

אליהו הנפקות בע"מ

מעקב | יולי 2021

אנשי קשר:

אמיר כצנלסון

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
amir.katznelson@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים
itay.navarra@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: "החברה") מדירוג A3.il לדירוג A2.il. וקובעת אופק דירוג יציב. העלאת הדירוג נובעת משיפור משמעותי ביחס המינוף (LTV) ותמיכה מוכחת של בעל השליטה בחברה. יחד עם זאת, נציין כי, בטווח התחזית, נראות הדיבידנדים מהמוחזקות עודנה נמוכה ומעיבה על דירוג החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1142009	A2.il	יציב	18/09/2025

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נובעת משיפור משמעותי ביחס המינוף (LTV) ותמיכה מוכחת של בעל השליטה בחברה. יחד עם זאת, נציין כי, בטווח התחזית, נראות הדיבידנדים מהמוחזקות עודנה נמוכה ומעיבה על דירוג החברה.

הדירוג נתמך באיכות נכס הבסיס מגדל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "מגדל ביטוח") (דירוג איתנות פיננסית של Aa1.il באופק יציב), המוחזקת בשרשר דרך מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "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 אופציה שניתנה למחזיקי החוב או מימוש מניות כתלות בשוויה. אחזקה נוספת של מגדל אחזקות הינה מגדל שוקי הון בע"מ, אולם אנו מניחים, כי התרומה שלה לשירות החוב 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.

מידרוג סבורה שתיקון חוזר סולבנסי החדש תומכת בטווח הבינוני-ארוך בחלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח לבעלי מניותיה, הרי שהיכולת לתזמן חלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר, במהלכם נזקקת החברה לעבודת את נזילותה מחדש, הינה מוגבלת ומהווה גורם המכביד על נזילות החברה. על פי הדוחות הכספיים האחרונים של מגדל ביטוח, בהתאם לתיקון, ליום 31 בדצמבר 2020, עמד יחס כושר הפירעון משמעותית מעל 120%.

היחס בין החוב הפיננסי של החברה לבין שווי אחזקות החברה (LTV) במגדל אחזקות השתפר משמעותית בחודשים האחרונים בעקבות העלייה בשווי השוק של מגדל ביטוח, כך שנכון למועד הדוח, עלה שווי השוק שלה בכ- 64% בשנה החולפת. יחס ה-LTV עומד על כ- 37% על בסיס השווי הממוצע של המניה ב-30 ימי המסחר האחרונים¹ (זאת לעומת כ- 67% לפני כשנה). שווי זה שיקף מכפיל של כ- 0.70 על ההון העצמי של מגדל אחזקות ליום 31.03.2021, זאת בדומה לכלל החזקות עסקי ביטוח, ולעומת יחס של 0.80-0.90 בממוצע עבור יתר חברות הביטוח הגדולות². מידרוג הביאה בחשבון כי יחס המינוף עלול להיות תנודתי בשל התנודתיות בשווי מניית מגדל, וכי היחס יכול להגיע לרמות גבוהות יותר, בהתחשב גם במקדם הרגישות שמפעילה מידרוג. יחסי הכיסוי של החברה הינם נמוכים ביחס לדירוג ונובעים מאי הוודאות בנוגע לפוטנציאל חלוקת הדיבידנדים של המבטח ומכבידים על גמישותה הפיננסית של החברה. עם זאת, הגמישות הפיננסית נתמכת במרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות, במנגנון מימוש המניות, התומך ביכולת שירות החוב ומימוש האופציה על ידי בעלי אגרות החוב (נכון למועד הדוח שוויה הינו בתוך הכסף) אשר עשוי להתקיים בספטמבר 2021 ולהזרים סכום משמעותי לקופת החברה.

התפתחות נזילות החברה בשנתיים הקרובות מותנית במידה גבוהה בחלוקת הדיבידנדים ממגדל ביטוח ובמימוש האופציה שניתנה לבעלי אגרות החוב, בהנחה כי החברה לא תפעל מרצונה למימוש מניות מגדל. בהתאם לכך, ככל שמגדל ביטוח לא תחלק דיבידנד

¹ עד ליום ה- 06.07.2021 וכולל תרחישי רגישות שונים

² הראל השקעות בביטוח ושרותים פיננסים בע"מ, הפניקס אחזקות בע"מ ומנורה מבטחים החזקות בע"מ

בהיקף מספק ומימוש האופציה בידי בעלי אגרות החוב לא יצא אל הפועל, עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל במידת הצורך לשירות החוב. נציין כי, בשנת 2021, לאור אי חלוקת הדיבידנד ממגדל ביטוח, הזרימו הבעלים 155 מיליון ₪ לחברה בדמות של הלוואת בעלים, אשר תומכת ביכולת שירות החוב של החברה.

להערכת מידרוג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים של 410-425 מיליון ₪ בשנים 2021-2022 (החל מ-01.01.2021 ועד לסוף שנת 2022), 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 יתרת מזומנים בסך של כ- 25 מיליון ₪, נכון ליום ה- 31 בדצמבר 2020. כמו כן, אנו צופים בתרחיש הבסיס דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של 40-50 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2021-2022 (הכולל גם רווח הון חד פעמי). הנחנו כי מגדל ביטוח לא תוכל לחלק דיבידנד לחברה בשנת 2021 ואילו בשנת 2022 יתקבל דיבידנד מצומצם יחסית בסך של 103 מיליון ₪ (חלק החברה). בנוסף, הוזרם לחברה סך של 155 מיליון ₪ בדמות של הלוואות בעלים מחברת האם. להערכתנו, הזרמת הלוואות הבעלים הינה הוכחה למחויבות ויכולת שירות החוב של הבעלים. לאור זאת, אנו מעריכים כי החברה צפויה לסיים את שנת 2021 עם יתרת מזומנים של 30-35 מיליון ₪ בקופתה לאחר פירעון חלות החוב הקרובה בחודש ספטמבר 2021, ואילו המשיך עיבוי נזילות החברה טרם חלויות הקרן והריבית בשנת 2021, מותנה בחלוקת הדיבידנד ממגדל ביטוח בטווח של 12 החודשים הקרובים ומותנה במימוש האופציה (סדרה 3) שניתנה למחזיקי החוב בחודש ספטמבר 2021 אשר עשויה להזרים לחברה כ- 207 מיליון ₪ נוספים. מידרוג סבורה כי תמונת נזילות זו פחות מהולמת ומכפיפה את החברה להתפתחויות חיוביות כגון חלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח, מימוש האופציה על ידי מחזיקי אגרות החוב, 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. בהקשר זה נציין כי בהתאם למצגים שהתקבלו מהחברה, נראה כי בעל השליטה הפחית את היקף התחייבויותיו באופן ניכר בשנה החולפת והתמיכה בדמות הלוואות הבעלים על סך של 155 מיליון ₪ שהזרים לחברה, היוותה הוכחה לרצונו ויכולתו לתמוך בחברה. נציין כי, תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מביא בחשבון הזרמת כספים מבעל המניות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע משיפור משמעותי בשווי מניות החברה המוחזקת ומשיעור המינוף אשר הולם את דירוג החברה. כמו כן, הוכחת תמיכה משמעותית מבעל השליטה אשר תסייע לחברה בשירות החוב בשנת 2021. יחד עם זאת, נציין כי, חל שיפור בנראות הדיבידנדים מהמבטח הנובע מהסביבה הרגולטורית אך נראות זו עודנה נמוכה יחסית, כאשר לא צפויות חלוקות בשנת 2021.

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 להורדת הדירוג:

- הרעה בדירוג האיתנות הפיננסית של מגדל ביטוח
- עלייה משמעותית ברמת המינוף
- שחיקה מתמשכת ביחסי הכיסוי והנזילות

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

31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/03/2020	31/03/2021	
45	208	25	182	-	מזומנים ופיקדונות בנאמנות
4,335	4,511	4,856	4,119	5,010	השקעות בחברות מוחזקות
1,331	1,307	1,185	1,295	1,173	חוב פיננסי
4,380	4,718	4,881	4,301	5,010	סה"כ נכסים
3,050	3,411	3,697	3,006	3,837	הון עצמי

30%	24%	24%	27%	23%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
3%	16%	2%	14%	-	נזילות לחוב

(90)	362	286	(405)	140	סה"כ רווח כולל
45	240	-	-	-	דיבידנד שהתקבל

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 באופק יציב), החזקתה העיקרית של החברה, המוחזקת בשרשור 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 ובתזרים העתידי. מגדל אחזקות איננה ממונפת וכן קיימת התחייבות רגולטורית המגבילה את יכולת המינוף שלה³. 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 אופציה שניתנה למחזיקי החוב, או מימוש מניות כתלות בשוויה.

דירוג האיתנות הפיננסית של מגדל ביטוח משקף פרופיל עסקי חזק, המתבטא בגודלה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח ובנתי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח. הפרופיל העסקי נתמך בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. 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 בולט לטובה, לצד איכות נכסים הולמת, כאשר קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון טובה יחסית. מנגד, כרית הרווחיות נמוכה ביחס לדירוג ופוגמת בפוטנציאל בניית ההון, כאשר הגמישות הפיננסית מושפעת לשלילה ממינוף מאזני גבוה.

ככלל, מגדל ביטוח מאופיינת בשיעורי רווחיות נמוכים ביחס לדירוג, אשר מוגבלים גם לאור רווחיות חיתומית נמוכה בשנים האחרונות. יחד עם זאת, היא הציגה, בדומה לענף, רווחיות תגודתית נוכח חשיפה גבוהה לגורמים אקסוגניים ובהם עקום הריבית, שוק ההון ורגולציה.

בטווח תרחיש הבסיס מידרוג צופה המשך סביבה עסקית מאתגרת, סביבת ריבית נמוכה שתמשיך להוות אתגר בפוטנציאל ייצור התשואה ולחצים אינפלציוניים שעלולים להשפיע על שולי הרווח בטווח הזמן הקצר-בינוני. יחד עם זאת, נלקחה בחשבון תוכנית ההתייעלות התפעולית של מגדל ביטוח, במסגרתה חל קיטון של 300 עובדים במצבת כוח האדם בשנת 2020, לצד עדכון של ההסכם הקיבוצי מול וועד העובדים שחל מיום 01 ביוני 2020. במקביל, ניכר תהליך טיוב של התיק האלמנטרי (רכב ועסקים) אשר התבטא גם בירידה של נתחי שוק, אך צפוי לשפר את יחס ה-LR במגזר זה.

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

מתווה סולבנסי החדש האריך את יישום דרישות סולבנסי 2 באופן שעשוי להקל על חלוקת דיבידנדים בעתיד, יחד עם

זאת בטווח התחזית נראות הדיבידנדים מהמבטח הינה מוגבלת

ענף הביטוח המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות, 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 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 (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.

יחס כושר הפירעון של החברה בהתאם להוראות סולבנסי 2 (לאחר התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה) עמד על כ- 148% ליום ה- 31 בדצמבר 2020 (166% ללא פקטור של 80% כאמור לעיל), וכ- 91% ללא התחשבות בהוראות המעבר בתקופת הפריסה לאותו מועד. נציין כי ביום 16 באוקטובר 2020, שלח הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון (להלן: "הממונה") לחברה מכתב, בו הוא הודיע כי לנוכח המשך קיומו של חשש לפגיעה בניהולה התקין של מגדל ביטוח, והחשש כי פגיעה זו בניהול התקין תשפיע על יכולתה של החברה לבנות את ההון הנדרש ממנה בהתאם לעקרונות לחישוב הניכוי בתקופת הפריסה, ובהתאם לכך קבע הממונה כי סכום הניכוי בכל מועד חישוב לא יעלה על 80% (להלן: "הפקטור") מסכום הניכוי הבסיסי כפי שהגדיר, וכי מגבלה זו תחול לכל הפחות עד לסיום הליך הביקורת שרשות שוק ההון מקיימת בנושא ממשל תאגידי בחברה, מילוי הוראות שיינתנו בעקבות הליך הביקורת ותיקון הליקויים שיימצאו בו ובכל מקרה כל עוד לא הורה הממונה אחרת. בעקבות פרסום חוזר הסולבנסי המעודכן מחודש אוקטובר 2020, בחן דירקטוריון החברה את מדיניות ההון שלה. בהתאם לכך, ביום 26 במאי 2021, קבע דירקטוריון החברה מדיניות הון אשר על פיה החברה תשאף לפעול ביחס כושר פירעון בטווח של כ- 175%-155%. בנוסף, קבע דירקטוריון החברה יעד יחס כושר פירעון מינימלי של כ- 140%. יעדים אלו הינם ליחס כושר פירעון בהתחשב בסכום הניכוי בתקופת הפריסה עד תום 2032, ולפני פקטור של 80% על סכום הניכוי לפי מכתב הממונה מיום 16 באוקטובר, כאמור. לפי החברה, יחס כושר הפירעון ללא התחשבות בהוראות המעבר יבנה בהדרגה, בהתאם ליעדים אלו עד לתום שנת 2032, בהתאם לתוכנית ההון של החברה.

מידרוג מצפה, כי מגדל ביטוח תמשיך לפעול לשמירת מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי. יחד עם זאת, אנו סבורים כי יכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים של המבטח בטווח התחזית הינה תנודתית, כנגזר מפוטנציאל צבירת רווחים תנודתית החשופה לגורמים אקסוגניים. עם זאת, בניית כרית ההון נתמכת בשחרור משמעותי של דרישות ועלות ההון בגין סיכוני תיקי העבר, המשתחררת לרווח, לאורך זמן.

בהתאם לאמור לעיל, בתרחיש הבסיסי של מידרוג, נלקח בחשבון כי לא יהיו חלוקות דיבידנדים ממגדל ביטוח לחברה בשנת 2021 ואילו בשנת 2022 תהיה חלוקת דיבידנדים מסוימת.

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

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 תיקון חוזר סולבנסי החדש, מוסיפים לזרוע אי וודאות לגבי חלוקת דיבידנדים ממגדל בשנים 2021-2022. אף כי מידרוג סבורה שתיקון חוזר סולבנסי החדש תומכת בטווח הבינוני-ארוך בחלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח לבעלי מניותיה, הרי שהיכולת לתזמן חלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר, במהלכם נזקקת החברה לעבות את נזילותה מחדש, הינה מוגבלת.

להערכת מידרוג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים של 410-425 מיליון ₪ בשנים 2021-2022 (החל מ-01.01.2021 ועד לסוף שנת 2022), 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 יתרת מזומנים בסך של כ- 25 מיליון ₪, נכון ליום ה- 31 בדצמבר 2020. כמו כן, אנו צופים בתרחיש הבסיס דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של 40-50 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2021-2022 (הכולל גם רווח הון חד פעמי). הנחנו כי מגדל ביטוח לא תוכל לחלק דיבידנד לחברה בשנת 2021 ואילו בשנת 2022 יתקבל דיבידנד מצומצם יחסית בסך של 103 מיליון ₪ (חלק החברה). בנוסף, הוזרם לחברה סך של 155 מיליון ₪ בדמות של הלוואות בעלים מחברת האם. להערכתנו, הזרמת הלוואות הבעלים הינה הוכחה למחויבות ויכולת שירות החוב של הבעלים. לאור זאת, אנו מעריכים כי החברה צפויה לסיים את שנת 2021 עם יתרת מזומנים של 30-35 מיליון ₪ בקופתה לאחר פירעון חלות החוב הקרובה בחודש ספטמבר 2021, ואילו המשך עיבוי נזילות החברה טרם חלויות הקרן והריבית בשנת 2021, מותנה בחלוקת הדיבידנד ממגדל ביטוח בטווח של 12 החודשים הקרובים ומותנה במימוש האופציה (סדרה 3) שניתנה למחזיקי החוב בחודש ספטמבר 2021 אשר עשויה להזרים לחברה כ- 207 מיליון ₪ נוספים. מידרוג סבורה כי תמונת נזילות זו פחות מהולמת ומכפיפה את החברה להתפתחויות חוביות כגון חלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח, מימוש האופציה על ידי מחזיקי אגרות החוב, 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% וישאר כך למשך 180 יום ברציפות, על החברה יהיה להפקיד את מלוא תשלום הקרן הקרוב בחשבון הנאמנות.

בהתאם להנחות לעיל בתרחיש הבסיס לשנים 2021-2022, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות צפוי לנוע בטווח של 1.1-1.2, בהנחת מימוש מסוים של מניות מגדל בשנת 2022 וכתלות בגובה הדיבידנדים שיתקבלו ממגדל ביטוח, ככל שיתקבלו.

יחס המינוף השתפר משמעותית בעקבות עלייה בשווי המוחזקות ופירעון אגרות החוב

יחס המינוף LTV לוקח בחשבון את סך יתרת החוב בחברה ביחס שווי המוחזקות. יחס זה השתפר משמעותית בשנה החולפת לאור עלייה משמעותית בשווי השוק של מגדל ביטוח בשנה האחרונה, אשר חלה לאחר ההתאוששות בשווקים הפיננסיים החל מהמחצית השנייה של שנת 2020. אי לכך, נכון למועד הדוח, שווי השוק של המבטח עלה בכ- 64% בשנה החולפת. עלייה זו נתמכת גם בשיפור הונה העצמי של מגדל ביטוח, הנובע בין היתר, כתוצאה מעצירת חלוקת דיבידנדים בשנתיים האחרונות. תחת תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף LTV, אשר לוקח בחשבון מספר תרחישי רגישות בנוגע לשווי האחזקות ונגזר משווי שוק של המוחזקות, צפוי לנוע בטווח התחזית בטווח של 31%-37%.

יחסי הכיסוי הינם נמוכים ביחס לדירוג ומושפעים לשלילה מנראות דיבידנדים נמוכה מהמוחזקות

תחת תרחיש הבסיס לעיל, יחס שירות הריבית (ICR) צפוי להיות נמוך ולנוע בטווח רחב יחסית של 0.7-2.5 (ממוצע של 1.6) בשנות התחזית. תרחיש זה כולל מימוש מניות מסוים בשנת 2022 אשר צפוי להוביל לדילול האחזקה של החברה במבטח ולקיטון בחלק החברה בדיבידנדים. כמו כן, יחס החוב ל- FFO בשנות התחזית צפוי להיות נמוך מאוד ביחס לדירוג, אך צפוי להשתפר בטווח הבינוני באופן משמעותי עם קצב פירעון אגרות החוב וחלוקת דיבידנדים משמעותית מהמבטח. נכון ליום ה- 31 במרץ 2021 החברה עומדת במרחק מספק ביותר להערכתנו מאמות המידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות.

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 החוב, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל⁴ במידת הצורך לשירות החוב. בהתאם לתרחיש הבסיס, כרית הנזילות של החברה הינה נמוכה בטווח התחזית, כך שכלל ומגדל ביטוח לא תחלק דיבידנד בהיקף מספק, לא תמומש האופציה שבידי מחזיקי אגרות החוב ולא תגיע תמיכה ממקור חיצוני (דוגמת הלוואות הבעלים שהוזרמה בשנת 2021), עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי. מנגנון זה תומך בפרופיל הסיכון של החברה בכך שהוא מפצה על פערי עיתוי במועדי

⁴ זכות הנאמן למכור מניות מגדל בהיקף הנדרש חלה על כלל מניות מגדל שבידי החברה, כאשר חלק ממניות מגדל שבידי החברה מופקדות בחשבון הנאמנות (חלקן האחר מופקדות בחשבון החברה (כהגדרת מונחים אלו בשטר הנאמנות))

ובהיקפי החלוקה ממגדל ותומך בשמירת האיזון שבין בעלי החוב לבעל השליטה, בעיקר בתקופה זו כאשר החברה אינה מקבלת היקפי דיבידנדים מספקים מהמוחזקות לטובת שירות החוב.

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. בהקשר זה נציין כי בהתאם למצגים שהתקבלו מהחברה, נראה כי בעל השליטה הפחית את היקף התחייבויותיו באופן ניכר בשנה החולפת והתמיכה בדמות הלוואת הבעלים על סך של 155 מיליון ₪ שהזרים לחברה, היוותה הוכחה לרצונו ויכולתו לתמוך בחברה. נציין כי, תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מביא בחשבון הזרמת כספים מבעל המניות.

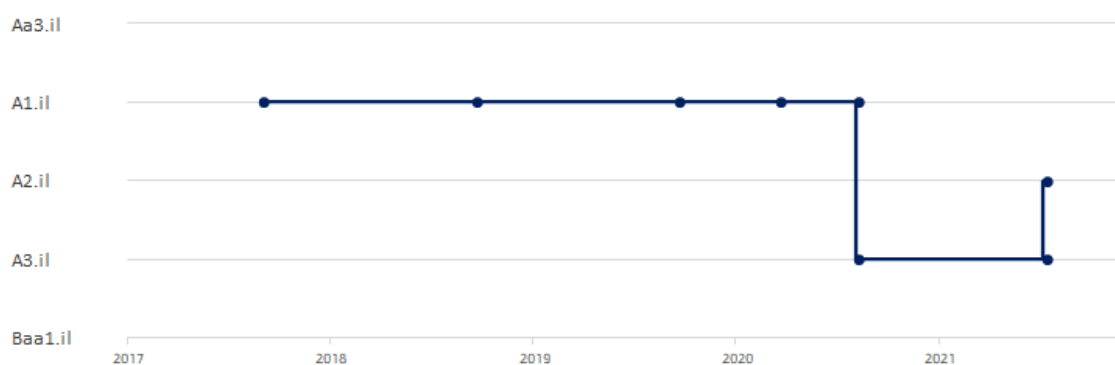
אודות החברה

החברה הוקמה כחברה חדשה ופרטית, המוחזקת במלואה על ידי אליהו 1959 ("חברת האם") - המוחזקה 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.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג [1]		ליום 31.03.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa.il	-	Aa.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק ההחזקות
A.il	-	A.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים % הכנסות קמעונאיות	
Ba.il	-	Ba.il	-	מאפייני ריכוזיות התיק	
A.il	31%-37%	A.il	48%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם ICR	פרופיל פיננסי
Baa.il	0.7-2.5	Ba.il	0	חוב פיננסי ל-FFO	
Ba.il	(57) -12	Ba.il	(22)	גמישות פיננסית	
A.il	-	A.il	-	DSCR+CASH	
A.il	1.1-1.2	Baa.il	1	מדיניות פיננסית	
A.il	-	A.il	-		
A3.il				דירוג נגזר	
A2.il				דירוג בפועל	

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, 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

12.07.2021	תאריך דוח הדירוג:
03.09.2020	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 וליסיוני 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 סיכונים 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 וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות 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 בזדון 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>