

אליהו הנפקות בע"מ

מעקב | יולי 2022

אנשי קשר:

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

שלום (שלי) זחורי
אנליסט, מעריך דירוג משני
shalom.z@midroog.co.il

איתי נברה, סמנכ"ל
ראש תחום מוסדות פיננסיים
itay.navarra@midroog.co.il

אליהו הנפקות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A2.il לאגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אליהו הנפקות בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג נותר יציב.

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

הדירוג נתמך באיכות נכס הבסיס מגדל חברה לביטוח בע"מ (להלן: "מגדל ביטוח") (דירוג איתנות פיננסית של Aa1.il באופק יציב), המוחזקת בשרשרת דרך מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ (להלן: "מגדל אחזקות") (כ-64.28%). 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 החוב¹ 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 שתיוקן 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 ומהווה גורם המכביד על נזילות החברה. על פי הדוחות הכספיים האחרונים של מגדל ביטוח, יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום ה-31 בדצמבר 2021, עמדו על כ-159% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונויות לאחר תאריך הדיווח) וכ-90% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הונויות לאחר תאריך הדיווח). 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 נכון ליום ה-31 במרץ 2022 במרחק רחב להערכתנו מאמות המידה פיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות.

התפתחות נזילות החברה בשנתיים הקרובות מותנית במידה גבוהה בחלוקת הדיבידנדים ממגדל ביטוח ובמימוש שיעור מסוים ממניות מגדל ו/או תמיכה ממקור חיצוני (דוגמת הלוואות הבעלים שהוזרמו בשנים 2021-2022). בהתאם לכך, ככל שמגדל ביטוח לא תחלק דיבידנד בהיקף מספק והחברה לא תממש שיעור מסוים ממניות מגדל ו/או תקבל תמיכה ממקור חיצוני, עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל במידת הצורך לשירות החוב.

להערכת מידרוג, לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים של כ-390 מיליון ₪ בשנים 2022-2023 (החל מ-01.01.2022 ועד לסוף שנת 2023). 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 31 בדצמבר 2021. כמו כן, אנו צופים בתרחיש הבסיס דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של 20-30 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2022-2023. הנחנו כי מגדל ביטוח לא תוכל לחלק דיבידנד לחברה בשנת 2022 ואילו בשנת 2023 יתקבל דיבידנד מצומצם יחסית בסך של כ-150 מיליון ₪ (חלק החברה). נציין כי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2022 הוזרם לחברה סך של כ-18 מיליון ₪ בדמות של הלוואות בעלים מחברת האם. להערכתנו, הזרמת הלוואות הבעלים (הלוואה זו מתווספת להלוואות בעלים שקיבלה החברה בסך של כ-150 מיליון ₪ בשנת 2021) הינן הוכחה למחויבות ויכולת שירות החוב של הבעלים. בנוסף, אנו מניחים מימוש מניות מגדל ו/או הזרמת הלוואות בעלים במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022 בסך של כ-170 מיליון ₪. לאור זאת, אנו מעריכים כי

¹ אופציות (סדרה 1 ו-2) פקעו ללא מימוש מצד המחזיקים וסדרה 3 מומשה באופן חלקי ובתמורה לסך של כ-173 מיליון ₪. אופציות (סדרה 3) אשר לא מומשו פקעו בתאריך 26 בספטמבר 2021. כתוצאה ממימוש האופציות הנ"ל ירד שיעור ההחזקה של החברה ל-64.28%

החברה צפויה לסיים את שנת 2022 עם יתרת מזומנים של כ- 25-30 מיליון ₪ בקופתה לאחר פירעון חלות החוב הקרובה בחודש ספטמבר 2022, ואילו המשיך עיבוי נזילות החברה טרם חלויות הקרן והריבית בשנת 2023, מותנה בחלוקת הדיבידנד ממגדל ביטוח בטווח של 12 החודשים הקרובים. מידרוג סבורה כי תמונת נזילות זו פחות מהולמת ומכפיפה את החברה להתפתחויות חויביות כגון חלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח, וכן מימוש מניות מגדל בידי החברה ו/או הנאמן, או לחילופין, הזרמת מקורות מבעל השליטה. 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. 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, וכן פעולות שבוצעו על ידי בעל המניות בחברה בשנים האחרונות כמו למשל מתן הלוואת בעלים לחברה בסך של 18 מיליוני ₪ במהלך חודש אפריל 2022 וכן הלוואות בעלים משנת 2021 בסך של כ-150 מיליוני ₪ היוו הוכחה לרצונו ויכולתו לתמוך בחברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי הפרופיל הפיננסי ונתוני המפתח של החברה ישמרו בטווח תרחיש הבסיס של מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל 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 ₪)

31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/03/2021	31/03/2022	
208	26	25	0	7	מזומנים ופיקדונות בנאמנות
4,511	4,856	5,619	5,010	5,803	השקעות בחברות מוחזקות
1,307	1,185	1,034	1,173	1,027	חוב פיננסי
4,718	4,882	5,644	5,010	5,810	סה"כ נכסים
3,411	3,697	4,610	3,837	4,783	הון עצמי

24%	24%	18%	23%	18%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
16%	2%	2%	0%	1%	נזילות לחוב

362	286	1,077	140	173	סה"כ רווח כולל
240	-	30	-	-	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 באופן יציב), החזקתה העיקרית של החברה, המוחזקת בשרשור דרך מגדל אחזקות (כ- 64.28%), כאשר להערכתנו למגדל 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 שלה². 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, הנתמך בגודלה של החברה במונחי פרמיות ונכסים מנוהלים, במובילות שוק בענף החיסכון ארוך טווח, בנתיח שוק משמעותיים בכלל ענפי הביטוח (מעל 10%), בשליטה טובה במערך ההפצה ובבסיס לקוחות רחב, המהווה פוטנציאל ליצור הכנסות ריכוזי, כאשר מגזר חיסכון ארוך טווח מהווה במונחי מסך הפרמיות לאורך זמן. פרופיל הסיכון הולם ביחס לדירוג החברה, נוכח חשיפה נמוכה יחסית ללקוחות גדולים מסך הפרמיות ברוטו, סיכון מוצרים נמוך בביטוח הכללי ומדיניות ניהול הסיכונים ומעגלי בקרה, אשר הולמים ביחס לדירוג ונתמכים גם בדרישות רגולטוריות. הפרופיל הפיננסי של החברה סביר לדירוג ונתמך מחד בפרופיל נזילות טוב, לצד איכות נכסים טובה, כאשר קיבולת ספיגת ההפסדים של כרית ההון טובה יחסית. מנגד, כרית הרווחיות נמוכה ביחס לדירוג ותלויה בגורמים אקסוגניים ומוגבלת בשל רווחיות חיתומית נמוכה, כאשר הגמישות הפיננסית נמוכה להערכתנו לרמת הדירוג, ומושפעת לשלילה נוכח צרכי שירות החוב של בעלת היתר השליטה. 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 תנועתית נוכח חשיפה גבוהה לגורמים אקסוגניים ובהם עקום הריבית, שוק ההון ורגולציה. בטווח תרחיש הבסיס מידורג צופה המשך סביבה עסקית מאתגרת, אשר תמשיך להעיב על הענף ובפרט על פוטנציאל ייצור ההכנסות. על רקע נתוני שוק העבודה ההדוק וסביבת האינפלציה הצפויה, אנו צופים כי אלו ישפיעו על קצב העלאות הריבית בטווח התחזית שעלולות לצנן במידה מסוימת את הפעילות הכלכלית במשק ולהעיב על פוטנציאל הצמיחה הענפית. בתרחיש זה, אנו צופים התמתנות בפוטנציאל ייצור הרווחים ביחס לשנתיים האחרונות, זאת בעיקר בשל הערכתנו כי לגבי הסביבה העסקית, אשר תמשיך להעיב על ענף הביטוח ובפרט על פוטנציאל ייצור הרווחים ויכולת בניית הכרית ההונית מרווחים שוטפים. זו תמשיך להיות מושפעת מהסביבה המאקרו כלכלית כאמור אשר תעיב במידה מסוימת להערכתנו על רמות הביקושים ועל קצב צמיחת התמ"ג במשק. עם זאת, הענף ימשיך להיות מושפע מתשואות תנועתיות בשוקי ההון וחשיפה לעומס רגולטורי, כאשר החברה צפויה לחזק את העתודות לאור עדכון לוחות התמורות בהתאם לחוזר לתיקון הוראות החוזר המאוחד בעניין עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי ומודל שיפורי תמורות לחברות הביטוח ולקרנות הפנסיה ("הטייטה") שהתפרסם בחודש יוני 2022. לאור זאת, צפויה השפעה מהותית לרעה על רווחיות החברה בתחום חיסכון ארוך טווח ברבעון השני לשנת 2022, כאשר בעקבות הירידות בשווקים הפיננסיים בתקופה האחרונה, פוטנציאל הרווחיות בשוקי ההון צפוי להתמתן בשנה זו. עם זאת, העלייה בעקום הריבית, אשר המשיכה גם במהלך הרבעון השני, צפויה לקזז חלקית את ההשפעות האמורות. לאור האמור לעיל, שיעורי הרווחיות של החברה צפויים להתמתן ולהיות נמוכים ותנועתיים ביחס לרמת הדירוג.

² 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.

יחסי כושר הפירעון (SCR) ליום ה-31 בדצמבר 2021, עמדו על כ-159% (בהתחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח) וכ-90% (ללא התחשבות בתקופת הפריסה וכולל השפעת פעולות הוניות לאחר תאריך הדיווח). בהתאם לכך, נציין כי, 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, בהתאם לתוכנית ההון של החברה. מידרוג מצפה, כי מגדל ביטוח תמשיך לפעול לשמירת מרווח ביטחון הולם אל מול החסם הרגולטורי. יחד עם זאת, בטווח התחזית אנו צופים אתגר בבניית הכרית ההונית, אשר יוותר תנודתי ויושפע גם מגורמים אקסוגניים וביניהם עקום הריבית, עדכון לוחות התמורות והשפעות פיננסיות על מגדל ביטוח.

בהתאם לאמור לעיל, בתרחיש הבסיס של מידרוג, נלקח בחשבון כי לא יהיו חלוקות דיבידנדים ממגדל ביטוח לחברה בשנת 2022 ואילו בשנת 2023 תהיה חלוקת דיבידנדים מסוימת.

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 2022-2023. 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 כ-390 מיליון ₪ בשנים 2022-2023 (החל מ-01.01.2022 ועד לסוף שנת 2023). 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 31 בדצמבר 2021. כמו כן, אנו צופים בתרחיש הבסיס דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון בסך של 20-30 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2022-2023. הנחנו כי מגדל ביטוח לא תוכל לחלק דיבידנד לחברה בשנת 2022 ואילו בשנת 2023 יתקבל דיבידנד מצומצם יחסית בסך של כ-150 מיליון ₪ (חלק החברה). נציין כי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2022 הוזרם לחברה סך של כ-18 מיליון ₪ בדמות של הלוואות בעלים מחברת האם. להערכתנו, הזרמת הלוואות הבעלים (הלוואה זו מתווספת להלוואות בעלים שקיבלה החברה בסך של כ-150 מיליון ₪ בשנת 2021) הינן הוכחה למחויבות ויכולת שירות החוב של הבעלים. בנוסף, אנו מניחים מימוש מניות מגדל ו/או הזרמת הלוואות בעלים במהלך הרבעון השלישי של שנת 2022 בסך של כ-170 מיליון ₪. לאור זאת, אנו מעריכים כי החברה צפויה לסיים את שנת 2022 עם יתרת מזומנים של כ-25-30 מיליון ₪ בקופתה לאחר פירעון חלות החוב הקרובה בחודש

ספטמבר 2022, ואילו המשך עיבוי נזילות החברה טרם חלויות הקרן והריבית בשנת 2023, מותנה בחלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח בטווח של 12 החודשים הקרובים. מידרוג סבורה כי תמונת נזילות זו פחות מהולמת ומכפיפה את החברה להתפתחויות חיוביות כגון חלוקת דיבידנד ממגדל ביטוח, וכן מימוש מניות מגדל בידי החברה ו/או הנאמן, או לחילופין, הזרמת מקורות מבעל השליטה. בהתאם להנחות לעיל, בתרחיש הבסיס לשנים 2022-2023, יחס שירות החוב השנתי (DSCR+CASH) הכולל יתרות נזילות צפוי להיות נמוך לדירוג ולעמוד על כ- 1.1, בהנחת מימוש מסוים של מניות מגדל בשנים 2022-2023, כאמור, וכתלות בגובה הדיבידנדים שיתקבלו ממגדל ביטוח, ככל שיתקבלו.

הגמישות הפיננסית נתמכת ביחס המינוף אשר השתפר משמעותית בעקבות עלייה בשווי המוחזקות ופירעון אגרות החוב וכן במרחק רחב מאמות המידה הפיננסיות

יחס המינוף LTV לוקח בחשבון את סך יתרת החוב בחברה ביחס שווי המוחזקות. יחס זה השתפר משמעותית בשנתיים האחרונות לאור עלייה משמעותית בשווי השוק של מגדל ביטוח, וזאת לאחר ההתאוששות בשווקים הפיננסיים החל מהמחצית השנייה של שנת 2020. אי לכך, נכון ליום 30 ביוני 2022, שווי השוק של המבטח עלה בכ- 16% ביחס ליום 30 ביוני 2021. עלייה זו נתמכת גם בשיפור הונה העצמי של מגדל ביטוח, הנובע בין היתר, כתוצאה מעצירת חלוקת דיבידנדים בשלוש שנים 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 25%-30%, ולהיות טוב ביחס לדירוג. בנוסף, נכון ליום 31 במרץ 2022 החברה עומדת במרחק רחב להערכתנו מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו בשטר הנאמנות, התומך בגמישות הפיננסית של החברה.

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 0.3-5.6 (ממוצע של 3.0) בשנות התחזית. תרחיש זה כולל מימוש מסוים של מניות מגדל בשנים 2022-2023 אשר צפוי להוביל לדילול האחזקה של החברה במבטח ולקטון בחלק החברה בדיבידנדים. כמו כן, יחס החוב ל-FFO בשנות התחזית צפוי לבלוט לשלילה ביחס לדירוג, אך צפוי להשתפר בטווח הבינוני באופן משמעותי עם קצב פירעון אגרות החוב וחלוקת דיבידנדים משמעותית מהמבטח.

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

בתנאי אגרות החוב נקבע מנגנון פיצוי מנדטורי לטובת בעלי החוב, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל³ במידת הצורך לשירות החוב. בהתאם לתרחיש הבסיס, כרית הנזילות של החברה הינה נמוכה בטווח התחזית, כך שכלל ומגדל ביטוח לא תחלק דיבידנד בהיקף מספק והחברה לא תממש שיעור מסוים ממניות מגדל 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 במועדי ובהיקפי החלוקה ממגדל ותומך בשמירת האזון 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

³ 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)

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 שבעלות 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 כמו למשל מתן הלוואות בעלים לחברה בסך של 18 מיליון ₪ במהלך חודש אפריל 2022 וכן הלוואות בעלים משנת 2021 בסך של כ-150 מיליון ₪ היוו הוכחה לרצונו ויכולתו לתמוך בחברה.

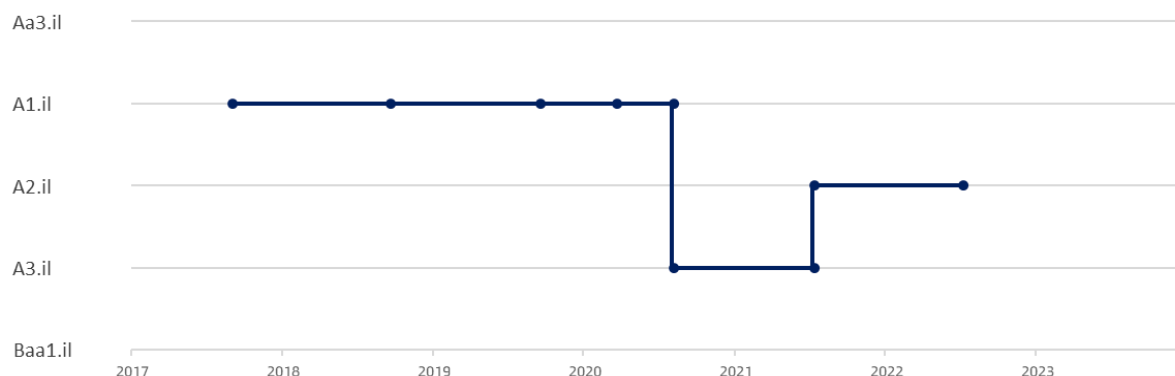
אודות החברה

החברה הוקמה כחברה חדשה ופרטית, המוחזקת במלואה על ידי אליהו 1959 ("חברת האם") - המחזיקה למועד הדוח כ- 64.28% ממניות מגדל אחזקות ביטוח ופיננסים בע"מ ("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 (ר"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	מידה	ניקוד	מידה [1]		
Aa.il	-	Aa.il	-	פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות	פרופיל תיק ההחזקות
Baa.il	-	Baa.il	-	נראות תזרימי המזומנים מהמוחזקות ומגבלות על חלוקת דיבידנדים% הכנסות קמעונאיות	
Ba.il	-	Ba.il	-	מאפייני ריכוזיות התיק	
Aa.il	30%-25%	Aa.il	26%	יחס חוב פיננסי מותאם לשווי נכסים מותאם ICR	פרופיל פיננסי
A.il	5.6-0.3	Ba.il	0.7	חוב פיננסי ל-FFO	
B.il	5-(34)	B.il	(72)	גמישות פיננסית	
Aa.il	-	Aa.il	-	DSCR+CASH	
A.il	~1.1	A.il	1.0	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](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

06.07.2022	תאריך דוח הדירוג:
12.07.2021	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 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 וככאלה 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 נגרם 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>