

אליהו הנפקות בע"מ

בחינת דירוג | מרץ 2020

אנשי קשר:

אילאיל שטנר

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשית
ilil@midroog.co.il

עומר פורמברג, רו"ח

ראש צוות, מעריך דירוג משני
omer@midroog.co.il

אבי בן-נון, סמנכ"ל

מנהל פעילות הדירוג וראש תחום מוסדות פיננסיים
avib@midroog.co.il

אליהו הנפקות בע"מ

דירוג סדרה	A1.il	בחנית דירוג עם השלכות שליליות
------------	-------	-------------------------------

מידרוג מציבה תחת בחינה (CREDIT REVIEW) עם השלכות שליליות את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אליהו הנפקות בע"מ ("החברה"). הצבת הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות הינה בעקבות אי הודאות ביחס לביצועי נכס הבסיס כתוצאה מממשבר הקורונה ומשכו. כנגזר קיימת אי ודאות לגבי נראות הדיבידנדים העתידית מהמבטח, עליה משמעותית ביחס המינוף (LTV) גם כתוצאה מהסנטימנט השלילי בשוק ולאור היחלשות בגמישות הפיננסית של החברה לאור המגמה בשווקים וכנגזר מממשבר הקורונה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א	1142009	A1.il	בחניה עם השלכות שליליות	18/09/2025

שיקולים עיקריים לדירוג החברה

הצבת הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות נובעת מאי הוודאות בנוגע לנראות הדיבידנדים מנכס הבסיס (מגדל ביטוח בע"מ ("מגדל ביטוח")) בשל שחיקה ביחס הלימות ההון הרגולטורית כתוצאה מהסביבה העסקית המתגרת. זאת בנוסף לצפי להמשך שחיקה הן ברווחיות המבטח והן ביחס הלימות ההון כתוצאה מממשבר הקורונה והשפעתו העוצמתית על שוקי ההון בשלב הראשון ועל הפעילות הכלכלית הריאלית, תוך עלייה בהסתברות למיתון. נציין, כי הקלות רגולטוריות¹ צפויות לרכך השפעות אלו, אולם בשלב זה אין לנו הערכה מדויקת למידת השפעתן וקיימת אי ודאות לגבי יכולת חלוקת הדיבידנד על בסיס יחס הלימות ההון שנגזר מהן. נציין כי על פי הדוחות הכספיים האחרונים של מגדל אחזקות בע"מ ("מגדל"), יחס כושר הפירעון של מגדל ביטוח אילו חושב מחדש ליום 30 ביוני 2019, היה גבוה משמעותית מ-120%,² אולם לא ברור האם חברות ביטוח יוכלו לחלק דיבידנד על סמך ההקלות או היחס הסופי. בנוסף, חשופה החברה לשווי שוק של נכס הבסיס, תוך היחלשות משמעותית בגמישות הפיננסית של החברה בשל הירידה בשווי השוק של אחזקות החברה במגדל (ירידה של כ-1.8 מיליארד ₪ מתחילת השנה) וכפועל יוצא עלייה חדה בשיעור המינוף לטווח של כ-110%-100%, אשר הינו חריג לשלילה ביחס לדירוג. נציין, כי אי הודאות בשוק ההון נוכח משבר הקורונה ובנוגע לפוטנציאל החלוקה מוסיפים ללחץ על שיעור המינוף ומכבידים על גמישות הפיננסית של החברה ובפרט על שווי המניות הפניות משעבוד (שיעור של כ-38.46%). המהוות כרית מנדטורית לשירות חוב במידת הצורך. יש לציין, כי לחברה אין צרכי מחזור בטווח הזמן הקצר והבינוני ועל כן השפעת ה-LTV מוגבלת בשלב זה למנגנון ה-Step-Up בריבית ולגובה הכריות הנדרשות. כמו כן, נזילות החברה צפויה להישחק, כאמור בשל אי הוודאות האמורה בנוגע לחלוקת דיבידנדים מהמבטח בטווח הזמן הקצר להערכתנו, אולם מנגנון מימוש המניות צפוי לתמוך בנזילות, כפי שיפורט בהמשך. כמו כן, המשך הנחת תמיכה מצד בעל המניות תומכת בדירוג.

התפרצותו של נגיף הקורונה הובילה בין היתר לירידות חדות בשוקי ההון בשבועות האחרונים. חברות הביטוח חשופות להתפרצות הנגיף באופן ישיר דרך קפיצה פוטנציאלית בשכירות התביעות, פגיעה במערכי השיווק וההפצה ובפוטנציאל הצמיחה. השפעה מסדר שני ועוצמתית יותר על היקף ההכנסות והרווח לפחות בטווח המיידי הינה דרך הירידות החדות וברית הנזילות בשוקי ההון. לאור החשיפה הגבוהה של מגדל ביטוח לשוקי ההון, ובמקביל להמשך ירידת עקום הריבית מאז תחילת שנת 2019, מניית מגדל אחזקות רשמה ירידה של כ-53% מאז תחילת השנה³ והיא איבדה כ-1.8 מיליארד ₪ משווייה. כך, יחס ה-LTV של החברה עלה לטווח של כ-110%-100% (כ-40%-50% במועד המעקב הקודם), אשר הינו גבוה משמעותית ביחס לדירוג ומייצר לחץ על הגמישות

¹ בקשר להוראות הפריסה בדרגות סולבנסיות, חישוב השפעת הריבית על העתודות הביטוחיות ודרישת ההון בגין מניות המוחזקות לטווח ארוך
² בהתאם להערכה ראשונית שאינה סקורה ואינה מבוקרת, ליישום טיטות מתווה ההון הרגולטורי על יחס כושר הפירעון של מגדל ביטוח על בסיס פריסת ההתחייבויות עד לשנת 2032
³ עד לתאריך ה-24 במרץ 2020

הפיננסית של החברה. בנוסף ובהתאם לשיטת הנאמנות כתוצאה מההרעה ביחס ה- LTV לרמה של מעל 85%, ככל ולא ישתנה, תבוצע התאמה לשיעור הריבית בגין אגרות החוב, כאשר תוספת הריבית המצטברת המקסימלית בגין השינויים ביחס ה- LTV תהא בשיעור של עד 1%.

בשל חלוקת דיבידנד ממגדל אחזקות בחודש אוגוסט 2019 בסך של 350 מיליון ₪ (חלק החברה כ-240 מיליון ₪), החברה סיימה את שנת 2019 עם כרית נזילות משמעותית של כ-207 מיליון ₪, אשר צפויה להישחק בצורה מהותית בשנתיים הקרובות לפני מימוש מניות מנדטורי. כך, בתרחיש הבסיס של מידורג לשנים 2020-2021 אנו מניחים כי קיימת אי וודאות בנוגע ליכולתה של מגדל ביטוח (דרך מגדל אחזקות), המקור התזרימי העיקרי לשירות החוב של החברה, לחלק דיבידנדים בשנות התחזית, כאמור. כמו כן, אנו צופים בתרחיש הבסיס דיבידנד מצטבר ממגדל שוקי הון של 70-50 מיליון ₪ (חלק החברה) בשנים 2020-2021 (הכולל גם ממימוש אופציה למכירת חבר הבורסה ל-איי.בי.איי). כך, היקף הדיבידנדים שיתקבלו בשנים 2020-2021 יעמוד במצטבר על 160-180 מיליון ₪, להערכתנו. נציין, כי תרחיש זה לא כולל הנחה למימוש האופציות שניתנו לבעלי החוב (אשר עלול להוביל לדילול של כ-10%). אל מול מקורות אלה לחברה שימושים צפויים בגין תשלומי קרן וריבית מצטברים של כ-373 מיליון ₪ בשנים 2020-2021, בעקבות התאמת שיעור הריבית הצפוי עם עליית ה- LTV (בהנחה שיותר מעל 85%) כאמור.

בהתאם להנחות אלו, כרית הנזילות צפויה להישחק במהירות במהלך השנתיים הקרובות, כך שכלל ומגדל ביטוח לא תחלק דיבידנד בהיקף מספק, עלול להיות מופעל המנגנון המנדטורי, המאפשר לנאמן לממש מניות מגדל (שאינן חלק מגרעין השליטה) במידת הצורך לשירות החוב בהיקף מצטבר של כ-15%-10% ממניות מגדל, לפי שווי המניה הנוכחי. נציין, כי קיימת אפשרות שבעל השליטה יתמוך בשירות החוב במידת הצורך ובהיקף מוגבל בסכום בכדי לשמור את שיעור האחזקה בנכס הבסיס. נציין, כי החברה התחייבה לשמור כרית נזילות מנדטורית מינימלית של 25 מיליון ₪ וכי בהתאם לתנאי האג"ח לא הבאנו בחשבון חלוקת דיבידנד מהחברה. כמו כן, 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 2020-2021, יחס שירות החוב השנתי (DSCR)⁴ כולל יתרות נזילות צפוי לנוע בטווח שבין 2.0 ל-2.3 ויחס שירות הריבית (ICR)⁵ צפוי לנוע בטווח רחב יחסית של 2.8-4.0, אשר הינם הולמים לדירוג וצפויים להיתמך להערכתנו בשלב זה במימוש מניות מגדל, כאמור. למרות שהחברה לא תידרש להערכתנו למחזור חוב בטווח הקרוב, מרכיב הבולט (Bullet) המשמעותי (35%) במבנה החוב מגביר את סיכון המחזור, אך סיכון זה ממותן במידה מסוימת נוכח אופציית פירעון מוקדם לחברה ממרכיב זה.

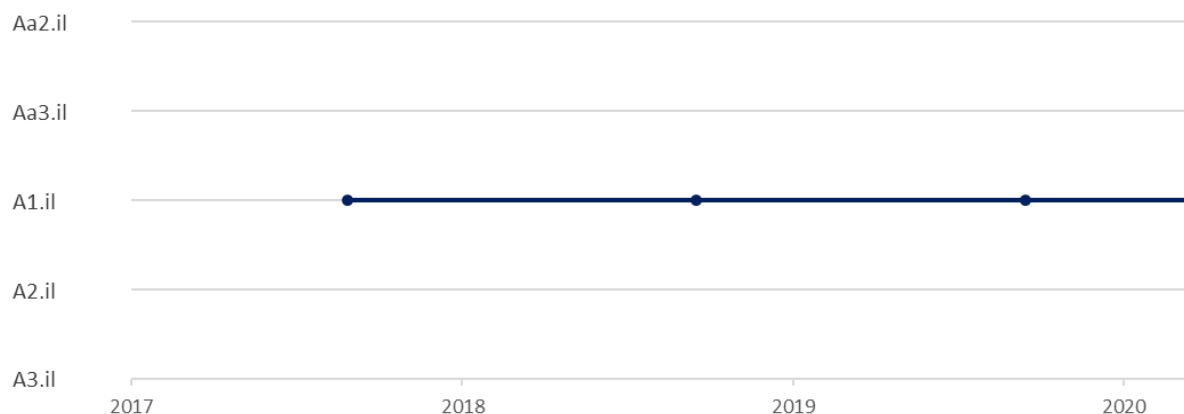
כיוון ההתפתחות השלילי מעיד, כאמור על אי הודאות ביחס לביצועי נכס הבסיס כתוצאה ממשבר הקורונה ומשך הימשכותו וכנגזר לגבי נראות הדיבידנדים העתידית, עליה משמעותית ביחס המינוף (LTV) ולאור היחלשות בגמישות הפיננסית של החברה לאור המגמה בשווקים וכנגזר ממשבר הקורונה ככל וימשכו, אשר עלולים להפעיל לחץ נוסף על הדירוג.

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 הפיננסיים באמצעות חברות הבנות שלה, מגדל חברה לביטוח בע"מ ("מגדל ביטוח") ומגדל שוקי הון (1965) בע"מ.

⁴ דיבידנדים שהתקבלו בניכוי הנהלה וכלליות לתשלומי קרן וריבית
⁵ דיבידנדים שהתקבלו בניכוי הנהלה וכלליות לתשלומי ריבית

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

אליהו הנפקות בע"מ - דוחות קשורים

[מגדל חברה לביטוח - דוחות קשורים](#)

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

[דירוג חברות ביטוח חיים, בריאות וכללי - 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

29.03.2020	תאריך דוח הדירוג:
23.09.2019	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 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 והיה 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>