Maalot
S&P Global Ratings

אי די בי חברה לפתוח בע"מ

17 במרץ, 2020

עדכון דירוג

הורדת הדירוג ל-'ilCC' בשל הערכתנו כי החברה לא תעמוד בתשלומי החוב במרץ 2020, התחזית שלילית; הורדת דירוג הסדרה הבלתי מובטחת ל-'ilC'

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..... 7

עדכון דירוג

הורדת הדירוג ל-'ilCC' בשל הערכתנו כי החברה לא תעמוד בתשלומי החוב במרץ 2020, התחזית שלילית; הורדת דירוג הסדרה הבלתי מובטחת ל-'ilC'

תמצית פעולת הדירוג

- בשבועיים הקרובים נדרשת אי די בי חברה לפתוח בע"מ ("החברה" או "אי.די.בי") לפרוע תשלומי חוב בסך כולל של כ-32 מיליון ₪. למיטב ידיעתנו, אין כיום בקופת החברה מזומנים מספיקים כדי לעמוד בפירעונות אלה, ויכולת הפירעון תלויה במימוש נכסים, מחזור חוב או הזרמת הון מידית, אשר אינם סבירים בהינתן תנאי השוק המאתגרים הנוכחיים.
- הודעת ועדת הביקורת של החברה מיום 12 במרץ, 2020, לפיה קיים חשש ממשי כי אין ביכולת החברה לשלם את התשלום הקרוב למחזיקי איגרות החוב כך שהחברה מצויה להערכת הוועדה ב"סביבת חדלות פירעון", מחזקת את הערכתנו לוודאות כמעט מוחלטת לכשל פירעון קרוב.
- דרישת הדירקטוריון מחברת האם דולפין איי אל השקעות בע"מ ("דולפין איי אל") לתשלום בסך של כ-40 מיליון ₪ בהתאם לתנאי איגרות החוב שהונפקו במועד רכישת דסק"ש אינה משנה את הערכתנו, שכן, לדעתנו, גם אם דרישה זו תיענה, בעלי סדרה ט' עשויים לדרוש את עצירת תשלומי החוב הקרובים בטענה להעדפת נושים.
- שיעור ה-LTV (loan to value) של החברה במונחי שווי שוק ממשיך לעלות בחודשים האחרונים וכיום הוא גבוה מ-200%, שיעור המצביע על ערך שלילי עבור בעלי מניות החברה .
- ב-17 במרץ, 2020, הורדנו את הדירוג של חברת ההחזקות התפעולית אי די בי חברה לפתוח בע"מ לדירוג 'ilCC' מדירוג 'ilCCC'. הורדת הדירוג עולה בקנה אחד עם תחזית הדירוג שפרסמנו ב-27 ביוני, 2019. כמו כן, הורדנו את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת (סדרה ט') של החברה ברמת דירוג (נוץ') אחת ל-'ilC' בשל הערכה לשיעור שיקום חוב של 10%-30%.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי קיימת ודאות כמעט מוחלטת שהחברה תגיע לכשל פירעון (לפי הגדרות S&P Global Ratings) בטווח המידי.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הורדת הדירוג משקפת את הערכתנו כי קיימת ודאות כמעט מוחלטת שהחברה לא תעמוד בלוח הסילוקין עד תומו לפי התנאים הנוכחיים, ובפרט בתשלומי הריבית על איגרות החוב שאמורים להיות משולמים עד סוף מרץ.

הערכתנו זו מתבססת על מקורות החברה הדלים, על ציפייתנו כי החברה לא תוכל לבצע מימושי נכסים או מחזור חוב בתנאי השוק הנוכחיים, על העלייה המתמשכת במינוף החברה ועל השווי הנכסי השלילי.

הערכתנו מקבלת משנה תוקף עם הודעת ועדת הביקורת של החברה מיום 12 במרץ, 2020, לפיה, על פי הנתונים שנמסרו לוועדת הביקורת על ידי יועציה הפיננסיים של החברה, קיים חשש ממשי כי היקף התחייבויותיה של החברה עולה על שווי נכסיה וכי אין ביכולתה לשלם את התשלום הקרוב למחזיקי איגרות החוב, כך שהחברה מצויה להערכת הוועדה ב"סביבת חדלות פירעון".

בשבועיים הקרובים (ועד לסוף מרץ 2020) נדרשת החברה לפרוע תשלומי חוב בסך כולל של כ-32 מיליון ₪. פירעונות אלה כוללים תשלום ריבית של כ-11 מיליון ₪ עבור סדרה י"ד, תשלום ריבית של כ-2 מיליון ₪ עבור סדרה ט"ו ותשלום של כ-18 מיליון ₪ להחזר הלוואה שנתנה לחברה חברת הבת שלה, ישראייר תעופה בע"מ.

מנגד, לחברה יתרות מזומן בסך של כ-2 מיליון ₪ בלבד. אי לכך, יכולת הפירעון של החברה מותנית מעשית בהבשלה של מהלכים משמעותיים שיזרימו הון לחברה, כדוגמת הזרמת הון בעלים או מימוש נכסים. אולם תנאי השוק המאתגרים מאוד, וקוצר הזמן עד לפירעונות החוב העומדים בפתח, מעצימים את הסיכון לאי ביצוע בזמן (execution risk) של המימושים המתוכננים, ולפיכך את סיכון האשראי של החברה, בטווח המידי.

מכתב ועדת הביקורת מעלה את דרישת הדירקטוריון לקבלת תשלום של כ-40 מיליון ₪, בשלב התחלתי, מחברת האם דולפין איי אל השקעות בע"מ ("דולפין") מכוח סעיף 8.2 לאיגרת החוב שהנפיקה דולפין במועד רכישתה את דיסקונט השקעות בע"מ ("דסק"ש", ilBBB/Neg) מידי אי.די.בי. לכאורה, אם דולפין תיענה לדרישה באופן מידי, יהיו לחברה המקורות המספיקים לתשלום התחייבויותיה למרץ 2020. אולם סדרה ט' של החברה, שתשלום הקרן הראשון שלה הוא בדצמבר 2020, אינה מובטחת באף שעבוד, ובהיעדר מקורות ממשיים נוספים, אנו מעריכים שקיים חשש משמעותי כי בעלי איגרות החוב מסדרה זו יטענו להעדפת נושים ויבקשו לעצור את תשלומי החוב הקרובים עד אשר יובטחו התשלומים עבורם.

האמור לעיל מחזק את הערכתנו כי צפוי כשל פירעון (דירוג 'D') של החברה ושל איגרות החוב המדורגות שלה.

יש לציין כי בחודשים האחרונים נשחק שווי השוק של החברות בתיק ההשקעות של החברה. נוסף על כך, בחודש האחרון הושפע שווי התיק מהירידות במחירי המניות של מרבית החברות בשוק כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה. כתוצאה מכך המשיך יחס המינוף (LTV) של החברה לעלות וכיום הוא גבוה מ-200%, שיעור המצביע על ערך שלילי עבור בעלי מניות החברה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי קיימת ודאות כמעט מוחלטת שהחברה תגיע לכשל פירעון (לפי הגדרות S&P Global Ratings) בטווח המידי, בין כתוצאה מאי תשלום, מכל סיבה, של חוב פיננסי במלואו ובמועד המקורי, ובין כתוצאה מהגעה להסדר חוב או פריסה מחדש של חוב קיים (distressed

exchange). מצוקת הנזילות של החברה באה לידי ביטוי בתלות מוחלטת של החברה בהזרמות הון או במימושים מהירים של נכסים לא סחירים בטווח המידי. על כן, להערכתנו, ישנה חשיפה מהותית מאד לסיכוני אי-ביצוע בזמן של מהלכים שמטבעם אינם תלויים רק בהנהלת החברה ומושפעים מתנאי השוק הנוכחיים.

התרחיש השלילי

נפעל להוריד את הדירוג ל-'D' אם החברה לא תעמוד בתשלומי החוב על פי לוח הסילוקין הנוכחי במלואם ובמועדם, לרבות אי עמידה בתשלומים בעקבות הסכמה עם הנושים (distressed exchange). בנסיבות הקיימות, כל הסדר עם נושי החברה יוגדר על ידינו ככשל פירעון, וזאת בהתאם למתודולוגיה שלנו.

התרחיש החיובי

בהינתן פרופיל הנזילות החלש והערכתנו להיעדר מקורות מימון מספקים בטווח המידי ובהינתן רמות המינוף הגבוהות של החברה, פעולת דירוג חיובית אינה סבירה בטווח הקרוב.

נזילות

אנו רואים את רמת הנזילות של אי.די.בי כ"חלשה". אנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לבין השימושים שלה יהיה נמוך משמעותית מ-1.0x בששת החודשים הקרובים. רמת הנזילות החלשה מתבססת על הערכתנו כי מקורותיה הוודאיים של החברה אינם מספיקים למימון שימושיה, בעיקר פירעון תשלומי ריבית למחזיקי האג"ח בסך כ-14 מיליון ₪ ופירעון הלוואה לחברה בת בסך של כ-18 מיליון ₪ עד סוף מרץ 2020.

בהינתן מצב השווקים המקומי והעולמי והאי ודאות השוררת בשוק, חשופה החברה לסיכוני אי ביצוע בזמן (execution risk) של תהליך מימוש הנכסים, שהוא תהליך מורכב יחסית. גם מחזור חוב או הזרמת הון מהבעלים אינם סבירים בהינתן תנאי השוק הנוכחיים.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה בששת החודשים שהחלו ב-1 במרץ, 2020, הם:

- מזומן בהיקף של 2 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב והוצאות ריבית של כ-50 מיליון ₪.
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-16 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

לחברה אין התניות על ביצועה הפיננסיים.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מורידים את דירוג סדרת האג"ח הלא מובטחת של אי.די.בי (סדרה ט') ל-'ilC', 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 נכסים.
- בחישוב שיעור שיקום החוב של החוב המובטח נכללת הבטוחה הספציפית של החוב בשווייה המופחת בעת משבר. יתרת החוב שנותרת בלתי מכוסה על ידי הבטוחה הספציפית 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: 2020
- תחול שחיקה מהותית של כ-35% בשווי השוק של ההחזקות, בין היתר בשל ההתדרדרות במצב הפיננסי של החברה והצורך במימוש מהיר של תיק ההחזקות.
- 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.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי נכסי החברה (ברוטו) בעת הפירוק: כ-590 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-560 מיליון ₪
- סך חוב מובטח (סדרה י"ד): כ-910 מיליון ₪
- שווי מובטח של הבטוחה הספציפית לטובת החוב המובטח: כ-170 מיליון ₪
- סך חוב לא מובטח (אג"ח ט') ויתרת החוב המובטח שאינה מכוסה על ידי הבטוחה הספציפית: כ-1,960 מיליון ₪.
- שווי פנוי לכיסוי חוב לא מובטח ויתרת החוב המובטח: כ-330 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: 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings , 5 ביולי, 2019
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-17 במרץ, 2020)

אי די בי חברה לפתוח בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	ilCC\Negative
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	
סדרה ט	ilC
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
מרץ 17, 2020	ilCC\Negative
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	18:11 17/03/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	18:11 17/03/2020
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.