

ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ

מעקב | מרץ 2020

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג, רו"ח

ראש צוות, מעריך דירוג משני

omer@midroog.co.il

אבי בן-גון, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג וראש תחום מוסדות פיננסיים

avib@midroog.co.il

ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג איתנות פיננסית של מבטח (IFS)
------------------	--------	------------------------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לאיתנות הפיננסית (IFS) של ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ ("החברה"). אופק הדירוג יציב. בדירוג מגולמת הערכתנו ליכולת ונכונות גבוהה לתמיכת בעלים במידת הצורך.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה משקף פרופיל עסקי טוב בשוק המקומי, הנתמך בנתחי שוק משמעותיים במגזרי הפעילות, אולם מוגבל בפעילות נישתית וריכוזית החשופה למחזוריות הכלכלית והכנסות תפעוליות נלוות זניחות. פרופיל הסיכון סביר ביחס לדירוג ונתמך בגמישות חיתומית טובה, פיזור סביר של התיק הביטוחי וכן במדיניות מבטחי משנה שמרנית. הפרופיל הפיננסי של החברה מתאפיין באיכות נכסים ורווחיות טובות ביחס לדירוג. הלימות ההון של החברה בולטת לטובה ובעלת קיבולת ספיגת הפסדים טובה. נציין, כי קוטנה של החברה ותחום הפעילות הנישתי כמבטחת אשראי מהווים מגבלה לדירוג, גם ביחס למבטחים הפועלים בכלל הענפים.

נתחי השוק של החברה מעידים על מיצוב עסקי גבוה בשוק המקומי, אשר תומכים ביכולת יצור ההכנסות לאורך המחזור. בנוסף, תמהיל הפעילות בין שני מגזרי הפעילות המרכזיים מאוזן יחסית ואינו מוטא יותר, כפי שהיה בעבר, למגזר סחר חוץ המאופיין ברווחיות גבוהה יותר. מנגד, יש לציין כי נתח השוק הכולל של החברה במונחי פרמיות ברוטו נשחק לאורך השנים האחרונות, בעיקר נוכח שחיקה בפרמיות במגזר סחר החוץ אשר הושפעה בשנת 2019 מהשפעת ייסוף בשקל והיקף עסקאות נמוך יותר לטווח הבינוני לעומת שנה קודמת, אולם נתח שוק החברה במגזר זה ממשיך להיות מהותי. נתח השוק של החברה במגזר המקומי נותר יחסית יציב בשנים האחרונות, על אף שהושפע מסביבה עסקית מאתגרת, התגברות התחרות ולחץ מחירים.

פרופיל תיק ההשקעות של החברה ממשיך לבטא תיאבון לסיכון מתון יחסית, המתבטא בהחזקה משמעותית באג"ח ממשלתי, מזומן ופיקדונות בבנקים וכן שיעור נכסים בלתי מוחשיים נמוך מההון העצמי, אשר תומכים באיכות נכסים גבוהה ומייצרים ודאות גבוהה יותר ביחס להיקף הכרית ההונית.

הלימות ההון של החברה בולטת לטובה ביחס לדירוג, כאמור ונובעת בין היתר ממדיניות שמרנית של ההנהלה לצמצום חשיפות ביטוחיות בעזרת שימוש נרחב במבטחי משנה, כאשר יחסי המינוף של החברה בולטים לטובה לאורך זמן. כמו כן, בתרחישי קיצון שביצענו ביחס למוקדי הסיכון המרכזיים, הכרית ההונית מאפשרת למבטח לספוג הפסדים בצורה טובה שאינה מערערת את יציבותו. הלימות ההון הטובה, משתקפת גם בעודפי הון משמעותיים על פי דירקטיבת סולבנסי 2, התומכים בגמישות העסקית של החברה ובפוטנציאל התרחבותה. בנוסף, הלימות ההון מאפשרת המשך חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות, אולם יש לציין כי אף על פי שלחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים, קצב בניית כרית ההון היה מוגבל בשנים האחרונות, נוכח חלוקת דיבידנדים בשיעור משמעותי מהרווחים. לאור הפער הניכר מהדרישות הרגולטוריות, מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך בחלוקת דיבידנדים מרחיבה, כך שקצב בניית ההון יוותר שולי. כמו כן, להערכתנו פוטנציאל צבירת הרווחים יוותר מוגבל גם לנוכח הסביבה העסקית המתגרת כאשר סטייה מהנחה זו, קרי מדיניות דיבידנדים אגרסיבית לאורך זמן, עלולה להוביל ללחץ על הדירוג במידה ותחול שחיקה בהיקף כרית ההון.

בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנת 2020, אנו מעריכים יציבות בפעילות הליבה של החברה, נוכח הסביבה העסקית המתגרת ובפרט נוכח התפרצות נגיף הקורונה והאטה הצפויה במשק כתוצאה מכך לרמה של כ- 0.0%-1.0% תוך שחיקה ביצוא. נציין, כי בתחזית זו ישנו בשלב זה מרכיב גבוה יחסית של אי ודאות, נוכח התממשות של אירוע סיכון בדמות התפרצות נגיף הקורונה ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגדו, השפעתו על היקף הסחר העולמי, היצוא והפעילות הכלכלית במשק המקומי. בנוסף, מגזר הביטוח המקומי מושפע לשלילה לאור עליית רמת התחרות בשנים האחרונות הן מצד המתחרים הישירים והן מצד המתחרים התחליפיים (פקטורינג, נכיון ועוד), הגוררים לחץ מחירים מתמשך. בנוסף, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי שנכנס לאחרונה צפוי להמשיך ולהקל על הליכי כניסה ויציאה מחדלות פירעון וכפועל יוצא צפוי להוביל לעליית שכיחות התביעות, אך גם עשוי להשפיע לחיוב על שיעורי ההשבה, זאת משום שלרוב החברה הינה נושה ולא מובטחת. במגזר סחר החוץ צפי להאטה בכלכלה העולמית

עלול להכביד על פעילות החברה במגזר זה. להערכתנו, צפויה עליה בשיעור הנזקים בטווח הזמן הקצר כתוצאה מעליה בשכירות הכשלים בשל אתגרי הקורונה על הכלכלה המקומית והגלובאלית, אולם בשלב זה עדיין בקיבולת הדירוג כפי שמשקף בתרחישי הקיצון של מידרוג.

בתרחיש זה, אנו צופים שחיקה מסוימת ברווחיות החברה בשנת 2020, כך שהיחס המשולב בשייר ינוע להערכתנו בטווח שבין 50%-55%. בשקלול יחסי הרווחיות הנגזרים מתרחיש הבסיס ולאור תוצאות השנים הקודמות המשקפות מחזור עסקים לתפיסתנו ובנטרול אירועים חד פעמיים, אנו מעריכים את רווחיות החברה לאורך המחזור כטובה ביחס לדירוג.

להערכת מידרוג, דירוג ה-IFS נהנה מיכולת ונכונות גבוהה לתמיכה חיצונית מצד בעלי המניות (הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסים בע"מ ו-Euler Hermes) במידת הצורך, הן בשל מחויבות חוזית והן בשל היקף התמיכה הנדרש ביחס לפרופיל הפיננסי של בעלי המניות, כאשר החברה הינה חלק מהמערך הגלובאלי של Euler Hermes. נכונות זו נתמכת גם במיתוג ואסטרטגיה עסקית משותפת בעיקר מול Euler Hermes, הסתמכות תפעולית על מערכות בעלי המניות הן בצד התפעול השוטף והן מצד ניהול הסיכונים וסיכון מוניטין, שעלול להיווצר בהיעדר תמיכה הן מול מבטחי משנה והן מול לקוחות. הנחתנו היא, כפי שנמסר לנו גם ע"י החברה, כי מחויבות זו תקפה גם תחת דירקטיבת סולבנסי 2. הערכה זו, מובילה להטבה של נוסף בשל תמיכת בעלים ביחס ל-IFS של החברה.

אופק הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג

- הרעה משמעותית בנתונים מאקרו כלכליים גלובאליים, אשר תחשוף את החברה לסיכונים פוליטיים וכלכליים
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי משנה להם חשופה החברה במידה מהותית, או קיטון בשיעורי ההתנסות מהם
- שחיקה משמעותית בגמישות החיתום
- פגיעה משמעותית בכרית ההונית וביחסי הלימות ההון
- קיטון בהערכתנו לנכונות ו/או ליכולת תמיכת הבעלים בחברה

ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ - נתונים עיקריים (במיליוני ₪)

2015	2016	2017	2018	30/9/2018	30/9/2019	
121	120	106	114	86	85	פרמיות שהורווחו ברוטו
57	57	50	53	40	40	פרמיות שהורווחו בשייר
35	24	36	28	25	30	רווח כולל
164	188	204	202	199	202	סך ההון העצמי

יחסים מותאמים של מידרוג

51%	23%	6%	10%	*	*	נכסים נטו (חשיפה מאזנית) למבטחי משנה מההון העצמי
2%	2%	3%	4%	4%	4%	נכסים בלתי מוחשיים DAC-מההון העצמי
5%	35%	16%	25%	23%	39%	יחס משולב בשייר (Combined Ratio) [1]
21%	14%	18%	14%	16%	20%	תשואה על מקורות מימון (ROC) [2]
9%	6%	10%	7%	9%	11%	תשואה על נכסים (ROA) [3]

[1] היחס שבין תשלומים ושינויים בהתחייבויות בגין חוזי ביטוח וחוזי השקעה בשייר, הוצאות הנהלה וכלליות, עמלות שיווק ורכישה נדחות, בניכוי הכנסות מעמלות לפרמיות שהורווחו בשייר

[2] רווח כולל לממוצע התחייבויות פיננסיות והון עצמי המשוך לבעלי המניות בתקופה מגולם שנתי

[3] רווח כולל לממוצע סך הנכסים בתקופה מגולם שנתי

*הנתון מפורסם רק בדוחות הכספיים השנתיים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פרופיל עסקי טוב בשוק המקומי, אולם מוגבל בפעילות נישתית וריכוזית החשופה למחזוריות הכלכלית

החברה הינה אחת משלוש חברות ביטוחי האשראי הפועלות בישראל ובעלת נתחי שוק משמעותיים בתחום ביטוחי האשראי לאורך זמן. נתח השוק הכולל של החברה במונחי פרמיות ברוטו נשחק לאורך השנים האחרונות ועמד על כ-43% ליום ה-30 בספטמבר 2019. נתח שוק זה הושפע בעיקר משחיקה מתמשכת בהיקפי הפרמיות ברוטו במגזר סחר חוץ לאורך השנים האחרונות, שנמשכה גם בתשעת החודשים של שנת 2019. השחיקה בהיקף הפרמיות במגזר זה הושפעה גם לאור השפעת הייסוף בשקל והיקף עסקאות נמוך יותר לטווח בינוני לעומת שנה קודמת אולם נתח השוק במגזר זה נותר מהותי. נציין כי נתחי השוק המשמעותיים של החברה, מעידים על מיצוב עסקי גבוה בשוק המקומי ותומכים ביכולת יצור ההכנסות. בנוסף, הפרופיל העסקי נתמך במותג חזק, בסיס לקוחות רחב ומגוון ללא תלות גבוהה בלקוחות ספציפיים, מומחיות וניסיון וערך מוסף הנובע משיתופי פעולה מול בעלי המניות- הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ ו-Euler Hermes, חברת ביטוח האשראי הגדולה בעולם. מנגד, אופי הפעילות הנישתי בענף, המאופיין בחשיפה גבוהה יחסית למחזוריות הכלכלית ותחרות גלובאלית בחלק מהפעילויות ממשיכים להגביל את יכולת יצור ההכנסות ואת הפרופיל העסקי. כמו כן, מגזר ביטוח האשראי המקומי הושפע מהסביבה העסקית המתגברת, התגברות התחרות ולחץ מחירים בעיקר נוכח המשך התבססותה של קופאס בפעילות ביטוחי האשראי בישראל (נתח שוק כולל של כ-15% נכון ל-30 בספטמבר 2019), וכן לאור פעילותם של ברוקרים העובדים מול החברות הבינלאומיות. נציין, כי בתשעת החודשים הראשונים של 2019 הצליחה החברה לשמר את נתח השוק שלה במגזר זה, וזאת לאחר גידול בהיקף הפרמיות בשנת 2018 שנבע בעיקר מהרחבת הפעילות בשוק המקומי ומפעילות ערביות.

השחיקה המתמשכת בהיקפי הפרמיות במגזר סחר חוץ הובילה לכך שתמהיל הפעילות בין שני מגזרי הפעילות המרכזיים מאוזן יחסית ואינו מוטה יותר למגזר סחר חוץ, אשר מאופיין ברווחיות גבוהה יותר. כך, מגזר זה מהווה כ-40% מסך הפרמיות ברוטו של החברה בתשעת החודשים הראשונים של 2019 (כ-48% מסך הפרמיות ברוטו בשנת 2017). לאור זאת, איננו צופים שינוי מהותי בתמהיל מגזרי הפעילות של החברה ולהערכתנו תמהיל זה צפוי להישאר בדומה לשנתיים האחרונות.

בטווח התחזית לשנת 2020, אנו מעריכים כי פוטנציאל הצמיחה בפעילות הליבה של החברה יוותר מתון, נוכח סביבה עסקית מאתגרת, עם צפי להאטה בצמיחת התמ"ג לרמה של כ-0.0%-1.0% בשנת 2020 ושחיקה ביצוא באותה תקופה. נציין, כי בתחזית זו ישנו בשלב זה מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התממשותו של אירוע סיכון בדמות התפרצות נגיף הקורונה ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגד, השפעתו על היקף הסחר העולמי, היצוא והפעילות הכלכלית במשק המקומי. בנוסף, מגזר הביטוח המקומי מושפע לשלילה לאור הסביבה העסקית המאופיינת בעליית מדרגה ברמת התחרות בשנים האחרונות, הן מצד מתחרים ישירים והן מצד מתחרים תחליפיים (פקטורינג, ניכיון ועוד), הגוררים לחץ מחירים מתמשך. בנוסף, חוק חדלות הפירעון ושיקום כלכלי שנכנס לאחרונה צפוי להמשיך ולהקל על הליכי כניסה ויציאה מחדלות פירעון וכפועל יוצא עלול להוביל לעליית שכיחות התביעות בשוק המקומי, אך גם עשוי להשפיע לחיוב על שיעורי ההשבה, זאת משום שלרוב החברה הינה נושה לא מובטחת. בנוסף וככל שמשבר הקורונה ימשך צפויה עליה בשיעורי הכשל בשוק המקומי ובפרט במגזר ה-SME.

במגזר סחר החוץ אומנם היה צפי לגידול בהיקף היצוא אשר ישפיע לחיוב על הפעילות העסקית, אך מנגד האטה בכלכלה העולמית עם הסתברות גוברת למיתון בחלק גדול מהכלכלות בעולם המערבי כתוצאה מהשפעת התפשטות נגיף הקורונה, עלולים לפגוע בפעילות החברה במגזר זה ולעלות את רמת הסיכון ושכיחות הכשלים.

לאור זאת, בטווח התחזית אנו מעריכים כי היקף הפרמיות הכולל של החברה צפוי לשמור על יציבות מסוימת בשנת 2020, במקביל ליציבות בנתח השוק הכולל של החברה.

לחיוב נציין את אסטרטגיית החברה לפתח מקורות הכנסה נוספים אשר חלקם חשופים פחות למחזור הכלכלי, אולם אנו מעריכים כי השפעתם על גיוון ההכנסות אינו מהותי בטווח הזמן הקצר. כך, החברה מספקת ערביות מסוגים שונים (לרבות ערביות מכרז,

¹ חושב ביחס למבטחים העוסקים בביטוח אשראי, ללא חלקן של חברות ביטוח אשראי זרות הפועלות בישראל ושפעילותן בתחום ביטוח האשראי אינו מפורט בדיווחים פומביים בישראל וללא אשראי (חברה ממשלתית הפועלת בתחום עסקאות ארוכות טווח בלבד ואינה מתחרה בתחומי הפעילות העיקריים של החברה)

מקדמה, אספקת ציוד וסחורות ומתן שירותים), מבצעת עסקאות לטווח בינוני, החלה בפעילות מימון קרקעות בשת"פ מול בנקים מקומיים, ואף צפויה להרחיב את פעילויות אלו בטווח הזמן הבינוני.

בנוסף, באוקטובר 2019 אשררה חברת דירוג האשראי הבינלאומית Moody's² דירוג גלובאלי של A3 (IFS) עם אופק יציב לחברה. דירוג זה מייצר תמריץ לבנקים המקומיים לבקש ביטוח אשראי מלקוחותיהם ומקטין את דרישות ההון הנדרשות מהמערכת הבנקאית בעת מימון על בסיס פוליסת החברה וכתוצאה מכך אנו צופים להגברת שיתוף הפעולה מול מערכת הבנקאות המקומית.

פרופיל סיכון סביר ביחס לדירוג, נתמך בגמישות חיתומית טובה ופיזור סביר של התיק הביטוחי

החשיפה למחזוריות הכלכלית כאמור וגיוון מקורות הכנסה נמוך מעצימים את הצורך בפיזור גבוה של התיק הביטוחי וגמישות חיתומית טובה בכדי לנהל את מוקדי הסיכון ולהפחית את הסתברות התרחשותם של אירועי קיצון לא צפויים בעלי השפעה משמעותית על כרית הספיגה ההונית. להערכתנו, החברה מאופיינת בפיזור סביר של התיק הביטוחי, לצד שימוש נרחב במבטחי משנה וגמישות חיתומית טובה, המאפשרת לחברה להקטין חשיפות במידת הצורך ולאור שינויים מהותיים בסביבה העסקית בכדי לתמוך בפרופיל הסיכון.

פיזור הקונים של התיק הביטוחי נותר הולם, כפי שמתבטא בחשיפה ל-10 הקונים הגדולים אשר מהווים כ-5% מסך החשיפות של החברה לאורך זמן, כאשר החשיפה להם בשייר מהווה כ-184% מההון העצמי. הפיזור הגאוגרפי מוגבל יחסית ומוסיף להיות מוטה לשוק המקומי ולאר"ב (שיעור חשיפה של כ-55% מסך התיק במוצא בשנים האחרונות), כאשר חשיפת החברה למדינות עם סביבה עסקית מאתגרת³ מהווה במוצא כ-15% מסך התיק בשנים האחרונות. נציין, כי חשיפת החברה למדינות העיקריות בהן התפשט נגיף הקורונה בהתאם למועד הדוח (שעיקרן סין, דרום קוראיה, יפן ואיטליה) עמדה על פחות מ-10% מסך תקרות האשראי של החברה נכון ליום ה-31 בדצמבר 2019. בנוסף, התפשטות נגיף הקורונה ואי הוודאות לגבי השפעותיו העסקיות בזירה הבינלאומית, צפויה לגרום לעלייה נוספת בסיכון במדינות בהן החברה פעילה, שעד היום הוגדרו כמדינות בסיכון אשראי נמוך. להערכתנו לחברה פיזור ענפי סביר, ואיננו צופים שינוי משמעותי בתמהיל התיק בטווח הזמן הקצר והבינוני.

הגמישות החיתומית של החברה מוערכת על ידינו כטובה ותומכת בפרופיל הסיכון, שכן מח"מ הפוליסות הממוצע קצר יחסית (פחות משנה) ומאפשר לחברה לשנות את התנאים וההתניות בפוליסות בפרק זמן קצר, נוכח עלייה במאפייני הסיכון. עם זאת, אנו מעריכים, כי החברה תמשיך להרחיב את פעילות העסקאות לטווח בינוני, אולם בטווח התחזית פעילות זו אינה צפויה להיות משמעותית ביחס למגזרי הפעילות המרכזיים שהחברה פועלת בהם ועל כן איננו צופים שינוי משמעותי במח"מ הפוליסות הממוצע בתקופה זו. יחד עם זאת נציין כי עלייה משמעותית במח"מ התיק ושחיקה בגמישות ביטול המכסות כתוצאה מכניסה לעסקאות ארוכות תהווה משקולת לפרופיל הסיכון. מדיניות ביטוחי המשנה נותרה שמרנית תוך העברת סיכונים ביטוחיים משמעותית, כאשר ליום ה-31 בדצמבר 2019, סך המכסות ברוטו עמדו על כ-11 מיליארד דולר (2018: 9.5 מיליארד דולר), כאשר תקרת האחריות המקסימלית של החברה עמדה על כ-2.2 מיליארד דולר. ריכוזיות מבטחי המשנה נותרה גבוהה יחסית, כאשר מבטח המשנה הגדול ביותר מסך החשיפה היווה כ-51% ליום ה-31 בדצמבר 2018, אולם מבטחי המשנה מאופיינים באיכות אשראי גבוהה, כפי שמשתקף בדירוג הבינלאומי שלהם (דירוג בינלאומי ממוצע בקבוצת Aa). בנוסף, לחברה מנהל סיכונים ייעודי והוטמעו בה מערכות חיתום וניהול סיכונים של חברת האם (Euler Hermes). אלה תומכים הן בניטור וניהול הסיכון והן בתהליכים העסקיים ובזמני התגובה.

² בעלת השליטה במידורג בע"מ

³ מדינות המדורגות על פי סולם החברה בדירוג D-I C

איכות נכסים גבוהה ביחס לדירוג, הנתמכת בשיעורים נמוכים של נכסים בלתי מוחשיים ונכסי השקעה בסיכון גבוה

מההון

להערכתנו, איכות הנכסים של החברה נותרה גבוהה. יחס ה"נכסים בסיכון" המותאמים⁴ להון המוכר המתואם⁵ ליום ה- 30 בספטמבר 2019 עמד על כ- 27%, בדומה לשנת 2018, ומשקף תיאבון לסיכון נמוך יחסית והולם לדירוג. לחברה שיעור זניח של נכסים בלתי מוחשיים מההון העצמי, המאופיינים בשווי "רך יותר", כך שעמידות ההון העצמי בתרחישי קיצון ודאית יותר. להערכתנו, לא צפוי שינוי משמעותי ביחסים אלו, בטווח הזמן הקצר והבינוני גם נוכח מודל הפעילות וההפצה ופוטנציאל מתון לבניית הכרית ההונית בטווח זמן זה.

תמהיל התיק ההשקעות של החברה מאופיין במדיניות השקעה סולידית יחסית לניהול עודפי הנזילות. כמו כן, החברה אינה מסתמכת על רווחי השקעה משמעותיים כמחולל רווחיות, כפי שמתבטא בהחזקה משמעותית של אג"ח מדינה ומזומן, אשר עמדו על כ- 49% מסך התיק ליום ה- 30 בספטמבר 2019. היתרה מוחזקת בעיקר באג"ח קונצרני בישראל ובתעודות סל. שיעור הנכסים נטו אל מול מבטחי משנה מההון העצמי לסוף שנת 2018 עמד על כ- 10% ומגלם קיטון בסיכון הצד הנגדי במאזן, כאשר נכסים אלו פחות נזילים. תחת הנחות הבסיס לגבי הסביבה העסקית המאתגרת, הערכתנו לגידול ביחס הנזקים בשייר ביחס לשנת 2018, ולכך שההון העצמי לא צפוי להשתנות בעקבות המשך חלוקת דיבידנדים משמעותיים מהרווח הנקי, אנו צופים גידול מסוים ביחס זה בטווח התחזית.

הלימות ההון בולטת לטובה ביחס לדירוג, סופגת הפסדים בצורה טובה ותומכת בגמישות עסקית; קצב בניית הכרית

ההונית מוגבל

התיק הביטוחי של החברה מהווה מקור הסיכון המרכזי להלימות ההון ובפרט, נוכח החשיפה למחזוריות הכלכלית, לענפים תנודתיים ולאי הודאות הגבוהה בסביבה העסקית המקומית והגלובאלית. גורם הממתן את הסיכון, נובע ממדיניות שמרנית ושימוש נרחב במבטחי משנה, אשר מצידה יוצרת סיכונים צד נגדי, כאמור. בהקשר זה מידורג בוחנת את המינוף התפעולי והמינוף החיתומי של החברה. יחסים אלה בלטו לחיוב לאורך השנים האחרונות ועמדו על מכפילים של כ- 40 וכ- 0.5 בהתאמה, ליום ה- 30 בספטמבר 2019. בכדי לאמוד את החשיפה למחזוריות הכלכלית בחנה מידורג מספר תרחישים (חלקם הוליסטיים) בדרגות חומרה משתנות לגבי כריות ספיגת ההפסדים של המבטח ביחס לפרופיל הסיכון שלו, תוך הנחת שיעורי PD ו-LGD בענפי הפעילות השונים ובתרחישים השונים, עליה בסיכונים צד נגדי, חשיפה לסיכונים שוק, בניית ההון העצמי ע"י רווחים וללא חלוקת דיבידנדים בתרחישים אלה. יחסי המינוף התפעולי והמינוף החיתומי נעים בתרחישים אלה בטווחים שבין 120-170 ו- 0.6-0.9, בהתאמה ולהערכתנו מאפשרים למבטח לספוג הפסדים בצורה טובה שאינה מערערת את יציבותו. נציין, כי תרחישי הקיצון שנבחנו הינם מחמירים יותר ביחס לסך החשיפה של החברה למדינות בהן התפשט נגיף הקורונה בהתאם למועד הדוח.

הלימות ההון הטובה משתקפת גם בעודפי הון משמעותיים על פי דירקטיב סולבנסי 2 עם יחס כושר פירעון של כ- 346% ליום ה- 30 ביוני 2019 (ללא התחשבות בהוראות המעבר). עודף הון משמעותי זה, שצפוי להישמר להערכתנו בטווח הזמן הקצר והבינוני, תומך בגמישותה העסקית של החברה, ביכולתה לנצל הזדמנויות עסקיות ולהגדיל את הפעילות ומאפשר גם המשך חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. בנוסף, לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנדים, אולם קצב בניית כרית ההון היה מוגבל בשנים האחרונות, נוכח חלוקת דיבידנד מהותית מהרווחים באותן שנים. נציין כי החברה קבעה יחס כושר פירעון מינימלי לחלוקת דיבידנד של כ- 200%.

לאור הפער הניכר מהדרישות הרגולטוריות, מידורג מביאה בחשבון כי החברה תמשיך בחלוקת דיבידנדים מרחיבה, כך שקצב בניית ההון יוותר שולי, נוכח פוטנציאל צבירת רווחים מוגבל בשל הסביבה העסקית המאתגרת וחלוקת דיבידנד מהותית. סטייה מהנחה זו, קרי מדיניות דיבידנדים אגרסיבית לאורך זמן, עלולה להוביל ללחץ על הדירוג, במידה ותחול שחיקה בהיקף כרית ההון.

⁴ נכסים בסיכון גבוה כוללים באופן כללי את כל נכסי ההשקעה הפיננסיים למעט מזומנים, אגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בדירוג השקעה, כאשר האחרונים משוקללים בשיעור הישענות חלקי המשקף סיכון לירידת ערך אפשרית לאורך מחזור האשראי כתוצאה מסיכונים אשראי, שוק או נזילות.

⁵ הון עצמי

רווחיות טובה ביחס לדירוג, אולם ישנה צפי לשחיקה מסוימת בטווח התחזית

רווחיות החברה מושפעת מתמהיל הפעילות, אשר כאמור, הפך להיות מוטה יותר לפעילות ביטוח אשראי מקומי, המאופיינת בשיעורי הפסד גבוהים יותר וברווחיות נמוכה יותר ביחס למגזר סחר חוץ לאורך זמן. בשנים האחרונות עלתה רמת התחרות בשוק המקומי, כאמור, תוך לחץ מחירים מסוים גם כתוצאה מכניסת מתחרה נוסף. רווחיות החברה חשופה גם לגורמים אקסוגניים ובהם היקף הפעילות העסקית במשק, היקף הייצוא, הסביבה המאקרו הכלכלית העולמית, הסביבה המוניטרית והסביבה הרגולטורית והמשפטית.

יחד עם זאת לחברה יכולת שליטה טובה על תמחור הפוליסות ומבנה ההוצאות, תוך שימוש נרחב במבטחי משנה אשר תורמים זרם הכנסות נוסף בדמות עמלה שנתית ומקטינים את תנודתיות התוצאות. החברה מאופיינת ברווחיות חיתומית טובה ביחס לדירוג וללא תלות ברווחי השקעה, אולם זו מאופיינת בתנודתיות, כפי שמשתקף ביחס המשולב בשייר שנע בטווח רחב יחסית של 5%-39% בשנים האחרונות, גם כתוצאה מאירועים ספציפיים וחד פעמיים במהותם.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו צופים שחיקה ברווחיות החברה בשנת 2020, כך שהיחס המשולב בשייר ינוע להערכתנו בטווח שבין 50%-55%. יחס זה צפוי להיות מושפע מעלייה ביחס ההוצאות, שעלה משמעותית בשנת 2019 וצפוי להישאר ברמה דומה גם בשנת התחזית. כמו כן, אנו מעריכים כי פעילות ביטוח האשראי המקומית תושפע מהמשך סביבה עסקית מאתגרת ובפרט בענפים ספציפיים המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית, תוך המשך לחץ מחירים מסוים, כך שיחס הנזקים צפוי לעלות בשנת 2020 לכ-25%-30% לעומת תשעת החודשים הראשונים של שנת 2019 שבהם יחס הנזקים עמד על כ-17.0%. בנוסף, יחס הנזקים במגזר סחר החוץ צפוי להערכתנו להיות מושפע מהאטה בכלכלה העולמית (בין היתר כתוצאה ממלחמות סחר והשפעות אפשריות של נגיף הקורונה) העלולה לפגוע בפעילות החברה במגזר זה ובפרט בשכירות התביעות העתידית. על כן, אנו צופים כי יחס הנזקים במגזר זה יעלה גם הוא בשנת 2020 לכ-25.0%, לעומת תשעת החודשים הראשונים של שנת 2019 כאשר יחס זה עמד על כ-7%. למרות זאת, בשקלול יחסי הרווחיות הנגזרים מתרחיש הבסיס ולאור תוצאות השנים הקודמות המשקפות מחזור עסקים לתפיסתנו ובנטרול אירועים חד פעמיים, אנו ממשיכים להעריך את רווחיות החברה לאורך המחזור כטובה ביחס לדירוג. נציין, כי גם אם התפרצות הנגיף תיעצר בטווח הזמן הקצר צפויה האטה בפעילות הכלכלית המקומית והגלובאלית, עם עלייה בשכירות הכשלים והתביעות ולחץ על יחס הנזקים. תרחיש הבסיס אינו כולל הסתברות גבוהה למיתון בשלב זה והא נלקח במסגרת תרחיש הקיצון, כפי שצוין אשר הינם הולמים ביחס לדירוג.

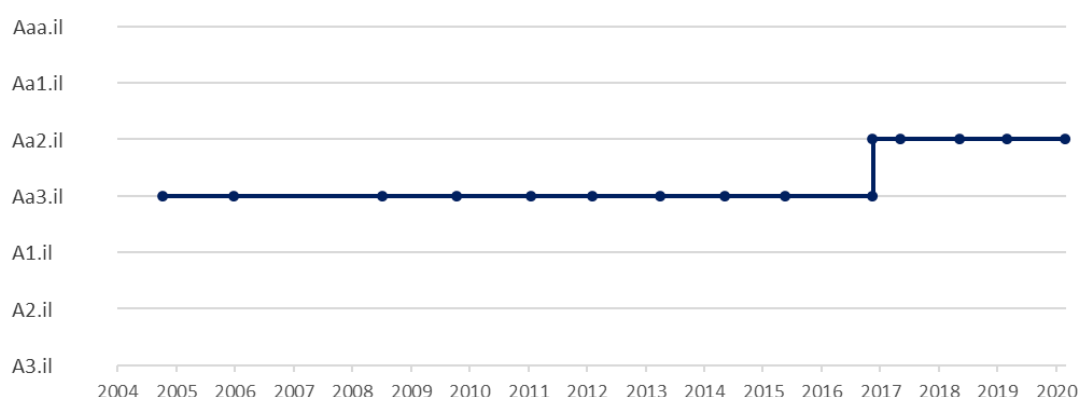
שיקולים נוספים - תמיכת בעלים

דירוג ה-IFS זוכה להטבה של נוט'ש אחד, נוכח הערכתנו לתמיכת בעלים גבוהה במידת הצורך. הטבה זו מגלמת את הערכתנו ליכולת והנכונות לתמיכה מצד בעלי המניות (הראל ו-Euler Hermes) במידת הצורך. זאת בשל התחייבות פורמלית של הראל ו-Euler Hermes להשלמת הון במידת הצורך ומחויבות לגיבוי, שמעמידה מעת לעת Euler Hermes (מבטחת האשראי הגדולה בעולם בדירוג בינלאומי של Aa3) לעסקאות ספציפיות והן בשל היקף התמיכה הנדרש ביחס לפרופיל הפיננסי של בעלי המניות, כאשר החברה הינה חלק מהמערך הגלובאלי של Euler Hermes. הנכונות לתמיכה נתמכת גם במיתוג ואסטרטגיה עסקית משותפת בעיקר מול Euler Hermes, הסתמכות תפעולית על מערכות בעלי המניות בצד התפעול השוטף (חשופה למערכות ניהול הסיכונים של Euler Hermes) וסיכון מוניטין, שעלול להיווצר בהיעדר תמיכה הן מול מבטחי משנה והן מול לקוחות. הנחתנו היא, כפי שנמסר לנו גם ע"י החברה, כי מחויבות זו תקפה גם תחת דירקטיבת סולבנסי 2.

אודות החברה

ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ, נוסדה בשנת 1999 (אך החלה את פעילותה בשנת 1957), מוחזקת 50% בבעלות הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ, ו-50% Euler Hermes S.A., שהינה קבוצת ביטוח האשראי הגדולה בעולם וחלק מקבוצת Allianz - מחברות הביטוח והפיננסים הגדולות בעולם. מנכ"לית החברה הינה גב' חגית ציטיאט לוי. החברה הינה חברת ביטוח הפועלת בתחום ביטוח האשראי וסיכונים סחר חוץ ובתחום מתן ערבויות. בביטוח סיכונים סחר חוץ החברה מספקת ביטוח לספק בפני אי תשלום של הקונה כתוצאה מקושי כלכלי, הנחלק לשני סוגים של סיכונים: סיכונים מסחריים וסיכונים פוליטיים. בביטוח אשראי בשוק המקומי, החברה מספקת ביטוח מפני סיכונים מסחריים בלבד.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות ביטוח אשראי - דוח מתודולוגי, מאי 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

19.03.2020	תאריך דוח הדירוג:
11.03.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
17.10.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ב.ס.ס.ח - החברה הישראלית לביטוח אשראי 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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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, דירקטורים 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>.