

# איילון חברה לביטוח בע"מ

מעקב | נובמבר 2018

## אנשי קשר:

אילאיל שטנר - אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית  
[ilil@midroog.co.il](mailto:ilil@midroog.co.il)

עומר פורמברג - ראש צוות, מעריך דירוג משני  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

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

---

## איילון חברה לביטוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
אופק דירוג: יציב	A3.il (hyb)	הון שלישוני מורכב <sup>1</sup>
אופק דירוג: יציב	Baa1.il (hyb)	הון משני מורכב והון רובד 2 <sup>1</sup>

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. אופק הדירוג יציב. דירוגי החובות הנחותים מגלמים 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 ההפסדים הגלומים בהם.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי סביר הנתמך בפיזור קווי העסקים טוב התומך 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. הפרופיל הפיננסי של החברה מאופיין באיכות הנכסים הולמת לדירוג וכרית הונית סבירה ביחס לסיכונים אליהם חשופה החברה. חל שיפור מסוים בפוטנציאל בניית הכרית ההונית בשל צפי לשיפור ביכולת ייצור הרווח בטווח התחזית ולמרות שהאחרון ימשיך להיות מושפע במידה רבה מגורמים אקסוגניים. לחברה פרופיל נזילות וגמישות פיננסית נמוכים יחסית לדירוג. על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג הנוכחי, כאשר החברה עומדת בצורה גבולית בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה, על בסיס נתוני 30 ביוני 2018. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל-נובעים מסיכונים ביטוחיים בביטוח כללי ובפרט בענפי הרכב והחביוות וכן מסיכונים שוק בגין ההשקעות. כמו כן, בהתאם להוראות סולבנסי 2 עמד יחס ה-SCR ליום ה-31 בדצמבר 2016 עמד על כ-111% ו-173% (ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה, בהתאמה). נציין, כי יחס זה לא לוקח בחשבון את השפעת פעילות החברה ותוצאותיה בשנת 2017 ובמחצית הראשונה של שנת 2018, כאשר החברה גם נקטה במספר פעולות לצורך שיפור הלימות ההון, הכוללות הזרמה הונית מהחברה האם, שימוש בעסקאות ביטוח משנה ומיזוג פעילות הגמל והפנסיה למיטב דש פנסיה.

בתחזית שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת במקטעים מסוימים, אשר תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.5% עד 3.7% בשנים 2018-2019), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנוודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו וביחד עם עלייה צפויה בשכר הריאלי, ימתנו 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% ביחס לשנת 2017, עם שונות בין המגזרים השונים, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע להערכתנו בעיקר מענפי הבריאות והחיים. שיעורי הרווחיות (ROA ו-ROC) צפויים להשתפר ולנוע בטווח שבין 3.0%-4.5% ו-0.2%-0.4%, בהתאמה בטווח התחזית. יחסים אלו סבירים ביחס לדירוג.

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

<sup>1</sup> מידרוג מדרגת מספר הלוואות פרטיות לחברה מהסוגים הבאים: הון שלישוני מורכב (A3.il (hyb)), משני מורכב ורובד 2 (Baa1.il(hyb)).

איילון חברה לביטוח בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	30.06.2017	30.06.2018	
8,427	8,858	10,521	11,488	10,892	11,871	סה"כ נכסים
618	616	613	579	595	602	סה"כ הון המשוך לבעלי המניות של החברה
74	8	(58)	20	37	23	סה"כ רווח כולל משוך לבעלי המניות של החברה
2,215	2,462	2,747	3,011	1,455	1,507	סה"כ פרמיות שהורווחו ברוטו
505	515	556	617	298	324	מתוכם בביטוח חיים וחסכון ארוך טווח
208	266	342	423	207	234	מתוכם בביטוח בריאות
1,502	1,681	1,849	1,971	949	949	מתוכם בביטוח כללי
2,184	2,036	1,168	1,934	932	928	סה"כ פרמיות שהורווחו בשייר
293	121	220	337	132	124	סה"כ רווחי השקעה

יחסים מותאמים של מידרוג

54%	60%	40%	44%	42%	44%	נכסים בלתי מוחשיים ו-DAC מההון העצמי
7.8%	0.8%	-5.4%	1.9%	6.8%	4.3%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [1]
0.9%	0.1%	-0.6%	0.2%	0.7%	0.4%	תשואה על הנכסים (ROA) [2]
42%	45%	44%	49%	47%	46%	חוב מותאם לחוב מותאם והון עצמי [3]
7.1x	3.1x	0.5x	0.6x	3.4x	8.0x	רווח לפני ריבית ומס (EBIT) להוצאות ריבית

[1] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנתי  
 [2] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנתי  
 [3] החוב המותאם כולל התחייבויות פיננסיות והתחייבויות בגין הטבות לעובדים, נטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

**פרופיל עסקי סביר הנתמך בפזור קווי עסקים טוב התומך ביכולת ייצור ההכנסות, אולם מוגבל בגודלה של החברה**

החברה הינה חברת ביטוח בינונית (המבטח השישי בגודלו בישראל לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו) ובעלת פרופיל עסקי סביר, הנתמך בפזור טוב של קווי העסקים, עם הטיה לכיוון ביטוח כללי, אולם ריכוזיות הלקוחות עודנה גבוהה יחסית ופוגמת בנראות ההכנסות. הפרופיל העסקי מוגבל בשל יציבות לקוחות שאינה בולטת לטובה ובשל גודלה של החברה, כפי שמתבטא בנתח שוק כולל נמוך לאורך זמן במונחי פרמיות ברוטו (כ- 5% מסך שוק הביטוח המקומי ליום ה- 30 ביוני 2018 ולאורך זמן) ובהיקף נכסים מנוהלים כולל קטן יחסית. עם זאת, בענפי הביטוח הכללי החברה מאופיינת בנתחי שוק משמעותיים ועודפים ביחס לגודלה לאורך זמן (בעיקר בתחומי הרכב חובה, רכב רכוש וחבויות עם נתחי שוק של כ- 9%, 13% ו-13%, בהתאמה, בממוצע בשנים 2015-2017). יכולת השמירה על נתחי השוק מתבססת גם על ביטוחי קולקטיבים ועסקים גדולים, כאשר הלקוחות מאופיינים ביתרון לגודל המתבטא גם במחיר, כאשר פוטנציאל ייצור ההכנסות עשוי להיפגם משמעותית, נוכח עזיבת לקוח מהותי. למרות זאת, יש לציין, כי אסטרטגיית החברה הממוקדת רווחיות מהווה נקודה חיובית לדירוג ומתבטאת גם בטיוב מסוים של תיק הלקוחות, תוך העלאת מחירים גם ללקוחות גדולים, כאשר החברה הקטינה במידה מסוימת את שיעור החשיפה ללקוחות גדולים בענף הביטוח הכללי.

החברה מספקת את מרבית מוצרי הביטוח, כאשר פיזור העסקים של החברה טוב ביחס לדירוג, כאמור. הפיזור העסקי מתאפיין בארבעה קווי עסקים מהותיים מסך הפרמיות, אולם עדיין מוטה לביטוח כללי, כאשר פיזור הרווחים מתון יותר.

בטווח התחזית לשנים 2018-2019 אנו מעריכים כי החברה תשמר את מיצובה העסקי, תוך הגדלת הפרמיות המורווחות בשיעור מצטבר של כ-12%-8% ביחס לשנת 2017, עם שונות בין המגזרים השונים, כאשר פוטנציאל הצמיחה ינבע להערכתנו בעיקר מענפי הבריאות והחיים (בעיקר ריסק). אנו צופים המשך סביבת מאקרו תומכת, הכוללת צמיחה יציבה יחסית (3.5%-3.7% בשנים 2018-2019) ויציבות בשיעור האבטלה, אשר צפויים לתרום להמשך עלייה בשכר הריאלי. לאור זאת, במגזר ביטוח חיים וחסכון ארוך טווח אנו מעריכים שהחברה תצמח בקצב גבוה במקצת ביחס לתמ"ג, בעיקר בשל הפקדות שוטפות ובשל הערכתנו להמשך עליה מסוימת בשכר הריאלי, כאמור. בנוסף, החברה רכשה את פעילותה של פסגות חברה לביטוח בע"מ (להלן: "פסגות"), הכוללת בעיקר פוליסות ביטוח חיים (ריסק בלבד), פוליסות אובדן כושר עבודה ופוליסות חיסכון. היקף הפרמיות השנתיות לפעילות זו מוערכות בכ- 40 מיליון ₪ בשנה. השלכות הרכישה יקבלו ביטוי החל מהרבעון השלישי של השנה.

במגזר הבריאות 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. פוטנציאל התמיכה ייתמך בשיעור חדירה משקי נמוך יחסית, כאשר מנגד המשך התחרות בענף ומבנה הפוליסה האחידה ימשיכו ליצור לחץ מחירים מסוים במגזר זה.

במגזר הביטוח הכללי אנו מעריכים כי החברה תציג עליה מצטברת של כ- 9%-7% בהיקף הפרמיות בתקופת התחזית, עם שונות בין המגזרים, זאת על רקע המשך התגברות התחרות בענף, תמורות רגולטוריות וגמישות מחיר מוגבלת. כמו כן, שיעורי הרווחיות החיתומיות של החברה אינם בולטים לטובה ביחס לממוצע בענף, כפי שמשקף ביחס משולב בשייר מעל 100%, אולם אלה צפויים להיות מושפעים לחיוב מפעילות החברה לטיוב תיק הביטוח הכללי.

אנו סבורים, כי בדומה לשאר החברות בענף, החברה תפעל בשנים הקרובות לגנון את מודל ההפצה שלה ואת הצעת הערך ללקוחות ע"י פיתוח ערוצי הפצה דיגיטליים גם כדי לשלוט בצורה טובה יותר במבנה ההוצאות וברווחיות החיתומיות. עם זאת בטווח הזמן הקצר והבינוני, להערכתנו ערוצי השיווק וההפצה העיקריים של החברה יותרו סוכני וסוכנויות ביטוח, כאשר החברה גם משווקת 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 ביכולת החיתום ומקטין את הסיכון הביטוחי, נוכח רמת ודאות גבוהה יחסית. בביטוח הכללי ובריאות לזמן קצר כ- 58% מסך הפרמיות ברוטו ב-12 החודשים האחרונים שהסתיימו ב-30 ביוני 2018 ולאורך 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.

החברה מגדרת את הסיכונים הביטוחיים בחלק מהמגזרים בענף הביטוח הכללי באמצעות מבטחי משנה בדירוגים גבוהים עם חשיפה בשייר נמוכה יחסית בקרות אירוע קטסטרופה, אשר עמדה על כ-1% מההון העצמי ליום ה-31 בדצמבר 2017.

בביטוחי החיים והבריאות לזמן ארוך שיעור העתודות ב"סיכון נמוך" כהגדרתנו בולט לחיוב ביחס לדירוג, ועמד על כ-55% נכון ל-31 בדצמבר 2017. 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 ומבטחים גדולים, המהווים כ-38% מסך הפרמיות ברוטו בשנת 2017 ושיעור דומה מסך הפרמיות בביטוח כללי לאותו המועד, אולם יחס זה השתפר ביחס למועד המעקב האחרון (בו עמד על שיעור של כ-47%). חשיפה זו עלולה להעצים את הסיכונים הביטוחיים, סיכוני האשראי והסיכונים הענפיים לאורך המחזור ומגבילה את התמחור מותאם הסיכון, נוכח יתרונות לגודל של הלקוחות. להבנתנו, החברה פועלת לטיוב התיק הביטוחי, העלאת מחירים והגדלת פעילות מול לקוחות פרטיים, עובדה אשר צפויה לתמוך בטווח הבינוני-ארוך בפיזור הסיכונים ובכרית הרווחיות וההון.

להערכתנו, מדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי הבקרה של החברה הולמים ביחס לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות ובדירקטוריון אקטיבי, כאשר יישום מלא של דירקטיבת סולבנסטי 2 צפוי להמשיך ולשפר את תהליכי ניהול הסיכונים בחברה, כמו גם בענף, לתמוך בשיפור פרופיל הסיכון לאורך זמן ובמדידת ההון הכלכלי. נציין, כי ההון הכלכלי יחסי ההון צפויים להיות תנודתיים יותר תחת משטר זה. כמו כן, נציין כי פרופיל הסיכון של החברה מושפע לחיוב מהיעדר לחץ משמעותי לחלוקת דיבידנדים לאיילון החזקות בע"מ (להלן: "החברה האם"), אשר ביצעה גיוס אג"ח וגיוס הון בחודש אפריל 2018 ולה מספר מקורות תזרימיים נוספים לצורך שירות החוב (בעיקר נכסי נדל"ן).

## 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>2</sup> מותאמים להון המוכר של כ-78% ל-30 ביוני 2018, אשר נמצא במגמת עליה לאורך השנים האחרונות (בשנת 2016 עמד על כ-66%), ומעיד על עלייה מסוימת בתיאבון לסיכון.

תמהיל ההשקעות בתיק הנוסטרו ליוני 2018 כולל בעיקר אג"ח ממשלתי בשיעור של כ-43%, אג"ח קונצרניות בדירוג גבוה בשיעור של 16% והשקעות בנדל"ן ומקרקעין בשיעור של כ-14%, כאשר יתר ההשקעות מפוזרות ופחות מהותיות. להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בתמהיל התיק בטווח התחזית, תוך המשך מיקוד בנכסים לא סחירים, נוכח סביבת הריבית הנוכחית המייצרת אתגר בשימור פוטנציאל התשואה.

שיעור הוצאות רכישה נדחות (DAC) בביטוח חיים (ללא עסקת ביטוח משנה על ה-DAC שנעשתה במהלך שנת 2018) וסך הנכסים הבלתי מוחשיים, אשר מאופיינים בשווי "רך יותר" מתוך ההון העצמי בולט לטובה ביחס לדירוג ועמד על כ-44% ל-30 ביוני 2018 (וכ-25% פרופורמה לעסקת ביטוח משנה שהקטינה את ה-DAC בכ-120 מיליון ש"ח בחודש אפריל 2018). אנו מעריכים כי לא יחול שינוי משמעותי ביחס בטווח התחזית, כאשר לצד הצמיחה הצפויה בפעילות ביטוח החיים צפוי שיפור מסוים בכרית ההונית.

## כרית הרווחיות אינה בולטת לטובה ביחס לדירוג; צפי לשיפור מסוים בטווח התחזית

החברה מאופיינת ברווחיות תנודתית בשנים האחרונות גם בשל הסביבה העסקית המתאגרת, חשיפת הענף והחברה בתוכו לגורמים אקסוגניים ובפרט לשוק ההון וכן היעדר רווחיות חיתומית משמעותית (גם כתוצאה מהתערבויות רגולטוריות ומאפייני בסיס הלקוחות). כך, יחסי ה-ROC וה-ROA של החברה נעו בטווח רחב יחסית שבין 7.8% ל-5.4% ובין 0.9% ל-0.6% בהתאמה, בשנים 2014-2017. תנודתיות זו נבעה בין היתר, גם מהשפעות וועדת יונגרד על ריבית ההיוון בתביעות הביטוח לאומי, אשר השפיעו וצפויות להמשיך ולהשפיע על הרווחיות החיתומית בענפי רכב חובה וחבויות. כמו כן, הסתמכות החברה על קולקטיבים גדולים מהווה משקולת לרווחיות, אולם החברה פעלה לטיוב התיק גם בדרך של אי חידוש קולקטיבים הפסדיים והעלאת תעריפים, אשר צפויים לתרום במידה מסוימת לשיפור הרווחיות החיתומית.

בתחזית שלנו לשנים 2018-2019, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת במקטעים מסוימים, אשר תמשיך להיות מושפעת להערכתנו מצמיחת תמ"ג יציבה יחסית (3.5% עד 3.7% בשנים 2018-2019), סביבת ריבית ואינפלציה נמוכות, יציבות מסוימת בתלילות העקום לצד תשואות תנודתיות בשוק ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, המעודד תחרות ומייצר עלויות נוספות במקטעים מסוימים. מנגד, שיעורי החדירה צפויים להמשיך ולצמוח להערכתנו, כך שימתנו במידה מסוימת את התחרות בשוק.

בענף ביטוח החיים וחסכון ארוך טווח אנו צופים המשך תנודתיות ברווחיות בשנות התחזית, נוכח חשיפה לגורמים אקסוגניים הכוללים את תנודתיות עקום הריבית והתשואות בשווקים, כאשר נקודת התמיכה המרכזית להערכתנו הינה יציבות מסוימת בעקום הריבית (היעדר צפי לירידה משמעותית). בענף ביטוחי הבריאות אנו מעריכים כי החברה תתמקד בביטוחי פרט וכן בקולקטיבים רווחיים יותר, אולם חשיפת הענף לתמורות רגולטוריות, לרבות יצירת מבנה של פוליסה אחידה, צפויות להגביר את תחרות המחירים וללחוץ על הרווחיות בענף זה.

בענף הביטוח הכללי יחול להערכתנו שיפור מסוים בתוצאות החיתומיות ביחס לשנת 2017, לאור טיוב בתיק, התמקדות בפעילות מול לקוחות פרטיים, לצד העלאת תעריפים מסוימת ואי חידוש חוזים הפסדיים בעסקי קולקטיב והעברת חלק מהותי מעסקי רכב חובה למבטחי משנה לאור המיקוד האסטרטגי של החברה. עם זאת רמת התחרות תיוותר גבוהה יחסית ושיעורי הרווחיות החיתומית יוותרו מתונים גם בשל השפעות רגולטוריות.

בתרחיש זה יחסי ה-ROC וה-ROA ינועו בטווח של 3.0%-4.5% ו-0.2%-0.4%, בהתאמה בטווח התחזית. יחסים אשר סבירים ביחס לדירוג.

<sup>2</sup> נכסים בסיכון גבוה מוללים 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.

### כרית ההון סופגת הפסדים בצורה סבירה; צפי לשיפור מסוים בפוטנציאל בניית כרית ההון בטווח הזמן הקצר

על פי מודל ההון של מידרוג, לחברה עודף הון מותאם סיכון סביר ביחס לדירוג הנוכחי כאשר החברה עומדת בצורה גבולית בתרחיש הקיצון השלישי בחומרתו מתוך חמישה, על בסיס נתוני 30 ביוני 2018. הסיכונים העיקריים אליהם חשופה החברה כפי שנתפס במודל - נובעים מסיכונים ביטוחיים בביטוח כללי ובפרט בענפי הרכב והחבויים וכן מסיכונים שוק בגין ההשקעות. אל מול סיכונים אלה לחברה כרית הונית כלכלית הכוללת הון עצמי מותאם ליום ה-30 ביוני 2018 בהיקף של כ-715 מיליון ש"ח (מתוכו כ-430 מיליון ש"ח הון עצמי מוחשי) ו-VIF מותאם בהיקף של כ-420 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 נמצא במגמת שחיקה בשנים האחרונות, כתוצאה מגידול בפעילות וללא גידול תואם בכרית הונית ועמד ליום ה-30 ביוני 2018 על כ-6%, וצפוי להישאר ברמה דומה להערכתנו בטווח הקצר-בינוני.

בחודש יוני 2017 פורסמו הוראות עדכניות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות ביטוח מבוסס סולבנסי 2 ("ההוראות החדשות"). לפיהן חברת ביטוח תקיים משטר כושר פירעון כלכלי בהתאם להוראות כאמור. יחס כושר פירעון בהתאם להוראות החדשות (SCR) ליום ה-31 בדצמבר 2016 עמד על כ-111% ו-173% (ללא ועם התחשבות בתקופת הפריסה, בהתאמה). לחברה עודף הון של כ-495 מיליון ש"ח, על פי אבני הדרך בתקופת הפריסה<sup>3</sup>. נציין כי יחס זה לא לוקח בחשבון את השפעת פעילות החברה ותוצאותיה בשנת 2017 ובמחצית הראשונה של שנת 2018, כאשר החברה גם נקטה במספר פעולות לצורך שיפור הלימות ההון, הכוללות הזרמה הונית מהחברה האם, שימוש בעסקאות ביטוח משנה ומיזוג פעילות הגמל והפנסיה עם מיטב דש פנסיה. להערכתנו, פוטנציאל בניית כרית ההון השתפר ביחס להערכתנו הקודמת ונגזר מהשיפור הצפוי ברווחיות, כאמור. נציין, כי החברה טרם קבעה יעד הון לחלוקת דיבידנדים וכי בטווח התחזית לא הבאנו בחשבון שתבצע חלוקה. מידרוג מצפה, כי החברה תפעל לשמר מרווח הוני הולם אל מול החסם הרגולטורי, נוכח התנדטיות הצפויה של היחס.

### פרופיל נזילות וגמישות פיננסית נמוכים ביחס לדירוג

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. להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני, החברה תפעל לגיוס הון רובד 2 ותמחזר חלק מההתחייבויות הפיננסיות שלה בהתאם לגריעתם כהון מוכר רגולטורי. הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה ביחס לדירוג, ומתאפיינת ביחס מינוף מאזני (חוב ל-CAP) של כ-46% ליום ה-30 ביוני 2018, אשר להערכתנו לא צפוי להשתנות מהותית בטווח הזמן הקצר-בינוני. מנגד, נציין כי העמידה ביחס סולבנסי 2 הסופי תומכת בגמישותה הפיננסית של החברה גם לאור פיזור הפעילויות.

## שיקולים מבניים

### מאפייני המכשירים הנחותים

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, דירוג החובות הנחותים (הון שלישוני מורכב, משני מורכב ורובד 2) מתבסס על דירוג האיתנות הפיננסית של המבטח (IFS) ומשמש נקודת מוצא לדירוג מכשירי חוב שונים שמבטחים מנפיקים. לאחר מכן אנו מבצעים התאמת דירוג לסיכון האשראי של מכשיר החוב הנחות לפי מאפייניו הספציפיים ומיקומו על סולם שבין חוב להון - בהתחשב במידת הנדחות המבנית של המכשיר, מנגנוני ספיגת הפסדים בתנאי המכשיר ואי הודאות בנוגע לנקודת הפעלתם (בטריגר החוזי, או לפי שיקול הדעת של המפקח על הביטוח). אנו מפחיתים רמת דירוג אחת (נוטש) ושתי רמות דירוג (נוטשים) מה-IFS של המבטח לדירוג הון שלישוני

<sup>3</sup> ההון הנדרש לכושר פירעון של חברת ביטוח בתקופה שתחילתה ביום 30 ביוני 2017 וסיומה ביום 31 בדצמבר 2024 יעלה בהדרגה ב-5% בכל שנה החל מ-60% מה-SCR ועד למלוא ה-SCR.

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 ההפסדים הגלומים בהם. במכשירי הון רובד 2 אנו מעריכים כי אי הוודאות לגבי הסבירות להגעה ל"נסיבות המשהות"<sup>4</sup> הינה נמוכה בשל פער מהותי מיחס כושר הפירעון הנוכחי והצפוי של החברה ולפיכך לא גולמה בהורדת נוטש נוסף.

---

<sup>4</sup> הון נדרש ל"נסיבות משהות" מוגדר כ-80% מיחס כושר הפירעון בתקופת הפריסה לפי חוזר סולבנסי. נכון ל-31 בדצמבר 2017 יחס זה עומד על 52%.

**אופק הדירוג**

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

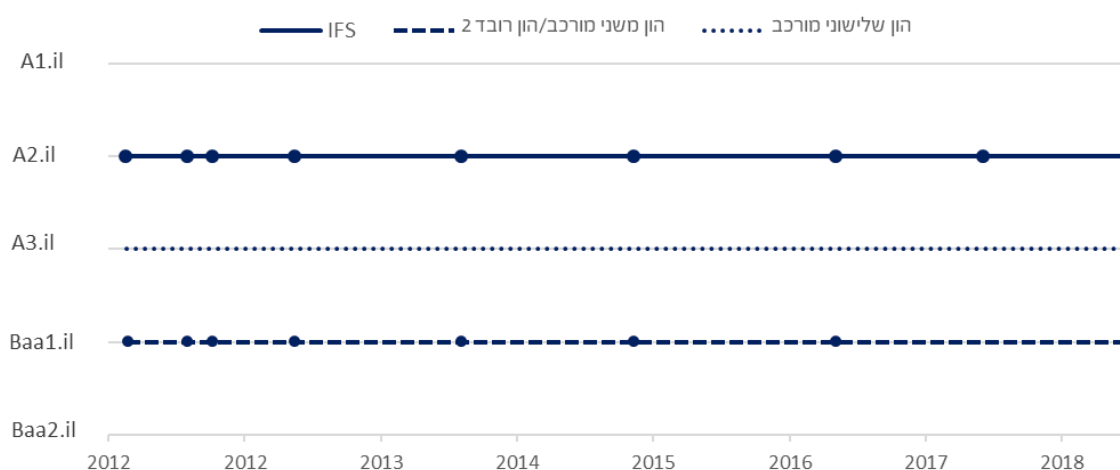
- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי, כפי שיתבטא בנתחי שוק, היקף הפרמיות בכלל תחומי הפעילות ויציבות בסיס הלקוחות
- שיפור מתמשך ומשמעותי ברווחיות החיתומית, תוך הקטנת התלות ברווחים מהשקעות
- שיפור משמעותי בהלימות ההון

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

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

**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](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



**מידע כללי**

21.11.2018	תאריך דוח הדירוג:
22.11.2017	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 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 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>