Maalot
S&P Global Ratings

אי די בי חברה לפתוח בע"מ

27 ביוני, 2019

עדכון דירוג

הורדת הדירוג ל-'ilCCC' בשל התגברות הסיכון לחדלות פירעון, התחזית שלילית; הורדת דירוג הסדרה הבלתי מובטחת ל-'ilCC'

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג....2
תחזית הדירוג....3
התרחיש השלילי....4
התרחיש החיובי....4
נזילות....4
התניות פיננסיות....4
ניתוח שיקום חוב....5
שיקולים עיקריים....5
הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי....5
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון....5
התאמות לדירוג....6
מתודולוגיה ומאמרים קשורים....6
רשימת דירוגים....8

עדכון דירוג

הורדת הדירוג ל-'ilCCC' בשל התגברות הסיכון לחדלות פירעון, התחזית שלילית; הורדת דירוג הסדרה הבלתי מובטחת ל-'ilCC'

תמצית פעולת הדירוג

- בנובמבר 2019 צפוי לחברה עומס פירעונות גבוה הנובע בעיקר מתשלומי קרן משמעותיים לסדרות י"א ו-י"ג בסך כולל של כ-478 מיליון ₪. יכולת פירעון החוב של החברה מותנית מעשית בהבשלה של מהלכים משמעותיים שיזרימו מקורות נזילות לחברה ובמימוש מניות כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל") שברשותה.
- שיעור ה-LTV (loan to value) של החברה במונחי שווי שוק ממשיך לעלות בחודשים האחרונים מעל 100%, כך שהערך השלילי עבור בעלי מניות החברה גדל.
- בחודש יוני, הודיעו גורמי מפתח בחברה (מנכ"ל וסמנכ"ל כספים) על עזיבתם את החברה. כתוצאה, גברו להערכתנו סיכוני הניהול, האסטרטגיה והממשל התאגידי.
- להערכתנו גורמים אלה מעלים את הסיכון לחדלות פירעון בחברה ולעצירת התשלומים בחצי השנה הקרובה בטענה להעדפת נושים.
- ב-27 ביוני, 2019, הורדנו את הדירוג של חברת ההחזקות התפעולית אי.די.בי חברה לפתוח בע"מ לדירוג 'ilCCC' מדירוג '-ilBB'. הורדת הדירוג עולה בקנה אחד עם תחזית הדירוג הקודמת שפרסמנו באפריל 2019. כמו כן, הורדנו את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת (אג"ח ט') של החברה ברמת דירוג (נוץ') אחת ל-'ilCC' בשל הערכה לשיעור שיקום חוב של 10%-30%.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון שהחברה תגיע לחדלות פירעון או תבצע הסדר חוב נוסף בחצי השנה הקרובה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת הדירוג משקפת את הערכתנו כי עלה הסיכון לחדלות פירעון בחברה או להסדר חוב בחצי השנה הקרובה בעקבות הרעה נוספת בנזילות החברה ועלייה מתמשכת במינוף החברה כמתבטא בשיעור LTV העולה על 100%.

בנובמבר 2019 צפויים תשלומי קרן אג"ח (סדרות י"א ו-י"ג המובטחות) בסך כולל של כ-478 מיליון ₪. זאת בנוסף לשאר התחייבויות החברה (הנהלה וכלליות, ריבית והלוואה לצד ג' לרכישת מניות כלל) המסתכמות להערכתנו בכ-210 מיליון ₪ עד סוף השנה. מנגד, לחברה עומדים מזומנים בסך כולל של 105 מיליון ₪ (נכון

ל-26 ביוני, 2019, לא כולל מזומנים בסך של כ-450 מיליון ₪ המשועבדים לטובת סדרות י"ג ו-י"ד ולהבטחת עסקאות ההחלף כנגד מניות כלל). אי לכך, להערכתנו, יכולת הפירעון של החברה מותנית מעשית בהבשלה של מהלכים משמעותיים שיזרימו הון לחברה. כגון מימוש יתרת מניותיה של החברה בכלל או החזקות אחרות ברשותה, או הזרמת הון משמעותית. יצוין כי להערכתנו, לחברה תלות גבוהה מאוד במימוש יתרת החזקותיה בכלל, לרבות סיום עסקאות החלף כנגד מניות כלל ושחרור עודפי הפיקדונות המוגבלים, מכיוון שבתרחיש הבסיס שלנו איננו מביאים בחשבון הנפקת הון או מכירת ההחזקות בחברת ישראייר או בשאר חברות הפורטפוליו, היות שהן אינן ודאיות.

תשלום הקרן הראשון של סדרה ט' הוא בדצמבר 2020. מכיוון שהסדרה אינה מובטחת באף שעבוד, אנו מעריכים שקיים חשש גבוה כי בעלי אג"ח סדרה ט' יטענו להעדפת נושים ויבקשו לעצור התשלומים בחצי שנה הקרובה עבור סדרות י"א וי"ג עד אשר יובטחו התשלומים עבורם.

בשנה האחרונה חלה ירידה מתמשכת של כ-28% בשווי השוק של תיק הנכסים. יתר על כן, החל מאפריל 2019, מועד המעקב האחרון על החברה, חלה ירידה של כ-11% בשווי השוק של תיק הנכסים של החברה בעוד שהמדדים המובילים בהם נכללת החברה והחברות הבנות שלה הראו עלייה של 2%-9%. הירידה בשווי בחודשיים האחרונים נבעה בעיקר מירידה נוספת של כ-33% בשווי חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש", ilBBB+/Negative) שמניותיה משמשות כבטוחה לאיגרת חוב "דולפין אי.אל" (הלוואת מוכר), וירידה של 9% בשווי מניות כלל ביטוח. הירידה בשווי מניות דסק"ש נבעה בעיקרה מירידה של כ-23% בשווי מניית סלקום ישראל בע"מ (ilA+/Negative) שמשקפת את השחיקה המתמשכת בביצועים התפעוליים שלה וההרעה שחלה בתוצאותיה הפיננסיות, ושמותנה במקצת עם העלייה של כ- 11% וכ-8%, בהתאמה, בשווי החברות הבנות שופרסל בע"מ (ilAA-/Stable) וחברה לנכסים ולבנין בע"מ (ilA/Stable). כתוצאה מהירידה בשווי השוק של תיק הנכסים של החברה עלה יחס המינוף (LTV) והוא עומד כיום על כ-120%, שיעור המצביע על ערך שלילי עבור בעלי מניות החברה.

דירוג החברה מתבסס גם על הערכת הניהול, האסטרטגיה והממשל התאגידי. להערכתנו, חלה עלייה בסיכונים מסוג זה לנוכח עזיבתם של בכירים בחברה שהגבירה את תלות החברה בבעליה, מר אדוארדו אלשטיין.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון שהחברה תגיע לחדלות פירעון או תבצע הסדר חוב נוסף בחצי השנה הקרובה, בעקבות פרופיל הנזילות החלש שלה, עומס חלויות גבוה יחסית, היעדר גמישות פיננסית ונגישות חלשה למקורות מימון. להערכתנו קיימת סבירות גבוהה שהחברה תיכנס למשא ומתן עם מחזיקי האג"ח, שיוביל ל-distressed exchange (דהיינו, הסדר חוב או פריסה מחדש של ההתחייבויות תחת לחץ).

התרחיש השלילי

נפעל להוריד את הדירוג ל-'ilCC' אם החברה תיכנס למשא ומתן עם נושי החברה על דחית תשלומים. נוריד את הדירוג ל-'D' אם החברה תודיע על אי עמידה באחד או יותר מתשלומי החוב הקרובים.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג בפנינו תכנית סדורה להשגת מקורות מימון ברמת ודאות גבוהה אשר יתנו מענה לצורכי החברה בשנה הקרובה לפחות, ויפוג החשש לעצירת תשלומים מצד בעלי האג"ח הלא מובטחות. זאת בנוסף לשיפור ברמת המינוף כמתבטא בשיעור LTV נמוך מ-100% לאורך זמן.

נזילות

אנו רואים את רמת הנזילות של אי.די.בי כ"חלשה". אנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לבין השימושים שלה יהיה נמוך מ-1.0x בששת החודשים הקרובים. התרחיש שלנו אינו כולל גיוסי חוב לא ודאיים או תמורות עתידיות ממימושי נכסים שאינם תחת הסכם חתום ומחייב, בשל אי הוודאות לגבי עיתוי המימוש והתמורה.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה בששת החודשים שיחלו ב-1 ביולי, 2019, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של 105 מיליון ₪.
- מכירת מניות כלל ביטוח לפי מתווה טֶרי בהיקף של כ-300 מיליון ₪ (מימוש מניות כלל הוא מהלך מחייב מבחינה רגולטורית, אינו נתון לשיקול דעתה של החברה, וכולל גם לוחות זמנים קצובים לביצוע)
- הכנסות אחרות בסך של כ-18 מיליון ₪.
- עודפי מזומנים מוגבלים בעסקאות החלף על מניות כלל בהיקף של כ-160 מיליון ₪ (כנגד עסקאות הצפויות להיסגר בתקופה ובהתאם לשווי המניה כיום).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב והוצאות ריבית של כ-550 מיליון ₪.
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-16 מיליון ₪.
- הלוואה לצד ג' כנגד מימוש אופציה לרכישת 5% מניות נוספות של כלל ביטוח בסך של כ-119 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

לחברה אין התניות על ביצועה הפיננסיים, אולם קיימת התניה פיננסית לסדרת אג"ח י"ג על הנכס המשועבד של שמירה על הון עצמי מאוחד בכלל ביטוח שלא יפחת מ-1.8 מיליארד ₪. כלל ביטוח עומדת בהתניה זו.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מורידים את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת (סדרה ט') ל-'ilCC', רמת דירוג (נוץ') אחת מתחת לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא 5, ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 10%-30% (בחלק התחתון של טווח זה).
- דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח הלא מובטחת מושפע מירידת השווי של תיק הנכסים יחד עם התגברות הלחץ על הנזילות והצורך במימוש מהיר יותר של המניות.
- בחישוב שיעור שיקום החוב של החוב המובטח נכללות הבטוחות הספציפיות של החוב בשוויין המופחת בעת משבר. יתרת החוב שנותרת בלתי מכוסה על ידי הבטוחות הספציפיות נהנית גם מהשווי המופחת של הנכסים הבלתי משועבדים, פרי פאסו עם החוב הלא מובטח (סדרה ט').

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2019
- תחול שחיקה מהותית של כ-35% בשווי השוק של ההחזקות, בין היתר בשל ההתדרדרות במצב הפיננסי של החברה והצורך במימוש מהיר של תיק ההחזקות.
- יחול גידול בהתחייבות לבנקים בקשר לעסקאות ההחלף.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי אין פעילות ברמת החברה וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- הנושים יפעלו לממש את ההחזקות בחברות הבנות או בחלק מהן, הערכה הנתמכת בסינרגיה הנמוכה בין החברות.
- יתרת המזומן שבקופה תשמש לפירעון החוב הפיננסי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1,350 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-1,280 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרות אג"ח י"א, י"ג, ,י"ד): כ-1,500 מיליון ₪
- שווי מופחת של הבטוחות הספציפיות לטובת החוב המובטח: כ-800 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (אג"ח ט') ויתרת החוב המובטח שאינה מכוסה על ידי הבטוחות הספציפיות: כ-1,770 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח ויתרת החוב המובטח: כ-480 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הלא מובטח (אג"ח ט'): 10%-30%

- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 5

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).

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: שלילי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: שלילי

השוואה לקבוצת ייחוס: שלילי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לשימוש בדירוגים בקבוצת ה-CC וה-CCC, 1 באוקטובר, 2012
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 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
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 31 באוקטובר, 2018
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-27 ביוני, 2019)

אי די בי חברה לפתוח בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilCCC\Negative
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ט	ilCC
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
יוני 27, 2019	ilCCC\Negative
אפריל 18, 2019	ilBB-\Negative
יולי 27, 2017	ilBBB-\Stable
פברואר 26, 2017	ilBB\Developing
ינואר 11, 2016	ilCCC\Negative
פברואר 26, 2015	ilB\Negative
יולי 02, 2014	ilBB\Negative
יוני 14, 2013	D
יוני 04, 2013	ilCC\Negative
ינואר 17, 2013	ilB\Negative
ספטמבר 19, 2012	ilBB\Watch Neg
מאי 13, 2012	ilBBB+\Negative
אוקטובר 31, 2011	ilA-\Stable
ספטמבר 21, 2011	ilA-\Watch Neg
ינואר 03, 2011	ilA+\Negative
יולי 29, 2009	ilA+\Stable
נובמבר 30, 2008	ilAA\Watch Neg
דצמבר 12, 2006	ilAA\Stable
מאי 01, 2002	ilAA
יוני 01, 2001	ilAA+
מאי 01, 2000	ilAAA
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	14:57 27/06/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:57 27/06/2019
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

מעקב אחר דירוג אשראי
אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "(ה)צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים 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, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.