

אליהו הנפקות בע"מ

מעקב | ינואר 2025

אנשי קשר:

עמית פדרמן, רו"ח
ראש צוות בכיר, מעריך דירוג ראשי
amit.federman@midroog.co.il

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

אליהו הנפקות בע"מ

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

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אליהו הנפקות בע"מ (להלן: "אליהו הנפקות" ו/או "החברה") מ-A3.il ל-A2.il, תוך הותרת אופק דירוג יציב. העלאת הדירוג הינה לאור שיפור משמעותי בשווי המוחזקת העיקרית - מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "מגדל אחזקות"), לצד קבלת מכתב תמיכה עדכני מבעל השליטה, לפיו ברשותו את היכולות והאמצעים, באמצעות נכסיו הפרטיים, לפרוע את אגרות החוב (סדרה א') במלואן ובמועדן, בהתאם למועדים הנקובים בשטר הנאמנות.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
18/09/2025	יציב	A2.il	1142009	אליהוהנ אגחא-רמ

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באיכות נכס הבסיס - מגדל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "מגדל ביטוח" ו/או "המבטח") (דירוג איתנות פיננסית של Aa2.il באופק יציב), המוחזקת בשרשור באמצעות מגדל אחזקות (כ-54.75%). בקביעת דירוג החברה, מגדל אחזקות ומגדל ביטוח נלקחו בחשבון כמקשה אחת. מגדל אחזקות מהווה את המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב על ידי חלוקת דיבידנדים או מימוש מניות, כתלות בשוויה. אחזקה נוספת של מגדל אחזקות הינה מגדל שוקי הון (1965) בע"מ (להלן: "מגדל שוקי הון"), אולם אנו מניחים, כי התרומה שלה לשירות החוב תמשיך להיות נמוכה יחסית לאורך חיי אגרות החוב. התלות הגבוהה של אליהו הנפקות בחלוקת הדיבידנדים ממגדל ביטוח לצורך שירות החוב בחברה, בהינתן המגבלות הרגולטוריות הקיימות בקשר עם יכולת חלוקת הדיבידנדים של חברות הביטוח, מגבירה את סיכון האשראי של אליהו הנפקות.

מידרוג סבורה כי תיקון חוזר סולבנסי החדש, תומך בטווח הבינוני-ארוך בחלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח לבעלי מניותיה, אולם היכולת לתזמן חלוקת דיבידנדים בטווח הקצר, במהלכו נזקקת החברה לעבות את נזילותה מחדש, הינה מוגבלת מאוד ומהווה גורם המעיב על נזילות החברה. על פי דוחותיה הכספיים של מגדל ביטוח ליום 30.09.2024, יחסי כושר הפירעון ליום 30 ביוני 2024, עמדו על כ-129% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונית לאחר תאריך הדיווח) וכ-98% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונית לאחר תאריך הדיווח). כאשר האחרון מבטא גירעון בהון עצמי הנדרש לצורך חלוקת דיבידנדים, בסך של כ-360 מיליון ש"ח¹. בהתאם לכך, יחסי הכיסוי של החברה בולטים לשלילה ביחס לדירוג ונובעים מהיעדר נראות דיבידנדים מהמבטח בשנות התחזית, וכן מכבידים על גמישותה הפיננסית של החברה. עם זאת, הגמישות הפיננסית נתמכת ביחס מינוף נמוך, הבולט לחיוב ביחס לדירוג, ובמרווח משמעותי, להערכתנו, מאמות המידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות.

בדומה לשנים האחרונות, נזילות החברה בשנת 2025 תלויה באופן ניכר במימוש חלקי של מניות מגדל אחזקות ו/או תמיכה ממקור חיצוני (דוגמת הלוואות הבעלים שהוזרמו בשנים 2021-2022). בהתאם לכך, ככל שהחברה לא תממש שיעור מסוים ממניות מגדל אחזקות ו/או תקבל תמיכה ממקור חיצוני, עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל אחזקות, במידת הצורך, לצורך שירות החוב. בתרחיש הבסיס של מידרוג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים בסך של כ-396 מיליון ש"ח בשנת 2025. כמו כן, החברה נדרשת לשמור על כרית נזילות מינימלית בסך של תשלום הריבית הקרוב, ובהתאם לתנאי האג"ח, לא הבאנו בחשבון חלוקת דיבידנד מהחברה. למול שימושים אלו, לחברה יתרת מזומנים בסך של כ-9 מיליון ש"ח ליום 31 בדצמבר 2024. כמו כן, בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של כ-19 מיליון ש"ח (חלק החברה) בשנת 2025. בנוסף, בשל חוסר ביתרות נזילות, אנו מניחים מימוש מניות מגדל אחזקות בסך של כ-369 מיליון ש"ח בשנת 2025. מידרוג סבורה כי נזילות זו אינה הולמת ביחס לדירוג ומכפיפה את החברה להתפתחויות אקסוגניות חיוביות, כגון מימוש מניות מגדל

¹ חברת ביטוח תהא רשאית לחלק דיבידנדים רק אם לאחר ביצוע החלוקה, למבטח יחס כושר פירעון של לפחות 100% לפי הוראות יישום משטר כושר פירעון כלכלי מבוסס משטר סולבנסי 2, כאשר היחס מחושב ללא הוראות המעבר ובכפוף ליעד כושר הפירעון שקבע הדירקטוריון.

אחזקות בידי החברה ו/או הנאמן, או לחילופין, הזרמת מקורות הוניים מבעל השליטה. נציין, כי בחודש דצמבר 2024, העניקה החברה אופציות למספר גופים לרכישת כ-64.8 מיליון מניות מגדל אחזקות תמורת 6.8 ש"ח למניה, הניתנות למימוש עד ה-30 ביוני 2025.² כמו כן, בסמוך למועד דוח הדירוג, מידרוג קיבלה מכתב תמיכה מבעל השליטה בחברה, במסגרתו התחייב כי: 1. התמורה ממימוש האופציות צפויה לפרוע בפירעון מלא וסופי את אגרות החוב (סדרה א') של החברה; 2. ככל והאופציה לא תמומש, יש ברשותו את היכולות והאמצעים, באמצעות נכסיו הפרטיים, לפרוע את אגרות החוב (סדרה א') במלואן ובמועד; 3. בכוונתו לפרוע את אגרות החוב במועדן ובהתאם להוראות שטר הנאמנות, קרי כ-60 יום טרם מועד הפירעון הסופי של אגרות החוב (סדרה א').

כחלק מהשיקולים הנוספים לדירוג, הדירוג מושפע לחיוב, להערכתנו, מסבירות גבוהה יחסית לתמיכה מצד בעל המניות בחברה, במידת הצורך, נוכח הערכתנו לנכונות וליכולת התמיכה בשירות החוב.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג. בד בבד, המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות, לצד חוסר ודאות לגבי היקף ומשך המלחמה הצפויים והשלכותיה על המשק הישראלי. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2024).³

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בנראות הדיבידנדים ממגדל ביטוח וביחסי שירות החוב של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה בדירוג האיתנות הפיננסית של מגדל ביטוח
- עלייה משמעותית ברמת המינף
- שחיקה ביחסי הכיסוי והנזילות, בין היתר, בשל שחיקה בסבירות הגבוהה להערכתנו, לתמיכה מצד בעל השליטה בחברה

אליהו הנפקות בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	30/09/2023	30/09/2024	
26	25	15	11	1	0	מזומנים ופיקדונות בנאמנות
4,856	5,619	5,073	5,062	4,808	5,013	השקעות בחברות מוחזקות
1,185	1,034	900	734	730	571	חוב פיננסי
4,882	5,644	5,087	5,074	4,809	5,014	סה"כ נכסים
3,697	4,610	4,187	4,340	4,078	4,443	הון עצמי
24%	18%	17%	14%	15%	11%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
2%	2%	2%	2%	0%	0%	נזילות לחוב
286	1,077	(372)	274	12	249	סה"כ רווח (הפסד) כולל
-	30	-	34	20	15	דיבידנד שהתקבל

² ראו דיווח במאיה בנושא מיום 5 בדצמבר 2024.

³ דוח מפורסם באתר מידרוג.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שירות החוב נשען על מגדל ביטוח כמקור תזרימי ושווי המוחזקת העיקרית בחברה

הדירוג נתמך בדירוג האיתנות הפיננסית (IFS) של מגדל ביטוח (Aa2.il באופק יציב), החזקתה העיקרית של החברה, המוחזקת בשרשור באמצעות מגדל אחזקות (כ-54.75%), כאשר להערכתנו, למגדל שוקי הון, המוחזקת במלואה על ידי מגדל אחזקות, השפעה נמוכה יחסית בשווי ובתזרים המזומנים העתידי. מגדל אחזקות איננה ממונפת וכן קיימת התחייבות רגולטורית המגבילה את יכולת המינוף שלה⁴. על כן, בקביעת דירוג החברה, מגדל אחזקות והחברה הבת שלה, מגדל ביטוח, נלקחו בחשבון כמקשה אחת. מגדל אחזקות מהווה את המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב על ידי חלוקת דיבידנדים או מימוש מניות, כתלות בשוויה.

דירוג האיתנות הפיננסית של מגדל ביטוח משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח, בנתח שוק משמעותי המאופיין במגמת שחיקה בשנים האחרונות, בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל לייצור הכנסות עתידי. עם זאת, הפרופיל העסקי מושפע לשלילה מפיזור קווי עסקים נמוך ביחס לדירוג, המשתקף בתמהיל הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר חיסכון ארוך טווח מהווה בממוצע כ-70% מסך הפרמיות לאורך זמן. כמו כן, פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג, נוכח חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים מסך הפרמיות ברוטו, סיכון מוצרים נמוך בביטוח הכללי ומדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי בקרה, אשר הולמים ביחס לדירוג ונתמכים בדרישות רגולטוריות, וסיכון מוצרים סביר ביחס לדירוג בביטוח חיים ובריאות. הפרופיל הפיננסי סביר ביחס לדירוג ונתמך, מחד גיסא, בפרופיל נזילות טוב ואיכות נכסים הולמים ביחס לדירוג, כאשר קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון טובה יחסית. מאידך גיסא, הרווחיות נמוכה ביחס לרמת הדירוג, תלויה בגורמים אקסוגניים ומוגבלת בשל רווחיות חיתומית נמוכה, כאשר הגמישות הפיננסית נמוכה להערכתנו לרמת הדירוג, ומושפעת לשלילה נוכח צרכי שירות החוב של בעלת היתר השליטה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על ענף הביטוח בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, מדיניות מוניטרית הדוקה, המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות יחסית לשנים האחרונות, פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, משפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. בד בבד, מלחמת "חרבות ברזל" (להלן: "המלחמה") הובילה לשורה של השלכות והגבלות, אשר כפועל יוצא, הובילו לצמצום הפעילות הכלכלית במשק. מנגד, העלייה בסביבת הריבית בשנים האחרונות משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי "זנב ארוך"⁵. בתרחיש הבסיס, אנו סבורים כי מגדל ביטוח תשמר את מיצובה העסקי, אולם תוך שחיקה מסוימת בהיקפי הפרמיות המורווחות ברוטו בשנים 2024-2025, בעיקר בשל הרפורמות בביטוח מנהלים. שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להיות נמוכים ביחס לדירוג ושילכו על בניה מתונה יחסית של הכרית ההונית, אולם להערכתנו, לא צפויה לכך השפעה מהותית על איכות הנכסים והלימות ההון, שיוותרו להערכתנו יציבים יחסית בטווח התחזית.

היעדר נראות דיבידנדים מהמבטח בשנות התחזית בשל אי-עמידת המבטח בתנאים הנדרשים לצורך חלוקת דיבידנד

ענף הביטוח המקומי פועל תחת רגולציה הדוקה, שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות הפועלות בו, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. לאור זאת, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של מגדל ביטוח לרבות ביצוע חלוקת דיבידנד וניהול מקורות ההון. בהתאם לכך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית.

בהתאם להנחיות הקיימות מצד הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון (להלן: "הממונה"), חברת ביטוח תהא רשאית לחלק דיבידנד רק אם לאחר ביצוע החלוקה, למבטח יחס כושר פירעון של לפחות 100% לפי הוראות יישום משטר כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנסי 2 מחודש יוני 2017 (להלן: "חוזר סולבנסי הקיים"), כשהיחס מחושב ללא הוראות המעבר ובכפוף ליעד כושר הפירעון שקבע הדירקטוריון. 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

⁴ על פי היתר השליטה במגדל ביטוח, מגדל אחזקות צריכה לשמור על יחס הון למאזן שלא יפחת מ-50%.
⁵ רכב חובה וחבויות.

והכרה במניות המוחזקות לטווח ארוך. עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר סולבנסי 2 (ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות) ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון, הינו תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה ממגדל ביטוח, כאשר לאחר החלוקה יחס כושר הפירעון של חברת הביטוח לא יהיה נמוך מהיעד הנ"ל.

יחסי כושר הפירעון ליום 30 ביוני 2024, עמדו על כ-129% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח) וכ-98% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח), כאשר האחרון מבטא גירעון בהון עצמי הנדרש לצורך חלוקת דיבידנדים, בסך של כ-360 מיליון ₪. בחודש מאי 2021, קבע דירקטוריון החברה מדיניות הון לפיו החברה תשאף לפעול ביחס כושר פירעון (בהתחשבות בהוראות הפריסה) בטווח שבין 155%-175%. במרץ 2024, דירקטוריון החברה עדכן את מדיניות ההון, כך שיעד יחס כושר הפירעון המינימלי יעמוד על 115% ויבנה בהדרגה עד ליחס של 140% בתום תקופת הפריסה (תום שנת 2032). מידרוג מצפה, כי מגדל ביטוח תמשיך לפעול לשמירת מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי. יחד עם זאת, בטווח התחזית אנו צופים אתגר בבניית הכרית ההונית, אשר תיוותר תנודתית ותושפע גם מגורמים אקסוגניים, ביניהם עקום הריבית, פוטנציאל רווחים נמוך והשפעות פיננסיות. בהתאם לאמור לעיל, בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים כי לא תהינה חלוקות דיבידנדים ממגדל ביטוח למגדל אחזקות וממנה לחברה, בשנת 2025.

יחס שירות החוב תלוי באופן ניכר במימוש חלקי של מניות מגדל אחזקות

בשנים האחרונות, המקורות התזרימיים העיקריים לשירות החוב של החברה היו מימוש מניות מגדל אחזקות, חלוקת דיבידנדים ממגדל שוקי הון למגדל אחזקות וממנה לחברה, מימוש אופציה והלוואות בעלים. להערכת מידרוג, בשל מגבלות החלוקה החלות על מגדל ביטוח ואי-עמידת המבטח בתנאים הנדרשים לחלוקה, כאמור לעיל, איננו מניחים חלוקת דיבידנדים ממגדל ביטוח בשנת 2025.

להערכת מידרוג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים בסך של כ-396 מיליון ₪ בשנת 2025. כמו כן, החברה נדרשת לשמור על כרית נזילות מינימלית בסך של תשלום הריבית הקרוב (כ-8 מיליון ₪), ובהתאם לתנאי האג"ח, לא הבאנו בחשבון חלוקת דיבידנדים מהחברה. אל מול שימושים אלו, לחברה יתרת מזומנים בסך של כ-9 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2024. כמו כן, בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של כ-19 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנת 2025. בנוסף, בשל חוסר ביתרות נזילות, אנו מניחים מימוש מניות מגדל אחזקות בסך של כ-369 מיליון ₪ בשנת 2025. מידרוג סבורה כי נזילות זו אינה הולמת לדירוג ומכפיפה את החברה להתפתחויות אקסוגניות חיוביות, כגון מימוש מניות מגדל אחזקות בידי החברה ו/או הנאמן, או לחילופין, הזרמת מקורות מבעל השליטה. נציין כי בחודש דצמבר 2024, העניקה החברה אופציות למספר גופים, לרכישת כ-64.8 מיליון מניות מגדל אחזקות תמורת 6.8 ₪ למניה, הניתנות למימוש עד ה-30 ביוני 2025. כמו כן, בסמוך למועד דוח הדירוג, מידרוג קיבלה מכתב תמיכה מבעל השליטה בחברה, במסגרתו התחייב כי: 1. התמורה ממימוש האופציות צפויה לפרוע בפירעון מלא וסופי את אגרות החוב (סדרה א') של החברה; 2. ככל והאופציה לא תמומש, יש ברשותו את היכולות והאמצעים, באמצעות נכסיו הפרטיים, לפרוע את אגרות החוב (סדרה א') במלואן ובמועדן; 3. בכונתו לפרוע את אגרות החוב במועדן ובהתאם להוראות שטר הנאמנות, קרי כ-60 יום טרום מועד הפירעון הסופי של אגרות החוב (סדרה א').

בהתאם להנחות לעיל, בתרחיש הבסיס לשנת 2025, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות, צפוי להיות נמוך ביחס לדירוג ולעמוד על כ-1.0, בהנחת מימוש מסוימת של מניות מגדל בשנת 2025, כאמור.

הגמישות הפיננסית נתמכת ביחס מינוף נמוך, הבולט לחיוב ביחס לדירוג, ובמרווח משמעותי מאמות המידה הפיננסיות

יחס המינוף LTV לוקח בחשבון את סך יתרת החוב בחברה ביחס לשווי המוחזקות. נכון ליום 30 בספטמבר 2024, לחברה היקף חוב אשר הסתכם בכ-571 מיליון ₪, ביחס לשווי מוחזקות בסך של כ-2.7 מיליארד ₪ (חלק החברה). נציין, כי שווי המוחזקות המשיך לעלות בחודשים האחרונים, כך שעמד בממוצע על כ-3.9 מיליארד ₪ (חלק החברה) בחודש דצמבר 2024. לפיכך, יחס המינוף נמוך יחסית, בולט לחיוב ביחס לדירוג, ותומך בגמישות הפיננסית של החברה, ובפרט ביכולת החברה למימוש מניות מגדל אחזקות לצורך פירעון החוב בשנת 2025. בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף LTV, אשר מביא בחשבון מספר תרחישי רגישות בנוגע לשווי האחזקות ונגזר משווי השוק של המוחזקות, צפוי לנוע בטווח שבין כ-6%-17%, ולבלוט לחיוב ביחס לדירוג. בנוסף, להערכתנו, גמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם ממרווח משמעותי מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות.

יחסי הכיסוי בולטים לשלילה ביחס לדירוג ומושפעים לשלילה מנראות דיבידנדים נמוכה מהמוחזקות

בתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי להיות נמוך ולעמוד על כ-1.2 בשנת 2025. תרחיש זה כולל מימוש מניית מגדל אחזקות בשנת 2025, כאמור לעיל, אשר צפוי להוביל לדילול אחזקת החברה במגדל אחזקות ובחלוקה בדיבידנדים. כמו כן, יחס החוב ל-FFO בשנת 2025 צפוי לבלוט לשלילה ביחס לדירוג, נוכח צפי לאי-חלוקת דיבידנדים מהמבטח.

מנגנון מימוש מנדטורי של מניות מגדל שבידי הנאמן מן על מחזיקי האג"ח ככל שתפתח מצוקת נזילות

בתנאי אגרות החוב, נקבע מנגנון פיצוי מנדטורי לטובת בעלי אגרות החוב, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל אחזקות⁶, במידת הצורך, לטובת שירות החוב. בהתאם לתרחיש הבסיס, כרית הנזילות של החברה נמוכה בטווח התחזית, כך שכלל החברה לא תממש שיעור מסוים ממניות מגדל אחזקות ו/או תגיע תמיכה ממקור חיצוני (דוגמת הלוואות הבעלים שהוזרמו בשנים 2021-2022), עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי. מנגנון זה תומך בפרופיל הסיכון של החברה, בכך שהוא מפצה על פערי עיתוי אפשריים במועדי ובהיקפי החלוקה ממגדל אחזקות ותומך בשמירת האיזון שבין בעלי החוב לבעל השליטה, בעיקר בתקופה זו, כאשר החברה אינה מקבלת דיבידנדים בהיקף מספק מהמוחזקות לטובת שירות החוב.

שיקולים נוספים לדירוג

הנחת תמיכה מצד בעל השליטה תומכת בדירוג

מידרוג מעריכה את הסבירות לתמיכה של בעל השליטה בחברה כגבוהה יחסית, במידת הצורך, לאור הערכתנו לנכונות וליכולת תמיכה, בשירות החוב שנותר לאגרות החוב (סדרה א'). אנו מעריכים את נכונות בעל השליטה לתמוך בחברה, בהתבסס על אחזקתו המלאה בה, חשיבות אסטרטגית גבוהה של אחזקה זו עבור בעל המניות, זהות אסטרטגית גבוהה עמה, קבלת מכתב תמיכה עדכני מבעל השליטה, כאמור לעיל, וכן הצהרת כוונות על נכונותו להפעיל את כוחו בחברה, כך שהיא תקיים את כל התחייבויותיה בהתאם להוראות שטר הנאמנות ותקנון החברה, כפי שעולה ממכתב מטעמו בנספח 3 לשטר הנאמנות. נציין, כי מסמך "התחייבות בעל השליטה בחברה" (נספח 3 לשטר הנאמנות) אינו מהווה בראייתנו התחייבות משפטית לתמיכה בחוב, אלא הצהרה לנכונות תמיכה, גורם אשר מחליש להערכתנו את עוצמת התמיכה.

הערכתנו ליכולת התמיכה מצד בעל המניות מבוססת על מידע שהוצג בפנינו על ידי החברה, אודות נכסים מסוימים בשווי מהותי שבבעלות בעל המניות, לצד התחייבויות מסוימות, אשר להערכתנו מעלים יכולת לתמוך בשירות החוב שנותר לאגרות החוב. בהקשר זה, נציין כי בהתאם למצגים שהתקבלו מהחברה, וכן פעולות שבוצעו על ידי בעל המניות בחברה בשנים האחרונות, ובפרט מתן הלוואות בעלים לחברה בסך של כ-25 מיליון ₪ בשנת 2022, ובסך של כ-150 מיליון ₪ בשנת 2021, היוו הוכחה לרצונו וליכולתו לתמוך בחברה.

שיקולי ESG

להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. מבחינת סיכונים ממשי תאגידי, לחברה קיימת חשיפה אשר נובעת מכך כי החברה הינה חברה פרטית ולא קיים בה אחראי אכיפה פנימית וציות, וכמו כן, מהעובדה כי דירקטוריון החברה מורכב משני דירקטורים, כאשר אחד הוא נושא משרה בכירה בחברה והשני הינו בעל השליטה. בהתאם להתחייבות החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב, כל עוד אגרות החוב טרם נפרעו במלואן, החברה תפעל במתכונת של Special Purpose Company, ובהתאם לכך, היא מתחייבת שלא לבצע פעילות עסקית כלשהי פרט לאחזקה במניות מגדל אחזקות, מכירתן מעת לעת וגיוס מימון באופן המותר על פי שטר נאמנות. המדיניות הפיננסית של החברה נסמכת על הדרישות והתנאים בשטר הנאמנות של אגרות החוב. עם זאת, נציין, כי המדיניות הפיננסית של החברה מושפעת לשלילה מהעובדה שהחברה לא העבירה בזמן לנאמן את סכום התשלום, אשר חל ביום 18.09.2023, או בטוחות מספקות להבטחת התשלום כאמור במועדו, כאשר

⁶ זכות הנאמן למכור מניות מגדל אחזקות בהיקף הנדרש, חלה על כלל מניות מגדל אחזקות שבידי החברה, כאשר חלק ממניות מגדל אחזקות שבידי החברה מופקדות בחשבון הנאמנות וחלקן האחר מופקדות בחשבון החברה (כהגדרת מונחים אלו בשטר הנאמנות).

על פי שטר הנאמנות על החברה היה לעשות כן עד ליום 05.07.2023, 75 יום בטרם מועד התשלום. כמו כן, להערכת מידרוג, ניהול הנזילות של החברה אינו הולם את רמת הדירוג.

אודות החברה

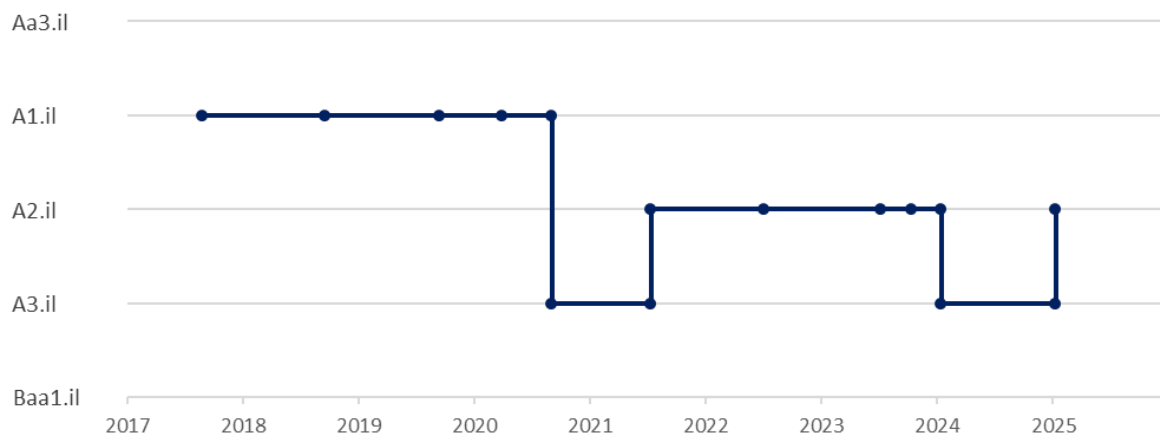
החברה הוקמה כחברה חדשה ופרטית, המוחזקת במלואה על ידי אליהו 1959 - המחזיקה למועד הדוח כ-54.75% ממניות מגדל אחזקות, חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בת"א. החברה הוקמה לצורך גיוס, ארגון וריכוז חובות הקבוצה בקומה אחת כנגד החזקת מניות מגדל אחזקות. לחברה אין ולא תהיה כל פעילות אחרת. מנכ"ל החברה הינו מר יוסי כוכבי (רו"ח). מר שלמה אליהו וגב' חיה אליהו הינם בעלי השליטה הסופיים בחברה. מגדל אחזקות פועלת בתחומי הביטוח, הפנסיה והגמל ובתחום שוק ההון והשירותים הפיננסיים באמצעות חברות הבנות שלה, מגדל ביטוח ומגדל שוקי הון.

מטריצת הדירוג

ניקוד	מדידה	תחזית מידרוג [1]		ליום 30.09.2024		פרמטרים	קטגוריה
		ניקוד	מדידה [1]	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	-	Aa.il	-	Aa.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק ההחזקות
Ba.il	-	Ba.il	-	Ba.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים	
Ba.il	-	Ba.il	-	Ba.il	-	מאפייני ריכוזיות התיק	
Aa.il	17%-6%	Aa.il	21%	Aa.il	21%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.2	Baa.il	1.2	Baa.il	1.2	ICR	
B.il	>20	B.il	>20	B.il	>20	חוב פיננסי ל-FFO	
Aa.il	-	Aa.il	-	Aa.il	-	גמישות פיננסית	
A.il	~1.0	A.il	1.0	A.il	1.0	DSCR+CASH	
A.il	-	A.il	-	A.il	-	מדיניות פיננסית	
A3.il							דירוג נגזר
A2.il							דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אליהו הנפקות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[מגדל חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, מאי 2022](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[דירוג חובות נחותים, חובות היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 12.01.2025

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 14.01.2024

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 14.09.2017

שם יוזם הדירוג: אליהו הנפקות בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: אליהו הנפקות בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה, בין השאר, על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.