

ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ

מעקב | מאי 2024

אנשי קשר:

אביאור דגן
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
avior.dagan@midroog.co.il

צביקה ארליכמן
אנליסט, מעריך דירוג משני
Tzvika.e@midroog.co.il

מוטי ציטרין, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים, מימון מובנה ושירותים נוספים
moty.c@midroog.co.il

ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרה

מידורג מותירה על כנו דירוג A2.il, באופק יציב, לאגרות חוב (סדרה י"א) שהנפיקה ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן, מידורג קובעת דירוג מנפיק A2.il. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ביט ישראגיא-רמ	1138825	A2.il	יציב	30/06/2028

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בדירוג האיתנות הפיננסית (IFS) (Aa3.il), באופק יציב של אי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ (להלן: "ישיר ביטוח" ו/או "המבטח") ושל מימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ (להלן: "מימון ישיר"; A1.il, באופק יציב) שהינן המוחזקות העיקריות של החברה, ומהוות את מקור הדיבידנדים ואת החלק העיקרי משווייה של החברה. בנוסף, הדירוג נתמך בהחזקה בנכס נוסף בענף הנדל"ן המניב - אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אדגר"; A2.il, באופק יציב), התורמת לפיזור התיק והמקורות התזרימיים. כמו כן, הדירוג נתמך בשיעור מינוף וגמישות פיננסית הולמים ביחס לדירוג, כאשר הגמישות הפיננסית נתמכת ביחס כיסוי ריבית ומסגרת בנקאית בהיקף של כ-190 מיליון ₪, אולם מושפעת לשלילה מהיקף חוב גבוה בצור שמיר אחזקות בע"מ (להלן: "צור שמיר" ו/או "חברת האם"). פרופיל הנזילות נתמך ביחס כיסוי חוב טוב ביחס לדירוג, אולם מוגבל נוכח חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, בשל צורכי שירות חוב בצור שמיר, המעידים על מדיניות פיננסית שאינה הולמת ביחס לדירוג.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2024-2025, אנו מניחים כי סך הדיבידנדים שיתקבלו מהחברות המוחזקות ינוע בטווח שבין כ-80-120 מיליון ₪ בשנה. אנו מעריכים כי המבטח ימשיך להיות מקור הדיבידנדים העיקרי, זאת לצד קבלת דיבידנדים ממימון ישיר, בהתאם למדיניות הדיבידנדים שנקבעה. אדגר צפויה לשמר את מיצובה העסקי כך שהיקף הדיבידנדים ממנה יוותר ללא שינוי משמעותי בשנת 2024 לצד צפי להיקף חלוקה גבוה יותר בשנת 2025. בצד השימושים הונחו תשלומי קרן וריבית לפי לוח הסילוקין, בסך מצטבר של כ-85-90 מיליון ₪ בשנה והוצאות תפעוליות נטו, בסך של כ-10-15 מיליון ₪ בשנה (כולל איחוד ישיר אחזקות). בנוסף, אנו מניחים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים לבעלי המניות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת על בסיס מגבלות שטר הנאמנות של אגרות החוב, במסגרת התחייבה על שמירת כרית נזילות בחברה ובישיר אחזקות, לאחר ביצוע כל חלוקה, בסך של 70 מיליון ₪ (להלן: "מגבלת הנזילות"), לכל הפחות. לאור האמור, יחס כיסוי הריבית² (ICR) ויחס כיסוי חוב (DSCR+CASH)³ יוותרו טובים ביחס לדירוג, ואלו צפויים לנוע בתרחיש הבסיס של מידורג בטווח שבין כ-3.7-5.0 וסביב כ-3.8, בהתאמה, הבולטים לטובה ביחס לדירוג, כאשר האחרון מבטא כרית נזילות מהותית אל מול החלויות השוטפות.

שיעור המינוף (LTV)⁴, אשר נבחן תחת תרחיש רגישות לשווי תיק האחזקות ב-30 ימי המסחר האחרונים, צפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין כ-21%-22% בשנות התחזית, והינו טוב ביחס לדירוג. יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO צפוי לנוע בטווח שבין כ-3.6-5.8 בשנה בשנות התחזית, והינו טוב ביחס לדירוג. הגמישות הפיננסית מושפעת לחיוב מאחזקה ושליטה בנכסים סחירים, מסגרת אשראי בנקאית בהיקף של כ-190 מיליון ₪, מרווח הולם מהקובננטים ושווי האחזקות הלא משועבדות או שניתנות למימוש. מנגד, הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה משיעור גבוה יחסית של התשלום האחרון של אג"ח י"א, העומד על כ-41% מיתרת החוב נכון למועד

¹ סולו באיחוד עם ישיר אי.די.איי אחזקות בע"מ (להלן: "ישיר אחזקות").

² היחס שבין דיבידנדים ודמי ניהול שהתקבלו, בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות, לתשלומי ריבית.

³ היחס שבין היתרות הנזילות, הדיבידנדים ודמי הניהול שהתקבלו, בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות, לתשלומי קרן וריבית.

⁴ בנוסף קיימת ערבות בנקאית בהיקף של 500 מיליון ₪ למימון ישיר.

⁴ מינוף החברה (LTV) נבחן לשווי תיק האחזקות ב-30 ימי המסחר האחרונים בין רמת החוב הפיננסי נטו של החברה לבין שווי אחזקותיה, ולוקח בחשבון את היתרות הנזילות של החברה.

הדוח, ומעצים את סיכון מחזור החוב, וכן מצרכי שירות החוב בחברת האם המשליך על תיאבון הסיכון בחברה וכפועל יוצא, מוביל לחלוקת דיבידנדים בשיעור משמעותי מהיתרות הנזילות. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, היקף החוב ברוטו בצור שמיר עמד על כ-1,140 מיליון ₪ ומשקף ירידה מסוימת בהיקף החוב ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-1,201 מיליון ₪). להערכתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2023, לצור שמיר (סולו) קיימות יתרות נזילות מספקות לצורך שירות החוב בשנתיים הקרובות, אולם אנו סבורים כי לאורך זמן זו תידרש להמשיך בפעולות מחזור חוב ו/או מימוש חלק מנכסיה, על מנת לשרת את תשלומי הקרן והריבית העיתיים. גורם מכביד נוסף על גמישותה הפיננסית של החברה הינה הערבות שהועמדה למימון ישיר בהיקף של 500 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2023, לצורך קבלת מסגרות אשראי מבנקים, אולם החשיפה האפקטיבית נמוכה יחסית בטווח הקצר-בינוני.

להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה בנוגע לניהול הנזילות וניהול הסיכונים שלה. עם זאת, נציין כי חלוקות דיבידנדים בהיקפים משמעותיים, שיש בהם כדי לשחוק את היתרות הנזילות של החברה תוך הגדלת מצבת החוב, עלולה להכביד על דירוג החברה ולהעבי על יכולתה לשמר מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שירות החוב ברמת החברה והקבוצה כאחד, במקביל לשינויים אפשריים בסביבה העסקית ולאירועים בלתי-צפויים אחרים. שיקול נוסף אשר השפיע לשלילה על הדירוג הינו היקף החוב הקבוצתי, אשר גוזר עומס פירעונות גבוה יחסית, כאשר רמת המינוף בצור שמיר אינה צפויה לקטון משמעותית בטווח התחזית.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג ליציבות בביצועי המוחזקות וכי לא יחול שינוי משמעותי בפרופיל הפיננסי, בנתוני המפתח ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג.

בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות. בשל חוסר הוודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי, מידרוג תמשיך לעקוב אחר השלכות אלו. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).⁵

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות, ו/או עלייה בדירוג המוחזקות
- שיפור משמעותי בהיקפי הדיבידנדים מהמוחזקות אשר יתמכו ביחס כיסוי החוב
- קיטון משמעותי במצבת החוב של החברה יחד עם חובותיה של חברת האם ובעומס הפירעונות השוטפים, כך שישפיעו לחיוב על פוטנציאל בניית כרית הנזילות ממקורותיה העצמיים של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת בפרופיל העסקי והפיננסי של המוחזקות, ו/או פגיעה בדירוג המוחזקות
- שחיקה מתמשכת ביחס כיסוי החוב וביתרות הנזילות
- עלייה משמעותית בהיקף החוב ובעומס הפירעונות, אשר יעיבו על גמישותה הפיננסית של החברה
- שחיקה בנראות הדיבידנדים מהחברות המוחזקות בטווח הבינוני-ארוך

⁵ הדוח "השלכות מלחמת חרבות ברזל על כושר החזר האשראי של מנפיקים מדורגים על ידי מידרוג - דו"ח מיוחד", מפורסם באתר מידרוג.

ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ (סולו באיחוד עם ישיר אי.די.איי. אחזקות בע"מ) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

2019	2020	2021	2022	2023	
143	337	261	237	114	יתרות נזילות (מזומנים וניירות ערך)
1,308	1,359	1,555	1,636	1,830	השקעות בחברות מוחזקות
571	618	570	505	440	חוב פיננסי ברוטו ⁶
1,464	1,696	1,822	1,855	1,951	סה"כ מאזן
859	1,067	1,240	1,338	1,499	סך הון עצמי
33%	21%	20%	16%	18%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
25%	55%	46%	47%	26%	נזילות לחוב
235	112	233	90	129	רווח לתקופה
210	106	218	103	146	סך הרווח הכולל
(110)	-	(100)	(85)	(41)	דיבידנד ששולם
77	44	139	117	82	דיבידנד שהתקבל

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג
איכות אשראי גבוהה של החברות המוחזקות הפועלות בעיקר בענפי הביטוח והפיננסים, אולם בעלות חשיפה למחזוריות הכלכלית

החברה בעלת תיק אחזקות ריכוזי בענפי הביטוח והפיננסים, כאשר שלושת אחזקותיה העיקריות הינן: ישיר ביטוח (Aa3.il) באופק יציב, אדגר (A2.il), באופק יציב) ומימון ישיר (A1.il, באופק יציב), המוחזקות על ידי החברה⁷ בשיעורים של כ-48.9%, כ-52.3% וכ-44.1%, בהתאמה, ומהוות כ-41%, כ-23% וכ-36% משווי החברות המוחזקות⁸, בהתאמה, נכון למועד הדוח.

החברה פועלת בענף הביטוח באמצעות אחזקה בישיר ביטוח, אשר היוותה את מקור הדיבידנדים העיקרי בשנים האחרונות (כ-43% בממוצע מסך הדיבידנדים בין השנים 2020-2023) ומהווה חלק גבוה בשווי החברות המוחזקות של החברה. המבטח מאופיין בפיזור קווי עסקים הולם עם הטיה לביטוח כללי ובפרט לענפי הרכב, ומודל הפעלה מבודל (פעילות ישירה ללא סוכנים), התומך ביכולת יצור ההכנסות והרווחים. להערכתנו, המבטח ימשיך להציג רווחיות הולמת ביחס לדירוגו. בנוסף, המבטח צפוי להמשיך לשמור על פער מספק מהחסם הרגולטורי הנדרש בקשר עם הלימות ההון, אשר צפוי לאפשר המשך חלוקת דיבידנדים בשנתיים הקרובות, לפחות בהתאם למדיניות הדיבידנד שקבע דירקטוריון המבטח.

החברה פועלת בענף הפיננסים באמצעות אחזקותיה במימון ישיר, הפועלת בתחום האשראי החוץ בנקאי, המאופיין על ידנו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית ופרופיל הלקוחות. עיקר פעילותה של מימון ישיר הינה בהעמדת הלוואות לרכישת כלי רכב, תוך הרחבה מתמשכת בפעילות בתחום זה. בנוסף, החל משנת 2022 החלה לפעול באופן מתעצם גם בתחום המשכנתאות. מגמת הצמיחה של מימון ישיר, התבטאה גם בהיקף הרווח אשר צמח בשיעור גידול שנתי (CAGR) של כ-23.2% בין השנים 2020-2023 והיקפו עמד על סך של כ-132.7 מיליוני ₪ בשנת 2023. לדברי החברה, רווחיות מימון ישיר הושפעה לרעה בשנת 2023 בשל השלכות מלחמת "חרבות ברזל". בתוך כך, אנו צופים כי מימון ישיר תשמר פרופיל עסקי טוב ותוסיף לצמוח בהיקפי פעילותה, בין היתר, לאור ביקושים גבוהים למוצרי מימון ישיר בתחומי הרכב והמשכנתאות. לאור זאת, אנו צופים כי מימון ישיר תמשיך לחלק דיבידנדים בהתאם למדיניות הדיבידנדים שנקבעה על ידי הדירקטוריון שלה.

חשיפת החברה לענף הנדל"ן באמצעות אדגר, תורמת לפיזור התיק נוכח מתאם נמוך יחסית בחשיפות הסיכון ובפרט, בנושא סיכון הריבית בין אדגר לשאר האחזקות. כמו כן, איננו צופים שינוי מהותי בפרופיל העסקי ובפרופיל הסיכון של אדגר בשנתיים הקרובות,

⁶ ללא הערבות שהועמדה למימון ישיר בהיקף של 500 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2023, לצורך קבלת מסגרות אשראי מבנקים.

⁷ ישיר ביטוח, אדגר ומימון ישיר מוחזקות במישרין ו/או בעקיפין דרך ישיר אחזקות, חברה בת בבעלות מלאה של החברה.

⁸ חושב לפי מחיר מניה ממוצע בחודש האחרון.

לצד יציבות בפוטנציאל החלוקה מאדגר. יש לציין, כי במהלך שנת 2023 החברה ביצעה רכישה של מניות אדגר תמורת כ-65 מיליון ש"ח ועלתה משיעור החזקה של כ-43.7% לכ-52.3%.

נציין, כי לחברה אחזקה נוספת ב-"נימה שפע ישראל בע"מ" (להלן: "נימה"), בשיעור החזקה של כ-68.3%. עיקר פעילותה הינה במתן שירותים פיננסיים גלובליים, באמצעות שימוש באפליקציה להעברת כספים.

לאור האמור לעיל, תמהיל המקורות מהמוחזקות העיקריות צפוי להמשיך להיות מאוזן יחסית, ולשקף תלות מסוימת (נמוכה יותר מבעבר) בישיר ביטוח בטווח התחזית, כאשר ישיר ביטוח תמשיך להיות עוגן בדירוג החברה, בשוויה, ולהוות מקור תזרימי שוטף ומשמעותי יחסית בעבורה.

היקף החלוקה מהמבטח תלוי בגורמים אקסוגניים, אולם נתמך במרווח משמעותי מעל הדרישה הרגולטורית; חלוקת דיבידנדים יציבה משאר המוחזקות והעדר מגבלות אפקטיביות לחלוקה תומכות בנראות הדיבידנדים

לחברה תלות משמעותית בהיקפי הדיבידנדים המחולקים על ידי המוחזקות העיקריות שלה, לצורך שירות החוב ומימון פעילותה השוטפת. מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברת הביטוח מצביים מספר שכבות הבכירות לחוב הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטח לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים. רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטח יכולת לשרת את התחייבויותיו, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את חובה הפיננסי של החברה. בנוסף, ענף הביטוח המקומי פועל תחת רגולציה רחבה ודינמית, שמטרתה שימור יציבות ואיתנות הפיננסית של חברות הביטוח, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. על כן, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של ישיר ביטוח, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. בהתאם לכך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר סולבנסי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניות ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון). על פי תכנית ניהול ההון של ישיר ביטוח, נקבעו כללי סף לחלוקת דיבידנד, הכוללים יחס כושר פירעון כלכלי מינימאלי ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה, בשיעור של 120%. בנוסף, דירקטוריון המבטח קבע מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה זו תחלק דיבידנד בשיעור של לפחות 50% מרווחיה השנתיים הראויים לחלוקה, בכפוף למגבלות הרגולטוריות החלות עליה ולעמידה ביעד המינימאלי כאמור לעיל. בהתאם לכך, יחסי כושר הפירעון של ישיר ביטוח ליום 30 ביוני 2023 עמדו על כ-160% בהתחשב בהוראות בתקופת הפריסה, ועל כ-143% ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה, זאת לעומת כ-163% וכ-146%, בהתאמה, ליום 31 בדצמבר 2022. לאור תמהיל הפעילות הצפוי של המבטח, אנו מעריכים כי חברת הביטוח תוכל להמשיך ולחלק היקף דיבידנדים מהרווח הנקי בשנים הקרובות, נוכח הצפי להמשך שמירה על פער מספק מהדרישה הרגולטורית ומהיעד המינימאלי שנקבע, יתרת עודפים וצפי לפוטנציאל יצור רווח, כך שלא יחול שינוי משמעותי בהיקף הכרית ההונית של המבטח. כמו כן, מדיניות הדיבידנדים הסדורה במימון ישיר (כ-50% מהרווח הכולל על פי הדוחות השנתיים שלה), לצד העדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת דיבידנד במימון ישיר ובאדגר, תומכים אף הם בנראות הדיבידנדים, זאת בנוסף לדיבידנדים הצפויים מהמבטח, כאשר לשלושת המוחזקות יחדיו טרק רקורד יציב יחסית של חלוקות דיבידנדים לחברה. בהסתכלות על שנת 2023, הדיבידנד ממנו ישיר היה הגבוה ביותר ואיזן את החלוקה מהביטוח ומהנדל"ן.

שיעור המינוף של החברה טוב ביחס לדירוג

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025, הנחנו כי סך הדיבידנדים שיתקבלו מהחברות המוחזקות ינוע בטווח שבין כ-80-120 מיליון ש"ח בשנה. אנו מעריכים כי המבטח ימשיך להיות מקור הדיבידנדים העיקרי, זאת לצד קבלת דיבידנדים ממנו ישיר, בהתאם למדיניות הדיבידנדים שנקבעה. אדגר צפויה לשמר את מיצובה העסקי כך שהיקף הדיבידנדים ממנה יוותר ללא שינוי משמעותי בשנת 2024 לצד צפי להיקף חלוקה גבוה יותר בשנת 2025. בצד השימושים הנוחו תשלומי קרן וריבית לפי לוח הסילוקין בסך מצטבר של כ-85-90 מיליון ש"ח בשנה והוצאות תפעוליות נטו בסך של כ-10-15 מיליון ש"ח בשנה (כולל איחוד ישיר אחזקות). בנוסף, אנו מניחים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים לבעלי המניות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת על בסיס מגבלות שטר הנאמנות של אגרות החוב, במסגרתו התחייבה לשמירת כרית נזילות בחברה ובישיר

אחזקות, לאחר ביצוע כל חלוקה, בסך של 70 מיליוני ₪. לאור האמור, יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו בטווח שבין כ-3.7-5.0, אשר הינו בולט לחיוב ביחס לדירוג.

לחברה היקף חוב ברוטו, אשר הסתכם נכון ליום 31 בדצמבר 2023 בכ-440 מיליוני ₪, כאשר כל החוב הוא בגין אגרות החוב (סדרה י"א). מידורג איננה מעריכה כי החוב הפיננסי ברוטו צפוי לגדול בטווח התחזית עקב תנאי שוק ההון וזאת למרות הנחתנו להמשך חלוקת דיבידנדים נוכח צרכי שירות החוב בצור שמיר ולצורך פעילותה השוטפת של החברה. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, לחברה (יחד עם ישיר אחזקות) קיימות יתרות נזילות (מזומנים ותיק נ"ע לז"ק) אשר הסתכמו בכ-114 מיליון ₪, כך שהיקף החוב הפיננסי נטו עמד על כ-326 מיליוני ₪, לאותו מועד. שיעור המינוף⁹ (LTV), אשר נבחן תחת תרחיש רגישות לשווי תיק האחזקות ב-30 ימי המסחר האחרונים, צפי לנוע להערכתנו בטווח שבין כ-21%-22% בשנות התחזית, ומשקף שיעור מינוף טוב ביחס לדירוג. יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי לנוע בטווח שבין כ-3.6-5.8 בשנה בשנות התחזית, והינו טוב ביחס לדירוג.

גמישות פיננסית הולמת ביחס לרמת הדירוג, אולם מושפעת לשלילה מהיקף חוב גבוה בחברה האם

הגמישות הפיננסית מושפעת לחיוב מאחזקה ושליטה בנכסים סחירים, מסגרת אשראי בנקאית בהיקף של כ-190 מיליון ₪, מרווח הולם מהקובנטים ושווי האחזקות הלא משועבדות או שניתנות למימוש. מנגד, הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה משיעור גבוה יחסית של התשלום האחרון של אג"ח י"א, העומד על כ-41% מיתרת החוב ומעצים את סיכון מחזור החוב, וכן מצרכי שירות החוב בחברת האם המשליך על תיאבון הסיכון בחברה וכפועל יוצא, מוביל לחלוקת דיבידנדים בשיעור משמעותי מהיתרות הנזילות (בכפוף למגבלת הנזילות כאמור). נכון ליום 31 בדצמבר 2023, היקף החוב ברוטו בצור שמיר עמד על כ-1,140 מיליון ₪, ומשקף ירידה מסוימת בהיקף החוב ביחס לתקופה המקבילה אשתקד (כ-1,201 מיליוני ₪). להערכתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2023, לצור שמיר (סולו) קיימות יתרות נזילות מספקות לצורך שירות החוב בשנתיים הקרובות, אולם אנו סבורים כי לאורך זמן זו תידרש להמשיך בפעולות מחזור חוב ו/או מימוש חלק מנכסיה, על מנת לשרת את תשלומי הקרן והריבית העיתיים. תרחיש הבסיס של מידורג אינו לוקח בחשבון מימושים נוספים, אך אלו ייתכנו בעיקר נוכח האופציה אשר ניתנה ל-MSI לעלות בשיעור האחזקה בהון המונפק והנפרע בחברה ובזכויות ההצבעה בה, עד לשיעור של כ-20%, בהתאם להסכם מיום 5 בינואר 2021, שנחתם בין החברה, צור שמיר ו-MSI למכירת חלק מאחזקותיה של צור שמיר בחברה. גורם מכביד נוסף על גמישותה הפיננסית של החברה הינו הערבויות שהועמדו לטובת מימון ישיר בהיקף של 500 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2023, לצורך קבלת מסגרות אשראי מבנקים. להערכתנו, ערבות זו חושפת את החברה לסיכונים זנב בגין פעילותה של מימון ישיר, אולם החשיפה האפקטיבית נמוכה יחסית בטווח הקצר-בינוני.

פרופיל הנזילות נתמך ביחס כיסוי חוב טוב וחתימת מסגרת אשראי בנקאית, אולם מוגבל נוכח חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית בשל צרכי שירות החוב בצור שמיר, ומעיד על מדיניות פיננסית שאינה הולמת ביחס לדירוג

החברה שומרת לאורך זמן על יתרות נזילות מספקות לצורך שירות החלויות השוטפות שלה. נכון ליום 31 בדצמבר 2023, היתרות הנזילות (מזומנים ושווי מזומנים ונכסים פיננסיים לז"ק) עמדו על כ-114 מיליוני ₪, המהווים כ-26% מסך החוב הפיננסי ברוטו. יתרת נזילות זו, לצד המקורות והשימושים הצפויים כאמור, גוזרים יחסי כיסוי חוב (ICR) ו-(DSCR+CASH) כולל יתרות נזילות שינועו בטווחים שבין כ-3.7-5.0 וסביב כ-3.8, בהתאמה, בשנות התחזית, הבולטים לטובה ביחס לדירוג וצפויים להמשיך לתמוך ביכולת שירות החוב של החברה. יש לציין, כי בחישוב יחס כיסוי החוב (DSCR+CASH) אנו לוקחים בחשבון את מסגרת האשראי שהחברה חתמה עם תאגיד בנקאי בנובמבר 2023 על סך של כ-190 מיליון ₪. להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיוותר יציבה בנוגע לניהול הנזילות וניהול הסיכונים שלה. עם זאת, נציין כי חלוקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים, שיש בהם כדי לשחוק את יתרות הנזילות של החברה תוך הגדלת מצבת החוב, עלולה להכביד על דירוג החברה ולהעבי על יכולתה לשמר מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שירות החוב ברמת החברה והקבוצה כאחד, במקביל לשינויים אפשריים בסביבה העסקית ולאירועים בלתי-צפויים אחרים, תוך הנחה לאי-מחזור חוב.

⁹ חוב פיננסי נטו לשווי נכסים מותאם (לשווי תיק האחזקות ב-30 ימי המסחר האחרונים).

שיקולים נוספים לדירוג

היקף החוב הקבוצתי גוזר עומס פירעונות גבוה יחסית, כאשר רמת המינוף בצור שמיר אינה צפוי לקטון משמעותית בטווח התחזית

דירוג החברה מוגבל בשל רמת המינוף ועומס הפירעונות הצפוי בחברת האם, אשר גוזרים חלוקות דיבידנד מהותיות ביחס לפוטנציאל התזרים בחברה, ומכבידים להערכתנו במידה רבה על גמישותה הפיננסית ועל יכולת הקטנת החוב בשתי הקומות (החברה יחד עם חברת האם), ומקשים על בניית כרית נזילות מספקת. אנו מעריכים, כי כבר בטווח הזמן הקצר-בינוני צור שמיר תידרש להמשיך ולמחזר ו/או להקטין את רמת המינוף באמצעות מימוש חלק מנכסיה.

ערבויות שהעמידה החברה לטובת מימון ישיר

שיקול נוסף המשפיע לשלילה על הדירוג ועל גמישותה הפיננסית של החברה כאחד, הינו הערבויות שהועמדו לטובת מימון ישיר בהיקף של 500 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2023, לצורך קבלת מסגרות אשראי מבנקים. להערכתנו, ערבות זו חושפת את החברה לסיכונים זנב בגין פעילותה של מימון ישיר, אולם החשיפה האפקטיבית נמוכה יחסית בטווח הקצר-בינוני.

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. כמו כן, מידרוג מניחה חשיפה בינונית לסיכונים ממשל תאגידי בגין השיקול הנוסף, כמפורט בפסקה לעיל.

מטריצת הדירוג

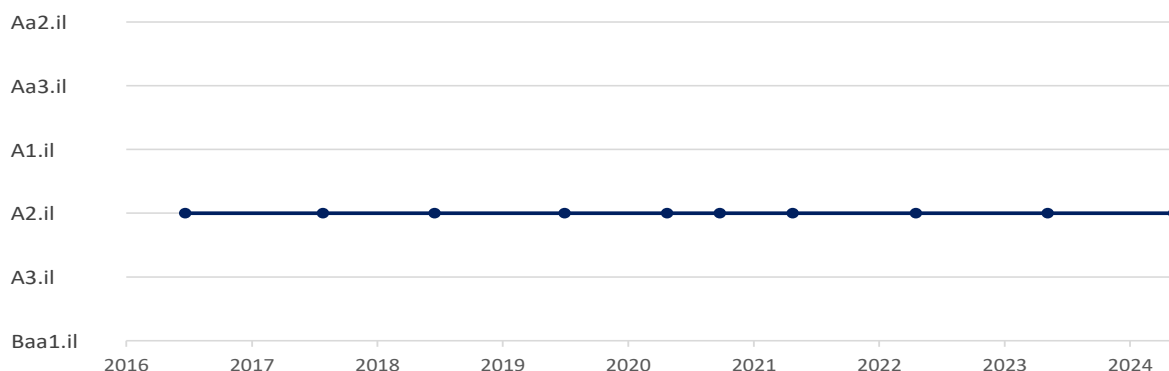
תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2023		פרמטרים	קטגוריה
מדידה	ניקוד	מדידה [1]	ניקוד		
-	A.il	-	A.il	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק האחזקות
-	A.il	-	A.il	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים	
-	A.il	-	A.il	מאפייני ריכוזיות התיק	
22%-21%	Aa.il	19%	Aa.il	יחס חוב פיננסי נטו לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי
5.0-3.7	Aa.il	3.5	A.il	ICR	
5.8-3.6	Aa.il	6.4	A.il	חוב פיננסי ל-FFO	
-	A.il	-	A.il	גמישות פיננסית	
-3.8	Aaa.il	5.8	Aaa.il	DSCR+CASH	
-	Baa.il	-	Baa.il	מדיניות פיננסית	
A1.il				דירוג נגזר	
A2.il				דירוג בפועל	

[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.

אודות החברה

החברה הינה פרטית ונשלטת על ידי צור שמיר. בינואר 2021, הושלמה עסקה בין החברה, צור שמיר ל-MSI, במסגרתה מכרה צור שמיר 4% מהונה המונפק והנפרע של ביטוח ישיר, וכתוצאה מכך מחזיקה צור שמיר נכון למועד הדוח, בכ-87.87% מהון המניות המונפק והנפרע של החברה ומזכויות ההצבעה בה. יתר בעלי המניות בחברה הינם לאומי פרטנרס בע"מ (כ-8.13%). החברה פועלת בעיקר באמצעות חברות מוחזקות בענף הביטוח - כ-48.91% באי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ; הפיננסים - כ-44.08% במימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ; והנדל"ן המניב - כ-52.34% באדגר השקעות בע"מ. ניירות ערך של ישיר ביטוח, אדגר, מימון ישיר וצור שמיר, רשומים למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בע"מ.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [אדגר השקעות ופיתוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [אי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [מימון ישיר מקבוצת ישיר \(2006\) בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי- דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)
- [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- [דוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	20.05.2024
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	09.05.2023
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	21.06.2016
שם יוזם הדירוג:	ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ

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").

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 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 שנמסר או נוצר 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 לתקן 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 יכולת 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.