ל פוגם ביכולת בניית הכרית ההונית, כפי שמשתקף גם בהיקף חלוקת רווחים משמעותית (כ-90% מהרווח הכולל בממוצע בשנים 2014-2016), כאשר לחברה מדיניות חלוקה של לפחות 50% מהרווח הנקי. דבר זה הוביל לכך שהחברה לא הגדילה את הכרית ההונית בשנת 2016. בתרחיש הבסיס של מידורג הנחנו כי החברה תמשיך להוות מקור דיבידנדים העיקרי בחברת האם, ותחלק דיבידנדים בשיעור דומה לשיעור ההיסטורי מתוך הרווח הכולל.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים של החברה (הנתמכת בדרישות רגולטוריות) הולמת ביחס לפרופיל הסיכון. סיכונים תפעוליים המהווים מוקד סיכון מרכזי מנוהלים בצורה נאותה עם הקצאת משאבים מספקת. בשאר הסיכונים ובפרט בסיכונים פיננסיים נדרש המשך שיפור בכדי להלום את רמת הדירוג. יש לציין כי חלה התפתחות חיונית במדיניות ניהול הסיכונים בשנה האחרונה (מינוי CRO, הקצאת משאבים וכ"א). יישום מלא של דירקטיבת סולבנסי 2 צפוי גם הוא להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה (כמו גם בענף), ולתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמידת ההון הכלכלי, למרות שיהפוך תנודתי יותר. כאשר, העודף המשמעותי ביחסי סולבנסי 2 תומך בפרופיל הסיכון, בגמישות העסקית וביכולת החברה לבנות תהליכי ניהול סיכונים הולמים וללא לחצים רגולטוריים, אולם גם עלול לפגום באיזון שבין בעלי ההון לבעלי החוב ולהגביר את תיאבון הדיבידנדים של החברה האם נוכח עודפי הון משמעותיים.

איכות הנכסים טובה ביחס לדירוג

פרופיל השקעות הנוסטרו של החברה מעיד על תאבון סיכון נמוך ביחס לחברות בענף, עם יחס "נכסים בסיכון"² מותאמים להון מוכר, טוב ביחס לדירוג וביחס לענף (כ- 35% ל- 31 במרץ 2017) לאורך זמן. פרופיל זה נובע גם מאסטרטגיית החברה להתמקד ברווחיות חיתומית לצד שמירה על תיאבון סיכון שוק נמוך יחסית. אנו צופים, כי החברה תגדיל במידה מסוימת את תיאבון הסיכון בתיק ההשקעות וזאת לצורך גיוון מקורות הרווח, אולם הוא יוותר בטווח הולם ביחס לדירוג וטוב ביחס לענף בטווח הזמן הקצר והבינוני. תמהיל תיק הנוסטרו של החברה ל-31 במרץ 2017 כולל בעיקר החזקה במזומנים ופיקדונות בבנקים בשיעור של כ-50% והחזקה באג"ח מדינה בשיעור של כ-10%. שיעורי ההחזקה במזומן ופיקדונות גבוהים משמעותית ביחס לענף, אך כאמור אנו צופים שינוי מסוים בתמהיל התיק על חשבון נכסים אלה לטובת נכסים בעלי פוטנציאל תשואה גבוה יותר ובפרט המשך מיקוד בהשקעה בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריביות ופוטנציאל התשואות הנמוך.

² 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.

מדד היקף הנכסים הבלתי מוחשיים מההון העצמי הולם לדירוג (אך נמצא במגמת עלייה מסוימת לאורך השנים האחרונות), ועמד על כ-45% ל-31 במרץ 2017 ומשקף את פרופיל הפעילות של החברה המוטה ביטוח כללי, אשר גוזר היקף נמוך יחסית של הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוחי חיים וחסכון ארוך טווח, כאשר השווי הכלכלי של נכסים אלו אינו ודאי ובפרט בתרחישי קיצון. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי ביחס זה בטווח הזמן הקצר והבינוני, גם נוכח הערכתנו ליציבות מסוימת בתמהיל הפעילות, כאשר לא צפוי גידול משמעותי בכרית ההונית, כאמור.

הלימות ההון של החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג; כרית ההון לא צפויה להשתנות מהותית בטווח הקצר-בינוני

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה קיים עודף הון מותאם סיכון בולט לטובה ביחס לדירוג הנוכחי וביחס לענף (החברה עומדת בצורה טובה בתרחיש הקיצון החמור ביותר מתוך חמישה תרחישים) עם יחס הלימות הון של כ-144% בתרחיש זה. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה, כפי שנתפס במודל- נובעים מסיכונים ביטוחיים בענפי הרכב וסיכונים שוק בקשר עם תיק ההשקעות של החברה, כאשר פיזור הפעילויות והמתאמים ביניהם מקטינים את ההון הנדרש בכ-12% (ביחס לתרחיש החמור ביותר). אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית ליום ה-31 במרץ 2017 הכוללת הון ליבה בהיקף של כ-370 מיליון ש"ח, VIF מותאם בהיקף של כ-880 מיליון ש"ח וכריות ספיגה נוספות בהיקף של כ-350 מיליון ש"ח.

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 עמד ליום ה-31 במרץ 2017 על כ-13%, טוב ביחס לדירוג ולענף וצפוי להישחק בשוליים, להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח הצפי לגידול בפעילות וללא גידול תואם בכרית ההונית.

הלימות ההון הבולטת לטובה של החברה משתקפת גם בהלימות ההון הרגולטורית עם עודפי הון ביחס לדירקטיבת סולבנסי 2 (יחס כושר פירעון בשיעור של כ-206% על פי תרגיל ה-IQIS5), כאשר עודפי ההון ביחס להנחיות הקיימות עמדו על שיעור של כ-21% ל-31 במרץ 2017, ללא יכולת לגייס הון נחות נוסף. עודף ההון המשמעותי תחת משטר ההון החדש (סולבנסי 2) הינו בעל השפעה חיובית לדירוג ותומך בגמישות העסקית של החברה, ביכולתה להגדיל את היקף הפעילות, להוציא לפועל מהלכים אסטרטגיים, לנצל יתרונות יחסיים מול מתחרים ואף להמשיך ולחלק דיבידנדים משמעותיים. מידרוג מצפה כי החברה תמשיך לשמור על מרווח ביטחון משמעותי אל מול החסם הרגולטורי העתידי.

להערכתנו, המיצוב ההוני של החברה צפוי להישמר ברמה דומה בטווח הקצר-בינוני לאור הצפי שלנו לכך שהכרית ההונית לא תגדל באופן משמעותי כאמור לאור היקפי חלוקת הדיבידנדים הצפויים מתוך הרווח החזוי והגידול בפעילות. מנגד, עודפי ההון הרגולטורים הצפויים עלולים להגדיל את תיאבון חלוקת הדיבידנדים ואף לגרור חלוקת דיבידנדים חד פעמית מעבר לרווח השוטף. תרחיש זה אינו חלק מתרחיש הבסיס של מידרוג ובמידה ויתרחש, תוך שחיקה משמעותית בכרית ההונית וביחס ההון מותאם סיכון של מידרוג הינו בעל השפעה שלילית על הדירוג.

כרית הרווחיות נותרה טובה ביחס לדירוג; נשענת על יכולת חיתומית ויעילות תפעולית טובות ותלות נמוכה יחסית

ברווחי השקעה; הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בשנתיים הקרובות

החברה מאופיינת ברווחיות חיתומית עדיפה על הענף לאורך זמן, זאת בעיקר כתוצאה מחיתום דיפרנציאלי, יעילות תפעולית טובה (יחס הוצאות לפרמיות בשייר של כ-22% בממוצע בשנים 2014-2016 לעומת כ-27% בענף), נוכח שליטה במבנה ההוצאות ובשל מודל ההפצה הישיר, המהווה את ייחודה של החברה ביחס לחברות אחרות. אלו משתקפים, במדד משולב דומיננטי ביחס למתחרות ונמוך מ-100% לאורך זמן, התומך ברווחיות טובה בענפי הביטוח הכללי (רווח כולל לפרמיה של כ-10% בממוצע באותן שנים, לעומת כ-5% בקבוצת ההשוואה), שאפשרה לחברה להציג רווחיות עודפת לענף, נוכח הסביבה העסקית המאתגרת. כרית הרווחיות של החברה, המהווה קו הגנה ראשון כנגד הפסדים צפויים ושאנם צפויים, אמנם תנודתית כתוצאה מהשפעות אקסוגניות, אולם הינה טובה ביחס לדירוג ולאורך המחזור וביחס לפרופיל הסיכון של החברה. רווחיות זאת משתקפת ביחסי ה-ROC וה-ROA שנתו בטווח רחב אבל הולם של 11.7%-20.5% ו-2.6%-4.6%, בהתאמה בשלוש השנים האחרונות ותפסו גם אירועים חריגים ובהם השפעות וועדת

וינוגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו וצפויות להמשיך ולהשפיע על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות, כאשר התאמת המחיר מוגבלת.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2017-2018, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, בדומה לשנתיים הקודמות, אשר תעיב על ענף הביטוח ובפרט על פוטנציאל יצור הרווחים ויכולת בנית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. הסביבה העסקית תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג מתונה יחסית, סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, ובפרט בענף הבריאות אשר צמח בצורה משמעותית בשנים האחרונות וצפוי להמשיך ולצמוח, אולם בקצב מתון יותר. בנוסף, תמורות רגולטוריות שבוצעו בענף לאחרונה, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה, צפויות להגביר את תחרות המחירים וללחוץ על הרווחיות בענף זה.

אנו צופים שבמגזר הבריאות הרווחיות החיתומית של החברה תיותר טובה ביחס לענף, אך תשחק במידה מסוימת נוכח הצמיחה בפעילות והסביבה התחרותית. בענף הביטוח הכללי רמת התחרות תישאר גבוהה יחסית ושיעורי הרווחיות החיתומית של החברה יוסיפו להיות טובים ביחס לענף אם כי יורעו בשוליים, גם בשל השפעות רגולטוריות וזאת למרות עליית מחירים שתתרחש להערכתנו בעיקר בענפי הרכב והצפי שלנו לשיפור החיתום. עובדה זו תשתקף ביחס משולב (Combined Ratio) שיוותר מתחת ל- 100% בתקופת התחזית, כאשר אנו לא צופים השלמת רזרבות משמעותית נוספת, גם נוכח צפי להיעדר ירידה מהותית נוספת בעקום הריבית כאמור. בתרחיש זה פוטנציאל הרווח יוותר טוב יחסית, גם מכיוון שהחברה ממוצבת טוב יותר להתמודד עם התחרות ופוטנציאל הצמיחה שלה גבוה בחלק מהסגמנטים. התפלגות הרווח תמשיך להיתמך בפיזור רחב, כאשר מחוללי הרווח העיקריים בתרחיש זה יהיו ענפי ביטוח חיים ובריאות, רכב רכוש ורכוש אחר. שיעורי הרווחיות בטווח הזמן הקצר והבינוני צפויים להשתפר ביחס לשנת 2016, אולם יוותרו נמוכים יותר ביחס לשנים קודמות, גם כתלות בפוטנציאל יצור התשואה משוק ההון, כאשר יחסי ה-ROC וה-ROA צפויים לנוע בטווח שבין 15.0%-16.0% ו-3.0%-3.5%, בהתאמה, בטווח זמן זה. בשקלול יחסי הרווחיות שלנו עם התחזית ולאור תוצאות השנים הקודמות המשקפות מחזור עסקים לתפיסתנו, אנו מעריכים את רווחיות החברה כטובה ביחס לדירוג.

גמישות פיננסית הולמת לדירוג המושפעת מחד ממינוף מאזני גבוה יחסית, ומאידך נתמכת ביחס שירות ריבית בולט

לטובה; פרופיל הנזילות סביר ביחס לדירוג

לחברה גמישות פיננסית הולמת לדירוג המתאפיינת מחד ביחס שירות ריבית בולט לטובה נוכח יכולת יצור הרווחים השוטפים, אשר צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 17.5-18.0 בשנות התחזית, וביחסי סולבנסי 2 גבוהים משמעותית מהדרישה הרגולטורית כאמור. מנגד הגמישות מושפעת לשלילה ממינוף מאזני גבוה יחסית, כפי שמשקף ביחס חוב ל-CAP של כ-41% ליום ה-31 במרץ 2017. יחס זה צפוי להשתפר בטווח הזמן הבינוני כתוצאה ממעבר ליחסי סולבנסי 2 כאשר החברה לא תידרש למחזר חוב בטווח זמן זה. נזילות החברה סבירה ביחס לדירוג ומשתקפת ביחס שוטף של כ-1.2 בין מלאי הנכסים הנזילים המשוקללים לבין ההתחייבויות הביטוחיות והפיננסיות הצפויות להיפרע בטווח זמן הקצר והבינוני. זאת לאור תמהיל העסקים של החברה, המוטה ביטוח כללי, שבו באופן טבעי רוב ההתחייבויות צפויות להיפרע בטווח זמן זה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור הפרופיל העסקי, תוך שמירה על שיעורי הצמיחה ושימור הרווחיות החיתומית
- המשך בניית הכרית ההונית ביחס לפרופיל הסיכון של החברה

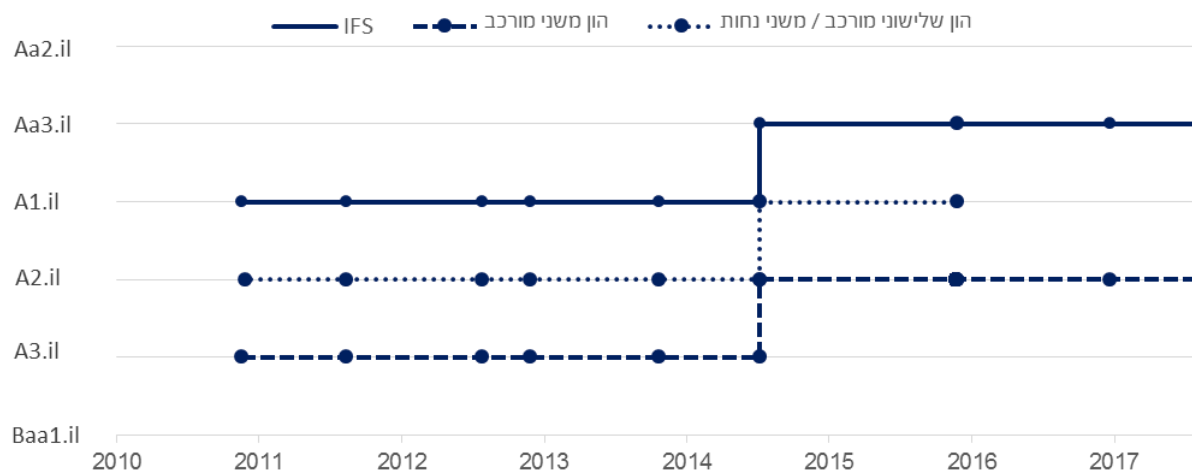
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול משמעותי בשיעור החשיפה לנכסים בסיכון גבוה בתיק הנוסטרו
- מעבר לאסטרטגיית צמיחה בהיקף הפעילות על חשבון הרווחיות החיתומית
- המשך חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתביא לשחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה

אודות החברה

החברה פעילה בעסקי הביטוח בישראל (ביטוח כללי, ביטוח חיים וביטוח בריאות), ופועלת במודל עסקי המבוסס שיווק ישיר ללא סוכני ביטוח. מנכ"ל החברה הינו מר רביב צולר. בעלי המניות בחברה הינם - ביטוח ישיר השקעות פיננסיות בע"מ (להלן - "החברה האם") כ-48%, קרן ההשקעות Battery Ventures המחזיקה בכ-3%, והציבור המחזיק בכ-48.5% ממניות החברה. בנוסף לאחזקותיה בחברה, מחזיקה חברת האם במימון ישיר בע"מ (כ-62%), ואדגר השקעות ופיתוח בע"מ (כ-59%), המוחזקת בשיעור של כ-11% ישירות ע"י צור שמיר אחזקות בע"מ. החברה מחזיקה בבעלות מלאה את איי.די.איי הנפקות (2010) בע"מ אשר הוקמה במטרה לגייס מקורות בישראל עבור החברה באמצעות הנפקות של כתבי התחייבות נדחים ו/או שטרי הון אשר תמורתן תופקד בחברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[איי.די.איי חברה לביטוח בע"מ - מעקב - דצמבר 2016](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות ביטוח - יולי 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

10.08.2017	תאריך דוח הדירוג:
21.12.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
17.11.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
איי.די.איי חברה לביטוח בע"מ	שם יוזם הדירוג:
איי.די.איי חברה לביטוח בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

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 סיכונים 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות 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 בייעוץ 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>