

הפניקס אחזקות בע"מ

מעקב | ינואר 2021

אנשי קשר:

ניל הראל

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
nilh@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל

ראש תחום מוסדות פיננסים
Itay.navarra@midroog.co.il

הפניקס אחזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידורג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרות 3 ו-4) שהנפיקה הפניקס אחזקות בע"מ ("החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרה	מס נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
3	7670201	Aa3.il	יציב	31/07/2027
4	7670250	Aa3.il	יציב	31/07/2028

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך באחזקת שליטה בהפניקס חברה לביטוח בע"מ ("הפניקס ביטוח" ו/או "המבטח") (Aa1.il, יציב), בגמישות פיננסית טובה, המשתקפת ביחס שירות ריבית טוב ובמינוף הולם ביחס לדירוג. פרופיל הנזילות של החברה נתמך ביחס שירות חוב (DSCR) כולל יתרות נזילות) טוב לדירוג.

לחברה תיק אחזקות ריכוזי יחסית בענף הביטוח והפיננסים, כאשר שתי אחזקותיה העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשתייהן) נותרו הפניקס ביטוח ואקסלנס השקעות בע"מ ("אקסלנס") (דרך הפניקס השקעות בע"מ), המהוות את החלק העיקרי בשווי המוחזקות בספרים. החברה אימצה תוכנית אסטרטגית חדשה² המתמקדת בהשבחת שווי החברה תוך צמיחה ממוקדת תשואה, גיבוש מדיניות חלוקת דיבידנד בחברה החל משנת 2020, ועידוד שינויים מבניים במבנה האחזקות כפי שנעשו בשנתיים האחרונות. שינויים אלו באו לידי ביטוי, בין היתר, על ידי העברת עד 120 - מרכזי מגורים לאוכלוסייה המבוגרת בע"מ ("עד 120") אל הפניקס ביטוח וקבלת הפניקס סוכנויות ביטוח 1989 בע"מ ("הפניקס סוכנויות") בשנתיים האחרונות, וצפי להעברת הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל בע"מ ("הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל") בשנת 2021 (אשר העברתה כפופה לאישור רשות המיסים), על ידי חלוקת דיבידנד בעין מהפניקס ביטוח. אנו סבורים, כי שתי החברות הללו (הפניקס סוכנויות והפניקס אקסלנס פנסיה וגמל) יוכלו לתמוך לאורך זמן בשירות החוב של החברה, (בנוסף לתקבולים הצפויים מהמבטח, אקסלנס השקעות וגמא) וזאת בין היתר בשל עודפי ההון משמעותיים הקיימים בהן, ויכולת ייצור תזרים גבוהה יחסית בהפניקס סוכנויות. על אף שבטווח הזמן הקצר הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל לא צפויה להערכתנו לייצר תזרים משמעותי, לצעדי התייעלות ארגונית, לסינרגיה בפעילויות החברות ולתהליך המיזוג הצפוי עם הלמן אלדובי קופות גמל ופנסיה בע"מ ("הלמן אלדובי גמל ופנסיה"), קיים פוטנציאל לשיפור הרווחיות בהפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, ומשכך את נראות התקבולים ממנה בטווח הזמן הבינוני. בנוסף, לחברה מספר אחזקות נוספות שתורמות לפיזור התיק, שהגדולה מבניהן הינה גמא ניהול וסליקה בע"מ ("גמא"), הפועלת בשוק האשראי החוץ בנקאי בעיקר באמצעות סליקת שוברי אשראי. להערכתנו, השפעת גמא על החברה אינה מהותית בשלב זה.

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022 אנו צופים היקף מקורות מצטבר של כ- 600-650 מיליון ש"ח. אלו ינבעו בעיקר מדיבידנדים שוטפים מהפניקס סוכנויות ומאקסלנס ותשלומי ריבית מהפניקס ביטוח בגין מכשירי הון רובד 1 נוסף. על אף הפער הנמוך של יחס ההון הרגולטורי של הפניקס ביטוח מיעד הדירקטוריון, נכון לדוח יחס כושר הפירעון ליום 31 בדצמבר 2019, אשר עלול להעיב על יכולת חלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר, אנו סבורים כי לאור תיקון התשואות בשווקים לאחר הרבעון הראשון ורווחיות חיתומית חיובית במהלך שנת 2020, תיתכן חלוקת דיבידנד מהמבטח אשר תתקבל בטווח התחזית. חלוקה זו נתמכת גם במדיניות חלוקת דיבידנדים בשיעור של כ-30% מהרווח השנתי החל משנת 2020 כפי שיפורט להלן, וכל עוד הפער בין יחס כושר הפירעון מיעד הדירקטוריון יאפשר זאת. כמו כן, אנו מביאים בחשבון כי לאחר הגפת פעילות הפנסיה והגמל תחת חברת האחזקות, ומיזוג פעילות הפנסיה והגמל של הלמן אלדובי תחת הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, זו תוכל להתחיל לחלק דיבידנדים בטווח הבינוני גם לאור עודפי

¹ דיבידנדים, דמי ניהול וריבית מחברות מוחזקות בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לתשלומי קרן וריבית
² ב-1 לדצמבר 2020, דירקטוריון הפניקס אחזקות החליט על אימוץ ופרסום תכנית אסטרטגית רב שנתית לחברה ולחברות הבנות בקבוצה וזאת על בסיס עבודה משותפת עם חברת ייעוץ בינלאומית המתמחה בנושאי אסטרטגיה ושינויים ארגוניים.

ההון המשמעותיים ביחס לדרישה הרגולטורית, אך לא הבאנו בחשבון תקבולים אלו בתרחיש הבסיס שלנו. צד השימושים כולל בעיקר תשלומי ריבית וקרן בסך של כ-85-90 מיליון ₪ בשנה, הכוללים את השלמת רכישת הלמן אלדובי בהיקף של כ-275 מיליון ₪, אשר תבוצע ממקורות עצמאיים של החברה ו/או גיוס חוב, וללא השקעות מהותיות נוספות בשנתיים הקרובות ו/או שינוי מבני מהותי נוסף בחברות המוחזקות. בתרחיש זה, יחס שירות החוב (DSCR כולל יתרות נזילות) צפוי להיות טוב ביחס לדירוג ולנוע בטווח שבין 3.0-3.5. פרופיל הנזילות של החברה טוב ביחס לדירוג, ובמידה ולא יחולק דיבידנד שאינו מקביל לחלוקה מהפניקס ביטוח, החברה צפויה לשמור על היתרות הנזילות הקיימות. להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR)³ בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו בטווח של 2.5-7.5. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך, הצפוי לנוע להערכתנו בטווח סביב 20%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של החברה. יחסים אלה בולטים לטובה ביחס לדירוג ותומכים ביכולת מחזור החוב, במידת הצורך.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי לא יחול שינוי משמעותי בפרופיל הפיננסי ובפרופיל הסיכון של החברה ביחס לתרחיש הבסיס של מידרוג. יחד עם זאת, נציין כי קיימת בשלב זה אי וודאות גבוהה בנוגע להשפעות התפשטות נגיף הקורונה על הסביבה הכלכלית וענף הפיננסים ככלל והחברה בפרט.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי ביכולת שירות החוב השוטף לאורך זמן
- קיטון משמעותי בהיקף החוב בחברה לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת במצבו הפיננסי של המבטח, ו/או פגיעה בדירוג המבטח
- שחיקה משמעותית בנראות הדיבידנדים מהחברות המוחזקות
- המשך עלייה במינוף ובעומס הפירעונות אשר ישפיעו על גמישות הפיננסית של החברה

³ דיבידנדים, דמי ניהול וריבית מחברות מוחזקות בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לתשלומי ריבית

הפניקס אחזקות בע"מ (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019	30/09/2019	30/09/2020	
5,425	6,209	[1]6,958	7,451	7,488	8,159	השקעות במוחזקות
64	102	140	179	166	87	מזומנים ויתרות נזילות [2]
5,507	6,326	[1]7,111	7,646	7,656	8,253	סה"כ נכסים
4,807	5,709	[1]6,312	6,636	6,654	7,128	הון עצמי
699	617	800	1,010	1,002	1,125	חוב פיננסי

12%	8%	9%	11%	11%	13%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
9%	16%	18%	18%	17%	8%	נזילות לחוב [2]

608	710	679	271	355	521	רווח נקי
694	869	539	664	683	494	סה"כ רווח כולל
-	-	0	250	250		דיבידנד שהתקבל
-	-	(120)	(250)	(250)		דיבידנד ששולם

[1] לפני השפעת תיקון חוזר ה-LAT שפורסם במרס 2020; [2] לא כולל יתרות הנזילות של הפניקס סוכנויות ואקסלנס השקעות אשר נלקחות בחישוב בדרישות הנזילות לצורך הדירוג

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

אחזקת שליטה בהפניקס ביטוח מהווה שיקול מהותי בדירוג; פעילות החברה לפיזור תיק האחזקות מהווה גורם חיובי לדירוג אך הוא עודנו ריכוזי יחסית בענף הפיננסיים

החברה בעלת תיק אחזקות ריכוזי יחסית בענף הביטוח והפיננסיים, כאשר שתי אחזקותיה העיקריות (לחברה שליטה מלאה בשתייהן) נותרו הפניקס ביטוח (IFS) (Aa1.il, יציב) ואקסלנס (דרך הפניקס השקעות), המהוות את החלק העיקרי בשווי המוחזקות בספרים וחלק מהותי מהתקבולים לשירות חוב (דיבידנדים וריבית).

דירוג הפניקס ביטוח משקף פרופיל עסקי חזק, הנתמך בגודלה של החברה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, ומאופיין בפיזור טוב יחסית של קווי עסקים, בנתחי שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח, המהווים פוטנציאל ליצור הכנסות עתידיות. כמו כן, הפניקס ביטוח מאופיינת ברווחיות בולטת לטובה ביחס לקבוצת השוואה⁴, הנתמכת ברווחיות חיתומית עודפת. רווחיות זו תומכת בבניית הכרית ההונית, אשר נמצאת במגמת שיפור מתמשכת וסופגת הפסדים בצורה הולמת ביחס לדירוג, אולם אנו סבורים כי פוטנציאל בניית הכרית ההונית בשנתיים הקרובות יהיה מתון יותר, ויהיה תלוי גם בהיקף חלוקת הדיבידנדים ככל ותתרחש. הפניקס ביטוח מאופיינת בפרופיל נזילות טוב, הנתמך בתמהיל הפעילות המגוון, אך הגמישות הפיננסית אינה בולטת לטובה נוכח מינוף פיננסי גבוה יחסית. אקסלנס הינו בית השקעות המנהל נכון ל-30 בספטמבר 2020, כ-53 מיליארד ₪ נכסים בעיקר של קרנות סל וקרנות נאמנות והציג הכנסות של כ-323 מיליון ₪ ורווח לפני מס של כ-120 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2020. בחודש ינואר 2020 רכשה אקסלנס השקעות את פעילות בית ההשקעות אלומות ספרינט הכוללת נכסים מנוהלים של כ-5 מיליארד ₪ תמורת כ-35 מיליון ₪. נציין כי החברה אימצה תוכנית אסטרטגית חדשה המתמקדת בהשבחת שווי החברה תוך צמיחה ממוקדת תשואה, גיבוש מדיניות חלוקת דיבידנד בחברה החל משנת 2020, ועידוד שינויים מבניים במבנה האחזקות, כפי שנעשו בשנתיים האחרונות. שינויים אלו באו לידי ביטוי, בין היתר, על ידי העברת "עד 120" אל הפניקס ביטוח וקבלת הפניקס סוכנויות ממנה כדיבידנד בעין, ונובעים מאסטרטגיית החברה להרחיב ולפזר את תיק האחזקות תוך מקסום פוטנציאל חלוקת הדיבידנד מהחברות המוחזקות, תמיכה ביחס כושר הפירעון (סולבנסי 2) של המבטח ופיצוי על תנודתיות התקבולים ממנו. כמו כן, בחודש דצמבר 2019 אישר דירקטוריון הפניקס ביטוח את הנפת הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל בע"מ בדרך של חלוקת דיבידנד בעין לחברה, כאשר האישורים הנדרשים לביצוע ההנפה התקבלו וזאת למעט אישור רשויות המס אשר טרם התקבל. הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל מנהלת נכון ל-30 בספטמבר 2020, כ-66 מיליארד

⁴ הראל חברה לביטוח, מגדל חברה לביטוח, כלל חברה לביטוח ומנורה מבטחים ביטוח.

ש של נכסי קרנות פנסיה וגמל⁵. בתרחיש הבסיס שלנו, צפויה הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל לעבור תחת הפניקס אחזקות, והיקף הנכסים המנוהלים בה צפוי לגדול בצורה משמעותית נוכח חתימה על הסכם מיזוג בין הלמן אלדובי בית השקעות בע"מ ("הלמן אלדובי") לחברה⁶, אשר נחתם ב-7 לדצמבר 2020, וכפוף לתנאים מתלים מסוימים⁷. במסגרת הסכם זה, תהפוך הלמן אלדובי לחברה פרטית בבעלות מלאה של הפניקס אחזקות וזאת בתמורה לסך של כ-275 מיליון ש"ח, ובהמשך נכסיה צפויים להתמזג עם ולתוך נכסי החברה. אנו סבורים, כי שתי החברות הללו (הפניקס סוכנויות והפניקס אקסלנס פנסיה וגמל) יוכלו לתמוך לאורך זמן בשירות החוב של החברה (בנוסף לתקבולים הצפויים מהמבטח, אקסלנס וגמל), וזאת בין היתר בשל עודפי ההון משמעותיים הקיימים בהן, ויכולת ייצור תזרים גבוהה יחסית בהפניקס סוכנויות. על אף שבטווח הזמן הקצר הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל לא צפויה להערכתנו לייצר תזרים משמעותי, לצעדי התייעלות ארגונית, לסינרגיה בפעילויות החברות, ולתהליך המיזוג הצפוי עם הלמן אלדובי גמל ופנסיה, קיים פוטנציאל לשיפור הרווחיות בהפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, ומשכך את נראות התקבולים ממנה בטווח הזמן הבינוני. בנוסף, לחברה מספר אחזקות נוספות שתורמות לפיזור התיק, שהגדולה מבניהן הינה גמא הפועלת בשוק האשראי החוץ בנקאי בעיקר באמצעות סליקת שוברי אשראי. להערכתנו, השפעת גמא על החברה אינה מהותית בשלב זה.

מהלכי החברה לשיפור יחס ההון הרגולטורי, לצד אימוץ מדיניות דיבידנד סדורה בהפניקס ביטוח, משפרת את נראות

הדיבידנדים מהמבטח בטווח זמן הבינוני; נראות דיבידנדים מיתר המוחזקות נותרת טובה יחסית

לחברה תלות משמעותית בהיקפי הדיבידנדים המחולקים על ידי המוחזקות העיקריות שלה לצורך שירות החוב ומימון פעילותה השוטפת. ענף הביטוח והיחסים לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה נרחבת ודינמית, שמטרתה שימור יציבות ואיתנות הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשיפור זכויות המבוטחים. בהתאם לכך, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על ניהול מקורות ההון של הפניקס ביטוח, לרבות מגבלות על ביצוע חלוקות דיבידנד. לכן, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהפניקס ביטוח מוגבלת יחסית. בנוסף, החשיפה של חברות הביטוח למגוון גורמים אקסוגניים ובהם תנודתיות שוק ההון, ומגוון פרמטרים כלכליים ודמוגרפיים (בין היתר, עקומי ריבית, שיעור האינפלציה ותוחלת החיים) מעיבה אף היא על תנודתיות היחס ויכולת החלוקה מחברות הביטוח. בחודש אוקטובר 2020 פרסם הממונה על שוק ההון את תיקון החוזר המאוחד לעניין הוראות ליישום משטר כושר פירעון כלכלי של חברות הביטוח מבוסס סובלנס², 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 הסולבנס², (ללא יישום הוראות המעבר לתקופת הפריסה וללא התאמת תרחיש מניות) ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון, הינו תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה מהמבטח, כאשר לאחר החלוקה יחס כושר הפירעון של חברת הביטוח לא יהיה נמוך מהיעד הנ"ל. היעד הפנימי לגבי יחס כושר הפירעון לצורך חלוקת דיבידנדים אותו קבע דירקטוריון הפניקס ביטוח, עמד, נכון ליום 31 בדצמבר 2019, על כ-105%⁸, בעוד שיחס כושר הפירעון (ללא התחשבות בהוראות הפריסה) של הפניקס ביטוח עמד לאותו מועד על כ-105%⁹. הפער הנ"ל מיעד הדירקטוריון עלול להעיב על יכולת חלוקת דיבידנדים בטווח הזמן הקצר, אולם לאור תיקון התשואות בשווקים לאחר הרבעון הראשון ורווחיות חיתומית חיובית במהלך שנת 2020, תיתכן חלוקת דיבידנד מהמבטח אשר תתקבל בטווח התחזית, וזאת כל עוד הפער בין יחס כושר הפירעון מיעד הדירקטוריון יאפשר זאת. נציין כי יחס כושר הפירעון של הפניקס ביטוח בתקופת הפריסה לאותו מועד עמד על כ-165%, אשר גבוה מהמינימום הנדרש על פי הרגולציה (כ-100%). כמו כן, אנו סבורים כי מהלכי הפניקס ביטוח לצמצום תנודתיות הרווח שלה במהלך השנה האחרונה לרגישות בריבית (בין היתר על ידי התאמת מח"מ הנכסים למח"מ ההתחייבויות), פוטנציאל הרווח החיתומי ומהלכי החברה השונים, לרבות שינויים מבניים בחברת הביטוח כאמור וחתימה על הסכם ביטוח משנה¹⁰ ביום 23 בדצמבר 2020 (בגין ביטולים המוניים), אלו צפויים להשפיע לחיוב על יחס הסולבנס לאורך זמן ולשפר את נראות הדיבידנדים בטווח זמן הבינוני.

⁵ כולל מיזוג שבוצע בין חברות הפנסיה והגמל של הקבוצה במהלך שנת 2019.

⁶ לפרטים נוספים - דוח מיידי בדבר חתימה על הסכם מיזוג, דצמבר 2020

⁷ אישורים אלה כוללים בין היתר את אישור אסיפת בעלי המניות של הלמן אלדובי, קבלת אישורים מהממונה על התחרות והממונה על רשות שוק ההון והעדר שינוי מהותי לרעה (כמוגדר בהסכם המיזוג) בהלמן אלדובי.

⁸ יעד זה יעלה בהדרגה, בהתאם לתוכנית תכנון ההון של החברה, בשנים הקרובות עד לתום תקופת הפריסה בשנת 2032 ל-135%

⁹ בהתחשב בהנפקת הון רוברד 1 נוסף שבוצעה בחודש פברואר בסך 220 מיליון ש"ח; העברת הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל צפויה להקטין את עודפי ההון של הפניקס ביטוח בכ-170 מיליון ש"ח (כ-2% השפעה על יחס כושר הפירעון) בהתבסס על חישוב שבוצע בגין 31 בדצמבר 2019, ללא התחשבות בהוראות בתקופת הפריסה

¹⁰ ראה דיווח "חתימה על עסקת ביטוח משנה, הפניקס ביטוח, דצמבר 2020"

נציין כי בחודש אוקטובר 2020, דירקטוריון הפניקס אחזקות אישר מדיניות חלוקת דיבידנדים, על פיה הוחלט על חלוקת דיבידנד שנתית של כ-30% מהרווח הכולל הניתן לחלוקה על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים, ובמקביל דירקטוריון הפניקס ביטוח אישר מדיניות דיבידנדים לפיה, החל משנת 2021, הפניקס ביטוח תחלק דיבידנד שנתי בשיעור שינוע בין 30%-50% מהרווח הכולל שלה, הניתן לחלוקה על פי הדוחות הכספיים המאוחדים השנתיים, וזאת כל עוד הפניקס ביטוח עומדת ביעדים מינימליים ליחס כושר פירעון כלכלי מבוסס סולבנסי 2. בהתאם לכך, אנו צופים כי התקבולים מהביטוח, יהוו חלק עיקרי מתקבולי הדיבידנדים מהפניקס אחזקות אל בעלי המניות. נציין כי בספטמבר 2020, אישר דירקטוריון החברה תוכנית רכישה עצמית של מניות החברה לתקופה של שנה בהיקף של עד 100 מיליון ₪. תכנית זו תבוצע מעת לעת בהתאם לשיקול דעת ההנהלה, ואלו יובאו בחשבון מהדיבידנד השנתי שהחברה תחלק, ככל ויוצא, במהלך השנה הקרובה. כמו כן, לחברה מספר נכסים בעלי נראות דיבידנדים טובה יחסית, ובהם אקסלנס והפניקס סוכנויות, זאת נוכח יתרות נזילות, עודפים משמעותיים ויכולת יצור תזרים שוטף חיובי. מקור דיבידנדים פוטנציאלי נוסף לחברה הינו הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, שנהנית מעודפי הון גבוהים יחסית של כ-477 מיליון ₪ ליום ה-30 בספטמבר 2020, החשופים במידה פחותה למשתני שוק ביחס למבטח. להערכתנו, היקף החלוקה יהיה תלוי בעיקר ביכולת ייצור התזרים של הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, כאמור.

יחסי שירות החוב בולטים לטובה ביחס לדירוג ונתמכים בפיזור מקורות התקבולים

בשנתיים האחרונות החברה פעלה, כאמור, לגוון את מקורות התקבולים אך במקביל הגדילה את היקף החוב. כך, לחברה היקף חוב (סולו) של כ-1,118 מיליון ₪ נכון ליום 30 בספטמבר 2020, אשר עלה במהלך השנים האחרונות (2017: כ-600 מיליון ₪) לאחר הנפקת אגרות חוב (סדרה 3, 4 ו-5) תמורת 1,170 מיליון ₪. עם זאת, נציין כי אגרות החוב שגויסו שימשו בעיקר להשקעה במכשירי הון רובד 1 נוסף במבטח ומניבים תקבולי ריבית שוטפים ומרווח פיננסי חיובי. כמו כן, חלק מהכספים שגויסו בסדרה 5, שימשו לפירעון קרן ופירעון מוקדם מלא לאחר מכן של אגרות החוב (סדרה 2). כתוצאה מכך, עומס הפירעונות השנתי של הפניקס אחזקות התמתן וצפוי לנוע סביב 85 מיליון ₪ בשנה במהלך השנים 2021-2024 (לעומת תשלום שנתי של כ-120 מיליון ₪ בשנים 2018-2019). בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2021-2022, אנו צופים היקף מקורות מצטבר של כ-650-600 מיליון ₪. אלו ינבעו בעיקר מדיבידנדים שוטפים מהפניקס סוכנויות ומאקסלנס בהיקף מצטבר של כ-220 מיליון ₪ ותשלומי ריבית מהפניקס ביטוח בגין מכשירי הון רובד 1 נוסף שהונפקו בסך מצטבר של כ-100 מיליון ₪. המבטח אינו חילק דיבידנד ב-9 החודשים הראשונים לשנת 2020, אולם אנו סבורים כי לאור תיקון התשואות בשווקים לאחר הרבעון הראשון ורווחיות חיתומית חיובית במהלך שנת 2020, תיתכן חלוקת דיבידנד אשר תתקבל בטווח התחזיתי, אשר נתמכת גם במדיניות חלוקת דיבידנדים בשיעור של כ-30% מהרווח השנתי החל משנת 2020 כאמור, וכל עוד הפער מיעד הדירקטוריון יאפשר זאת. כמו כן, אנו מביאים בחשבון כי לאחר הנפת פעילות הפנסיה והגמל תחת חברת האחזקות, ומיזוג פעילות הפנסיה והגמל של הלמן אלדובי תחת הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, זו תוכל להתחיל לחלק דיבידנדים בטווח הבינוני גם לאור עודפי ההון המשמעותיים ביחס לדרישה הרגולטורית, אך לא הבאנו בחשבון תקבולים אלו בתרחיש הבסיס. צד השימושים כולל בעיקר תשלומי ריבית וקרן בסך של כ-85-90 מיליון ₪ בשנה, הכוללים את הנחתנו לרכישת הלמן אלדובי בהיקף של כ-275 מיליון ₪, אשר תבוצע ממקורות עצמאיים של החברה ולא גיוס חוב, וללא השקעות מהותיות נוספות בשנתיים הקרובות ו/או שינוי מבני מהותי נוסף בחברות המוחזקות. היות והחברה מהווה את נכס הבסיס היחיד בחברת האם - בלנוס ולהערכתנו, את מקור שירות החוב העיקרי לחוב שנלקח לרכישת השליטה בבלנוס¹¹, החברה צפויה לחלק דיבידנד שנתי בשיעור של כ-30% בשנה, בהתאם למדיניות הדיבידנדים שנקבעה בחברה כאמור, ובמטרה לשרת את תשלומי ריבית החוב בחברת האם. נציין כי במסגרת ההלוואה שנטלה בלנוס, קיימים מנגנונים אשר מאפשרים לה גמישות תזרימית שאינה תלויה במועדי והיקפי חלוקת הדיבידנדים מהחברה. בתרחיש זה יחס שירות החוב (DSCR) כולל יתרות נזילות) ינוע בטווח שבין 3.0-3.5 בשנתיים הקרובות, אשר הינו בולט לטובה ביחס לדירוג. יחס שירות החוב (DSCR) השוטף צפוי לנוע בטווח של 1.5-2.0 ויאפשר בנייה לאורך זמן של כרית הנזילות כתלות בהיקף חלוקת הדיבידנדים ככל ויהיו.

¹¹ בהתאם לגילוי בדוחות הכספיים לרבעון השלישי לשנת 2019 של חברת קבוצת דלק בע"מ, הריבית והקרן בגין הלוואות שנטלה בלנוס, לצורך רכישת מניות החברה, יפגעו מהדיבידנדים שתקבל מהפניקס בתקופת ההלוואה וכן מתמורה שתנבע לה ממכירת מניות הפניקס.

גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת במינוף נמוך וביחס שירות ריבית בולט לטובה ביחס לדירוג; יחד עם זאת, היקף החוב

אינו צפוי לרדת בטווח השנתיים הקרובות

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו (כמתואר לעיל), בטווח של 7.5-2.5. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך, הצפוי לנוע להערכתנו בטווח סביב 20%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של החברה. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם מנגישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים באג"ח ושעבוד שלילי על נכסיה. נציין, כי למרות שרוב תקבולי גיוס החוב הקיים בחברה שימשו כהשקעה בהון רובד 1 נוסף בחברת הביטוח, ותומכים ביחסי שירות החוב השוטפים, הם גם הגדילו את היקף החוב נטו בחברה. אנו מניחים בתרחיש הבסיס שלנו כי תיתכן עליה מסוימת בהיקף החוב בשנת 2021, ככל והחברה תגייס חוב נוסף לרכישת בית ההשקעות הלמן אלדובי, ואיננו מניחים ירידה מהותית בהיקף החוב גם בשנה לאחר מכן.

פרופיל הנזילות טוב ביחס לדירוג

בבחינת כרית הנזילות ויכולת שירות החוב של החברה אנו מביאים בחשבון יתרות נזילות¹² הקיימות גם בהפניקס השקעות (בנטרול השקעות לא סחירות) והערכתנו לניהול הנזילות ברמת שתי החברות יחדיו. נכון ליום 30 בספטמבר 2020 לחברה, יחד עם הפניקס השקעות, יתרות נזילות בסך של כ-100 מיליון ₪. כרית הנזילות מורכבת ברובה מיתרות מזומן ותיק ניירות הערך, המאופייין בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית. אנו צופים, כי היקף היתרות הנזילות יעמוד על כ-190-195 מיליון ₪ בסוף שנת 2020 ויהווה כ-14% מהחוב ברוטו וכ-133% מחלויות החוב בשנים 2021-2022. פרופיל הנזילות של החברה טוב ביחס לדירוג ובמידה ולא יחולק דיבידנד שאינו מקביל לחלוקה מהפניקס ביטוח, החברה צפויה לשמור על היתרות הנזילות הקיימות.

שיקולים נוספים לדירוג

שירות החוב בחברת האם עלול להביא ללחץ תזרימי מהחברה, ומכביד על הדירוג

ביום 3 בנובמבר 2019 מכרה קבוצת דלק כ-32.5% מהון מניות הפניקס אחזקות לבלנוס בתמורה לכ-1.6 מיליארד ש"ח. כאשר, חלק מהתמורה ששולמה על ידי בלנוס מומנה באמצעות חוב בסך של כ-783 מיליון ₪ כאמור, המורכב מ-2 הלואות: (1) הלואה בכירה לתקופה של 5 שנים עם אופציית הארכה לשנתיים נוספות בתנאים מסוימים שקיבלה בלנוס ממוסדות פיננסיים בסך של כ-548 מיליון ₪ ("הלואה הבכירה"); ו-(2) הלואה נחותה בסך של כ-235 מיליון ₪ ("הלואה הנחותה") מקבוצת דלק, שניתנה לתקופה זהה. בנוסף, קבוצת דלק חתמה מול המוסדות הפיננסיים על מסמך Credit Support לגיבוי ההלואה הבכירה האמורה בקורות אירועים מסוימים שנקבעו בהסכם. אנו סבורים כי לצד מבנה הבעלות החדש קיימת השפעה מסוימת על מידת תאבון הדיבידנדים בחברה, כפי שמשקף בתוכנית האסטרטגית החדשה של הפניקס אחזקות כאמור, גיבוש מדיניות חלוקת דיבידנד בחברה החל משנת 2020, ושינויים מבניים במבנה האחזקות בשנתיים האחרונות. אלו מובילים להערכתנו ללחץ תזרימי מהחברה, המכביד על הדירוג.

אודות החברה

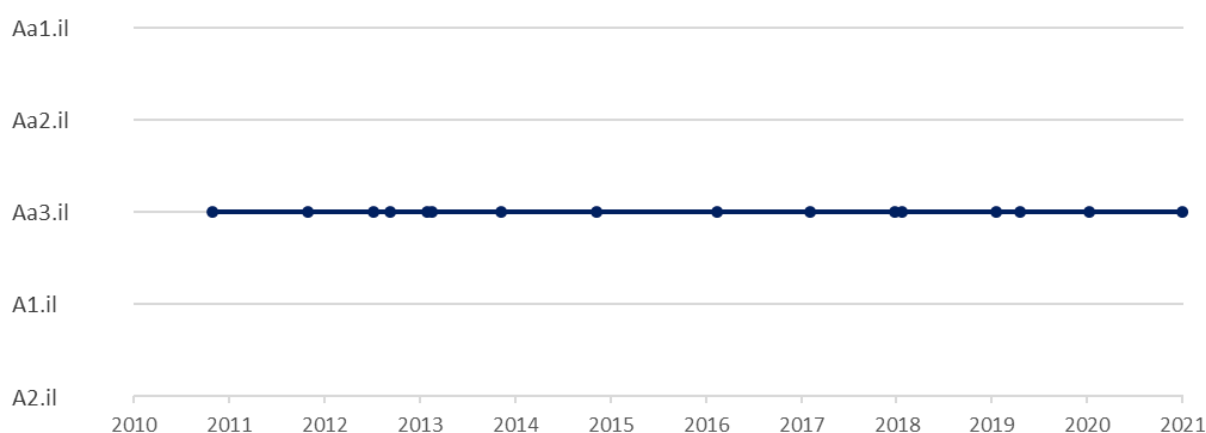
הפניקס אחזקות בע"מ ("הפניקס אחזקות") הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לנ"ע בת"א. עד לנובמבר 2019 בעלת השליטה בחברה הייתה קבוצת דלק בע"מ ("קבוצת דלק"). ב-3 בנובמבר 2019 מכרה קבוצת דלק כ-32.5% מהון מניות הפניקס אחזקות לתאגיד שבשליטת Centerbridge Partners LP ו-Gallatin Point Capital LLC Belenus Lux s.a.r.l ("בלנוס") וזאת בתמורה לכ-1.6 מיליארד ₪. ממועד זה בעלת השליטה בחברה הינה בלנוס - תאגיד שהוקם ונרשם בלוקסמבורג. בתקופת הדוח רכשה חברת Leolin Lux s.a.r.l, שהינה חברה אחות של בלנוס, שיעור מצטבר של 0.33% מהונה המונפק והנפרע של החברה. משכך, שיעור ההחזקה של הקרנות מהונה המונפק והנפרע של החברה הינו כ-32.83%. מאיר חברה למכונות ומשאיות בע"מ (קבוצת שחר)

¹² לא כולל יתרות הנזילות של הפניקס סוכנויות אשר נלקחת בחישוב בדרישות הנזילות לצורך הדירוג

(10.38%) הינה מחזיק מניות מהותי נוסף והיתר מוחזק על ידי הציבור.

החברה מחזיקה במלוא הון המניות של הפניקס חברה לביטוח בע"מ, במלוא הון המניות של הפניקס סוכנויות החל מאפריל 2019, במלוא המניות של חברת הפניקס השקעות ופיננסים בע"מ, המחזיקה בבית ההשקעות אקסלנס השקעות בע"מ, בחברת גמא ניהול וסליקה בע"מ (כ-49%), המתמחה במימון, ניהול וניכיון שוברי כרטיסי אשראי ובאחזקות נוספות. ביום 30 בדצמבר 2019 אישר דירקטוריון הפניקס חברה לביטוח בע"מ, בכפוף לקבלת אישורים רגולטוריים, לחלק את מלוא (100%) מניות הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל בע"מ כדיבידנד בעין להפניקס אחזקות. נכון למועד הדו"ח, התקבל אישור רשות שוק ההון לביצוע החלוקה אך טרם התקבל אישור רשויות המס. מנכ"ל החברה הינו מר אייל בן סימון ויו"ר הדירקטוריון הינו מר בנימין גבאי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[הפניקס אחזקות בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, נובמבר 2017](#)

[דירוג חברות ביטוח - דוח מתודולוגי, דצמבר 2017](#)

[חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - דוח מיוחד הערת ענף, מרץ 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

11.01.2021	תאריך דוח הדירוג:
29.01.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
01.11.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
הפניקס אחזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
הפניקס אחזקות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידע 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 שאלה 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 וליסכנוי 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>