Maalot
S&P Global Ratings

ג'נריישן קפיטל בע"מ

19 ביולי 2022

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA+' להנפקת איגרות חוב לא מובטחות בהיקף של עד 438 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

גיל אברהמי, 972-3-7539722 gil.avrahami@spglobal.com

איש קשר נוסף:

דימה פוסטרנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA+' להנפקת איגרות חוב לא מובטחות בהיקף של עד 438 מיליון ₪ ע.נ.

בהמשך להודעתנו מיום 18 ביולי 2022, S&P מעלות מודיעה בזאת כי הדירוג 'ilA+' לאיגרות חוב שיונפקו על ידי ג'נריישן קפיטל בע"מ (ilA/Stable) באמצעות הרחבת סדרות ב' ו/או ג' תקף להיקף כולל של עד 438 מיליון ₪ ע.נ. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר לביצוע השקעות.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מ-9 בינואר 2022.

ג'נריישן קפיטל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	30/12/2020	09/01/2022
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ב	ilA+	13/05/2021	09/01/2022
סדרה ג	ilA+	17/01/2022	17/01/2022
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
דצמבר 30, 2020	ilA\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	14:39 19/07/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:39 19/07/2022		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

ג'נריישן קפיטל בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.

Maalot
S&P Global Ratings

ג'נריישן קפיטל בע"מ

.....

9 בינואר 2022

אנליסטית אשראי ראשית:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perlmuter@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 3
התרחיש החיובי 3
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 4
תיאור החברה 4
הפרופיל העסקי 5
הפרופיל הפיננסי 5
נזילות 6
חלויות חוב 7
ניתוח התניות 7
התאמות לדירוג 7
ניתוח שיקום חוב 8
שיקולים עיקריים 8
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 8
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 8
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 9
רשימת דירוגים 10

ג'נריישן קפיטל בע"מ

אשרור דירוג המנפיק	ilA/Stable

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• פיזור ענפי גבוה. • צפי לתזרים דיבידנדים יציב מנכסים עיקריים. • איכות אשראי ממוצעת בינונית של תיק הנכסים. • נגישות טובה יחסית לשוק המימון המוסדי והציבורי. • צפי לשמירה על מינוף במרווח מספק מתחת לשיעור LTV של 50% ועל יחס כיסוי דיבידנדים להוצאות יציב העולה על 0.7x בטווח הקצר-בינוני. • נזילות הולמת.	• שיעור נמוך של נכסים הרשומים למסחר בבורסה. • תלות בשלושה נכסים עיקריים המהווים מעל 50% מתיק הנכסים. • גמישות פיננסית מוגבלת בשל העובדה שמרבית ההחזקות פרטיות (כ-85% מסך התיק). • חשיפה לחברות בנות דרך הלוואות בעלים, ערבויות ושעבודים, המגבילה את הגמישות הפיננסית של החברה. • החזקה בחלק מהחברות באמצעות גרעיני שליטה, המפחיתה להערכתנו את הנכונות לממש החזקות במידת הצורך.

ב-6 בינואר 2022 הסתכם שווי תיק ההשקעות של ג'נריישן קפיטל בע"מ ("ג'נריישן קפיטל" או "החברה") בכ-2.37 מיליארד ₪, לעומת כ-1.25 מיליארד ₪ במועד המעקב הקודם בסוף 2020 – עלייה של כ-90%. העלייה נובעת בעיקר מהשבחת האחזקות הקיימות, בין היתר כתוצאה מהרחבת פעילותן, וכן מרכישות חדשות שבוצעו במחצית השנייה של 2021, כולל רכישה של כ-50% בחברת הלוגיסטיקה פרידנזון שירותי לוגיסטיקה בע"מ ("פרידנזון") תמורת כ-77 מיליון ₪ ושל כ-10% בשרשור בחברת רכבות הנוסעים Porterbrook Holdings I Limited ('פורטרברוק') תמורת כ-111 מיליון ליש"ט (חלקה של החברה).

דירוג החברה עדיין מוגבל בשל תמהיל תיק ההשקעות הכולל השקעה סחירה בודדת המהווה פחות מ-40% מסך התיק. אף כי החברה כמעט הכפילה את גודלה בשנה האחרונה, חלק הארי של החזקותיה אינו סחיר ומגביל את גמישותה הפיננסית. עם זאת, שינוי שווי ותמהיל התיק בשנה האחרונה סייע להקטנת התלות בשלושת הנכסים העיקריים לכ-62% מסך התיק מכ-71% לפני שנה.

בהתאם להערכתנו, הציגה החברה עלייה במינוף, כמתבטא בשיעור LTV (loan to value) של כ-32% לעומת כ-20% במועד המעקב הקודם. זאת כתוצאה ממימוש תוכניות החברה שהוצגו בפנינו לביצוע השקעות חדשות ב-2021 ולהנפקת סדרת אג"ח חדשה, ובהתאם למדיניות הפיננסית הסדורה של החברה. אנו מניחים כי בשנה הקרובה תבצע החברה השקעות נוספות בתחומי פעילות משיקים (בנוסף לרכישה הצפויה של מתקן

האגירה במעלה גלבוע מחברת אלקטרה כמפורט בהמשך), ולכן ייתכן שמינופה ימשיך לעלות. עם זאת, לפי תרחיש הבסיס שלנו ובהתאם למדיניותה של החברה, אנו מעריכים כי היא תשמור ב-2022 על שיעור LTV נמוך מ-50% במרווח מספק ועל נזילות הולמת.

אנו סבורים שוריאנט אומיקרון החדש הוא תזכורת ברורה לכך שמגפת הקורונה עדיין רחוקה מלהסתיים. עדיין קיימת אי ודאות לגבי יכולת ההדבקה שלו, חומרת המחלה שהוא מחולל ויעילותם של החיסונים הקיימים נגדו . נתונים ראשוניים מצביעים על הדבקה מהירה יותר, והובילו מדינות רבות להטיל שוב אמצעי ריחוק חברתי והגבלות על תנועת הנוסעים הבינלאומית. בשבועות הקרובים אנו מצפים שנתונים ובדיקות נוספים יבהירו את מידת הסכנה ויאפשרו לנו לבצע הערכה מושכלת יותר של סיכוני האשראי הרלוונטיים. אנו סבורים שהופעת וריאנט אומיקרון מדגימה שוב את הצורך במאמצים מתואמים ונחרצים לחסן את אוכלוסיית העולם על מנת למנוע את הופעתם של וריאנטים חדשים ומסוכנים יותר.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים לא תחול הרעה בשווי תיק הנכסים של החברה ובהרכבו, וכי החברה תמשיך להשקיע בחברות הפועלות, בין היתר, גם בתחומים משיקים לתחומי פעילותה הנוכחיים. כמו כן, איננו צופים שינוי משמעותי בהרכב, נזילות, או איכות הנכסים. אנו מעריכים כי החברה תשמור על שיעור LTV של כ-50% במרווח מספק, על איזון בין היקף ההשקעות לבין חלוקת דיבידנד ועל נזילות הולמת. התחזית משקפת גם את הערכתנו כי מדיניות הדיבידנדים של החברה ושל החברות הבנות שלה תישאר מאוזנת.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם תחול הרעה משמעותית בהערכתנו את פרופיל הנזילות של החברה, או אם תחול התדרדרות משמעותית בביצועים התפעוליים של החברות הבנות אשר תשפיע לשלילה על שווי תיק הנכסים והערכתנו לגבי איכותו ועל קבלת תזרימים מחברות בנות. ננקוט פעולת דירוג שלילית גם אם החברה לא תשמור על מינוף מתואם נמוך מ-60% במרווח משמעותי לאורך זמן, למשל כתוצאה ממדיניות השקעות אגרסיבית, מחלוקת דיבידנד אגרסיבית או מירידה בשווי תיק הנכסים.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית מותנית בהגדלה משמעותית של תיק הנכסים ובשיפור איכות האשראי הממוצעת של ההחזקות, תוך הגדלת שיעור הנכסים הסחירים בתיק והקטנת תלות בנכסים עיקריים. זאת תוך שמירה לאורך זמן על מינוף, כהגדרתנו, נמוך מ-40% (למשל באמצעות הקטנת החוב נטו), על יחס כיסוי גבוה מ-0.7x ועל נזילות הולמת לפחות.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-6.5% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-1.5% ושיעור אבטלה של כ-5.1% ב-2021. המשך התאוששות כלכלית ב-2022 שתתבטא בצמיחה של כ-4% בתמ"ג, באינפלציה של כ-2.2% ובירידה בשיעור האבטלה לכ-5%.
- הוצאות הנהלה וכלליות ותשלומי מס בהיקף של כ-30-40 מיליון ₪ בשנה.
- קבלת דיבידנדים, דמי ניהול והחזר הלוואות בעלים מחברות בנות בהיקף כולל של כ-135-150 מיליון ₪ ב-2022 וכ-80-95 מיליון ₪ ב-2023.
- השקעות נוספות כולל השלמת רכישת 25.5% מהון מניות מתקן האגירה במעלה גלבוע מחברת אלקטרה תמורת כ-110 מיליון ₪.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2021A	2022E	2023E
יחס כיסוי*	1.5x	>0.7x	>0.7x
יחס חוב נטו לשווי התיק (LTV)	כ-32%	40%-50%	40%-50%

A-בפועל. E-צפוי

*יחס כיסוי= (תקבולי דיבידנד + דמי ניהול + הכנסות ריבית)/ (הוצאות ריבית ומיסים+ הוצאות הנהלה וכלליות).

תיאור החברה

ג'נריישן קפיטל בע"מ היא חברת החזקות ציבורית הפועלת בעיקר בתחום התשתיות דרך החזקה בחברות, פרטיות ברובן, הפועלות בתחומים שונים: בתחום התחבורה, דרך החזקה של כ-49% בחברת ההסעות בון תור בע"מ המחזיקה ב-100% בחברה הנכדה מטרופולין תחבורה ציבורית בע"מ; בתחום חלוקת הגז הטבעי, דרך החזקה של כ-33.3% בשני זכייני חלוקה ובקבלן הקמה; בתחום האנרגיה המתחדשת, דרך החזקה של 50.6% בחברה הציבורית סולגרין בע"מ; בתחום תחנות הכוח, דרך החזקה של 50% בחברת רפק אנרגיה בע"מ; ובתחום ההתפלה, טיפול במים ושפכים, איכות הסביבה וטיפול בפסולת דרך החזקה מלאה בחברת GES המחזיקה 51% במתקן ההתפלה פלמחים (דרך הים התפלה בע"מ) ו-50% בחברת גרין נט מחזור וטיפול בפסולת בע"מ.

ב-2021 ביצעה החברה השקעות בתחומי פעילות נוספים. כך החלה לפעול בתחום הלוגיסטיקה באמצעות החזקה של כ-50% בחברת הלוגיסטיקה פרידנזון שירותי לוגיסטיקה בע"מ ("פרידנזון") ובתחום הרכבות באמצעות החזקה של 33% בחברה ייעודית (בשותפות עם קרן Dalmore Capital) בכ-30% ממניות חברת

רכבות הנוסעים Porterbrook Holdings I Limited ('פורטרברוק'), סה"כ החזקה של כ-10%.

ג'נריישן קפיטל בע"מ הוקמה במאי 2018 כחברה פרטית ובמרץ 2019 הפכה לציבורית והחלה להיסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. כיום, רק כ-1.06% ממניות החברה מוחזקות בידי בעלי עניין, וביניהם שניים ממייסדיה, מר יוסף זינגר המכהן כיו"ר הדירקטוריון ומר ארז בלשה המכהן כמנכ"ל החברה. שאר המניות מוחזקות בידי משקיעים מוסדיים (כ-49%) והציבור (כ-50%).

הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של ג'נריישן קפיטל נתמך בפיזור עסקי גבוה של תיק הנכסים בעקבות רכישות משמעותיות שביצעה החברה ב-2021, ובהיעדר תלות משמעותית בנכס בודד.

תיק הנכסים של החברה מורכב מהחזקות בחברות הפועלות בתחומים המאופיינים בביקוש יציב: תחנות כוח, אנרגיה מתחדשת, חלוקת גז טבעי, הסעות המונים ותחבורה ציבורית, התפלה וטיפול במים ושפכים, איכות הסביבה וטיפול בפסולת, ולאחרונה גם לוגיסטיקה ותחום הרכבות. לחברה פיזור נכסים גבוה לרמת הדירוג. הנכס הגדול ביותר בתיק הוא עדיין ההחזקה בחברת GES המהווה כ-25% משווי תיק הנכסים, ומיד אחריו ההחזקה בחברת הרכבות פורטרברוק, כך ששלושת הנכסים הגדולים מהווים יחד כ-62% משווי תיק הנכסים. השינוי בתמהיל תיק הנכסים הכולל את פורטרברוק שיפר את איכות האשראי הממוצעת של תיק הנכסים, שאנו מעריכים כיום כבינונית.

פרופיל הסיכון העסקי נתמך גם בשווי תיק הנכסים הנוכחי אשר צמח בשנה האחרונה בכ-90% לכ-2.37 מיליארד ₪. אנו מעריכים כי בשנה הקרובה יחול גידול נוסף בשווי התיק בעקבות הרכישה הצפויה של כ-25.5% מהון מניות מתקן האגירה במעלה גלבוע, הפועל בשיטת אגירה שאובה בהספק מותקן של 300 מגוואט, מידי חברת אלקטרה תמורת כ-110 מיליון ₪.

מנגד, פרופיל הסיכון העסקי מוגבל בשל גמישות פיננסית נמוכה כתוצאה משיעור נמוך של נכסים הרשומים למסחר בבורסה. למעשה, כל נכסי החברה למעט החזקתה בחברת סולגרין (המהווה כיום כ-16% מתיק הנכסים ושיעורה מסך התיק צפוי לרדת ככל שהחברה תממש את תוכנית ההשקעות שלה) הם חברות פרטיות. כמו כן, פרופיל הסיכון מושפע לשלילה מהריכוזיות הגבוהה בישראל.

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי נתמך בין היתר בעובדה כי לחברה מדיניות פיננסית סדורה לגבי רמות מינוף והחזקת מזומן. לחברה מינוף נמוך כמתבטא בשיעור LTV מתואם העומד כיום על כ-32%. נציין כי התחשיב שלנו כולל התחייבויות לאג"ח, מסגרות אשראי מנוצלות, ערבויות בסך של כ-81 מיליון ₪ שנתנה החברה לחברות בנות והלוואת מוכר בסך של כ-53 מיליון ₪ שניתנה לחברה לצורך רכישת חברת GES. מנגד, ניכינו מזומנים בסך של כ-59 מיליון ₪ מיתרת החוב. אנו מעריכים כי, בהתאם לתוכניות החברה להשקעות נוספות, מינוף החברה

עשוי לעלות בשנה הקרובה, גם אם בתמהיל שונה, תוך שמירה על מרווח מספק מ-50% לאורך זמן ובהתאם למדיניות החברה לשמירה על מינוף ועל יתרות מזומנים.

יחס הכיסוי של החברה (תקבולי דיבידנד + דמי ניהול + הכנסות ריבית)/(הוצאות ריבית + הוצאות הנהלה וכלליות) גבוה מ-0.7x, וצפוי להיוותר ברמה זו בשנים 2022-2023 בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו לגבי דיבידנדים שיתקבלו והוצאות צפויות. יצוין כי השקעות החברה בחברות בנות נעשות באמצעות השקעות הוניות ו/או הלוואות בעלים, על פי פרקטיקה מקובלת בענף התשתיות ובהתאם למכרזים שעל פיהן פועלות חברות הבנות. לפיכך, התזרימים שמקבלת החברה מהחברות הבנות כוללים, בנוסף לדיבידנדים ודמי ניהול, גם החזר הלוואות בעלים לפי הסכמים חוזיים והסכמות של גורמים מממנים. בחישוב יחס הכיסוי של החברה איננו כוללים החזרי הלוואות בעלים כחלק מתקבולי החברה, בהתאם למתודולוגיה שלנו. עם זאת, פרופיל הסיכון הפיננסי נתמך בקבלת תזרימים קבועים ויציבים מהחברות המוחזקות, הכוללים את החזרי הלוואות הבעלים לצד דיבידנדים ודמי ניהול.

פרופיל הסיכון הפיננסי מושפע לשלילה מהערכתנו לגמישות פיננסית מוגבלת הנובעת מהחזקה בנכסים שאינם רשומים למסחר. אולם אנו מעריכים כי לחברה נגישות טובה יחסית לשוק המימון המוסדי, היות שהיא פועלת בחלק מהחזקותיה באמצעות השקעות משותפות עם מוסדות פיננסיים ומוחזקת בחלקה (כ-49%) בידי משקיעים מוסדיים. החברה ערבה לפעילות חלק מחברות הבנות בערבויות משתנות המסתכמות בכ-81 מיליון ₪, וכאמור, תחשיב החוב המתואם כולל גם ערבויות אלו. פרופיל הסיכון הפיננסי מושפע לשלילה גם מחשיפת החברה לחברות הבנות דרך ערבויות ושעבודים של חלק מהחזקותיה.

Generation Capital Ltd. – Portfolio (book value as of Sep 30, 2021) *

Holding	Stake (%)	Listed/ Private	Value for LTV (Mil NIS)	% of the Portfolio
Bon Tour Ltd	49.0%	Private	322	13.6%
Solegreen Ltd	50.6%	Listed	379	16.0%
GES Global Environnemental Solutions Ltd	100.0%	Private	597	25.2%
Rapac Energy Ltd	50.0%	Private	350	14.8%
Gaz Operation	33.3%	Private	158	6.7%
Fridenson	50.0%	Private	77	3.2%
Porterbrook	10.0%	Private	487	20.5%
Total			2,370	100%

*אנו מחשבים את שווי תיק הנכסים של החברה לפי שווי השוק של הנכס הסחיר (חברת סולגרין בע"מ) נכון ל-6 בינואר 2022, והשווי המדווח בספרים של ההחזקות הלא סחירות.

נזילות

אנו בוחנים את נזילות החברה ברמת הסולו המורחב, דהיינו ללא איחוד החברות התפעוליות אך תוך הכללת דיבידנדים, דמי ניהול והחזר הלוואות בעלים שיתקבלו מהן. אנו רואים את רמת הנזילות של ג'נריישן קפיטל

כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין מקורות החברה לבין השימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הבאים. אנו מעריכים כי החברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 15% בהכנסות מדיבידנדים, דמי ניהול והחזר הלוואות בעלים. להבנתנו, החברה עומדת בכל התניותיה עם מרווח מספק, והיא שומרת על מדיניות ניהול סיכונים זהירה.

בחישוב המקורות הזמינים הבאנו בחשבון את יתרת המזומנים, תזרים הדיבידנדים והחזר הלוואות הבעלים, ומסגרות אשראי לא מנוצלות ומובטחות לתקופה העולה על 12 חודשים. יש לציין כי כנגד מסגרות האשראי המובטחות התחייבה החברה בין היתר לעמידה בהתניות פיננסיות ולשעבוד החזקותיה בחברת בון תור בע"מ. שימושי החברה מורכבים בעיקר מהוצאות קרן וריבית, מהוצאות תפעוליות ומרכישה מתוכננת של פעילות האגירה השאובה במעלה גלבוע.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2022, על פי תרחיש הבסיס שלנו:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-102 מיליון ₪. • תקבולי דיבידנד ודמי ניהול והחזר הלוואות בעלים בהיקף שנתי של כ-135-150 מיליון ₪. • מסגרות אשראי לא מנוצלות חתומות לתקופה העולה על שנה בהיקף של כ-65 מיליון ₪.	• תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) בסך של כ-41 מיליון ₪. • הוצאות הנהלה וכלליות ומיסים בסך של כ-36 מיליון ₪. • רכישות ("מעלה גלבוע") בסך של כ-110 מיליון ₪.

חלויות חוב					
שנה	2022	2023	2024	2025	2026 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	31	62.2	62.2	62.2	352.3

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות בגין מסגרות אשראי בבנקים, הלוואת מוכר ואגרות חוב. להבנתנו, נכון ל-31 בדצמבר 2020, ול-30 בספטמבר 2021, החברה שומרת על מרווח הולם ביחס להתניותיה הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם (יותר מ-15%) על כל התניותיה בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

נזילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA+', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק לסדרת אג"ח ב' הלא מובטחת. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 70%-90% על אף המוצג במפל התשלומים, בשל הערכתנו כי במסלול ההידרדרות, החברה תחליף חוב לא מובטח בחוב מובטח או בכיר.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת בהחזקה במניות של חברות מתחומי פעילות שונים שהמתאם ביניהם נמוך.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2025
- תחול שחיקה מהותית בשווי ההחזקות, בין היתר בשל מיתון כלכלי עמוק בכלכלות השונות בהן פועלת החברה, שיתבטא, בין היתר, בהתדרדרות בענפי האנרגיה והנדל"ן, בהגדלת הלחץ התחרותי ובהאטה משמעותית בהשקעות הממשלתיות בתשתיות.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי ברמת החברה אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- הנושים יפעלו לממש את ההחזקות בחברות הבנות או חלק מהן, הערכה הנתמכת בסינרגיה נמוכה בין נכסי הבסיס ויכולת פוטנציאלית לממש את ההחזקות בחלק מהן מבלי לוותר על גרעין השליטה.
- במסלול ההתדרדרות לכשל הפירעון, החברה תמחזר את חובה ותנצל את כל מסגרות האשראי העומדות לרשותה.
- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV של החברה על כ-45% (בהתאם להתניה הפיננסית בשטר האג"ח) בשל ירידה חדה בשווי השוק של החברות המוחזקות. על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-35% בשל הצורך במימוש מהיר.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1.13 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.1 מיליארד ₪
- סך חוב בכיר מובטח (לא מדורג): כ- 0.2 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב אג"ח א' (לא מדורג) ואג"ח ב' (מדורג לא מובטח): 0.85 מיליארד ₪
- סך חוב אג"ח א' (לא מדורג) ואג"ח ב' (מדורג לא מובטח): כ-0.6 מיליארד ₪

- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג (אג"ח ב'): 70%-90% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
- דירוג שיקום חוב לחוב מדורג לא מובטח (אג"ח ב') (1 עד 6): 2

נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוץ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוץ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה, 1 בדצמבר, 2015
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG), 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

גנריישן קפיטל בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	30/12/2020	30/12/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ב	ilA+	13/05/2021	13/05/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
דצמבר 30, 2020	ilA\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	15:11 09/01/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	15:11 09/01/2022		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.