

ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ¹

מעקב | אפריל 2021

אנשי קשר:

ניל הראל

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

אמיר כצלסון

ראש צוות, מעריך דירוג משני
amir.katznelson@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים
ltay.navarra@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 צור שמיר אחזקות בע"מ המחזיקה בביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ. אין למר יוסף זינגר כל נגיעה לדירוגים הנקבעים ע"י מידרוג בע"מ.

ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרה יא) שהנפיקה ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ ("החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה יא'	1138825	A2.il	יציב	30/06/2028

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בדירוג האיתנות הפיננסית (IFS) (Aa3.il, יציב) של אי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ ("ישיר ביטוח" ו/או "המבטח"), שהינה הנכס המרכזי של החברה ומהווה את מקור הדיבידנדים העיקרי והחלק העיקרי משווי החברות המוחזקות של החברה. כמו כן, הדירוג נתמך ביחס שירות חוב טוב ביחס לדירוג ובגמישות פיננסית הולמת, המשתקפת במינוף (MTM) טוב ביחס לדירוג. פרופיל הנזילות טוב לדירוג, אולם מוגבל ע"י חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, נוכח צרכי שירות החוב בצור שמיר אחזקות בע"מ ("צור שמיר" ו/או "חברת האם"), ותלות משמעותית בקבלת דיבידנדים מהמבטח, אולם אנו צופים כי חלקן של יתר המוחזקות (אדגר השקעות ופיתוח בע"מ ("אדגר") ומימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ ("מימון ישיר")) יהווה משקל רחב יותר מתמהיל מקורות התקבולים של החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני, נוכח קביעת מדיניות דיבידנדים סדורה בהן. תיק האחזקות של החברה ריכוזי וחשוף משמעותית בשווי ובתזרים לענף הביטוח והפיננסים, באמצעות אחזקותיה בישיר ביטוח ובמימון ישיר (A2.il, יציב), כאשר הדירוג נתמך בהחזקה בנכס נוסף בענף הנדל"ן המניב - אדגר (A3.il, חיובי), התורמת לפיזור התיק והמקורות התזרימיים. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2021-2022 הנחנו כי סך הדיבידנדים שיתקבלו מהחברות המוחזקות ינוע בטווח שבין 60-95 מיליון ₪ לשנה. המבטח ימשיך להוות מקור הדיבידנדים העיקרי, כאשר היקפי הדיבידנדים ממנו (חלק החברה) יעמדו על כ-40-50 מיליון ₪ כל שנה במהלך תקופת התחזית. מימון ישיר ואדגר צפויים להערכתנו לשמר את מיצובן העסקי ואת פוטנציאל יצור הרווחים והדיבידנדים גם בטווח הזמן הקצר והבינוני, כתלות בהתפתחות השלכות משבר הקורונה בארץ ובעולם, כך שחלק החברה בהיקף הדיבידנדים מהן יחד יעמוד להערכתנו על כ-25-45 מיליון ₪ בשנה. בצד השימושים הונחו תשלומי קרן וריבית לפי לוח הסילוקין בסך מצטבר של כ-75-90 מיליון ₪ בשנה והוצאות תפעוליות, נטו בסך של כ-13-18 מיליון ₪ בשנה. בנוסף, אנו מניחים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת על בסיס מגבלות שטר נאמנות של אגרות החוב - שמירת כרית נזילות בחברה ובישיר אחזקות של כ-70 מיליון ₪. בתרחיש זה, יחס שירות החוב (DSCR)² צפוי לנוע בטווח שבין 0.5-0.6, ויחס שירות החוב כולל יתרות נזילות ייותר טוב ביחס לדירוג וצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 3.5-4.0, כאשר האחרון צפוי להמשיך ולתמוך ביכולת שירות החוב של החברה. תחזית זו אינה לוקחת בחשבון מימושים נוספים במוחזקות, בעיקר באחזקתה במימון ישיר, אולם אנו סבורים כי לחברה ישנה יכולת לממש מניות נוספות שיתרמו לשמירה על פרופיל הנזילות במידת הצורך, כפי שמימשה החברה במהלך שנת 2020. לחברה גמישות פיננסית המאופיינת ביחס שירות ריבית³ (ICR) נמוך ביחס לדירוגה, נוכח מבנה החוב⁴ ועומס הפירעונות הצפוי, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו בטווחים של 1.5-2.0. מנגד, לחברה יחס מינוף (LTV) טוב ביחס לדירוג, אשר נבחן תחת תרחיש רגישות לשווי תיק האחזקות וצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 20% ל-25%, אך יחס הכיסוי חוב פיננסי ל-FFO נמוך ביחס לדירוג, אשר צפוי לנוע להערכתנו בטווח רחב שבין 10.0-20.0 ונובע גם מתרחיש לחץ לגבי היקף החוב של החברה. הגמישות הפיננסית מושפעת לחיוב גם מאחזקה ושליטה בנכסים סחירים⁵, ממרחק הולם מהקובננטים ומעלייה בשווי האחזקות הלא משועבדות או

² היחס שבין דיבידנדים ודמי ניהול שהתקבלו בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לתשלומי קרן וריבית

³ היחס שבין דיבידנדים ודמי ניהול שהתקבלו בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לתשלומי ריבית

⁴ כולל תרחישים שונים לגבי היקף החוב של החברה

⁵ שלושת המוחזקות - ישיר ביטוח, אדגר ומימון ישיר נסחרות נכון למועד הדוח במדד ת"א 90 בבורסה לני"ע ת"א

שניתנות למימוש. אלו מהוות כ-125% מיתרת החוב נטו בדצמבר 2020, כתוצאה מעלייה בשווייה של מימון ישיר גם לאור הנפקתה במהלך שנת 2020, וקבלת היתר מהמפקח על רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון לירידה בשיעור ההחזקה ביסיר ביטוח ומימון ישיר עד לכ-40% בדילול מלא. מנגד, הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה משיעור גבוה יחסית של התשלום האחרון של אג"ח י"א העומד על כ-22% מהחוב, המעצים את סיכון המחזור ומצרכי שירות החוב בחברת האם המשליך על תיאבון הסיכון בחברה וכנגד מוביל לחלוקת דיבידנדים בשיעור משמעותי מכרית הנזילות (תחת מגבלה מנדטורית בשטר הנאמנות להשארת כרית נזילות של 70 מיליון ₪ ("מגבלת הנזילות")), כאמור. כמו כן, היקף החוב הגבוה בצור שמיר, מבנה לוח הסילוקין שלה והנחתנו לחלוקת דיבידנדים מהחברה אליה, אנו סבורים כי אלו אינם מספיקים על מנת לשרת את צרכי החוב בה ועל כן, אנו צופים כי צור שמיר תדרש לנקוט בפעולות מחזור חוב ו/או מימוש חלק מנכסיה לאורך זמן, בכדי לשרת את תשלומי הקרן והריבית העיתיים, כפי שעשתה במהלך שנת 2021. בנוסף, הגמישות הפיננסית מושפעת מערביות בסכומים מהותיים שנתנו למימון ישיר לצורך קבלת מסגרות בנקאיות וגם אל מול ההסכמים מול חברות כרטיסי האשראי.

להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות יציבה והולמת ביחס לדירוג, בנוגע לניהול הנזילות וניהול הסיכונים שלה. מידרוג מצפה כי החברה תמשיך להפגין מדיניות שכזו, תוך הותרת מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שירות החוב ברמת החברה והקבוצה, במקביל לשינויים אפשריים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג. יחד עם זאת, נציין כי קיימת בשלב זה אי וודאות גבוהה בנוגע להשפעות התפשטות נגיף הקורונה בארץ ובעולם על הסביבה הכלכלית, וענף הפיננסים ככלל והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי במצבה הפיננסי של ישיר ביטוח, ו/או עלייה בדירוג ישיר ביטוח;
- שיפור משמעותי בנראות ובפיזור התזרים אשר יתמכו ביחס שירות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת במצבה הפיננסי של ישיר ביטוח, ו/או פגיעה בדירוג ישיר ביטוח;
- שחיקה מתמשכת ביחס שירות החוב כולל יתרות נזילות;
- עליה משמעותית בהיקף החוב, עומס הפירעונות ולחץ דיבידנדים, אשר יעיבו על גמישותה הפיננסית של החברה

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

2016	2017	2018	2019	2020	
356	271	276	143	337	יתרות נזילות (מזומנים וניירות ערך)
934	1,025	1,126	1,308	1,359	השקעות בחברות מוחזקות
702	654	613	571	618	חוב פיננסי
1,300	1,353	1,400	1,464	1,696	סה"כ מאזן
594	691	768	859	1,067	סך הון עצמי
37%	37%	30%	33%	21%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
51%	41%	45%	25%	55%	נזילות לחוב
46	164	124	235	112	רווח לתקופה
35	171	120	210	106	סך הרווח הכולל
(85)	(65)	(70)	(110)	-	דיבידנד ששולם
62	67	161	77	44	דיבידנד שהתקבל

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

השענות גבוהה על ישיר ביטוח המהווה מקור תזרימי עיקרי לשירות החוב בחברה; הנפקת מימון ישיר העלתה את שוויה

בתמהיל המוחזקות

לחברה שלוש אחזקות מהותיות, וביניהן ישיר ביטוח (Aa3.il באופק יציב), אדגר (A3.il באופק חיובי) ומימון ישיר (A2.il באופק יציב), המוחזקות על ידי החברה⁶ בשיעורים של כ-48.95%, כ-42.21% וכ-55.26% בהתאמה, ומהוות כ-42%, כ-20% וכ-38% משווי החברות המוחזקות⁷ בהתאמה, נכון למועד הדוח.

תיק האחזקות הינו ריכוזי וחשוף משמעותית בשווי ובתזרים לענף הביטוח והפיננסים, כאשר החשיפה העיקרית הינה לישיר ביטוח, אשר היווה את מקור הדיבידנדים העיקרי בשנים האחרונות (כ-70% מסך הדיבידנדים בין השנים 2016-2020) ומהווה את החלק היחסי הגבוה ביותר משווי החברות המוחזקות של החברה. המבטח מאופיין בפיזור קווי עסקים הולם ובמודל הפעלה מבדל (פעילות ישירה ללא סוכנים), התומכים ביכולת יצור ההכנסות והרווחים. להערכתנו המבטח ימשיך להציג רווחיות טובה ביחס לדירוגו, אולם זו עלולה להתמתן במידה מסוימת בטווח הזמן הקצר והבינוני, בעיקר נוכח הסביבה העסקית המתגדרת בענף הביטוח והשפעות התפשטות נגיף הקורונה על המשק והפעילות הכלכלית, במקביל לחזרה ההדרגתית לשגרה במהלך שנת 2021. בנוסף, המבטח שומר על פער משמעותי מהחסם הרגולטורי הנדרש בקשר עם הלימות ההון, אשר תומך בהמשך נראות דיבידנדים גבוהה יחסית, גם נוכח הסביבה העסקית המתגדרת, שצפויה להימשך להערכתנו בשנתיים הקרובות.

החשיפה של החברה לענף הנדל"ן דרך אדגר, תורמת לפיזור התיק נוכח מתאם נמוך יחסית בחשיפות הסיכון ובפרט בנושא סיכון הריבית בין אדגר לשאר האחזקות. נציין כי להתפשטות נגיף הקורונה בארץ ובעולם, עלולות להיות השלכות על שווי נכסיה ותוצאות פעילותיה, וכתלות במשך המשבר ופגיעתו בכלכלות השונות בהן היא פועלת. על אף זאת, בנובמבר 2020 שונה אופק הדירוג של אדגר מיציב לחיובי, המשקף שיפור בפרופיל הפיננסי שלה, כאשר זו שומרת גם על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לשירות החוב שלה. נציין כי, במהלך חודש אוקטובר 2020, מגדל חברה לביטוח בע"מ וחברות בשליטתה (להלן: "מגדל"), אשר החזיקו בשיעור של כ-19.9% בפעילות אדגר בפולין, הודיעו על מימוש האופציה שניתנה להם בהסכם הרכישה, להמרת השקעתן בפולין למניות חברת אדגר. כתוצאה מכך, ירד שיעור האחזקה של החברה באדגר לכ-41.23%, ולאחר מכן בחודש ינואר 2021, רכשה ישיר אחזקות מניות של אדגר שהעלו את שיעור האחזקה האפקטיבי שלה באדגר לכ-42.21%. כאמור.

החברה פועלת בענף הפיננסים באמצעות אחזקותיה במימון ישיר, הפועלת בענף מתן האשראי הצרכני. ענף זה מאופיין על ידו בפרופיל סיכון בינוני-גבוה, נוכח חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית, אשר השתקפה באמצעות ההאטה הכלכלית על רקע השלכות משבר נגיף הקורונה במהלך שנת 2020, ובעקבותיו, בין היתר, אופק דירוג הסדרות של מימון ישיר שונה מחיובי ליציב (הדירוג נותר על כנו, A2.il). נציין כי מימון ישיר פעלה לצמצום חשיפותיה, במהלך שנת 2020, בין היתר על ידי השהיית פעילות שיווק הלוואות סולו עבור צדדים שלישיים, תוך הקטנה משמעותית של היקף העמדת הלוואות. כמו כן, באוגוסט 2020, השלימה מימון ישיר את הנפקת מנייתה לציבור והחל מאותו מועד, הפכה מימון ישיר לחברה ציבורית מדווחת. כתוצאה מהנפקה זו, עלה שוויה של מימון ישיר בתמהיל המוחזקות (כ-38% כאמור), אך הוא עודנו מוטע כלפי ישיר ביטוח, המהווה את החלק היחסי הגבוה ביותר בשווי והחלק הארי בתזרים. בנוסף, בנובמבר 2020, השלימה החברה הצעת מכר של מניות מימון ישיר שהיו בבעלותה, אשר היוו לאותו מועד כ-12% מהונה המונפק והנפרע של מימון ישיר ומזכויות ההצבעה בה, בתמורה לכ-153 מיליוני ש"ח. כתוצאה מאירועים אלו, ירד שיעור האחזקה של החברה במימון ישיר לכ-55.26%. (סוף שנת 2019 החזיקה החברה בכ-80.98% מהון המניות של מימון ישיר).

להערכתנו, לא צפוי שינוי מהותי בפרופיל סיכונים חלוקת הדיבידנדים בחברות המוחזקות בשנתיים הקרובות, על אף כי קצבי הצמיחה והרווחיות בחברות אלו עלול להתמתן, על רקע השפעות משבר הקורונה בארץ ובעולם, כאמור. כך, החלק הארי בסך הדיבידנדים ימשיך להיות מוטע לכיוון המבטח, אולם אנו צופים כי חלקן של יתר המוחזקות (אדגר ומימון ישיר) יהווה משקל רחב יותר מתמהיל מקורות התקבולים של החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני, נוכח אימוץ מדיניות דיבידנדים סדורה בהן, כפי שיפורט בהמשך הדוח.

⁶ ישיר ביטוח, אדגר ומימון ישיר מוחזקות במישרין ובעקיפין דרך ישיר אחזקות, חברה בת בבעלות מלאה של החברה.
⁷ חושב לפי מחיר מניה ממוצע בחודש האחרון.

לחברה אחזקה נוספת ב-"נימה שפע ישראל בע"מ" ("נימה"), בשיעור החזקה של 82.49%. נימה עוסקת, בין היתר, במתן שירותים פיננסיים גלובליים, באמצעות שימוש באפליקציה להעברת כספים. עם זאת, פעילות זו אינה מהותית בשלב זה, אולם אנו צופים המשך השקעה בה, מצד החברה, במהלך השנים הקרובות.

העדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת דיבידנדים מהחברות המוחזקות תומכות בנראות הדיבידנדים; אימוץ מדיניות

דיבידנדים בשלושת המוחזקות תומך בנראות התקבולים מהן

לחברה תלות משמעותית בהיקפי הדיבידנדים המחולקים ע"י ישיר ביטוח לצורך מימון שירות החוב ופעילותה השוטפת. מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של חברת ביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטח לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים. רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטח היכולת לשרת את התחייבויותיו, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את חובה הפיננסי של החברה.

בנוסף, ענף הביטוח המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבות ואיתנות הפיננסית של חברות הביטוח, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. מתוך שכן, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של ישיר ביטוח, לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, ששליטת 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% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניות ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון) לפי חוזר הסולבנסי 2 המעודכן⁸, אשר פורסם במהלך חודש אוקטובר 2020.

למבטח יחסי כושר הפירעון ליום 31 בדצמבר 2019 של כ-205% (בהתחשב בהוראות בתקופת הפריסה) וכ-154% (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות). נציין, כי לצרכי חלוקת דיבידנד, דירקטוריון המבטח עדכן את יעד יחס כושר פירעון שלא יפחת משיעור של כ-120% על פי משטר סולבנסי 2, ללא התחשבות בתקופת הפריסה וללא תקופת התאמת תרחיש מניות. לאור זאת, ולמרות המגבלות שצוינו לעיל, אנו מעריכים כי ישיר ביטוח תוכל להמשיך ולחלק הדיבידנדים מהרווח הנקי בשנים הקרובות לאור עמידה בעודפי הון משמעותיים יחסית תחת סולבנסי 2 (תוך הנחה לשמירה על מרווח ביטחון אל מול החסם הרגולטורי כאמור), יתרת עודפים חיובית וצפי לפוטנציאל יצור רווח, כך שלא יחול שינוי משמעותי בהיקף הכרית ההונית של המבטח. נציין כי לשלושת המוחזקות העיקריות, ישיר ביטוח, אדגר ומימון ישיר קיימת מדיניות דיבידנדים סדורה נכון לשנת 2021. למבטח מדיניות דיבידנד אשר לפיו תחלק ישיר ביטוח דיבידנדים בסך שלא יפחת מכ-50% מרווחיה השנתיים (בכפוף ליעדי ההון לעיל). כמו כן, במרס 2021, החליט דירקטוריון חברת אדגר לאמץ מדיניות חלוקת דיבידנד לשנת 2021, לפיה ובכפוף להוראות הדין והחלטת דירקטוריון החברה כפי שתהיינה מעת לעת, תחלק החברה לבעלי מניותיה דיבידנד שנתי בשיעור שלא יפחת מכ-50% מה-FFO הריאלי לבעלי מניותיה, על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים שלה. בנוסף, דירקטוריון מימון ישיר החליט על אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד, לפיו תחלק מימון ישיר לבעלי מניותיה דיבידנד שנתי בשיעור של כ-35% מהרווח הכולל המיוחס לבעלי המניות שלה, על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים בשנה הרלוונטית. אלו, במקביל להעדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת דיבידנד באדגר ובמימון ישיר, תומכים אף הם בנראות הדיבידנדים בנוסף לדיבידנדים הצפויים מהמבטח.

פרופיל נזילות טוב הנתמך ביחס שירות חוב טוב ביחס לדירוג גם נוכח מבנה לוח הסילוקין, כאשר החברה צפויה לשמר

כרית נזילות מספקת

לחברה היקף חוב ברוטו (סולו, כולל ישיר אחזקות), אשר הסתכם נכון ליום 31 בדצמבר 2020 לסך של כ-618 מיליון ₪, באמצעות אגרות חוב (סדרה י"א). היקף חוב זה עלה ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-574 מיליון ₪), וזאת לאור הנפקת אגרות החוב בדרך של הרחבות הסדרה (תמורתן התקבלו בחברה כ-46,690 וכ-45,517 אלפי ש"ח במהלך שנת 2020) לצורך שמירה על יתרות נזילות, ופירעונות קרן וריבית שנתיים שוטפים. בנוסף לכך, במהלך שנת 2020 השלימה ביטוח ישיר הצעת מכר של מניות מימון ישיר שהיו בבעלותה, אשר היוו לאותו מועד כ-12% מהונה המונפק והנפרע של מימון ישיר ומזכויות ההצבעה בה בתמורה לכ-153 מיליון ₪

⁸ בחודש אוקטובר 2020 פרסם הממונה על שוק ההון את תיקון החוזר המאוחד לעניין הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח מבוסס סולבנסי 2, כאשר השינויים המרכזיים נגעו בעדכון מנגנון הוראות הפריסה, עידוד השקעה בתשתיות והכרה במניות המוחזקות לטווח ארוך.

כאמור, אשר יחד עם הרחבת הסדרה, תרמו להגדלת היתרות הנזילות של החברה במהלך שנה זו, שעמדו על כ-339 מיליון ₪ (נכון לדצמבר 2020, כולל ישיר אחזקות), התומכים בפרופיל הנזילות של החברה.

בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2021-2022 הנחנו כי סך הדיבידנדים שיתקבלו מהחברות המוחזקות ינוע בטווח שבין 60-95 מיליון ₪ לשנה. המבטח ימשיך להוות מקור הדיבידנדים העיקרי, כאשר היקפי הדיבידנדים ממנו (חלק החברה) יעמדו על כ-40-50 מיליון ₪ כל שנה במהלך תקופת התחזית. מימון ישיר ואדגר צפויים, כאמור, לשמר את מיצובן העסקי ואת פוטנציאל יצור הרווחים והדיבידנדים גם בטווח הזמן הקצר והבינוני, וכתלות בהתפתחות השלכות משבר הקורונה בארץ ובעולם, כך שחלק החברה בהיקף הדיבידנדים מהן יחד יעמוד להערכתנו על כ-25-45 מיליון ₪ בשנה.

בצד השימושים הנוחו תשלומי קרן וריבית לפי לוח הסילוקין בסך מצטבר של כ-75-90 מיליון ₪ בשנה והוצאות תפעוליות בסך של כ-13-18 מיליון ₪ בשנה. בנוסף, אנו מניחים כי החברה תמשיך לחלק דיבידנדים שוטפים אל בעלי המניות, בהתחשב בדיבידנדים שיחולקו מהמוחזקות העיקריות וכתלות בשמירת כרית נזילות מספקת על בסיס מגבלות שטר נאמנות של אגרות החוב- שמירת כרית נזילות בחברה ובישיר אחזקות של כ-70 מיליון ₪.

בהתאם לאמור, אנו צופים כי יחסי שירות החוב DSCR ו- DSCR כולל יתרות נזילות ינועו בטווחים שבין 0.5-0.6 ו- 3.5-4.0, בהתאמה בשנות התחזית, כאשר האחרון הינו טוב ביחס לדירוג ויתומך ביכולת שירות החוב של החברה. תחזית זו אינה לוקחת בחשבון מימושים נוספים במוחזקות, בעיקר באחזקתה במימון ישיר, אך אנו סבורים כי לחברה ישנה יכולת לממש מניות נוספות שיתרמו לשמירה על פרופיל הנזילות במידת הצורך, כפי שעשתה במהלך שנת 2020, כאמור.

הגמישות הפיננסית הנגזרת ממדיניות פיננסית הולמת לדירוג, מאופיינת ביחס מינוף טוב, אך מושפעת לשלילה מיחס שירות ריבית נמוך יחסית לדירוג ומהיקף חוב גבוה בחברה האם

הגמישות הפיננסית של החברה מאופיינת ביחס שירות ריבית (ICR) נמוך ביחס לדירוג, גם נוכח מבנה החוב ועומס הפירעונות, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו בטווח של 1.5-2.0, תחת מספר תרחישים בנוגע להיקף החוב בחברה. כאמור, לחברה היקף חוב ברוטו אשר הסתכם נכון ליום 31 בדצמבר 2020 לסך של כ-618 מיליון ₪ ולצד זאת, לחברה קיימות יתרות נזילות (מזומנים ותיק נ"ע) אשר הסתכמו נכון ליום 31 בדצמבר 2020 על כ-339 מיליון ₪, וכנגד, לחברה היקף חוב פיננסי (נטו) של כ-280 מיליון ₪, בהתאמה. החברה מאופיינת בשיעור מינוף (LTV)⁹ טוב ביחס לדירוג, אשר נבחן תחת תרחיש רגישות לשווי תיק האחזקות וצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 20%-25%, אך יחס חוב פיננסי ל-FFO נמוך ביחס לדירוג, וצפוי לנוע להערכתנו בטווח רחב שבין 10.0-20.0, ונובע גם מתרחיש לחץ לגבי היקף החוב של החברה.

נציין כי הגמישות הפיננסית מושפעת לחיוב מאחזקה ושליטה בנכסים סחירים, ממרחק הולם מהקובננטים ומעלייה בשווי האחזקות הלא משועבדות או שניתנות למימוש. אלו מהוות כ-125% מיתרת החוב נטו בדצמבר 2020, כתוצאה מעלייה בשווי החוב ישיר גם לאור הנפקתה במהלך שנת 2020, וקבלת היתר מהמפקח על רשות שוק ההון, ביטוח וחסכון לירידה בשיעור ההחזקה בישיר ביטוח ומימון ישיר עד לכ-40%. מנגד, הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה משיעור גבוה יחסית של התשלום האחרון של אג"ח י"א העומד על כ-22% מהחוב, המעצים את סיכון המחזור ומצרכי שירות החוב בחברת האם המשליך על תיאבון הסיכון בחברה וכנגד מוביל לחלוקת דיבידנדים בשיעור משמעותי מכרית הנזילות (בכפוף למגבלת הנזילות). היקף החוב בצור שמיר עמד על כ-980 מיליון ש"ח (נכון ל-31 בדצמבר 2020) ובמהלך פברואר 2021, ביצעה צור שמיר הרחבת סדרה י' בהיקף של כ-150 מיליון ש"ח, לצורך מחזור חוב, וזאת לאחר שלא התקבלו דיבידנדים אל צור שמיר מהחברה במהלך שנת 2020. לאור מבנה לוח הסילוקין של צור שמיר, ומהנחתנו לתקבולי דיבידנדים מהחברה, אנו סבורים כי אלו אינם מספיקים על מנת לשרת את צרכי החוב בה. על כן, אנו צופים כי צור שמיר תדרש לנקוט בפעולות מחזור חוב ולא מימוש חלק מנכסיה לאורך זמן, על מנת לשרת את תשלומי הקרן והריבית העיתיים. כך, במהלך ינואר 2021, הושלמה עסקה בין צור שמיר ל- Mitsui Sumitomo Insurance (להלן: "MSI"), אשר במסגרתה מכרה צור שמיר כ-4% מהונה המונפק והנפרע של ביטוח ישיר בתמורה לכ-77 מיליון ₪ (וכתוצאה מכך, ירד שיעור האחזקה שלה בביטוח ישיר לכ-87.87%). כמו כן, הרוכש קיבל אופציה בתוקף עד ל-31 באוקטובר 2022, להעלות את שיעור האחזקה שלו בהון המונפק והנפרע

⁹ מינוף החברה (LTV) נבחן כפרופורציה בין רמת החוב הפיננסי של החברה לבין שווי אחזקותיה, ולוקח בחשבון את היתרות הנזילות של החברה.

בביטוח ישיר ובזכויות ההצבעה בה, עד לשיעור של כ-20%. ראשית, באמצעות רכישת מניות נוספות של ביטוח ישיר מאת צור שמיר, עד להגעה לכ-12%, ולאחר מכן באמצעות הנפקת מניות לרוכש על ידי ביטוח ישיר, בהתאם למחיר שיוסכם בין הצדדים, ובכפוף לתנאים נוספים הנלווים להסכם.

תרחיש הבסיס שלנו אינו לוקח בחשבון מימושים נוספים, אך אנו סבורים כי אלו ייתכנו גם נוכח האופציה אשר ניתנה ל-MSI ולאור האמור לעיל. גורם מכביד נוסף לגמישותה הפיננסית של החברה הינו הערבות, שהועמדה למימון ישיר בהיקף של 500 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2020 לצורך קבלת מסגרות אשראי מבנקים, וכן ערבות באחוז מסוים מממוצע תיק האשראי בשיתופי הפעולה של מימון ישיר אל מול חברות כרטיסי האשראי בסך של כ-25 מיליון ₪ לאותו מועד. להערכתנו, ערבויות אלו חושפות את החברה לסיכונים זנב בגין פעילותה של מימון ישיר, אולם החשיפה האפקטיבית נמוכה יחסית בטווח הקצר-בינוני, וזאת בין היתר נוכח כרית הונית מספקת של מימון ישיר (יחס הון למאזן של כ-18% ליום ה-31 בדצמבר 2020) ועמידתה באמות המידה הפיננסיות במרווח מספק. להערכתנו, המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיוותר יציבה והולמת ביחס לדירוג, בנוגע לניהול הנזילות וניהול הסיכונים שלה. מידרוג מצפה כי החברה תמשיך להפגין מדיניות שמרנית, תוך הותרת מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שירות החוב ברמת החברה והקבוצה, במקביל לשינויים אפשריים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה מוגבל בשל רמת המינוף ועומס הפירעונות הצפוי בחברת האם, אשר גוזרים חלוקות דיבידנד מהותיות ביחס לפוטנציאל התזרים בחברה, כאמור, ומכבידים להערכתנו במידה רבה על הגמישות הפיננסית, 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 ולא להקטין רמת המינוף באמצעות מימוש חלק מנכסיה.

מטריצת הדירוג

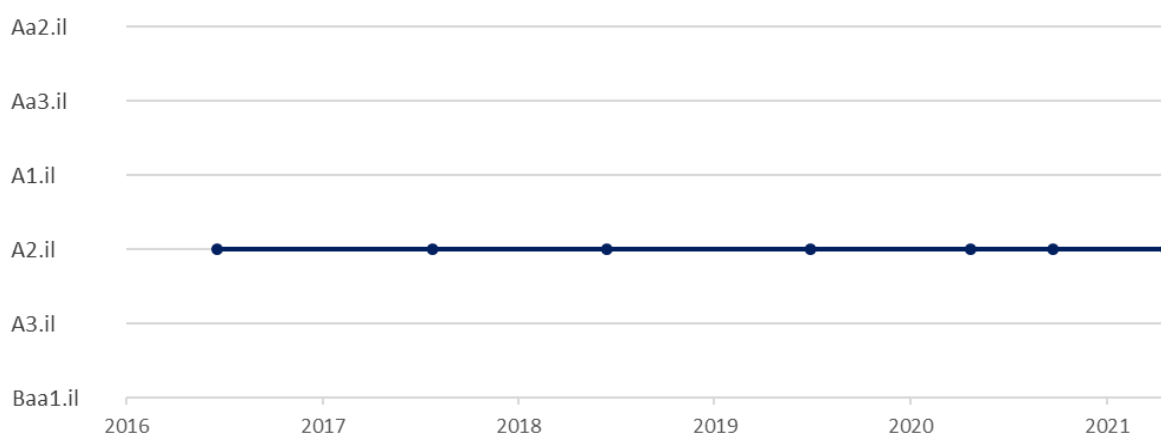
קטגוריה	פרמטרים	ליום 31.12.2020		תחזית מידרוג [1]	
		מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
פרופיל תיק ההחזקות	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	-	A.il	-	A.il
	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים% הכנסות קמעונאיות	-	A.il	-	A.il
	מאפייני ריכוזיות התיק	-	A.il	-	A.il
פרופיל פיננסי	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם ICR	18%	Aa.il	21%	Aa.il
	חוב פיננסי ל-FFO	1.3	Baa.il	2.1	A.il
	גמישות פיננסית	32.1	Ba.il	12.57	Baa.il
	DSCR+CASH	-	A.il	-	A.il
	מדיניות פיננסית	2.5	Aa.il	4.1	Aaa.il
		-	A.il	-	A.il
דירוג נגזר		A1.il			
דירוג בפועל		A2.il			

[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 חברה פרטית¹⁰, הנשלטת על-ידי צור שמיר. בינואר 2021, הושלמה עסקה בין החברה, צור שמיר ל-MSI, במסגרתה מכרה צור שמיר כ-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 באמצעות חברות מוחזקות בענף הביטוח - כ-48.95% באיי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ (Aa3.il, יציב) ("ישיר ביטוח"), הפיננסים - כ-55.26% במימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ (A2.il, יציב) ("מימון ישיר"), והנדל"ן המניב - כ-42.21% באדגר השקעות בע"מ (A3.il, חיובי) ("אדגר"). 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](#)
- [איי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [מימון ישיר מקבוצת ישיר \(2006\) בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- [הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

¹⁰ בחודש אוקטובר 2019 הושלם הסדר בין החברה לבין בעלי מניותיה, במסגרתו רכשה צור שמיר אחזקות בע"מ ("צור שמיר") את כלל המניות של החברה שהוחזקו על ידי הציבור (למעט מניות החברה המוחזקות בידי בנק לאומי לישראל בע"מ (באמצעות לאומי פרטנרס בע"מ, חברה בבעלות ושליטה מלאה)

מידע כללי

27.04.2021	תאריך דוח הדירוג:
24.09.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
21.06.2016	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>