

אליהו הנפקות בע"מ

מעקב | ספטמבר 2020

אנשי קשר:

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית

ilil@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות, מעריכת דירוג משנית

i.sigal@midroog.co.il

אליהו הנפקות בע"מ

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

מידורג מוציאה מבחינה עם השלכות שליליות את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אליהו הנפקות בע"מ ("החברה") ומורידה את הדירוג מ-A1.il ל-A3.il וקובעת אופק דירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1142009	A3.il	שלילי	18/09/2025

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת בשל עליה משמעותית ביחס המינוף (LTV) כתוצאה מירידת שווי שוק החברה המוחזקת- מגדל אחזקות בע"מ ("מגדל"), תוך תנודתיות גבוהה בשווי השוק של המוחזקת והיחלשות משמעותית בגמישות הפיננסית של החברה. הורדת הדירוג נובעת גם מאי הוודאות לגבי נראות הדיבידנדים העתידית מהמבטח, הפוגמת בנזילות החברה.

הדירוג נתמך באיכות נכס הבסיס מגדל חברה לביטוח בע"מ ("מגדל ביטוח") (דירוג איתנות פיננסית של Aa1.il באופק יציב), המוחזקת בשרשרת דרך מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ ("מגדל אחזקות") (כ-68.5%). בקביעת הדירוג של החברה, מגדל אחזקות ומגדל ביטוח נלקחו כמקשה אחת. מגדל אחזקות מהווה את המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב ע"י חלוקת דיבידנדים, מימוש אופציות שניתנו למחזיקי החוב או מימוש מניות כתלות בשוויה. אחזקה נוספת של מגדל אחזקות הינה מגדל שוקי הון בע"מ, אולם אנו מניחים, כי התרומה לשירות החוב שלה תהיה נמוכה יחסית לאורך חיי אגרות החוב. התלות הגבוהה של אליהו הנפקות בחלוקת הדיבידנדים ממגדל ביטוח לצורך שירות החוב בחברה, בהינתן המגבלות הרגולטוריות על יכולת חלוקת הדיבידנדים של חברות הביטוח, מגבירה את סיכון האשראי של אליהו הנפקות.

מידורג סבורה כי טיטוט מתווה ההון הרגולטורי החדש עשויה לתמוך בעתיד הנראה לעין בחלוקת דיבידנד ממגדל לבעלי מניותיה, אולם היכולת לתזמן חלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר של 12 חודשים - במהלכם נזקקת החברה לעבות את נזילותה מחדש, הינה מוגבלת, גורם המכביד על נזילות החברה. על פי הדוחות הכספיים האחרונים של מגדל ביטוח, בהתאם לטיטוט זה, ליום 31 בדצמבר 2019 עמד יחס כושר הפירעון משמעותית מעל 120%¹. מידורג מעריכה כי ככל והטיטוט תהפוך לכדי חוזר מחייב, ייתכנו גם הנחיות עדכניות מצד הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון ("הממונה") בדבר הגבלות על חלוקת הדיבידנדים. לכך יש להוסיף את התנודתיות הגבוהה בשווקי ההון והמשבר הכלכלי החמור היוצרים לחץ על רווחיה של מגדל ביטוח.

היחס בין החוב הפיננסי של החברה לבין שווי אחזקות החברה במגדל אחזקות עלה בחדות בחודשים האחרונים בעקבות הירידה התלולה בשווי מניית מגדל אחזקות; בשבועות האחרונים חלה עלייה חדה בשווי מניית מגדל, ובסך הכל המניה רשמה תנודתיות חדה. היחס עומד על כ- 67% על בסיס השווי הממוצע של המניה ב-30 ימי המסחר האחרונים² (זאת לעומת כ- 45% לפני כשנה). שווי זה שיקף מכפיל של 0.40 על ההון העצמי של מגדל אחזקות ליום 30.06.2020, זאת בדומה לכלל החזקות עסקי ביטוח, ולעומת יחס של 0.60-0.70 בממוצע עבור יתר חברות הביטוח הגדולות³. מידורג הביאה בחשבון כי יחס המינוף עלול להיות תנודתי בשל התנודתיות בשווי מניית מגדל, וכי היחס יכול להגיע לשיעור של למעלה מ-70%, בהתחשב גם במקדם הרגישות שמפעילה מידורג. התנודתיות בשוק ההון נוכח משבר הקורונה ואי הוודאות בנוגע לפוטנציאל החלוקה של המבטח מוסיפים ללחץ על שיעור המינוף אשר עלול מעת לעת להיות חריג לשלילה ביחס לדירוג, ומכבידים על גמישותה הפיננסית של החברה. עם זאת, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק

¹ בהתאם להערכה שאינה סקורה ואינה מבוקרת, ליישום טיטוט מתווה ההון הרגולטורי על יחס כושר הפירעון של מגדל ביטוח על בסיס פריסת התחייבויות הביטוח הרלוונטיות עד לשנת 2032. נכון למועד זה הטיטוט טרם התגבשה לכדי חוזר מחייב

² עד ליום ה- 01.09.2020

³ הראל השקעות בביטוח ושרותים פיננסים בע"מ, הפניקס אחזקות בע"מ ומנורה מבטחים החזקות בע"מ

מספק מאמות המידה הפיננסיות ובמנגנון מימוש המניות, התומך ביכולת שירות החוב. יחסי שירות החוב הצפויים נמוכים ביחס לדירוג וכרית הנזילות של החברה צפויה להישחק בשנתיים הקרובות, להערכתנו.

התפתחות נזילות החברה בשנתיים הקרובות מותנית במידה גבוהה בחלוקת הדיבידנדים ממגדל ביטוח, בהנחה כי החברה לא תפעל מרצונה למימוש מניות מגדל במחירי השוק הנוכחיים. כך, ככל ומגדל ביטוח לא תחלק דיבידנד בהיקף מספק, עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל במידת הצורך לשירות החוב.

על פי אומדן מידורג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים של 365-380 מיליון ₪ בשנים 2020-2021 (החל מ-01.01.2020 ועד 31.12.2021), כתלות בהתאמת שיעור הריבית בהתאם לתנאי האג"ח. כמו כן החברה נדרשת לשמור כרית נזילות מינימלית בגובה של 25 מיליון ₪. בהתאם לתנאי האג"ח, לא הבאנו בחשבון חלוקת דיבידנד מהחברה. למול שימושים אלו לחברה עומדת נכון ליום ה- 31 בדצמבר 2019 יתרת מזומנים בסך של כ- 208 מיליון ₪, ומקורה בחלוקת דיבידנד ממגדל אחזקות בחודש אוגוסט 2019 בסך של 350 מיליון ₪ (חלק החברה כ-240 מיליון ₪). כמו כן, אנו צופים בתרחיש הבסיס דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון של 70-50 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2020-2021 (הכולל גם רווח הון חד פעמי). לאור זאת, אנו מעריכים כי ללא מקור חיצוני נוסף, החברה צפויה לסיים את שנת 2020 עם יתרת מזומנים של 25-35 מיליון ₪ בקופתה לאחר פירעון חלות החוב הקרובה בחודש ספטמבר 2020. המשך עיבוי נזילות החברה טרם לתשלום הקרן והריבית בחודש ספטמבר 2021 מותנה בחלוקת הדיבידנד ממגדל ביטוח בטווח של 12 החודשים הקרובים. מידורג סבורה כי תמונת נזילות זו פחות מהולמת ומכפיפה את החברה להתפתחויות חוביות כגון חלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח, הזרמת מקורות מבעל השליטה או, לחילופין, מימוש מניות מגדל בידי הנאמן.

כחלק מהשיקולים הנוספים לדירוג, הדירוג נהנה מהערכתנו לסבירות תמיכה גבוהה יחסית מצד בעל המניות בחברה במקרה הצורך, נוכח הערכתנו לנכונות וליכולת תמיכה, בהיקף מסוים. הערכתנו את נכונות בעל השליטה לתמוך בחברה מבוססת על אחזקתו המלאה בה, חשיבות אסטרטגית גבוהה של אחזקה זו עבור בעל המניות וזהותו 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. 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. בכל זאת, תרחיש הבסיס של מידורג אינו מביא בחשבון הזרמת כספים מבעל המניות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע מחוסר יציבות בשווי מניות החברה המוחזקת ומשיעור המינוף אשר עלול מעת לעת להיות חריג לשלילה ביחס לדירוג, ומכביד על גמישותה הפיננסית של החברה. ככל ולא יתייצב שווי המניה לאורך זמן, ברמת מינוף אשר תתאם את הדירוג, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על דירוג החברה. כמו כן ככל שלא תשתפר מידת הוודאות לגבי מקורות שירות החוב בטווח הקצר והבינוני, גם לכך עלולה להיות השפעה שלילית נוספת לדירוג. מאידך, התבהרות הסביבה הרגולטורית המשפיעה על חלוקת הדיבידנדים ממגדל ושיפור הגמישות הפיננסית של החברה עשויים להשפיע לחיוב על הדירוג.

נציין, כי בשלב זה קיימת אי ודאות גבוהה בנוגע למשך משבר הקורונה ועוצמתו, השפעתו על הפעילות הכלכלית ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון, ובכך על ההשלכות הצפויות על נכס הבסיס.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בנראות הדיבידנדים ממגדל ביטוח וביחסי שירות החוב השנתיים של החברה
- ירידה מהותית בחוב הפיננסי ו/או שיפור מתמשך ביחס המינוף

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה בדירוג האיתנות הפיננסית של מגדל ביטוח
- עלייה משמעותית ברמת המינוף
- שחיקה מתמשכת ביחס שירות החוב כולל יתרות נזילות

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

31/12/2017 [1]	31/12/2018	31/12/2019	31/03/2019	31/03/2020	
50	45	208	20	182	מזומנים ופיקדונות בנאמנות
4,254	4,335	4,511	4,701	4,119	השקעות בחברות מוחזקות
1,328	1,331	1,307	1,319	1,295	חוב פיננסי
4,304	4,380	4,718	4,721	4,301	סה"כ נכסים
2,976	3,050	3,411	3,402	3,006	הון עצמי

30%	30%	24%	28%	27%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
4%	3%	16%	1%	14%	נזילות לחוב

56	(90)	362	353	(405)	סה"כ רווח כולל
-	45	240	-	-	דיבידנד שהתקבל

[1] לתקופה מיום 8 באוגוסט ועד ליום 31 בדצמבר 2017

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

שירות החוב נשען על מגדל ביטוח כמקור תזרימי ושווי עיקרי בחברה

הדירוג נתמך בדירוג האיתנות הפיננסית (IFS) של מגדל ביטוח (Aa1.il באופן יציב), החזקתה העיקרית של החברה, המוחזקת בשרשרת דרך מגדל אחזקות (כ-68.5%), כאשר להערכתנו מגדל שוקי הון בע"מ המוחזקת במלואה על ידי מגדל אחזקות הינה בעלת השפעה נמוכה יחסית בשווי ובתזרימי העתיד. מגדל אחזקות איננה ממונפת וכן קיימת התחייבות רגולטורית המגבילה את יכולת המינוף שלה⁴. על כן, בקביעת הדירוג של החברה, מגדל אחזקות והחברה הבת שלה (100%) מגדל ביטוח נלקחו כמקשה אחת. מגדל אחזקות מהווה את המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב ע"י חלוקת דיבידנדים, מימוש אופציות שניתנו למחזיקי החוב, או מימוש מניות כתלות בשווייה.

דירוג האיתנות הפיננסית של מגדל ביטוח משקף פרופיל עסקי חזק, המתבטא בגודלה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח ובנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח. הפרופיל העסקי נתמך בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, מהווה פוטנציאל ליצור הכנסות עתיד. הפרופיל העסקי מוגבל בפיזור קווי עסקים נמוך יחסית עם ריכוזיות הכנסות גבוהה בענף ביטוח החיים. פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מסיכון מוצרים גבוה בביטוח חיים ובריאות, אשר עלול לחשוף את המבטח לשינויים אקסוגניים משמעותיים המשפיעים על הרווחיות והלימות ההון וכן מצרכי שירות החוב בקבוצה. הפרופיל הפיננסי של מגדל ביטוח נתמך מחד מפרופיל נזילות טוב, לצד איכות נכסים הולמת, כאשר קיבולת ספיגת הפסדים של כרית ההון טובה יחסית. מנגד, כרית הרווחיות נמוכה ביחס לדירוג ופוגמת בפוטנציאל בניית ההון, כאשר הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה מתנודתיות ההון הרגולטורית.

בעקבות הירידות החדות בשווקים הפיננסיים נוכח התפרצות נגיף הקורונה, רשמה מגדל ביטוח ברבעון הראשון של שנת 2020 הפסדים מתיק השקעות הנוסטרו בסך של כ-700 מיליון ₪ לפני מס, הנובעים בעיקרם מהתיק הסחיר. ברבעון השני של השנה חלה עליה בשווי ההון אשר בעקבותיה נרשמו רווחי השקעות בתיק הנוסטרו הסחיר בסך של כ-700 מיליון ₪ לפני מס, אשר קיזזו את מלוא הפסד השקעות בתיק האמור. לאור תשואה ריאלית שלילית שנרשמה בפוליסות ביטוח החיים המשתתפות ברווחים ששווקו עד שנת 2004, מגדל ביטוח לא רשמה דמי ניהול משתנים מתחילת שנת 2020, אלא דמי ניהול קבועים בלבד. על פי דיווחיה של מגדל ביטוח, אומדן דמי הניהול שלא יגבו בשל התשואה הריאלית השלילית⁵ עומד על כ-100 מיליון ₪ לפני מס בסמוך למועד פרסום הדוחות הכספיים לרבעון השני של מגדל ביטוח. בנוסף, סך שווי הנכסים המנוהלים, בעיקרם נכסים להם השפעה על גובה דמי הניהול

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

⁵ כל עוד לא תושג תשואה ריאלית חיובית שתכסה את הפסדי ההשקעות שנצברו לחובת המבוטחים, לא תוכל החברה לגבות דמי ניהול משתנים

הקבועים במסגרת פוליסות תלויות תשואה, קרנות הפנסיה וקופות הגמל שבניהולה, ירד בכ- 8 מיליארד ₪, המשקף ירידה של כ- 3% ליום ה- 30 ביוני 2020 לעומת סוף שנת 2019.

בטווח תרחיש הבסיס מידרוג צופה החלשות בפוטנציאל יצור הרווחים של המבטח, זאת בעיקר בשל המשך סביבה עסקית מאתגרת, התכווצות התמ"ג ועליה בשיעורי האבטלה וכן השפעות תנודתיות עקום הריבית חסרת הסיכון. נציין כי בתחזית זו ישנו בשלב זה מרכיב גבוה של אי ודאות, נוכח התממשותו של אירוע סיכון בדמות התפשטות נגיף הקורונה בישראל ובעולם ואי הודאות בנוגע להימשכותו וכנגזר, השפעתו על הפעילות הכלכלית במשק המקומי ותנודתיות מוגברת בשוקי ההון.

מתווה סולבנסי החדש אמור להאריך את יישום דרישות סולבנסי 2 באופן שעשוי להקל על חלוקת דיבידנדים בעתיד,

אולם המתווה הסופי והשלכותיו על יכולת החלוקה עדיין נתונים באי וודאות

ענף הביטוח המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבות ואיתנות הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. לאור זאת, קיימות מגבלות ומגננוני 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 תהיה רשאית לחלק דיבידנד רק אם לאחר ביצוע החלוקה לחברה יחס כושר פירעון של לפחות 100% לפי הוראות יישום משטר כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנסי 2 מחודש יוני 2017 ("חוזר סולבנסי הקיים"), כשהיחס מחושב ללא הוראות המעבר ובכפוף ליעד כושר הפירעון שקבע הדירקטוריון. במרס 2020 פרסם הממונה טיוטת תיקון לחוזר לעניין הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנסי 2 ("טיוטת חוזר סולבנסי החדש"), אשר במסגרתו מוצעות התאמות בהתאם להוראותיה של הדירקטיבה האירופית בנושא משטר כושר פירעון, ובכלל, בין היתר, יתאפשר גידול בעתודות הביטוח הרלוונטיות עד שנת 2032. ככל שטיטת חוזר סולבנסי החדש תהפוך לחוזר מחייב, מהלך הדורש בין השאר את אישורם של גופי שלטון שונים, היא צפויה להיכנס לתוקף ביום 30 ביוני 2020. בחודשים אפריל ואוגוסט 2020 פורסמו טיוטות נוספות לחוזר הסולבנסי החדש אשר אינן משנות באופן מהותי את הוראות טיוטת החוזר, כאשר בין היתר מוצע לדחות את יישום חלק מההוראות ליום 31 בדצמבר 2020.

יחס כושר הפירעון של מגדל ביטוח עמד על כ- 92% ליום ה- 30 ביוני 2019 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה), והושפע מירידה משמעותית בעקום הריבית ומעדכון לוחות התממות שפורסמו בחודש יולי 2019. על פי הדוחות הכספיים האחרונים של מגדל ביטוח, בהתאם לטיטת חוזר סולבנסי החדש, ליום 31 בדצמבר 2019 עמד יחס כושר הפירעון משמעותית מעל 120%⁶.

בחודש נובמבר 2018 קבע דירקטוריון מגדל ביטוח יעד יחס כושר פירעון מבוסס סולבנסי 2, אשר יעלה בהדרגה בכ- 3% כל שנה, החל מ- 100% נכון ליום 31 בדצמבר 2017, ועד לשיעור של 120% ב- 31 בדצמבר 2024 (תום תקופת הפריסה על פי חוזר סולבנסי הקיים). על פי דוחות מגדל ביטוח, מדיניות זו תיבחן לאחר העדכון הצפוי ביחס כושר הפירעון, בהתאם לטיטת חוזר סולבנסי החדש. נציין כי טיוטת חוזר סולבנסי החדש אינה כוללת עדכון להנחיות המפקח לגבי כללי הסף המינימליים לחלוקת רווחים על ידי חברות הביטוח. מידרוג מעריכה כי ככל וטיטת חוזר סולבנסי החדש תהפוך לכדי חוזר מחייב, ייתכנו גם הנחיות עדכניות בדבר הגבלות על חלוקת הדיבידנדים.

מידרוג מעריכה כי הארכת מתווה יישום דירקטיבת הסולבנסי המוצעת בטיטת חוזר הסולבנסי החדש תומכת ביכולת חלוקת הדיבידנדים ממגדל ביטוח לאורך זמן, כתלות כאמור באופי המגבלות שישיית הממונה בהתאם למתווה החדש.

כרית הנזילות צפויה להישחק בשנתיים הקרובות; יחס שירות החוב הצפוי נמוך ביחס למידרוג

לאורך זמן, המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב של החברה הינו חלוקת דיבידנדים ממגדל ביטוח למגדל אחזקות וממנה לחברה. להערכת מידרוג, מגבלות החלוקה החלות על מגדל ביטוח על פי חוזר סולבנסי הקיים ואי הודאות לגבי מועד אישור טיוטת חוזר סולבנסי החדש, לרבות ההנחיות העתידיות של הממונה לגבי כללי החלוקה במתווה החדש, מוסיפים לזרוע אי וודאות לגבי חלוקת דיבידנדים ממגדל בשנים 2020-2021. אף כי מידרוג סבורה שטיטת חוזר סולבנסי החדש תומכת בעתיד הנראה לעין בחלוקת

⁶ בהתאם להערכה שאינה סקורה ואינה מבוקרת, ליישום טיוטת מתווה ההון הרגולטורי על יחס כושר הפירעון של מגדל ביטוח על בסיס פריסת התחייבויות הביטוח הרלוונטיות עד לשנת 2032. נכון למועד זה הטיטה טרם התגבשה לכדי חוזר מחייב.

דיבידנד ממגדל לבעלי מניותיה, הרי שהיכולת לתזמן חלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר של 12 חודשים - במהלכם נזקקת החברה לעבות את נזילותה מחדש, הינה מוגבלת.

על פי אומדן מידרוג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים של 365-380 מיליון ₪ בשנים 2020-2021 (החל מ-01.01.2020 ועד לסוף שנת 2021), כתלות בגובה תשלומי הריבית הצפויים בעקבות התאמת שיעור הריבית בהתאם לתנאי האג"ח. כמו כן החברה נדרשת לשמור כרית נזילות מינימלית בגובה של 25 מיליון ₪ ובהתאם לתנאי האג"ח לא הבאנו בחשבון חלוקת דיבידנד מהחברה. למול שימושים אלו לחברה עומדת נכון ליום ה- 31 בדצמבר 2019 יתרת מזומנים בסך של כ-208 מיליון ₪, ומקורה בחלוקת דיבידנד ממגדל אחזקות בחודש אוגוסט 2019 בסך של 350 מיליון ₪ (חלק החברה כ-240 מיליון ₪). כמו כן, אנו צופים בתרחיש הבסיס דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון של 50-70 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2020-2021 (הכולל גם רווח הון חד פעמי). לאור זאת, אנו מעריכים כי ללא מקור חיצוני נוסף, החברה צפויה לסיים את שנת 2020 עם יתרת מזומנים של 25-35 מיליון ₪ בקופתה לאחר פירעון חלות החוב הקרובה בחודש ספטמבר 2020, ואילו המשך עיבוי נזילות החברה טרם לתשלום הקרן והריבית בחודש ספטמבר 2021 מותנה בחלוקת הדיבידנד ממגדל ביטוח בטווח של 12 החודשים הקרובים. מידרוג סבורה כי תמונת נזילות זו פחות מהולמת ומכפיפה את החברה להתפתחויות חייביות כגון חלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח, הזרמת מקורות מבעל השליטה או, לחילופין, מימוש מניות מגדל בידי הנאמן.

נציין כי לפי תנאי שטר הנאמנות לאג"ח (סדרה א'), ככל ויחס ה-LTV יעלה מעל 80% ויישאר כך למשך 180 יום ברציפות, על החברה יהיה להפקיד את מלוא תשלום הקרן הקרוב בחשבון הנאמנות.

בהתאם להנחות לעיל בתרחיש הבסיס לשנים 2020-2021, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות צפוי לנוע בטווח שבין 1.0 ל-1.2, ללא הנחה למימוש מניות מגדל וכתלות בגובה הדיבידנדים שיתקבלו ממגדל ביטוח, ככל שיתקבלו.

מרכיב הבולט (Bullet) המשמעותי (35%) במבנה החוב מגביר את סיכון המחזור, אך סיכון זה ממותן במידה מסוימת נוכח אופציית פירעון מוקדם לחברה ממרכיב זה.

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 החוב, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל⁷ במידת הצורך לשירות החוב. בהתאם לתרחיש הבסיס, כרית הנזילות של החברה צפויה להישחק במהירות במהלך השנתיים הקרובות, כך שכלל ומגדל ביטוח לא תחלק דיבידנד בהיקף מספק, עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי. אנו מעריכים כי מנגנון זה מפצה במידה מסוימת על ההיחלשות בגמישות הפיננסית של החברה נוכח הירידה במחיר מניית מגדל ורמת המינוף הגבוהה הקיימת לחברה, אשר להערכתנו תקשה עליה למחזר את התחייבויותיה בטווח הקרוב. מנגנון זה תומך בפרופיל הסיכון של החברה בכך שהוא מפצה על פערי עיתוי במועדי ובהיקפי החלוקה ממגדל ותומך בשמירת האיזון שבין בעלי החוב לבעל השליטה. בנקודת הזמן הזו, אנו מעריכים כי לאור הירידה בשווי השוק של מגדל אחזקות, כפי שמשקף גם במכפיל של 0.40 על ההון העצמי של מגדל אחזקות (על בסיס שווי השוק ל-30 ימי המסחר האחרונים, ומכפיל של כ-0.45 על בסיס שווי השוק האחרון⁸), החברה תנסה להימנע מאפשרות של מימוש כפוי של מניות מגדל במחירי השוק הנוכחיים. על כן, האפשרויות העומדות לרשותה, שלא באמצעות קבלת דיבידנד ממגדל, כוללות אפשרות שבעל השליטה יתמוך בשירות החוב במידת הצורך ובהיקף מוגבל בסכום בכדי לשמר את שיעור האחזקה בנכס הבסיס.

יחס המינוף צפוי להיות גבוה ביחס לדירוג ומייצר לחץ על הגמישות הפיננסית של החברה

תחת תרחיש הבסיס לעיל, יחס שירות הריבית (ICR) צפוי להיות נמוך ולנוע בטווח רחב יחסית של 0.2-3.0 (ממוצע של 1.7) בשנות התחזית. תרחיש זה לא כולל הנחה למימוש האופציות שניתנו לבעלי החוב (אשר עלול להוביל לדילול של כ-10% וקיטון בחלק החברה בדיבידנדים). מידרוג הביאה בחשבון כי יחס המינוף (LTV) צפוי להיות גבוה ביחס לדירוג וכי היחס יכול להגיע לשיעור של

⁷ זכות הנאמן למכור מניות מגדל בהיקף הנדרש חלה על כלל מניות מגדל שבידי החברה, כאשר חלק ממניות מגדל שבידי החברה מופקדות בחשבון הנאמנות וחלקן האחר מופקדות בחשבון החברה (כהגדרת מונחים אלו בשטר הנאמנות).

⁸ ליום ה-01.09.2020

למעלה מ-70%, בהתחשב גם במקדם הרגישות שמפעילה מידרוג, כאשר התנודתיות בשוק ההון נוכח משבר הקורונה ואי הוודאות בנוגע לפוטנציאל החלוקה של המבטח מוסיפים ללחוץ על שיעור המינוף ומכבידים על גמישותה הפיננסית של החברה. מרכיב Bullet משמעותי במבנה החוב מגביר את סיכון המיחזור כאמור, אך סיכון זה ממותן במידה מסוימת, נוכח אופציית פירעון מוקדם לחברה ממרכיב זה. נכון ליום ה-31 במרץ 2020 החברה עומדת במרחק מספק ביותר להערכתנו מאמות המידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות.

שיקולים נוספים לדירוג

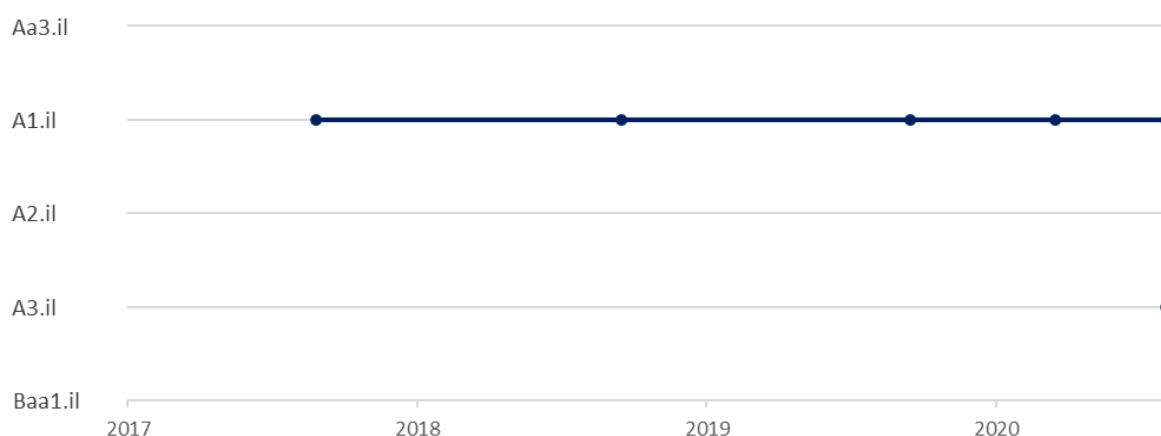
הנחת תמיכה מצד בעל המניות תומכת בדירוג

מידרוג הקנתה הטבה דירוגית לאג"ח נוכח הערכתה לסבירות התמיכה של בעל השליטה בחברה כגבוהה יחסית במקרה הצורך, לאור הערכתנו לנכונות וליכולת תמיכה, בהיקף מסוים. מידרוג מעריכה כי ככל שמימוש כפוי של מניות מגדל יהווה חלופה ממשית לצורך שירות החוב, בעל המניות יעדיף להימנע ממצב זה ככל שהדבר תלוי בו. הערכתנו את נכונות בעל השליטה לתמוך בחברה מבוססת על אחזקתו המלאה בה, חשיבות אסטרטגית גבוהה של אחזקה זו עבור בעל המניות וזהותו 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) לא היווה בראייתנו התחייבות משפטית לתמיכה בחוב, אלא הצהרה לנכונות תמיכה, גורם מחליש לחוזק 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. בכל זאת, תרחיש הבסיס אינו מביא בחשבון הזרמת כספים מבעל המניות.

אודות החברה

החברה הוקמה כחברה חדשה ופרטית, המוחזקת במלואה על ידי אליהו 1959 ("חברת האם") - המחזיקה למועד הדוח כ-68.5% ממניות מגדל אחזקות ("מגדל אחזקות"), חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך. 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 חברה לביטוח בע"מ ("מגדל ביטוח") ומגדל שוקי הון (1965) בע"מ.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אליהו הנפקות בע"מ - דוחות קשורים](#)
[מגדל חברה לביטוח בע"מ - דוחות קשורים](#)
[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, נובמבר 2017](#)
[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)
[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)
[טבלת זיקות והחזקות](#)
[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

03.09.2020	תאריך דוח הדירוג:
29.03.2020	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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

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

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בוזזין או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>