

אליהו הנפקות בע"מ

מעקב | ינואר 2024

אנשי קשר:

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

מיכל בדינר
אנליסטית, מעריכת דירוג משנית
michal.b@midroog.co.il

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

אליהו הנפקות בע"מ

דירוג סדרה	A3.il	אופק דירוג: יציב
------------	-------	------------------

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אליהו הנפקות בע"מ (להלן: "אליהו הנפקות" ו/או "החברה") ומורידה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') מ-A2.il ל-A3.il, תוך קביעת אופק דירוג יציב. הורדת הדירוג והוצאתו מבחינה עם השלכות שליליות, הנה בשל היעדר נראות דיבידנדים מספקת לשירות החוב, לצד הערכתנו כי החברה תממש שיעור מסוים של מניות מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "מגדל אחזקות") לצורך שירות החוב העיתי, עד למועד הפירעון הסופי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
אליהוהאנאגחא-רמ	1142009	A3.il	יציב	18/09/2025

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-58.13%). 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 30.09.2023, יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום 30 ביוני 2023, עמדו על כ-140% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונות לאחר תאריך הדיווח) וכ-78% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונות לאחר תאריך הדיווח). כאשר האחרון מבטא גירעון בהון העצמי הנדרש לצורך חלוקת דיבידנדים, בסך של כ-3.4 מיליארד ₪¹. 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 ובמרווח משמעותי, להערכתנו, מאמות המידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות.

נזילות החברה בשנתיים הקרובות 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, לשירות החוב. בתרחיש הבסיס של מידרוג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים בסך של כ-582 מיליון ₪ בשנים 2024-2025. 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-14 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2023. כמו כן, בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של כ-45-50 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2024-2025. בנוסף, בשל חוסר ביתרות נזילות, אנו מניחים מימוש מניות מגדל אחזקות בסך של כ-155 מיליון בשנת 2024 ובסך של כ-365 מיליון בשנת 2025. בשל כך, אנו מעריכים כי החברה צפויה לסיים את שנת 2024 עם יתרת מזומנים של כ-8 מיליון ₪ בקופתה, לאחר פירעון

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 סולבנסי 2, כאשר היחס מחושב ללא הוראות המעבר ובכפוף ליעד כושר הפירעון שקבע הדירקטוריון.

חלות החוב הקרובה בחודש ספטמבר 2024. מידרוג סבורה כי נזילות זו אינה הולמת ביחס לדירוג ומכפיפה את החברה להתפתחויות אקסוגניות חיצוניות, כגון מימוש מניות מגדל אחזקות בידי החברה ו/או הנאמן, או לחילופין, הזרמת מקורות הוניים מבעל השליטה. כחלק מהשיקולים הנוספים לדירוג, הדירוג מושפע לחיוב, להערכתנו, מסבירות גבוהה יחסית לתמיכה מצד בעל המניות בחברה, במידת הצורך, נוכח הערכתנו לנכונות וליכולת תמיכה, בהיקף מסוים. אנו מעריכים את נכונות בעל השליטה לתמוך בחברה, בהתבסס על אחזקתו המלאה בה, חשיבות אסטרטגית גבוהה של אחזקה זו עבור בעל המניות, זהות האינטרסים הגבוהה עמה וכן הצהרת כוונות על נכונותו להפעיל את כוחו בחברה, כך שהיא תקיים את כל התחייבויותיה בהתאם להוראות שטר הנאמנות ותקנון החברה, כפי שהדבר עולה ממכתב מטעמו בנספח 3 לשטר הנאמנות. נציין, כי מסמך "התחייבות בעל השליטה בחברה" (המהווה נספח 3 לשטר הנאמנות), אינו מהווה בראייתנו התחייבות משפטית לתמיכה בחוב, אלא הצהרה לנכונות לתמיכה, 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, ולצידם התחייבויות מסוימות, אשר להערכתנו מעלים יכולת לתמוך בשירות החוב, בהיקף מסוים. 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.

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 והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ופיחות בשער החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא, הינכם מופנים לדוח מיוחד "השלכות מלחמת 'חרבות ברזל' על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג" (אוקטובר 2023).²

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 המינוף
- שחיקה ביחסי הכיסוי והנזילות, בין היתר, בשל שחיקה בסבירות הגבוהה להערכתנו, לתמיכה מצד בעל השליטה בחברה

² [דוח מופיע באתר מידרוג.](#)

אליהו הנפקות בע"מ - נתונים עיקריים (מיליוני ₪)

31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	30/09/2022	30/09/2023	
208	26	25	15	8	1	מזומנים ופיקדונות בנאמנות
4,511	4,856	5,619	5,073	4,839	4,808	השקעות בחברות מוחזקות
1,307	1,185	1,034	900	885	730	חוב פיננסי
4,718	4,882	5,644	5,087	4,847	4,809	סה"כ נכסים
3,411	3,697	4,610	4,187	3,962	4,078	הון עצמי

24%	24%	18%	17%	18%	15%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
16%	2%	2%	2%	1%	0%	נזילות לחוב

362	286	1,077	(372)	(597)	12	סה"כ רווח (הפסד) כולל
240	-	30	-	-	20	דיבידנד שהתקבל

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-58.13%), 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 שלה³. על כן, בקביעת דירוג החברה, מגדל אחזקות והחברה הבת שלה (100%), 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 במוצק 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. עם זאת, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מסיכון מוצרים גבוה בביטוח חיים ובריאות, בעיקר בגין תיקי עבר. הפרופיל הפיננסי סביר ביחס לדירוג ונתמך, מחד גיסא, בפרופיל נזילות טוב, לצד איכות נכסים הולמת, 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 מידורג, אנו צופים המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על ענף הביטוח בכלל ועל פוטנציאל ייצור ההכנסות בפרט. נוסף על כך, סביבה מוניטרית מקשה, המתאפיינת בסביבת אינפלציה וריבית גבוהות יחסית לשנים האחרונות, פוגעת בפעילות הכלכלית ובתשואות שוקי ההון, משפיעה על הצמיחה הענפית ועל רווחי החברה. מנגד, העלייה בסביבת הריבית משפרת את יחס כושר הפירעון ומקטינה את ההתחייבויות הביטוחיות במגזרים בעלי זנב ארוך. בד בבד, מלחמת "חרבות ברזל" שפרצה בישראל ביום 7 באוקטובר 2023, הובילה לשורה של השלכות והגבלות, אשר כפועל יוצא, הובילו לצמצום הפעילות במשק ולירידה בפעילות הכלכלית. בתרחיש הבסיס, אנו סבורים כי מגדל ביטוח תשמר את מיצובה העסקי, תוך צמיחה מתונה בהיקפי הפרמיות המורווחות, כאשר הסביבה המאקרו-כלכלית תמשיך להעיב על ענף הביטוח, ובפרט על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת

³ על פי היתר השליטה במגדל ביטוח, מגדל אחזקות צריכה לשמור על יחס הון למאזן שלא יפחת מ-50%.

בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. בשל האמור לעיל, שיעורי הרווחיות צפויים להיות נמוכים ותנודתיים ביחס לרמת הדירוג, אשר ישליכו 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 נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות בו, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. לאור זאת, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של מגדל ביטוח לרבות ביצוע חלוקות דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. בהתאם להנחיות הקיימות מצד 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 והכרה במניות המוחזקות לטווח ארוך. עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר הסולבנסי 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 (SCR) ליום 30 ביוני 2023, עמדו על כ-140% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונית לאחר תאריך הדיווח) וכ-78% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונית לאחר תאריך הדיווח). כאשר האחרון מבטא גירעון בהון עצמי הנדרש לצורך חלוקת דיבידנדים, בסך של כ-3.4 מיליארד ₪. בחודש מאי 2021, קבע דירקטוריון החברה מדיניות הון לפיו החברה תשאף לפעול ביחס כושר פירעון (בהתחשבות בהוראות הפריסה) בטווח שבין 155%-175%. בנוסף, קבע דירקטוריון החברה יעד יחס כושר פירעון מינימלי של 140%, כאשר יחס כושר הפירעון של החברה, ללא התחשבות בהוראות המעבר, יבנה בהדרגה בהתאם ליעדים אלו עד לתום שנת 2032, ובהתאם לתוכנית ההון של החברה. מידורג 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 מידורג, אנו מניחים כי לא תהייה חלוקת דיבידנדים ממגדל ביטוח למגדל אחזקות וממנה לחברה, בשנים 2024-2025.

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

בשנים האחרונות, המקורות התזרימיים העיקריים לשירות החוב של החברה היו חלוקת דיבידנדים ממגדל ביטוח ומגדל שוקי הון למגדל אחזקות וממנה לחברה, מימוש אופציה והלוואות בעלים. להערכת מידורג, בשל מגבלות החלוקה החלות על מגדל ביטוח ואי-עמידת המבטח בתנאים הנדרשים לחלוקה, כאמור לעיל, איננו מניחים חלוקת דיבידנדים ממגדל ביטוח בשנים 2024-2025. להערכת מידורג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים בסך של כ-582 מיליון ₪ בשנים 2024-2025. כמו כן, החברה נדרשת לשמור על כרית נזילות מינימלית בסך של תשלום הריבית הקרוב (כ-11 מיליון ₪), ובהתאם לתנאי האג"ח, לא הבאנו בחשבון חלוקת דיבידנדים מהחברה. למול שימושים אלו, לחברה יתרת מזומנים בסך של כ-14 מיליון ₪ ליום 31 בדצמבר 2023. כמו כן, בתרחיש הבסיס של מידורג, אנו מעריכים דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של כ-45-50 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2024-2025. בנוסף, בשל חוסר ביתרות נזילות, אנו מניחים מימוש מניות מגדל אחזקות בסך של כ-155 מיליון בשנת 2024 ובסך של כ-365 מיליון בשנת 2025. בשל כך, אנו מעריכים כי החברה צפויה לסיים את שנת 2024 עם יתרת מזומנים של כ-8 מיליון ₪ בקופתה, לאחר פירעון חלות החוב הקרובה בחודש ספטמבר 2024. מידורג 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.

בהתאם להנחות לעיל, בתרחיש הבסיס לשנים 2024-2025, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות, צפוי להיות נמוך ביחס לדירוג ולעמוד על כ-1.0, בהנחת מימוש מסוים של מניות מגדל בכל אחת מהשנים 2024-2025, כאמור.

הגמישות הפיננסית נתמכת ביחס מינוף נמוך ובמרווח משמעותי מאמות המידה הפיננסיות

יחס המינוף LTV לוקח בחשבון את סך יתרת החוב בחברה ביחס לשווי המוחזקות. נכון ליום 30 בספטמבר 2023, לחברה היקף חוב אשר הסתכם בכ-730 מיליון ₪ ביחס לשווי מוחזקות בסך של כ-2.6 מיליארד ₪ (חלק החברה). לפיכך, יחס המינוף נמוך יחסית ותומך בגמישות הפיננסית של החברה, ובפרט ביכולת החברה למימוש מניות מגדל אחזקות לצורך פירעון החוב בשנות התחזית. בתרחיש הבסיס של מידורג, יחס המינוף LTV, אשר לוקח בחשבון מספר תרחישי רגישות בנוגע לשווי האחזקות ונגזר משווי השוק של המוחזקות, צפוי לנוע בטווח התחזית בטווח של כ-11%-27%, ולבלוט לחיוב ביחס לדירוג. בנוסף, להערכתנו, גמישות הפיננסית של החברה מושפעת לטובה גם ממרווח משמעותי מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות.

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

בתרחיש הבסיס של מידורג, יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי להיות נמוך ולנוע בטווח של כ-1.0-1.4 בשנות התחזית. תרחיש זה כולל מימוש מניות מגדל אחזקות בשנים 2024-2025, כאמור לעיל, אשר צפוי להוביל לדילול אחזקת החברה במגדל אחזקות ובחלקה דיבידנדים. כמו כן, יחס החוב ל-FFO בשנות התחזית 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 שתתפתח מצוקת נזילות

בתנאי אגרות החוב נקבע מנגנון פיצוי מנדטורי לטובת בעלי אגרות החוב, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל אחזקות⁴, 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 האיוון 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

מידורג מעריכה את הסבירות לתמיכה של בעל השליטה בחברה כגבוהה יחסית, במידת הצורך, לאור הערכתנו לנכונות וליכולת תמיכה, בהיקף מסוים. 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 וכן הצהרת כוונות על נכונותו להפעיל את כוחו בחברה, כך שהיא תקיים את כל התחייבויותיה בהתאם להוראות שטר הנאמנות ותקנון החברה, כפי שהדבר עולה ממכתב מטעמו בנספח 3 לשטר הנאמנות. נציין, כי מסמך "התחייבות בעל השליטה בחברה" (המהווה 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, ולצידם התחייבויות מסוימות, אשר להערכתנו מעלים יכולת לתמוך בשירות החוב, בהיקף מסוים. 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.

⁴ 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).

שיקולי ESG

להערכתנו, שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה חשיפה מועטה לסיכונים סביבה וחברה. מבחינת סיכונים ממשל 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 האחרון אשר חל ביום 18.09.2023, או בטוחות מספקות להבטחת התשלום כאמור במועדו, כאשר 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.

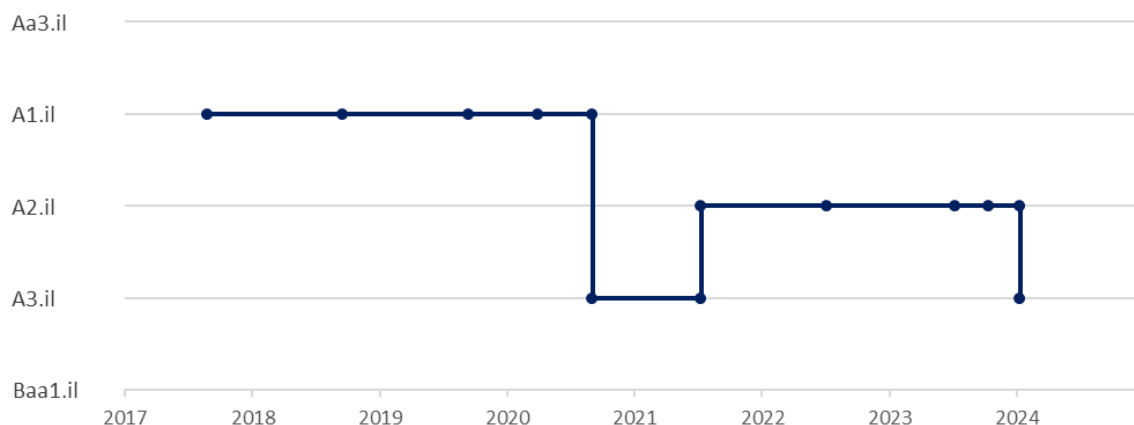
אודות החברה

החברה הוקמה כחברה חדשה ופרטית, המוחזקת במלואה על ידי אליהו 1959 - המחזיקה למועד הדוח כ-58.13% 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 הפיננסים באמצעות חברות הבנות שלה, מגדל ביטוח ומגדל שוקי הון.

מטריצת הדירוג

קטגוריה	פרמטרים	ליום 30.09.2023		תחזית מידרוג [1]	
		מדידה [1]	ניקוד	מדידה	ניקוד
פרופיל תיק ההחזקות	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	-	Aa.il	-	Aa.il
	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים	-	Ba.il	-	Ba.il
	מאפייני ריכוזיות התיק	-	Ba.il	-	Ba.il
פרופיל פיננסי	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם ICR	28%	Aa.il	27%-11%	Aa.il
	חוב פיננסי ל-FFO	0.7	Ba.il	1.4-1.0	Baa.il
	גמישות פיננסית	-	B.il	>20	B.il
	DSCR+CASH	1.0	Aa.il	~1.0	A.il
	מדיניות פיננסית	-	Baa.il	-	Baa.il
דירוג נגזר		A3.il			
דירוג בפועל		A3.il			

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](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

14.01.2024	תאריך דוח הדירוג:
12.10.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.09.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אליהו הנפקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אליהו הנפקות 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' 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 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 כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, 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 שנמסר או נוצר 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 ומדויקים. 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 לאמינים, 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.