Maalot
S&P Global Ratings

אי די בי חברה לפתוח בע"מ

18 באפריל, 2019

עדכון דירוג

הורדת הדירוג ל-'ilBB' ועדכון תחזית הדירוג לשלילית בעקבות עלייה במינוף וחשש להרעה בנזילות החברה

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג..... 2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג..... 2
תחזית הדירוג..... 3
תיאור החברה..... 3
תרחיש הבסיס..... 4
נזילות..... 4
התניות פיננסיות..... 5
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-'ilBB-' ועדכון תחזית הדירוג לשלילית בעקבות עלייה במינוף וחשש להרעה בנזילות החברה

תמצית פעולת הדירוג

- בנובמבר 2019 צפוי לחברה עומס פירעונות גבוה הנובע בעיקר מתשלומי קרן משמעותיים לסדרות י"א ו-י"ג. בהיעדר מקורות מספקים, לחברה תלות גבוהה במימוש מניות כלל חברה לביטוח שברשותה.
- בנוסף, שיעור ה-LTV (loan to value) של החברה במונחי שווי שוק עלה בחודשים האחרונים מעל 100%, דבר המצביע על ערך שלילי עבור בעלי מניות החברה.
- להערכתנו, עומס הפירעונות ושיעור המינוף הגבוה מעלים את הסיכון לחדלות פירעון בחברה או להסדר חוב ב-12 החודשים הקרובים. זאת מבלי להתחשב במימושי נכסים ומניות שלגביהם קיימת אי ודאות בשלב זה.
- ב-18 באפריל, 2019, הורדנו את הדירוג של חברת ההחזקות התפעולית אי.די.בי חברה לפתוח בע"מ לדירוג 'ilBB-' מדירוג 'ilBBB-' ועדכנו את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה. כמו כן, הורדנו את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת (אג"ח ט') של החברה ל-'ilBB-'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי תיתכן החמרה נוספת בנזילות החברה בשל עודף התחייבויות על מקורות ותלות במכירת מניות כלל ביטוח ששווי השוק שלהן משתנה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת הדירוג משקפת את הערכתנו שחלה עלייה בסיכון לחדלות פירעון בחברה או להסדר חוב ב-12 החודשים הקרובים בעקבות הרעה בנזילות החברה, ועלייה במינוף החברה כמתבטא בשיעור LTV העולה על 100%.

בנובמבר 2019 צפויים תשלומי קרן אג"ח (סדרות י"א ו-י"ג) בסך כולל של כ-612 מיליון ₪. זאת בנוסף לשאר התחייבויות החברה (הנהלה וכלליות, ריבית) המסתכמות להערכתנו בכ-160 מיליון ₪ עד סוף השנה. מנגד, לחברה עומדים מזומנים בסך כולל של 686 מיליון ₪ (נכון ל-26 במרץ, 2019). אי לכך, להערכתנו, ללא מימוש יתרת מניות החברה בכלל ביטוח עלול להיווצר לה חוסר במקורות מימון. יצוין כי קיימת לחברה אפשרות לממן חלק מהתחייבויותיה ב-12 החודשים הקרובים ממקורות שונים כדוגמת מכירת החזקתה בחברת ישראייר, אך איננו מביאים עסקאות מסוג זה בחשבון בשלב זה, היות שהן אינן ודאיות.

בנוסף, בתשעת החודשים האחרונים חלה ירידה של כ-30% בשווי השוק של תיק הנכסים של החברה בעוד שהמדדים המובילים בהם נכללת החברה והחברות הבנות שלה הראו עלייה של 2%-9%. להערכתנו, הירידה בשווי הושפעה בעיקר מירידה של כ-30% בשווי חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש", ilBBB+/Negative)

שמניותיה משמשות כבטוחה לאיגרת חוב "דולפין אי.אל" (הלוואת מוכר), ומירידה של כ-10% בשווי מניות חברת כלל חברה לביטוח בע"מ ("כלל ביטוח", ilAA+/Stable). הירידה בשווי דסק"ש נבעה בעיקרה מירידה בשווי מניית סלקום ישראל בע"מ (ilA+/Negative) המשקפת את השחיקה המתמשכת בביצועים התפעוליים שלה וההרעה שחלה בתוצאותיה הפיננסיות בשנת 2018, אולם מותנה במקצת עם העלייה בשווי החברות הבנות שופרסל בע"מ (ilAA-/Stable) וחברה לנכסים ולבנין בע"מ (ilA/Stable). כתוצאה מהירידה בשווי השוק של תיק הנכסים, בעוד החוב נטו קטן בכ-7%, עלה יחס המינוף (LTV) מעל 100%, שיעור המצביע על ערך שלילי עבור בעלי מניות החברה.

לאחרונה פנה בעל השליטה בחברה לראש רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון ("הרגולטור") בבקשה לקבלת היתר שליטה בחברת כלל ביטוח. טרם התקבלה התייחסות הרגולטור לבקשה זו, ובשלב זה אין בידינו מידע מספק לגבי כוונות הרגולטור והתייחסותו לבקשת בעל השליטה, ואין בידנו להעריך את ההשפעה האפשרית על הדירוג.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו להיחלשות פרופיל הנזילות של החברה לנוכח חלויות החוב הגבוהות בטווח הקצר ושיעור ה-LTV הגבוה מ-100%. להערכתנו, ללא מימוש נכסים או הזרמת כספים ממקורות אחרים, החברה לא תוכל לעמוד בהתחייבויותיה ב-12 החודשים הקרובים.

התרחיש השלילי

הורדת דירוג תיתכן אם תחול התדרדרות נוספת בפרופיל הנזילות של החברה, למשל אם מחיר המימוש של מניות כלל ביטוח ירד משמעותית והחברה לא תמצא מקורות מספקים לתשלום התחייבויותיה הקרובות. התדרדרות משמעותית נוספת בביצועים התפעוליים של החברות המוחזקות אשר תשפיע לשלילה על איכות וערך תיק הנכסים ובכך תגדיל את רמת המינוף הגבוהה מלכתחילה עשויה גם היא להביא לפעולת דירוג שלילית.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את תחזית הדירוג חזרה ליציבה או אף להעלות דירוג אם החברה תשפר משמעותית את רמת הנזילות שלה, בין היתר על ידי הצגת מקורות מספקים לתשלום התחייבויותיה ב-12 החודשים הקרובים לפחות. זאת בנוסף לשיפור ברמת המינוף כמתבטא בשיעור LTV נמוך מ-80% לפחות לאורך זמן.

תיאור החברה

אי די בי חברה לפתוח בע"מ ("אי די בי") היא חברת החזקות המשקיעה בעצמה ובאמצעות חברות מוחזקות בחברות תפעוליות הפועלות בענפים שונים במשק הישראלי ובחו"ל. החזקותיה העיקריות הן החזקה של כ-25% בחברת כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל ביטוח") ואיגרת חוב "דולפין אי.אל" (הלוואת מוכר)

המובטחת בשעבוד על כ-82% ממניות דסק"ש, ובנוסף יש לה החזקות בפרויקט נדל"ן בארה"ב (טיבולי), בחברה בתחום התיירות (ישראייר) ועוד. כמו כן, לחברה חשיפה כלכלית לכ-29% נוספים ממניות כלל ביטוח בשל עסקאות החלף שביצעה החברה. אי די בי מוחזקת בעקיפין על ידי מר אדוארדו אלשטיין דרך חברות בבעלותו.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- סביבה כלכלית יציבה בישראל, עם צמיחה שנתית של 3.2%-3.4% בתמ"ג ב-12-24 החודשים הקרובים, שיעור אבטלה נמוך של כ-4% ושיעור אינפלציה שנתי של 1.5%-1.8%.
- הוצאות הנהלה וכלליות של כ-30 מיליון ₪ בשנה.
- היעדר שינויים מהותיים (מימושים או השקעות חדשות) בהרכב תיק ההשקעות הנוכחי למעט ההחזקה בכלל ביטוח.
- המשך מימוש מניות כלל ביטוח בפעימות לפי מתווה טֶרי.
- היעדר תקבולי דיבידנדים בשנתיים הקרובות.
- שימוש במזומנים הקיימים (כולל מזומנים משועבדים) והתמורה ממכירת מניות כלל ביטוח לפירעון החוב.
- היעדר השקעות חדשות ואי חלוקת דיבידנד.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, היחסים הפיננסיים העיקריים חזויים להיות כדלקמן:

- שיעור חוב נטו לשווי תיק (LTV) גבוה מ-100% ב-2019.
- יחס כיסוי כולל ([תקבולי דיבידנד + דמי ניהול + הכנסות ריבית]/[הוצאות ריבית + הוצאות הנהלה וכלליות + תשלומי דיבידנדים]) נמוך מ-1.0x.

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 ב-12 החודשים הקרובים. בהתאם למתודולוגיה שלנו, התרחיש 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 ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2019, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של 686 מיליון ₪.
- מכירת מניות כלל ביטוח לפי מתווה טרי.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב והוצאות ריבית של כ-750 מיליון ₪.
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-30 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

לחברה אין התניות פיננסיות.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מורידים את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת (סדרה ט') ל-'ilBB-', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '4', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50% (בחלק התחתון של טווח זה).
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת בהחזקה במניות סחירות של שתי חברות מתחומי פעילות שונים שהמתאם ביניהם נמוך.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2020
- תחול שחיקה מהותית בשווי השוק של ההחזקות, בין היתר בשל מיתון כלכלי עמוק בשווקים השונים בעולם שיגדיל את הלחץ התחרותי ויביא לירידת מחירים כללית.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי אין פעילות ברמת החברה וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- החברה תמחזר את חובה במסלול ההתדרדרות לכשל פירעון.
- הנושים יפעלו לממש את ההחזקות בחברות הבנות או חלק מהן, הערכה הנתמכת בסינרגיה הנמוכה בין החברות.
- יתרת המזומן שבקופה תשמש לפירעון החוב הפיננסי, עד לשנת כשל הפירעון.
- שווי תיק המניות הנוכחי יפחת ב-30% בשל הצורך במימוש מהיר.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-2,000 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1,900 מיליון ₪
- סך חוב מובטח: כ-1,610 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-293 מיליון ₪

- סך חוב לא מובטח: כ-1,260 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב המדורג הלא מובטח (אג"ח ט'): 30%-50%
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 4

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: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- 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-18 באפריל, 2019)

אי די בי חברה לפתוח בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilBB-\Negative
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ט	ilBB-
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
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	16:05 18/04/2019
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	16:05 18/04/2019
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.