

# הפניקס אחזקות בע"מ

מעקב | ינואר 2020

## אנשי קשר:

עומר פורמברג, רו"ח  
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי  
[omer@midroog.co.il](mailto:omer@midroog.co.il)

אילאיל שטנר  
אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג משנית  
[ilil@midroog.co.il](mailto:ilil@midroog.co.il)

אבי בן נון, סמנכ"ל  
מנהל פעילות הדירוג וראש תחום מוסדות פיננסיים  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

## הפניקס אחזקות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרות 2, 3 ו-4) שהנפיקה הפניקס אחזקות בע"מ ("החברה"). אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מס נייר ערך	סדרה
26/03/2024	יציב	Aa3.il	7670177	2
01/08/2027	יציב	Aa3.il	7670201	3
31/07/2028	יציב	Aa3.il	7670250	4

### שיקולים עיקריים לדירוג

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

על אף הרחבת היקף החברות המוחזקות בשנה האחרונה, 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. בשנה האחרונה החברה פעלה להרחיב ולפזר את תיק האחזקות וזאת בין היתר על ידי העברת עד 120- מרכזי מגורים לאוכלוסייה המבוגרת בע"מ ("עד 120") להפניקס ביטוח וקבלת הפניקס סוכנויות ביטוח 1989 בע"מ ("הפניקס סוכנויות") והפניקס אקסלנס פנסיה וגמל בע"מ ("הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל") (בכפוף לאישורים רגולטוריים) על ידי חלוקת דיבידנד בעין מהפניקס ביטוח. אנו סבורים, כי שתי החברות הללו יוכלו לאורך זמן לתמוך בשירות החוב בחברה, וזאת בין היתר בשל עודפי הון מהותיים בשתייהן ויכולת ייצור תזרים גבוהה יחסית בהפניקס סוכנויות. על אף שבטווח הזמן הקצר הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל לא צפויה להערכתנו לייצר תזרים משמעותי, לתהליכי התייעלות שצפויים להתבצע, פוטנציאל לשפר את רווחיות הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל בטווח הבינוני ואת יכולת ייצור התזרים. בנוסף, החברה מחזיקה באחזקות 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 2020-2021 אנו צופים היקף מקורות מצטבר של כ-450-400 מיליון ש"ח. אלו ינבעו בעיקר מדיבידנדים שוטפים מהפניקס סוכנויות ומאקסלנס ותשלומי ריבית מהפניקס ביטוח בגין מכשירי הון רובד 1 נוסף. אנו מניחים, כי לאור ההשפעות הצפויות של סביבת הריבית הנמוכה על יחסי כושר הפירעון של הפניקס ביטוח וכן מיצוי לעת עתה של מכסת ההכרה במכשירי הון רובד 2, פוטנציאל היקף החלוקה מהמבטח יוותר מוגבל ותונודתי בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות. כמו כן, אנו מביאים בחשבון כי לאחר רה-ארגון פעילות הפנסיה והגמל תחת הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, זו תוכל להתחיל לחלק דיבידנדים בטווח הבינוני גם לאור עודפי ההון המשמעותיים ביחס לדרישה הרגולטורית, אך לא הבאנו בחשבון תזרימים ממנה בתרחיש הבסיס שלנו. צד השימושים כוללים בעיקר תשלומי ריבית וקרן בסך של כ-150 מיליון ש"ח בשנה וללא השקעות מהותיות נוספות בטווח השנתיים הקרובות ו/או שינוי מבני מהותי נוסף בחברות המוחזקות. בתרחיש זה יחס שירות החוב (DSCR) כולל יתרות נזילות) ינוע בטווח שבין 2.3-2.7 בשנתיים הקרובות, אשר הינו טוב ביחס לדירוג.

ב-3 בנובמבר 2019 מכרה קבוצת דלק בע"מ ("קבוצת דלק") כ-32.5% מהון מניות הפניקס אחזקות לתאגיד שבשליטת Centerbridge Partners LP ו-Gallatin Point Capital LLC Belenus Lux s.a.r.il ("בלנוס") וזאת בתמורה לכ-1.6 מיליארד ש"ח. ממועד זה בעלת השליטה בחברה הינה בלנוס - תאגיד שהוקם ונרשם בלוקסמבורג. חלק מהתמורה ששולמה על ידי בלנוס מומנה

<sup>1</sup> דיבידנדים, דמי ניהול וריבית מחברות מוחזקות בניכוי הצאות הנהלה וכלליות לתשלומי קרן וריבית

מחוב בסך של כ-783 מיליון ₪ שניטל ממוסדות פיננסיים ומקבוצת דלק. היות והחברה מהווה את נכס הבסיס היחידי בחברת האם - בלנוס ולהערכתנו, את מקור שירות החוב העיקרי לחוב שנלקח לרכישת השליטה בחברה<sup>2</sup>, מידרוג בחנה גם תרחיש שבו בכפוף לשמירה על יתרות נזילות מספקות החברה עשויה לחלק דיבידנד בסך של כ-100 מיליון ₪ בשנה לשירות ריבית החוב בחברת האם. נציין כי במסגרת ההלוואה שנטלה בלנוס קיימים מנגנונים אשר מאפשרים לבלנוס גמישות תזרימית שאינה תלויה במועדי והיקפי חלוקת הדיבידנדים מהחברה. בתרחיש האמור, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות צפוי להיות הולם לדירוג ולנוע בטווח שבין 2.0-2.3. יחס שירות החוב (DSCR) השוטף צפוי לנוע בטווח של 1.0-1.2 ויאפשר בנייה לאורך זמן של כרית הנזילות כתלות בהיקף חלוקת הדיבידנדים ככל ויהיו. מידרוג תמשיך ותבחן את השפעת הבעלים החדשים על החברה, בין היתר על פרופיל הסיכון והמדיניות הפיננסית.

פרופיל הנזילות של החברה טוב ובמידה ולא יחולק דיבידנד שאינו מקביל לחלוקה מהפניקס ביטוח, החברה צפויה לשמור על היתרות הנזילות הקיימות.

בהתאם לתרחיש שבחנו שבו תבוצע חלקת דיבידנד על מנת לשרת את החוב של בלנוס כאמור ללא חלוקה מקבילה מהפניקס ביטוח, כרית הנזילות עשויה לרדת בשנתיים הקרובות לרמה של 15%-20% מסך החוב ברוטו.

להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR)<sup>3</sup> בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו (כמתואר לעיל), בטווח של 5.5-7.5. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך<sup>4</sup> וצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 15% ל-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.

## גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

### גורמים אשר יכולים להביא להעלאת הדירוג:

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

### גורמים אשר יכולים להביא להורדת הדירוג:

- הרעה מתמשכת במצבו הפיננסי של המבטח, ו/או פגיעה בדירוג המבטח
- שחיקה משמעותית בנראות הדיבידנדים מהחברות המוחזקות
- מדיניות דיבידנד ו/או השקעות אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה

<sup>2</sup> בהתאם לגילוי בדוחות הכספיים לרבעון השלישי לשנת 2019 של חברת קבוצת דלק בע"מ, הריבית והקרן בגין הלוואות שנטלה בלנוס, לצורך רכישת מניות החברה, יפרעו מהדיבידנדים שתקבל מהפניקס בתקופת ההלוואה וכן מתמורה שתנבע לה ממכירת מניות הפניקס.

<sup>3</sup> דיבידנדים, דמי ניהול וריבית מחברות מוחזקות בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות לתשלומי ריבית

<sup>4</sup> אינו כולל את העמסת החוב שנטלה בלנוס

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

31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	30/09/2018	30/09/2019	
4,747	5,425	6,209	6,958	6,923	7,250	השקעות במוחזקות
185	64	102	140	133	166	מזומנים ויתרות נזילות
4,952	5,507	6,326	7,111	7,073	7,418	סה"כ נכסים
4,160	4,807	5,709	6,312	6,281	6,416	הון עצמי
792	699	617	800	792	1,002	חוב פיננסי

13%	12%	8%	9%	10%	12%	חוב נטו לסך השקעה במוחזקות
23%	9%	16%	18%	17%	17%	נזילות לחוב

264	608	710	679	582	252	רווח נקי
325	694	869	539	591	579	סה"כ רווח כולל
296	38	10	0	NA	250	דיבידנד שהתקבל*
-	-	-	(120)	(120)	(250)	דיבידנד ששולם

\* כולל דיבידנד שהתקבל מחברות מוחזקות של הפניקס השקעות (מוצג לנתונים שנתיים בלבד)

**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**

לחברה 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 מהתזרים לשירות חוב (דיבידנדים וריבית).

דירוג הפניקס ביטוח משקף פרופיל עסקי חזק, המתאפיין בגודל משמעותי ופיזור טוב יחסית של קווי עסקים, התומכים ביכולת יצור ההכנסות. כמו כן, הפניקס ביטוח מאופיינת ברווחיות בולטת לטובה ביחס לקבוצת השוואה<sup>5</sup> הנתמכת ברווחיות חיתומית עודפת. זו תומכת בבניית הכרית ההונית, אשר נמצאת במגמת שיפור מתמשכת וסופגת הפסדים בצורה הולמת ביחס לדירוג. אומנם להפניקס ביטוח פרופיל 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 2019 כ-49 מיליארד ₪ נכסים בעיקר של קרנות סל וקרנות נאמנות והציג הכנסות של כ-305 מיליון ₪ ורווח לפני מס של כ-129 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים של 2019. בחודש ינואר 2020 רכשה אקסלנס את פעילות בית ההשקעות אלומות ספרינט הכוללת נכסים מנוהלים של כ-5 מיליארד ₪ תמורת כ-35 מיליון ₪.

בשנה האחרונה החברה פעלה להרחיב ולפזר את תיק האחזקות במטרה למקסם את פוטנציאל חלוקת הדיבידנד מהמוחזקות, זאת בין היתר, על ידי העברת עד 120 להפניקס ביטוח וקבלת הפניקס סוכנויות. מהלכים אלה בוצעו גם על מנת לתמוך ביחס כושר הפירעון (סולבנסי 2) של המבטח ולפצות על תנודתיות בתזרימים מהפניקס ביטוח והתלות בה, נוכח השפעות אקסוגניות מהותיות המגבירות את התנודתיות ביחס כושר הפירעון.

כמו כן בחודש דצמבר אישר דירקטוריון הפניקס ביטוח לחלק לחברה את מניות הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל (בכפוף לאישורים רגולטוריים). הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל מנהלת נכון ל-30 בספטמבר 2019 כ-62 מיליארד ₪ של נכסי קרנות פנסיה וגמל וזאת לאחר מיזוג שבוצע בין חברות הפנסיה והגמל של הקבוצה במהלך שנת 2019.

אנו סבורים, כי שתי החברות הללו (הפניקס סוכנויות והפניקס אקסלנס פנסיה וגמל) יוכלו לאורך זמן לתמוך בשירות החוב בחברה, וזאת בין היתר בשל עודפי הון מהותיים בשתייהן ויכולת ייצור תזרים גבוהה יחסית בהפניקס סוכנויות. על אף שבטווח הזמן הקצר

<sup>5</sup> הראל חברה לביטוח, מגדל חברה לביטוח, כלל חברה לביטוח ומנורה מבטחים ביטוח

הפניקס אקסלנס פנסייה וגמל לא צפויה להערכתנו לייצר תזרים משמעותי, לתהליכי התייעלות שצפויים להתבצע, פוטנציאל לשפר את רווחיות הפניקס אקסלנס פנסייה וגמל בטווח הבינוני ואת יכולת ייצור התזרים. זאת למרות שאנו מעריכים כי הסביבה העסקית תמשיך להיות מאתגרת בטווח הזמן של השנתיים הקרובות, נוכח התגברות התחרות ובעידוד הרגולציה. אולם, במקביל צפוי המשך גידול מהיר יחסית בהיקף הנכסים המנוהלים כתוצאה מהפקדות מנדטוריות שוטפות משמעותיות במגזר הפנסייה, בתמיכת שיעור האבטלה הנמוך וצמיחת השכר הריאלי. נציין, כי אנו צופים המשך צמיחה גם בפעילות הגמל, נוכח מספר רפורמות בשנים אחרונות שעוררו מחדש את הענף.

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.

## **נחיתות מבנית אל מול התחייבויות המבטח לצד מגבלות רגולטוריות על חלוקת דיבידנד; סביבת הריבית הנמוכה תעיב**

### **על פוטנציאל החלוקה מהמבטח, אולם נראות הדיבידנדים מיתר המוחזקות טובה יחסית**

לחברה תלות משמעותית בהיקפי הדיבידנדים המחולקים ע"י המוחזקות העיקריות שלה לצורך שירות החוב ומימון פעילותה השוטפת. מבנה ההתחייבויות וההון הרגולטורי של הפניקס ביטוח מציב מספר שכבות הבכירות לחובה הפיננסי של החברה, כאשר החוב הבכיר ביותר הינו התחייבות המבטח לבעלי הפוליסות, ותחתיו ניצבים החובות הנחותים. רק כאשר קיימת ודאות מסוימת, כי למבטח היכולת לשרת את התחייבויותיו, תיתכן חלוקת דיבידנד, שתשרת את חובה הפיננסי של החברה.

בנוסף, ענף הביטוח והחיסכון לזמן ארוך המקומי פועל תחת רגולציה שמטרתה שימור יציבותן ואיתנותן הפיננסית של החברות, תוך חתירה לשמירה על זכויות המבוטחים. מתוך ש כך, קיימות מגבלות ומנגנוני בקרה רבים על פעילותה של הפניקס ביטוח, לרבות ביצוע חלוקת דיבידנד וניהול מקורות ההון. כך, שליטת החברה על יכולת חלוקת הדיבידנדים מהמבטח תלויה גם בגורמים אקסוגניים ועל כן מוגבלת יחסית. תנאי מרכזי לפוטנציאל החלוקה, הינו עמידה ביחס כושר פירעון בשיעור של לפחות 100% לפי חוזר הסולבנסי 2 (ללא התחשבות בתקופת הפריסה, ללא התאמת תרחיש מניות ובכפוף ליעד יחס כושר פירעון שנקבע על ידי הדירקטוריון).

דירקטוריון הפניקס ביטוח קבע יעד פנימי לגבי יחס כושר הפירעון לצורך חלוקת דיבידנדים, אשר עמד ב-30 ביוני 2019 על כ-111%, ויעלה בהדרגה בשנים הקרובות עד לתום תקופת המעבר בשנת 2024 ל-115%. יחס כושר הפירעון של הפניקס ביטוח ליום 30 ביוני 2019 (ללא התחשבות בהוראות לתקופת הפריסה ובהתאמת תרחיש מניות) עמד על כ-115%<sup>6</sup>, לעומת כ-134%, ליום 31 בדצמבר 2018. אנו מניחים, כי לאור ההשפעות הצפויות של סביבת הריבית הנמוכה על יחסי כושר הפירעון של הפניקס ביטוח וכן מיצוי לעת עתה של מכסת ההכרה במכשירי הון רובד 2, פוטנציאל היקף החלוקה יוותר מוגבל ותנודתי בתרחיש הבסיס שלנו לשנתיים הקרובות. מנגד, לחברה מספר נכסים בעלי נראות דיבידנדים טובה יחסית, ובהם אקסלנס והפניקס סוכנויות, זאת נוכח יתרות נזילות ועודפים משמעותיות ויכולת ייצור תזרים שוטף חיובי. מקור דיבידנדים פוטנציאלי נוסף לחברה הינו הפניקס אקסלנס פנסייה וגמל, שנהנית מעודפי הון גבוהים יחסית של כ-474 מיליון ₪ ליום ה-30 בספטמבר 2019 החשופים במידה פחותה למשתני שוק ביחס למבטח. להערכתנו, היקף החלוקה יהיה תלוי בעיקר ביכולת ייצור התזרים של הפניקס אקסלנס פנסייה וגמל, כאמור.

### **יחסי שירות החוב הולמים לדירוג ונתמכים בפיזור מקורות התזרים**

בשנתיים האחרונות החברה פעלה, כאמור לגוון את מקורות התזרים אך במקביל הגדילה את היקף החוב בכ-380 מיליון ₪ נטו ועומס הפירעונות השנתי גדל מכ-120 מיליון ₪ לכ-150 מיליון ש"ח. עם זאת, נציין כי אגרות החוב שגיוסו (סדרות 3 ו-4) שימשו בעיקר להשקעה במכשירי הון רובד 1 נוסף במבטח ומניבים תזרים ריבית שוטף ומרווח פיננסי חיובי. אולם, שירות הקרן אינו מותאם למועדי הפירעון של כתבי ההתחייבות שהונפקו על ידי הפניקס ביטוח. בנוסף, החברה בצעה מספר תהליכי התייעלות וארגון מחדש בין ובתוך החברות המוחזקות, אשר צפויים להערכתנו לתמוך בשיפור מסוים בהיקף הרווח וכנגזר ביכולת ייצור תזרים הדיבידנדים בשנים הקרובות. אנו מניחים כי חלוקת דיבידנד מהפניקס ביטוח ו/או קבלת תזרימים חד פעמיים מהותיים יכולה להוביל לחלוקת דיבידנדים מקבילה לבעלי המניות. חלוקה שכזו צפויה להיות בקיבולת הדירוג כל עוד תבוצע בהתאמה לקבלת התזרימים האמורים.

<sup>6</sup> בהתחשב באירועים מהותיים שהתרחשו בתקופה שבין תאריך המאזן לתאריך הדיווח והשפיעו על יחס כושר הפירעון

בתרחיש הבסיס שלנו לשנים 2020-2021 אנו צופים היקף מקורות מצטבר של כ-450-400 מיליון ש"ח. אלו ינבעו בעיקר מדיבידנדים שוטפים מהפניקס סוכנויות ומאקסלנס בהיקף מצטבר של כ-230-220 מיליון ש"ח ותשלומי ריבית מהפניקס ביטוח בגין מכשירי הון רובד 1 נוסף שהונפקו בסך מצטבר של כ-90 מיליון ש"ח. המבטח חילק לראשונה דיבידנד בשנת 2019 בהיקף של 250 מיליון ש"ח לאחר 3 שנים ללא חלוקה ובמקביל חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות בהיקף דומה, אנו צופים, כי לאור הירידה הצפויה ביחסי סולבנסי 2, דיבידנד נוסף מהפניקס ביטוח לא יתקבל לפני שנת 2021 והיקפו יהיה מתון יחסית. כמו כן, אנו מביאים בחשבון כי לאחר רה-ארגון פעילות הפנסיה והגמל תחת הפניקס אקסלנס פנסיה וגמל, זו תוכל להתחיל לחלק דיבידנדים בטווח הבינוני גם לאור עודפי ההון המשמעותיים ביחס לדרישה הרגולטורית, אך לא הבאנו בחשבון תזרימים ממנה בתרחיש הבסיס שלנו בשנתיים הקרובות. צד השימושים כולל בעיקר תשלומי ריבית וקרן בסך של כ-150 מיליון ש"ח בשנה וללא השקעות מהותיות נוספות בטווח השנתיים הקרובות ו/או שינוי מבני מהותי נוסף בחברות המוחזקות. בתרחיש זה יחס שירות החוב- DSCR כולל יתרות נזילות ינוע בטווח שבין 2.3-2.7 בשנתיים הקרובות, אשר הינו טוב ביחס לדירוג.

היות והחברה מהווה את נכס הבסיס היחיד בחברת האם - בלנוס ולהערכתנו, את מקור שירות החוב העיקרי לחוב שנלקח לרכישת השליטה בחברה, מידרוג בחנה תרחיש שבו בכפוף לשמירה על יתרות נזילות מספקות החברה עשויה לחלק דיבידנד בסך של כ-100 מיליון ש"ח בשנה לשירות ריבית החוב בחברת האם. נציין כי במסגרת ההלוואה שנטלה בלנוס קיימים מנגנונים אשר מאפשרים לבלנוס גמישות תזרימית שאינה תלויה במועדי והיקפי חלוקת הדיבידנדים מהחברה. בתרחיש האמור, יחס שירות החוב השנתי (DSCR) כולל יתרות נזילות צפוי להיות הולם לדירוג ולנוע בטווח שבין 2.0-2.3. יחס שירות החוב (DSCR) השוטף צפוי לנוע בטווח של 1.0-1.2 ויאפשר בנייה לאורך זמן של כרית הנזילות כתלות בהיקף חלוקת הדיבידנדים ככל ויהיו.

### **גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת במינוף נמוך וביחס שירות ריבית בולט לטובה ביחס לדירוג**

להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת ביחס שירות ריבית (ICR) בולט לטובה, אשר צפוי לנוע בתרחיש הבסיס שלנו (כמתואר לעיל), בטווח של 5.5-7.5. בנוסף, נתמכת הגמישות הפיננסית בשיעור מינוף (LTV) נמוך (ללא החוב של בלנוס), הצפוי לנוע להערכתנו בטווח שבין 15% ל-20%, תחת מספר תרחישים לגבי שווי האחזקות, כנגזר משווי השוק של החברה. יחס זה תומך ביכולת מחזור החוב הטובה של החברה, במידת הצורך. הגמישות הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב גם מגמישות גבוהה לגורמים המממנים, היעדר קובננטים אפקטיביים באג"ח ושעבוד שלילי על נכסיה. נציין, כי למרות שרוב תקבולי גיוס החוב הקיים בחברה (כ-55%) שימשו כהשקעה בהון רובד 1 נוסף בחברת הביטוח ותומכים ביחסי שירות החוב השוטפים, הם גם הגדילו את היקף החוב נטו בחברה. אנו לא מניחים בתרחיש הבסיס שלנו ירידה מהותית בהיקף החוב בשנתיים הקרובות.

### **פרופיל הנזילות טוב**

בבחינת כרית הנזילות ויכולת שירות החוב של החברה אנו מביאים בחשבון יתרות נזילות הקיימות גם בהפניקס השקעות (בנטרול השקעות לא סחירות) והערכתנו לניהול הנזילות ברמת שתי החברות יחידו. נכון ל-30 בספטמבר 2019 לחברה יחד עם הפניקס השקעות יתרות נזילות בסך של כ-200 מיליון ש"ח. כרית הנזילות מורכבת ברובה מיתרות מזומן ותיק ניירות הערך, המאופייין בפרופיל סיכון שוק סביר יחסית. אנו צופים, כי היקף היתרות הנזילות יעמוד על כ-210-200 מיליון ש"ח בסוף 2019 ויהווה כ-20% מהחוב ברוטו וכ-80% מחלויות החוב בשנים 2020-2021. פרופיל הנזילות של החברה טוב ובמידה ולא יחולק דיבידנד שאינו מקביל לחלוקה מהפניקס ביטוח, החברה צפויה לשמור על היתרות הנזילות הקיימות.

בהתאם לתרחיש שבחנו, שבו החברה תחלק דיבידנד על מנת לשרת את החוב של בלנוס כאמור ללא חלוקה מקבילה מהפניקס ביטוח, כרית הנזילות תעמוד להערכתנו על כ-150-140 מיליון ש"ח בסוף שנת 2021, כך ששיעור הנזילות לסך החוב במועד זה צפוי לרדת לרמה של 15%-20% מסך החוב ברוטו.

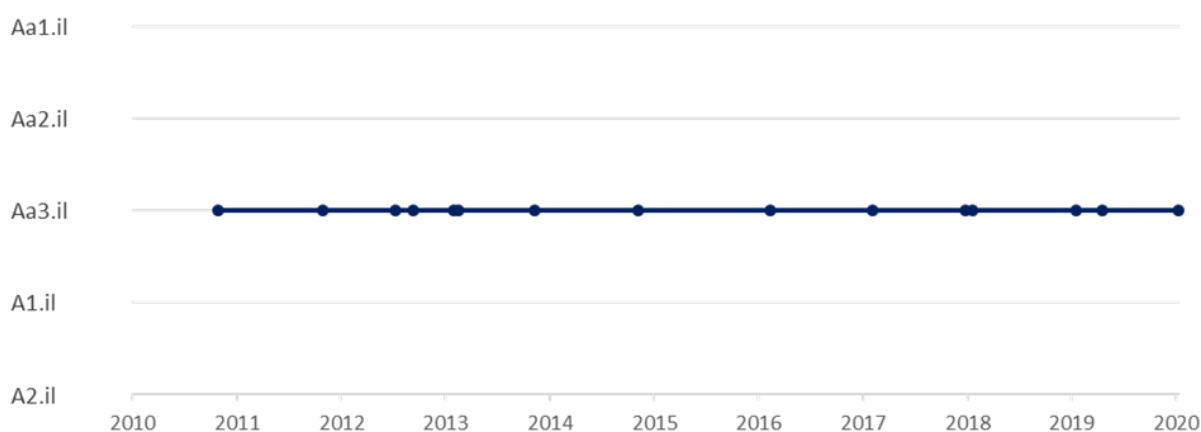
**שיקולים נוספים****שירות החוב בחברת האם עלול להכביד על הדירוג ופרופיל הסיכון**

ב-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 מחוב בסך של כ-783 מיליון ש"ח כאמור, המורכב מ-2 הלוואות: (1) הלוואה בכירה לתקופה של 5 שנים עם אופציית הארכה לשנתיים נוספות בתנאים מסוימים שקיבלה בלנוס ממוסדות פיננסיים בסך של כ-548 מיליון ש"ח ("הלוואה הבכירה"); ו-(2) הלוואה נחותה בסך של כ-235 מיליון ש"ח ("הלוואה הנחותה") מקבוצת דלק, שניתנה לתקופה זהה. בנוסף, קבוצת דלק חתמה מול המוסדות הפיננסיים על מסמך Credit Support לגיבוי הלוואה הבכירה האמורה בקרות אירועים מסוימים שנקבעו בהסכם. להערכתנו, בשלב זה, היקף החוב ושירותו בחברת האם מכביד על הדירוג ועל פרופיל הסיכון. עם זאת, מידרוג תמשיך ותבחן את השפעת הבעלים החדשים על החברה, לרבות על התיאבון לדיבידנדים והמדיניות הפיננסית.

## אודות החברה

הפניקס אחזקות בע"מ ("הפניקס אחזקות") הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לני"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 - I Gallatin Point Capital LLC Belenus Lux s.a.r.il ("בלנוס") וזאת בתמורה לכ-1.6 מיליארד ש. ממועד זה בעלת השליטה בחברה הינה בלנוס - תאגיד שהוקם ונרשם בלוקסמבורג. חברת מאיר חברה למכונות ומשאיות בע"מ (קבוצת שחר) (10.32%) הינה מחזיק מניות מהותי נוסף והיתר מוחזק על ידי הציבור. החברה מחזיקה במלוא הון המניות של הפניקס חברה לביטוח בע"מ, 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. מנכ"ל החברה הינו מר אייל בן סימון.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

[הפניקס חברה לביטוח - דוחות קשורים](#)

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



**מידע כללי**

29.01.2020	תאריך דוח הדירוג:
29.01.2019	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**

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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

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

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

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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 ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>