

ביטוח ישיר - השקעות פיננסיות בע"מ¹

מעקב | מאי 2022

אנשי קשר:

ניל הראל

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

איתי נברה, סמוכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים
Itay.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

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

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") ושל מימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ ("מימון ישיר" - A2.il, חיובי) שהינן המוחזקות העיקריות של החברה, ומהוות את מקור הדיבידנדים ואת החלק העיקרי משווייה של החברה. כמו כן, הדירוג נתמך בשיעור מינוף טוב ובגמישות פיננסית הולמת הנתמכת ביחס שירות ריבית, אולם מושפעת לשלילה מהיקף חוב גבוה בצור שמיר אחזקות בע"מ ("צור שמיר" ו/או "חברת האם"). כמו כן, פרופיל הנזילות נתמך ביחס שירות חוב טוב ביחס לדירוג, אולם מוגבל נוכח חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית, לאור צורכי שירות החוב בחברת האם, המעידים על מדיניות פיננסית שאינה בולטת לטובה ביחס לדירוג.

אנו צופים כי מימון ישיר תשמר פרופיל עסקי טוב ותמשיך לחלק דיבידנדים בהיקפים גבוהים ביחס לסך תקבולי החברה, וזאת לאחר הצמיחה בהיקף פעילותה בתחומי הרכב בשנתיים האחרונות. כך, פיזור המקורות של החברה יוותר מאוזן יחסית ויתמוך ביחסי שירות החוב בחברה, כאשר גם העדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת דיבידנדים מהמוחזקות תומכות אף הן בנראות התקבולים מהן. תיק האחזקות של החברה הינו ריכוזי וחשוף משמעותית בשווי ובתזרים לענף הביטוח והפיננסים, אולם הדירוג נתמך בהחזקה בנכס נוסף בענף הנדל"ן המניב - אדגר השקעות ופיתוח בע"מ ("אדגר" - A2.il, יציב), התורמת לפיזור התיק והמקורות התזרימיים.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023, הנחנו כי סך הדיבידנדים שיתקבלו מהחברות המוחזקות ינוע בטווח שבין 85-105 מיליוני ש"ח בשנה. בתוך כך, אנו צופים התמתנות בהיקפי הדיבידנדים מהמבטח, לאור הנחתנו להמשיך רווחיות חיתומית נמוכה יחסית של ישיר ביטוח בתחומי הרכב, אולם החברה תפוצה מקבלת דיבידנדים ממימון ישיר נוכח השיפור בפרופיל העסקי שלה וברווחיותה, וכן בהתאם למדיניות הדיבידנדים שקבע דירקטוריון מימון ישיר. כמו כן, אדגר צפויה לשמר את מיצובה העסקי כך שהיקף הדיבידנדים ממנה יוותר ללא שינוי משמעותי ויהיה דומה להיקפים שחולקו בשנת 2021.

בצד השימושים הונחו תשלומי קרן וריבית לפי לוח הסילוקין בסך מצטבר של כ- 85-90 מיליוני ש"ח בשנה והוצאות תפעוליות נטו, בסך של כ- 12-14 מיליון ש"ח בשנה (כולל איחוד ישיר אחזקות). 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 במסגרתה היא התחייבה על שמירת כרית נזילות בחברה ובישיר אחזקות, לאחר ביצוע כל חלוקה, בסך של 70 מיליוני ש"ח ("מגבלת הנזילות"). לאור האמור, יחס שירות הריבית³ (ICR) יוותר הולם ויחס שירות חוב (DSCR+CASH)⁴ יוותר טוב ביחס לדירוג, ואילו צפויים לנוע בתרחיש הבסיס שלנו בטווח שבין 3.2-3.7 ובין 2.7-3.8, בהתאמה, כאשר האחרון מבטא כרית נזילות מספקת אל מול החלויות השוטפות.

שיעור המינוף (LTV)⁵, אשר נבחן תחת תרחיש רגישות לשווי תיק האחזקות ב-30 ימי המסחר האחרונים, צפי לנוע להערכתנו בטווח סביב 18% בטווח התחזית שלנו, ומשקף שיעור מינוף טוב ביחס לדירוגה של החברה. יחס כיסוי חוב ל-FFO צפוי לנוע בטווח שבין 5.0-7.6 בשנה בטווח התחזית, והינו הולם ביחס לדירוג.

² סולו באיחוד עם ישיר אי.די.איי אחזקות בע"מ ("ישיר אחזקות")

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

⁴ היחס שבין היתרות הנזילות, הדיבידנדים דמי הניהול שהתקבלו בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לתשלומי קרן וריבית

⁵ מינוף החברה (LTV) נבחן כפרופורציה בין רמת החוב הפיננסי של החברה לבין שווי אחזקותיה, ולוקח בחשבון את היתרות הנזילות של החברה.

הגמישות הפיננסית מושפעת לחיוב מאחזקה ושליטה בנכסים סחירים, ממרחק הולם מהקובננטים ומשווי אחזקות הלא משועבדות או שניתנות למימוש, המהוות כ-100%⁶ מיתרת החוב נטו נכון לדצמבר 2021. מנגד, הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה משיעור גבוה יחסית של התשלום האחרון של אג"ח י"א העומד על כ-22% מהחוב ומעצים את סיכון המחזור, וכן מצרכי שירות החוב בחברת האם המשליך על תיאבון הסיכון בחברה וכנגזר מוביל לחלוקת דיבידנדים בשיעור משמעותי מכרית הנזילות. עם זאת, נכון ל-31 בדצמבר 2021, לצור שמיר (סולו) קיימות יתרות נזילות מספקות לצורך שירות החוב בה בטווח השנתיים-שלוש הקרובות להערכתנו, אולם אנו סבורים כי לאורך זמן צור שמיר תידרש להמשיך בפעולות מחזור חוב ולאוי מימוש חלק מנכסיה, על מנת לשרת את תשלומי הקרן והריבית העיתיים. בנוסף, הגמישות הפיננסית מושפעת מערבויות בסכומים מהותיים שנתנו למימון ישיר לצורך קבלת מסגרות בנקאיות.

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 יתרות הנזילות של החברה תוך הגדלת מצבת החוב, עלולה להכביד על דירוג החברה ולהעיב על יכולתה לשמר מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שירות החוב ברמת החברה והקבוצה, במקביל לשינויים אפשריים בסביבה העסקית ולאירועים 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.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי במצבה הפיננסי של ישיר ביטוח, ו/או עלייה בדירוג ישיר ביטוח
- שיפור משמעותי בהיקפי הדיבידנדים מהמוחזקות אשר יתמכו ביחס שירות החוב
- קיטון משמעותי במצבת החוב הקבוצתית ובעומס הפירעונות השוטפים, כך שישפיעו לחיוב על פוטנציאל בניית כרית הנזילות ממקורותיה העצמאיים של החברה

גורמים אשר יכולים 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 שישליכו על עומס הפירעונות אשר יעיבו על גמישותה הפיננסית של החברה
- חלוקת דיבידנדים אגרסיבית שתעיב על בניית כרית הנזילות לאורך זמן

⁶ על אף כי מניות המבטח אינן משועבדות, רשות שוק ההון מאפשר ביצוע הנפקות של מניות או ניירות ערך המירים למניות על ידי החברה, בכפוף לכך ששיעור ההחזקה של החברה בהן המניות המונפק והנפרע זכויות ההצבעה של ישיר ביטוח לא יפחת מ-40% בדילול מלא.

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

2017	2018	2019	2020	2021	
271	276	143	337	261	יתרות נזילות (מזומנים וניירות ערך)
1,025	1,126	1,308	1,359	1,555	השקעות בחברות מוחזקות
654	613	571	618	570	חוב פיננסי
1,353	1,400	1,464	1,696	1,822	סה"כ מאזן
691	768	859	1,067	1,240	סך הון עצמי

37%	30%	33%	21%	20%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
41%	45%	25%	55%	46%	נזילות לחוב

164	124	235	112	233	רווח לתקופה
171	120	210	106	218	סך הרווח הכולל
(65)	(70)	(110)	-	(100)	דיבידנד ששולם
67	161	77	44	139	דיבידנד שהתקבל

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

לחברה תיק אחזקות ריכוזי וחשוף משמעותית בשווי ובתזרים לענפי הביטוח והפיננסים. שלושת אחזקותיה העיקריות של החברה הינן: ישיר ביטוח (Aa3.il באופק יציב), אדגר (A2.il, יציב) ומימון ישיר (A2.il, חיובי), המוחזקות על ידי החברה⁷ בשיעורים של כ-48.95%, כ-42.19% וכ-47.22% בהתאמה, ומהוות כ-34%, כ-22% וכ-44% משווי החברות המוחזקות⁸ בהתאמה, נכון למועד הדוח. החברה פועלת בענף הביטוח באמצעות אחזקה בישיר ביטוח, אשר היוותה את מקור הדיבידנדים העיקרי בשנים האחרונות (כ-63% מסך הדיבידנדים בין השנים 2018-2021) 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 טובה ביחס לדירוגו, אולם זו צפויה להתמתן במידה מסוימת בטווח של ה-12-18 חודשים הקרובים, בעיקר נוכח הסביבה העסקית המאתגרת בענף הביטוח, והנחתנו להמשיך רווחיות חיתומית נמוכה יחסית בענפי הרכב. עם זאת, המבטח צפוי להמשיך לשמור על פער מספק מהחסם הרגולטורי הנדרש בקשר עם הלימות ההון, אשר יאפשר המשך חלוקת דיבידנדים בטווח השנתיים הקרובות, גם בהתאם למדיניות הדיבידנד שקבע דירקטוריון המבטח, אולם בהיקפים מתונים ביחס לשנים האחרונות, כאמור.

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 הרחבת פעילותה בתחומי הרכב בשנים האחרונות. שיעורי הצמיחה הגבוהים בהיקף פעילותה של מימון ישיר, התבטאו גם בהיקף הרווח אשר צמח בשיעור גידול שנתי (CAGR) של 34% בין השנים 2017-2021 והיקפו עמד על כ-181 מיליוני ש"ח בשנת 2021. 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 ולצד הרחבת בסיס המימון שלה בשנתיים האחרונות, אשר תרמו לגיוון והוזלת מקורות המימון וכן תרמו לרמת המינוף המאזני שלה (הון למאזן) לעומת המינוף הנדרש. לאור זאת, אנו צופים כי מימון ישיר תמשיך לשמר פרופיל עסקי טוב ולחלק דיבידנדים בהתאם למדיניות הדיבידנדים שנקבעה על ידי דירקטוריון מימון ישיר, כך שאלו יפצו במידה מסוימת על הקטון הצפוי להערכתנו בהיקף הדיבידנדים, אשר יתקבלו מישיר ביטוח.

⁷ ישיר ביטוח, אדגר ומימון ישיר מוחזקות במישרין ובעקיפין דרך ישיר אחזקות, חברה בת בבעלות מלאה של החברה
⁸ חושב לפי מחיר מניה ממוצע בחודש האחרון.

החשיפה של החברה לענף הנדל"ן דרך אדגר, תורמת לפיזור התיק נוכח מתאם (קורלציה) נמוך יחסית בחשיפות הסיכון ובפרט בנושא סיכון הריבית בין אדגר לשאר האחזקות. כמו כן, איננו צופים שינוי מהותי בפרופיל העסקי ובפרופיל הסיכון של אדגר בטווח השנתיים הקרובות, וללא שינוי מהותי בפוטנציאל החלוקה מאדגר.

לאור האמור לעיל, תמהיל המקורות מהמוחזקות העיקריות צפוי להמשיך להיות מאוזן יחסית, ולשקף תלות נמוכה יותר (מבעבר) מישיר ביטוח בטווח התחזית. עם זאת, נציין כי ישיר ביטוח תמשיך להוות עוגן בדירוג החברה, בשוויה, ומקור תזרימי שוטף ומשמעותי יחסית עבור החברה.

נציין כי, לחברה אחזקה נוספת ב-"נימה שפע ישראל בע"מ" ("נימה"), בשיעור החזקה של 68.35%. עיקר פעילותה הינה במתן שירותים פיננסיים גלובליים, באמצעות שימוש באפליקציה להעברת כספים. פעילות זו עדיין אינה מהותית בשלב זה, אולם אנו צופים המשך השקעה בה, מצד החברה, במהלך השנים הקרובות אשר יתמכו בקצבי הצמיחה בפעילותה של נימה.

העדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת דיבידנדים מהחברות המוחזקות תומכות בנראות הדיבידנדים הגבוהה מהן

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 יציבותן ואיתנותן 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% 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%. יחד עם זאת, דירקטוריון המבטח קבע מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה זו תחלק דיבידנד בשיעור של לפחות 50% מרווחיה השנתיים הראויים לחלוקה, ובכפוף למגבלות הרגולטוריות החלות עליה ולעמידה ביעד המינימאלי כאמור לעיל. בהתאמה לכך, יחסי כושר הפירעון של ישיר ביטוח ליום 31 בדצמבר 2020 עמדו על 194% (בהתחשב בהוראות בתקופת הפריסה) ועל כ-152% (ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה). כמו כן, ישיר ביטוח ביצעה חישוב פנימי לא מבוקר ולא סקור של יחס כושר הפירעון הכלכלי ליום 30 ביוני 2021. בהתאם לחישוב, יחסי כושר הפירעון עמדו באותו מועד על 185% (כולל הוראות מעבר תקופת הפריסה) ו-144% (ללא הוראות מעבר בתקופת הפריסה). לאור תמהיל הפעילות הצפוי של המבטח, אנו מעריכים כי זו תוכל להמשיך ולחלק היקף דיבידנדים מהרווח הנקי בשנים הקרובות לאור הצפי להמשך שמירה על פער המספק 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 באדגר (דיבידנד שנתי בשיעור שלא יפחת מ-50% מה-FFO) ובמימון ישיר (כ-50% מהרווח הכולל על פי הדוחות השנתיים שלה) לצד העדר מגבלות אפקטיביות לחלוקת דיבידנד בשתי החברות, תומכים אף הם בנראות הדיבידנדים בנוסף לדיבידנדים הצפויים מהמבטח, כאשר לשלושת המוחזקות יחדיו טרק רקורד יציב יחסית של חלוקות דיבידנדים לחברה.

שיעור המינוף של החברה טוב ביחס לדירוג

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2022-2023, הנחנו כי סף הדיבידנדים שיתקבלו מהחברות המוחזקות ינוע בטווח שבין 85-105 מיליוני ש"ח בשנה. בתוך כך, אנו צופים התמתנות בהיקפי הדיבידנדים מהמבטח, לאור הערכתנו להמשך רווחיות חיתומית נמוכה יחסית בתחומי הרכב, אולם זו תפוצה מקבלת דיבידנדים ממימון ישיר נוכח השיפור בפרופיל העסקי שלה וברווחיותה, וכן בהתאם למדיניות הדיבידנדים שנקבעה במימון ישיר. כאמור, אדגר צפויה לשמר את מיצובה העסקי כך שהיקף הדיבידנדים ממנה יוותר ללא שינוי משמעותי ויהיה דומה להיקפים שחולקו בשנת 2021.

בצד השימושים הונחו תשלומי קרן וריבית לפי לוח הסילוקין בסך מצטבר של כ- 85-90 מיליוני ש"ח בשנה והוצאות תפעוליות נטו בסך של כ- 12-14 מיליון ש"ח בשנה (כולל איחוד ישיר אחזקות). 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 במסגרתה היא התחייבה על שמירת כרית נזילות בחברה ובישיר אחזקות, לאחר ביצוע כל חלוקה, בסך של 70 מיליוני ש"ח. לאור האמור, יחס שירות הריבית (ICR) צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו בטווח של 3.2-3.7, אשר הינו הולם ביחס לדירוג. לחברה היקף חוב ברוטו (כולל ישיר אחזקות), אשר הסתכם נכון ליום 31 בדצמבר 2021 לסך של כ-570 מיליוני ש"ח, כאשר כל החוב הוא בגין אגרות חוב (סדרה י"א). מידורג מעריכה כי החוב הפיננסי ברוטו עשוי לגדול במידה לא מהותית בטווח ה-12-18 חודשים הקרובים, לאור הנחתנו להמשיך חלוקות דיבידנדים נוכח צורכי שירות החוב בצור שמיר ולצורך פעילותה השוטפת של החברה. יחד עם זאת, לחברה (יחד עם ישיר אחזקות) קיימות יתרות נזילות (מזומנים ותיק נ"ע לז"ק) אשר הסתכמו נכון ליום 31 בדצמבר 2021 על כ-265 מיליון ש"ח, כך שהיקף החוב הפיננסי (נטו) עמד על 305 מיליוני ש"ח, לאותו מועד. לאור זאת, שיעור המינוף (LTV), אשר נבחן תחת תרחיש רגישות לשווי תיק האחזקות ב-30 ימי המסחר האחרונים, צפי לנוע להערכתנו בטווח סביב 18% בטווח התחזית שלנו, ומשקף שיעור מינוף טוב ביחס לדירוגה של החברה. יחס כיסוי חוב ל-FFO צפוי לנוע בטווח שבין 5.0-7.6 בשנה בטווח התחזית, והינו הולם ביחס לדירוג.

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

הגמישות הפיננסית מושפעת לחיוב מאחזקה ושליטה בנכסים סחירים, ממרחק הולם מהקובננטים ומשווי אחזקות הלא משועבדות או שניתנות למימוש, המהוות כ-100% מיתרת החוב נטו נכון ליום 31 בדצמבר 2021. מנגד, הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה משיעור גבוה יחסית של התשלום האחרון של אג"ח י"א העומד על כ-22% מהחוב ומעצים את סיכון המחזור, וכן מצרכי שירות החוב בחברת האם המשלך על תיאבון הסיכון בחברה וכנגזר מוביל לחלוקת דיבידנדים בשיעור משמעותי מכרית הנזילות (בכפוף למגבלת הנזילות כאמור). נכון ל-31 בדצמבר 2021, היקף החוב בצור שמיר עמד על כ-1,221 מיליון ש"ח, כאשר העלייה בהיקף החוב ביחס לתקופה מקבילה אשתקד (כ-983 מיליוני ש"ח), נבעה מהרחבת אגרות חוב (סדרה י') והנפקת אגרות חוב (סדרה יא) בסך כולל של כ-295 מיליוני ש"ח לצורך מחזור חוב והגדלת נזילותה של צור שמיר. להערכתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2021, לצור שמיר (סולו) קיימות יתרות נזילות מספקות לצורך שירות החוב בה בטווח השנתיים-שלוש הקרובות, אולם אנו סבורים כי לאורך זמן זו תידרש להמשיך בפעולות מחזור חוב ולא מימוש חלק מנכסיה, על מנת לשרת את תשלומי הקרן והריבית העיתיים. תרחיש הבסיס שלנו אינו לוקח בחשבון מימושים נוספים, אך אנו סבורים כי אלו ייתכנו גם נוכח האופציה אשר ניתנה ל-MSI, לעלות בשיעור האחזקה בהון המונפק והנפרע בביטוח ישיר ובזכויות ההצבעה בה, עד לשיעור של כ-20%, בהתאם להסכם מיום 5 בינואר 2021, שנחתם בין החברה, צור שמיר ו-MSI למכירת חלק מהחזקותיה של צור שמיר בחברה. גורם מכביד נוסף לגמישותה הפיננסית של החברה הינה הערבות, שהועמדה למימון ישיר בהיקף של 500 מיליון ש"ח ליום 31 בדצמבר 2021 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, וזאת בין היתר נוכח כרית הונית מספקת של מימון ישיר (יחס הון למאזן של כ-22% ליום ה-31 בדצמבר 2021) ועמידתה באמות המידה הפיננסיות במרווח מספק.

פרופיל הנזילות נתמך ביחס שירות חוב אולם מוגבל נוכח חלוקת דיבידנדים אגרסיבית יחסית בשל צורכי שירות חוב בצור שמיר ומעידים על מדיניות פיננסים שאינה בולטת לטובה ביחס לדירוג

החברה שומרת לאורך זמן על יתרות נזילות מספקות לצורך שירות החלליות השוטפות בה. נכון ל-31 בדצמבר 2021, היתרות הנזילות (מזומנים ושווי מזומנים ונכסים פיננסיים לז"ק) עמדו על 261 מיליוני ש"ח, המהווים כ-46% מסך החוב ברוטו. יתרת נזילות זו, לצד המקורות והשימושים הצפויים כאמור, גוזרים יחסי שירות החוב DSCR ו-DSCR כולל יתרות נזילות שינועו בטווחים שבין 0.8-1.0 ו-2.7-3.8, בהתאמה בשנות התחזית, כאשר האחרון הינו טוב ביחס לדירוג וצפוי להמשיך לתמוך ביכולת שירות החוב של החברה.

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 יתרות הנזילות של החברה תוך הגדלת מצבת החוב, עלולה להכביד על דירוג החברה ולהעיב על יכולתה לשמר מרווחי נזילות מספקים על מנת להתמודד עם שירות החוב ברמת החברה והקבוצה, במקביל לשינויים אפשריים בסביבה העסקית ולאירועים בלתי צפויים אחרים.

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, 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.

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. כמו כן, מידרוג אינה מניחה חשיפה מהותית לסיכונים ממשי תאגידי.

מטריצת הדירוג

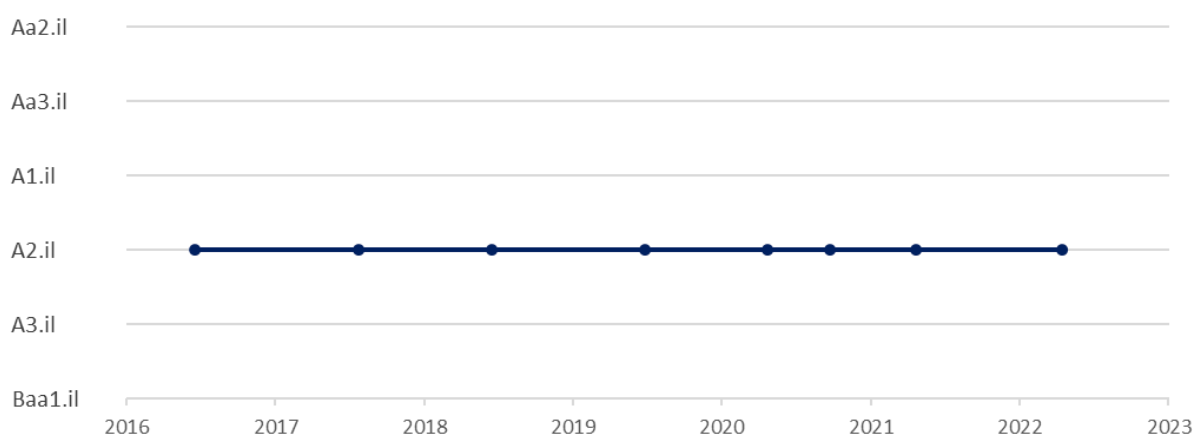
תחזית מידרוג [1]		ליום 31.12.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	-	A.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק ההחזקות
Aa.il	-	Aa.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים % הכנסות קמעונאיות	
A.il	-	A.il	-	מאפייני ריכוזיות התיק	
Aa.il	17.6%	Aa.il	11.7%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי
A.il	3.4	Aa.il	5.1	ICR	
A.il	6.3	Aa.il	2.9	חוב פיננסי ל-FFO	
A.il	-	A.il	-	גמישות פיננסית	
Aaa.il	3.3	Aaa.il	6.3	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 לחרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

החברה הינה חברה פרטית, הנשלטת 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 באמצעות חברות מוחזקות בענף הביטוח - כ-48.95% באיי.די.איי. חברה לביטוח בע"מ (Aa3.il, יציב) ("ישיר ביטוח"), הפיננסים - כ-47.22% במימון ישיר מקבוצת ישיר (2006) בע"מ (A2.il, חיובי) ("מימון ישיר"), והנדל"ן המניב - כ-42.19% באדגר השקעות בע"מ (A2.il, יציב) ("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](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי- דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, ינואר 2021](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

09.05.2022	תאריך דוח הדירוג:
27.04.2021	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 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.

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>