



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

מעקב שנתי ו ינואר 2011

1

מחברים:

שי מרום, אנליסט

shaym@midroog.co.il

איל גירון-גילאון, אנליסט בכיר

evalgr@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הלר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרוייקטים

meravb@midroog.co.il

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

דירוג איתנות פיננסית של חברת ביטוח לזמן ארוך (Insurance Financial Strength Rating)	Aa3 אופק יציב
---	---------------

מידרוג מותירה את דירוג איתנות הפיננסית לטווח ארוך של חברת ביטוח האשראי בססח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ (להלן: "בססח" או "החברה"), בדירוג Aa3 ומשנה את אופק הדירוג של החברה משלילי ליציב. זאת, בין היתר, כתוצאה משיפור חלק מדירוגי האשראי של הקונסורציום (ראה הגדרה להלן), שינוי בתמהיל דירוגי האשראי של מבטחי המשנה, כך שדירוגם הנמצא באופק שלילי קטן משמעותית, שמירה על יציבות ההכנסות חרף התחזקות המטבע המקומי, אשר משפיע על היקף הייצוא והתנודות בשוקי ההון בשנים האחרונות.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג איתנות הפיננסית של החברה מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג איתנות פיננסית בחברות ביטוח אשראי. דירוג החברה משקף את נתח השוק היציב לאורך השנים (כ-60%)¹; שיעור חשיפה גבוה למבטחי משנה ואיתנותם הפיננסית (כ-80% מההתחייבויות הביטוחיות); שיתוף פעולה עם חברת האם Euler Hermes (להלן: "EH")², התורמת לשיפור מערכות המידע והגבייה; נושאי משרה בעלי ידע מצטבר של עשרות שנים בתחום; מערכות מחשוב מתקדמות; חלוקת דיבידנדים שמרנית לאורך השנים, שתמכה בגידול בהון העצמי של החברה; התחייבות החברה לשמור, בכל עת, על הון עצמי, בתוספת חלקה של החברה³ בעתודות עודף הכנסות על הוצאות, חלקי היקף המכסות המאושרות (בניכוי מגבלות בהתאם לפוליסות), שלא ירד מ-2.1% (להלן: "יחס הון נדרש"); רגישות לתנודות בשוק ההון, שינויים בריבית ושינויים במדד המחירים לצרכן. חשיפת החברה לרגישות זו ממותנת על ידי תיק השקעות סולידי יחסית לענף הביטוח. כמו כן, לחברה חשיפה לסיכונים פוליטיים ושינויים רגולאטורים במדינות הקונים; לחברה חשיפה למט"ח כתלות בתמהיל הלקוחות. החברה פועלת על מנת לגדר חשיפה זו באמצעות איזון בין התחייבויות לנכסים. כמו כן, ייסוף במטבע המקומי יוצר לחץ שלילי על הייצוא, עם זאת, החברה טרם רשמה קיטון משמעותי בהכנסותיה.

לחברה תלות בלקוח מהותי, בשנת 2009 ההכנסות מלקוח זה הסתכמו בשיעור של כ-18%⁴ מסך כל ההכנסות.

התפתחויות עסקיות עיקריות

צמיחה בהכנסות מפרמיות ויציבות ברווח הנקי

היקף התקבולים מסיכוני סחר חוץ בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2010 הינו כ-63 מיליוני ש"ח ומביטוח אשראי כ-23 מיליוני ש"ח. ההתחייבויות הביטוחיות בגין סיכוני סחר חוץ הינן כ-118 מיליוני ש"ח ומביטוח אשראי כ-15 מיליוני ש"ח.

החברה מציגה צמיחה בהכנסות מפרמיות שהורווחו בשייר בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2010, וזאת בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, צמיחה זו נובעת מגידול בפעילות החברה. עם זאת, בשל קיטון ברווחי השקעה וגידול בתשלומי הביטוח⁵, הרווח הנקי של החברה נותר ללא שינוי מהותי.

¹ בשנים 2004-2010.

² Euler Hermes מדורגת בדירוג Aa3 בינלאומי, באופק יציב.

³ למעט מבטחי משנה.

⁴ ההכנסות מלקוח זה נעות בין 19%-17% במהלך השנים 2006-2010.

⁵ יש לזכור כי, הדיווח החשבונאי בענף ביטוח האשראי הינו בדחייה לפי תקנות הפיקוח (שנתיים בביטוח סחר חוץ).

נתונים כספיים מרכזיים (במיליון ₪):

2007	2008	2009	1-9/2009	1-9/2010	
94	107	106	76	87	פרמיות שהורוחו ברוטו
54	62	62	44	50	פרמיות שהועברו לביטוח משנה
27	18	33	26	20	הכנסות מהשקעות עמלות ואחרים
67	63	77	58	57	סה"כ הכנסות
34	40	32	23	26	סה"כ הוצאות
33	23	45	34	31	רווח לפני מיסים על הכנסה
21	15	28	22	20	רווח נקי
110	120	127	125	133	סך עתודות ביטוח ותביעות תלויות
87	103	114	107	134	הון עצמי ⁶
234	274	288	293	319	סה"כ מאזן
38%	38%	39%	36%	42%	הון עצמי / מאזן

עודפי הון גבוהים ביחס לדרישות המפקח המתאימים לדירוג

בהתאם להוראות המפקח על הביטוח וכחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות (Solvency II), גדל ההון הנדרש מהחברה, אשר צפוי להיות מושלם עד סוף 2011. נכון ל-30.9.2010, לחברה עודף הון של 105 מיליון ₪, ביחס להון העצמי הנדרש לפי תקנות המפקח על הביטוח (28 מיליון ₪). אילו היו תקנות ההון המתוקנות מאומצות באופן מלא ביום 30.9.2010, ההון הנדרש מהחברה היה בסך של כ-34.6 מיליון ₪. עם זאת, החברה התחייבה ליחס הון נדרש, כמוגדר לעיל.

לחברה תיק השקעות סולידי

תיק ההשקעות של החברה הסתכם בכ-230 מיליון ₪ ל-30.09.2010 עם רווחי השקעות שהסתכמו בכ-4 מיליון ₪ לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2010, וזאת ביחס לכ-12 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. מדיניות ההשקעה בחברה נקבעת על ידי ועדת ההשקעות של החברה, בכפוף להוראות הפיקוח. להערכת מידרוג, מדיניות השקעה של החברה הינה שמרנית ביחס לענף הביטוח.

מיצוב עסקי

החברה מבטחת לקוחות מהמגזר העסקי בלבד ואינה מבטחת לקוחות במגזר הציבורי או לקוחות עסקיים קטנים. רוב לקוחות החברה הינם יצואנים ישראלים או חברות בנות שלהם. הפיזור הענפי אינו קבוע על פני זמן והוא משתנה, בהתאם לפרופיל המבוטחים של החברה, לשינויים בהיקפי הפעילות של מבוטחי החברה ולפעולות שהחברה נוקטת לצמצום חשיפות בעת הצורך.

⁶ ההון העצמי הנדרש לפי המפקח על הביטוח עומד על 28 מיליון ₪, בעקבות דרישות המפקח על הביטוח ודרישות Solvency II. ההון העצמי הנדרש צפוי לעלות עד ל-35 מיליון ₪. (לפני סקר QIS5 שבתהליך הכנה)

התפלגות ענפית של מבטחי החברה והשינוי בחשיפה לכל ענף

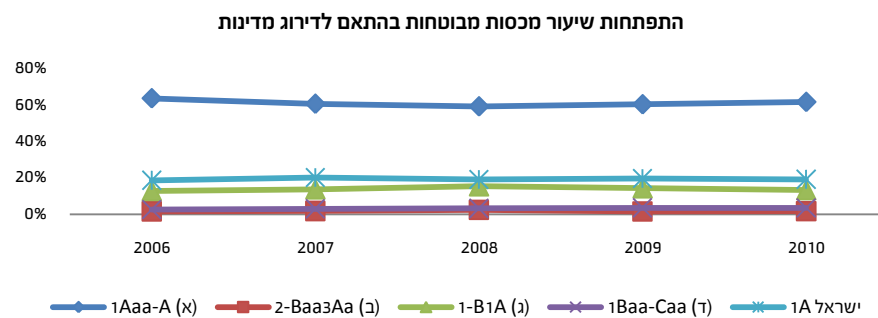
התפלגות לפי מכסות מבטחות 31.12.2008	התפלגות לפי מכסות מבטחות 31.12.2009	התפלגות לפי מכסות מבטחות 30.9.2010	ענף
42.0%	39.5%	38.1%	כימיה, דשן וניקוי
17.5%	18.9%	19.6%	היי טק - תקשורת
12.2%	12.2%	13.1%	גומי ופלסטיק
4.4%	5.0%	5.2%	תוצרת חקלאית
23.9%	24.4%	24.0%	אחרים ⁷

מקור: דוחות כספיים, נתוני החברה.

התפלגות גיאוגרפית של מכסות מבטחות

החברה מבטחת סיכוני אשראי של קונים עבור לקוחותיה, הפועלים בכ- 123 מדינות שונות, תוך מתן דגש למדינות בדירוג גבוה והתייחסות למדינת ישראל כאל "מדינה נוספת". בכך מקטינה החברה, לטענתה, את הסיכון בתיק. המדינות מסווגות על-ידי החברה לארבע קטגוריות, המסומנות א' - ד', המשקפות את הערכת החברה לסיכונים פוליטיים.

החברה ביצעה בחינה של הקטגוריות גם בהתאם לרמות דירוג התקבלות מהגרף מטה:



- מקור: נתוני החברה.

מבטחי משנה

החברה מגדרת חלק ניכר מן ההתחייבויות הביטוחיות (כ- 80%) באמצעות מבטחי משנה. שיעור הביטוח הממוצע ע"י מבטחי משנה בעולם נע בין 50%-40%. מבטחי המשנה משתתפים באופן יחסי בשיעור של כ-70% מהפרמיה והתביעות מהשקל הראשון. כאמצעי נוסף, המגן על התחייבויות הביטוחיות של החברה, מבטחת החברה באמצעות מבטחי משנה בתוכניות מסוג מכסה (Excess of loss), כך שהחשיפה של החברה מוגבלת. נכון ל- 30.9.2010, לחברה הסכמים עם 10 מבטחי משנה (להלן: "הקונסוציום").

בהתאם למדיניות החברה, במידה ודירוג מבטח המשנה ירד מדירוג מקומי או בינלאומי של A3 (או דירוג מקביל), ולא ניתן להחליפו, מבטח המשנה, בנוסף להסכם הרגיל, יעמיד ערבות בנקאית. כמו כן, 40% מהפרמיות של מבטחי המשנה נותרים בידי החברה והיא רשאית להחליט על מועד העברתן, בכפוף להסכם מול מבטחי המשנה. אמצעי זה משמש ככרית ביטחון נוספת בידי החברה.

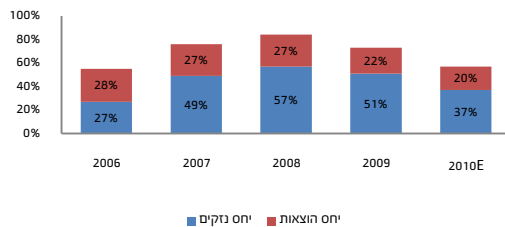
⁷ הענף הגדול ביותר מבין הענפים האחרים הינו מזון ומשקאות, שמהווה 4.18%.

יחס הון עצמי למאזן נמצא במגמת עלייה, זאת, בין היתר, בשל רווחיות החברה וחלוקת דיבידנדים שמרנית בשנים האחרונות. בהתאם - עולה גם יחס ההון העצמי לפרמיות בשייר.

תאריך	יחס הון עצמי למאזן	יחס הון עצמי לפרמיות ביטוח בשייר ⁸
31.12.2006	31.21%	210.82%
31.12.2007	37.90%	219.72%
31.12.2008	37.72%	229.39%
31.12.2009	39.46%	258.72%
30.09.2010	41.96%	366.11%

מקור: דוחות כספיים

רווחיות חיתומית טובה



מקור - נתוני החברה

צפי החברה ליחס נזקים לשנת 2010 נע בין 35%-40%. וזאת ביחס ל-51% בשנת 2009. ירידה זאת נובעת, בין היתר, מהתאוששות השווקים ושימור רמת חיתום גבוהה.

יחס ההוצאות של החברה בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2010 עומד על 20%, וזאת בדומה לשנת 2009 (22%).

ניתוח

בוצע ניתוח סטטיסטי של נתוני החברה, על מנת לאמוד את היקף ההפסד שהחברה עשויה לספוג במקרי קיצון.

הניתוח בוצע בשני שלבים:

1. אמידת שיעור חדלות הפירעון הנגזרת, בין היתר, מאירועים פוליטיים, אשר גרמו לאירועי הביטוח בעסקאות ואמידת שיעור ההפסדים בהינתן חדלות פירעון, דהיינו, היקף התשלום בפועל מסך המכסה המאושרת.
2. אמידה כוללת של ההפסד הצפוי בתיק (expected loss). בעזרת סימולציית מונטה-קרלו נאמדו תוחלת (M) וסטיית התקן (Σ) של ההפסדים בתיק. מהנתונים ההיסטוריים עולה כי ההפסדים מתפלגים בקירוב בהתאם להתפלגות ה-Lognormal. התפלגות זו הינה בעלת זנב ימני ארוך, ששואף אסימפטוטית לאינסוף. בהנחה שההפסדים מתפלגים בדומה למודל הלוג-נורמאלי, אזי לערך לוגריתמי של ההפסדים יש הסתברות להפסדים המתפלגים נורמאליים עם תוחלת (m) וסטיית תקן (σ) כאשר:

$$m = \log(M) - \frac{\sigma^2}{2} \quad \sigma = \sqrt{\log \left[1 + \left(\frac{\Sigma}{M} \right)^2 \right]}$$

⁸ פרמיות ברוטו בניכוי פרמיות למבטחי משנה.

תוצאות הניתוח

לאחר אמידת ממוצע ההפסד הצפוי וסטיית התקן, חושבה כרית הביטחון (יחס הון נדרש) הנדרשת לדירוג Aa3 ע"י שימוש במודל שפותח ע"י מודי'ס (Marvel⁹). הכרית המתאימה לדירוג Aa3 הינה 2.1%. החברה התחייבה לעמוד ביחס הון נדרש, בכל עת. נכון ל- 30.09.2010 לחברה יחס הון בשיעור של כ-3.6% מהיקף החשיפה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול משמעותי ומתמשך בהיקפי הפעילות, תוך שמירת הרווחיות החיתומית והכללית.
- שמירה על עודפי הון גבוהים.

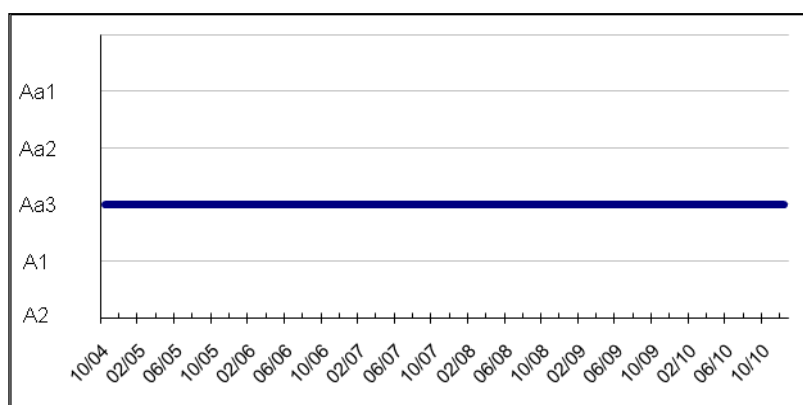
גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה בנתונים מאקרו כלכליים גלובאליים, אשר תחשוף את החברה לסיכונים פוליטיים וכלכליים.
- הידרדרות משמעותית באיתנות הפיננסית של מבטחי משנה להם חשופה החברה במידה מהותית.
- שינוי בשיעור הכיסוי ממבטחי המשנה ושיעור דמי הביטוח המועברים למבטחי המשנה, העלולים להשפיע על שיעור החשיפה של החברה מפני תביעות.
- קיטון בפרמיות הנגבות על ידי מבטחי המשנה ובפרמיות שנגבות מהמבוטחים.
- אי שמירה על יחס הון נדרש, כמוגדר לעיל.
- חריגה ממגבלות החשיפה למבטחי המשנה (כמתואר בסעיף מבטחי משנה).

⁹ Moody's Analytical Rating Valuation by Expected Loss.

- בססח - החברה הישראלית לביטוח אשראי בע"מ, פועלת בתחום ביטוח אשראי וסיכונים סחר חוץ, לטווח קצר (עד שנה). בעלות החברה מתחלקת שווה בשווה בין הראל השקעות בביטוח ושירותים פיננסיים בע"מ, ביטוח חקלאי - אגודה שיתופית מרכזית בע"מ, ו-Euler Hermes SFAC, שהינה חלק מקבוצת ביטוח האשראי הגדולה בעולם.
- לחברה רישיון לעסוק בענפי ביטוח האשראי, ביטוח סיכונים סחר חוץ ובמתן ערבויות. החברה מציעה למבוטחיה שירותי ביטוח לגבי מכירות בשוק המקומי, עסקאות יצוא, מכירות של ספקים מחו"ל לישראל, ומכירות באמצעות סוכנים. חלק הארי של פעילות החברה הינו בשוק הביטוח בייצוא (כ-75% מהפעילות), והיתרה הינה בשוק המקומי.
- החברה מספקת ביטוח לספק, בפני אי תשלום של הקונה, כתוצאה מקושי כלכלי, הנחלק לשני סוגים של סיכונים:
- סיכונים מסחריים - כגון חדלות פירעון של הקונה או אי פירעון ממושך, העולה על ארבעה חודשים ממועד הפירעון המוסכם.
 - סיכונים פוליטיים - כגון מלחמה, פעולות איבה, הלאמה, מחילת חובות וכו'. סיכונים מסוג זה רלוונטיים בעיקר במדינות מתפתחות.
- בביטוח אשראי בשוק המקומי, החברה מספקת ביטוח בפני סיכונים מסחריים בלבד. החברה אינה מבטחת אירועי סכסוך מסחרי.
- בכוונת החברה בתקופה הקרובה להמשיך ולהתמקד בביטוח אשראי וסיכונים סחר חוץ לטווח קצר, למרות שהינה רשאית, על פי ההסדרים הקיימים עם מבטחי המשנה, בכפוף לאישור מיוחד של מבטח המשנה המוביל, לבטח אשראי לטווח בינוני.

היסטוריית הדירוג



סולם דירוג IFSR

דרגת השקעה	Aaa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aaa מעניקות ביטחון פיננסי יוצא דופן. למרות שהפרופיל של חברות אלו יכול להשתנות בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק.
	Aa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Aa הן אלה המעניקות על פי שיפוט של מידרוג ביטחון פיננסי גבוהה על פי כל אמת מידה. חברות ביטוח המדורגות בדירוג זה, יחד עם החברות המדורגות בדירוג Aaa ידועות בדרך כלל כמעניקות ביטחון פיננסי מצוין (high investment grade). דירוגן של חברות אלו נמוך מ- Aaa מכיוון שסיכוי הטווח הארוך שלהן נראים במידה מסוימת גדולים יותר.
	A	חברות ביטוח המדורגות בדירוג A מעניקות ביטחון פיננסי טוב, ויש לראותן בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לחברות ביטוח אלו כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Baa מעניקות בטחון פיננסי מספק. הביטחון הפיננסי אותו מעניקות חברות הביטוח אלו נראה מוגן לעת עתה, אולם יתכן שחברים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים לפרק זמן ארוך.
	Ba	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Ba הן כאלה שעל פי שיפוט של מידרוג אי אפשר לומר שהן מעניקות ביטחון פיננסי מלא. לעיתים יכולתן של חברות אלו לעמוד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות מוגבלת למדי ואינה מובטחת לחלוטין בעתיד.
	B	חברות ביטוח המדורגות בדירוג B מעניקות ביטחון פיננסי חלש. יכולתן להבטיח לאורך זמן ממושך כי יעמדו במועד בהתחייבויות כלפי מחזיקי הפוליסות נמוכה.
	Caa	חברות ביטוח המדורגות בדירוג Caa מעניקות ביטחון פיננסי חלש ביותר. יתכן כי הן נמצאות בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שיש יסוד לחשש באשר לתשלום במועד בגין פוליסות ותביעות קיימות.
	Ca	חברות ביטוח במדורגות בדירוג Ca מעניקות ביטחון פיננסי חלש באופן קיצוני. חברות אלו הן לרוב בכשל כלפי מחזיקי פוליסות או שהן בעלות חסרונות בולטים אחרים.
	C	חברות ביטוח המדורגות בדירוג C הן חברות ביטוח בעלות הדירוג הנמוך ביותר ויש להן סיכוי נמוך כי אי פעם יוכלו להציע בטחון פיננסי.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa ועד Caa על מנת לדרג את החברות בכל אחת מקטגוריות. המשתנה '1' מציין שהחברות מצויות בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה הן משתייכות, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהן מצויות באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שהחברות מצויות בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג, המצוינת באותיות. נציין כי האיתנות הפיננסית של הקבוצות בכל קטגוריה דומה באופן כללי.

מס' דוח - SF-11-01-08

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.