Maalot
S&P Global Ratings

יחק להשקעות שותפות מוגבלת

19 באוקטובר, 2021

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת איגרות חוב מובטחות בהיקף של עד 200 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסטית אשראי ראשית:

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

איש קשר נוסף:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733 evgeni.silishtain@spglobal.com

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilA' להנפקת איגרות חוב מובטחות בהיקף של עד 200 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על מתן דירוג 'ilA' לאיגרות חוב בהיקף של עד 200 מיליון ₪ ע.נ. שיונפקו על ידי יחק להשקעות שותפות מוגבלת (ilA/Stable) באמצעות הנפקת סדרה חדשה, סדרת אג"ח ב', אשר תובטח על ידי שעבוד מניות חברת הבת אקויטל בע"מ (ilAA-/Stable). תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת של השותפות.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו דוח דירוג מיום 2 במרץ, 2021.

יחק להשקעות שותפות מוגבלת	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	22/02/2018	02/03/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א	ilA	22/02/2018	02/03/2021
סדרה ב	ilA	19/10/2021	19/10/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
דירוג מקדמי			
פברואר 22, 2018	NR		
ינואר 02, 2018	ilA-\Stable		
טווח ארוך			
מרץ 02, 2021	ilA\Stable		
פברואר 22, 2018	ilA-\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	10:51 19/10/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10:51 19/10/2021		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

יחק להשקעות שותפות מוגבלת

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.

Maalot
S&P Global Ratings

יחק להשקעות שותפות מוגבלת

2 במרץ, 2021

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilA' בשל ירידה עקבית במינוף; תחזית הדירוג יציבה

אנליסטית אשראי ראשית:

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

איש קשר נוסף:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733 evgeni.silishtain@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג....3
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג....4
תחזית הדירוג....5
התרחיש השלילי....5
התרחיש החיובי....6
תיאור החברה....6
תרחיש הבסיס....6
הנחות עיקריות....6
יחסים עיקריים....7
נזילות....7
התניות פיננסיות....7
צפי....7
דרישות....7
מתודולוגיה....8
התאמות לדירוג....8
ניתוח שיקום חוב....8
שיקולים עיקריים....8

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי 8
מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון 9
רשימת דירוגים 10

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilA' בשל ירידה עקבית במינוף; תחזית הדירוג יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- העלאת הדירוג משקפת את הערכתנו לשיפור בפרופיל הסיכון הפיננסי של יחק השקעות שותפות מוגבלת ("יחק" או "השותפות"). אנו מעריכים כי בהתאם ללוח הסילוקין ולתכניות השותפות לא להגדיל את החוב, ובהיעדר תכניות להשקעות חדשות או חלוקות דיבידנד, תשמור השותפות בטווח הבינוני על יחס LTV (loan to value) נמוך מ-45% עם מרווח הולם.
- בשנים האחרונות פרעה השותפות התחייבויות אג"ח בהיקף משמעותי, בעיקר באמצעות הזרמות הוניות או הלוואות בעלים. ממועד הפרסום האחרון פרעה השותפות חלויות של כ-80 מיליון ₪ בגין איגרות החוב, על פי לוח הסילוקין. התשלום האחרון, בסך של כ-165 מיליון ₪ (קרן וריבית), צפוי בדצמבר 2021.
- בהתאם להסכם השותפות, בדצמבר 2020 מימש מר מימון את האופציה הראשונה שעמדה לרשותו ורכש כ-10% נוספים מהשותפות תמורת כ-76.8 מיליון ₪, וכיום הוא מחזיק בכ-22.6% ממנה. האופציה השנייה והאחרונה שעומדת לרשותו היא לרכישת כ- 18% נוספים עד סוף 2021 תמורת כ-283.8 מיליון ₪. בהתאם למדיניות השותפות, אנו מניחים כי הזרמות הוניות אלה יהוו מקור לתשלום חלויות החוב הנותרות.
- נכון להיום שווי תיק ההשקעות מסתכם בכ-904 מיליון ₪, ירידה של 3% בהשוואה לשווי התיק במועד המעקב האחרון. אנו עדיין מעריכים את איכות האשראי של הנכסים העיקריים בקבוצה כגבוהה.
- ב-2 במרץ, 2021, העלינו את הדירוג של יחק להשקעות שותפות מוגבלת לדירוג 'ilA' מדירוג 'ilA-'. כמו כן העלינו את דירוג סדרת האג"ח של השותפות (סדרה א') לדירוג 'ilA' מדירוג 'ilA-', דירוג הזהה לדירוג השותפות.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים לא יחולו שינויים מהותיים בהרכב ובאיכות תיק הנכסים של הקבוצה כולה ושל יחק בפרט. כמו כן, תחזית הדירוג משקפת את הערכתנו כי יחק תשמור על מרווח מספק משיעור LTV של עד 45% ועל רמת נזילות הולמת לפחות.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת

השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר S&P מעלות ובאתר S&P Global Ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

העלאת הדירוג נובעת מהערכתנו לשיפור בפרופיל הפיננסי עם הירידה העקבית במינוף, בהיעדר תכניות להשקעות חדשות או חלוקות דיבידנד, ובהתחשב בלוח הסילוקין. כיום כולל מבנה החוב של יחק איגרות חוב (סדרה א') בסך של כ-165 מיליון ₪ (קרן וריבית) והלוואות בעלים בסך של כ-47 מיליון ₪ אשר, להבנתנו, אינן נושאות ריבית ותאריך הפירעון שלהן יחול לאחר פירעון סדרת האג"ח.

בשנת 2018 הנפיקה יחק, לראשונה, איגרות חוב (סדרה א') בסך של כ-400 מיליון ₪ לצורך ביצוע עסקת המיזוג משולש ההופכי ועמידה בתנאי הריכוזיות. מאז ועד היום פרעה יחק כ-240 מיליון ₪ בהתאם ללוח הסילוקין, בעיקר באמצעות הזרמות הוניות או הלוואות בעלים. ממועד המעקב האחרון פרעה יחק חלויות אג"ח בסך של כ-80 מיליון ₪. התשלום אחרון על האג"ח, בסך כ-165 מיליון ₪ (קרן וריבית), צפוי בדצמבר 2021.

במקביל חלה ירידה מסוימת בשווי תיק ההשקעות בשל ההשפעות השליליות של מגפת הקורונה, יחד עם זאת, שיעור ה-LTV של יחק פחת מכ-27% במועד המעקב האחרון לכ-22% נכון ל-1 במרץ 2021. אנו מעריכים כי בהתאם ללוח הסילוקין ולתכניות השותפות לא להגדיל את החוב, ובהיעדר תכניות להשקעות חדשות או חלוקות דיבידנד, תשמור יחק בטווח הבינוני על יחס LTV נמוך מ-45% במרווח הולם. הדירוג נתמך גם בהערכתנו לגמישות פיננסית גבוהה הנובעת מהחזקה בנכס סחיר, ומעומס חוב בינוני נמוך ברמת הקבוצה.

על אף הירידה שחלה בשנים האחרונות בהיקף איגרות החוב וההיתכנות לירידה משמעותית נוספת בדצמבר 2021, דירוג יחק מוגבל כתוצאה ממבנה ההחזקות של השותפות, הכולל החזקה נמוכה בחברת ההחזקות וריחוק מהנכסים התפעוליים בקבוצה המהווים מקור תזרימי אפשרי. כמו כן, דירוג יחק מוגבל על ידי הערכתנו לתלות גבוהה בהזרמת הון מבעלי השליטה או בדיבידנדים מחברות בנות במורד הפירמידה לצורך תשלום מקורותיה, לצד היעדר מדיניות פיננסית מוצהרת של חלוקת דיבידנדים בחברות הקבוצה (למעט חלוקת רווחים משותפות ישראמקו נגב 2). בהיעדר זרם דיבידנדים מובטח, אנו מעריכים כי יחק תציג בשנה הקרובה יחס כיסוי כולל (היחס בין תזרימי הדיבידנדים, תמלוגים ודמי הניהול שמתקבלים לבין הוצאות המטה, הוצאות מימון ותשלומי הדיבידנד לבעלי המניות) נמוך עד אפסי.

הדירוג מוגבל גם בשל הערכתנו כי קיימת תלות בשווי תיק המניות של החברות במורד הפירמידה בעקיפין ורגישות של המינוף לתנודות בשווי תיק ההחזקות, בין היתר כתוצאה משינויים בענפי הנדל"ן והאנרגיה. במהלך השנה חלה תנודתיות בשווי תיק ההחזקות ובהתאמה בשיעור ה-LTV. במהלך הירידות החדות בשוק המניות המקומי במרץ 2020, עם החששות הגוברות מהשפעות מגפת הקורונה, שווי אקויטל בע"מ (אקויטל, ilAA-/Stable) נשחק משמעותית. בהינתן רמת החוב ושיעור ההחזקה הנוכחיים, ה-LTV צפוי להיוותר נמוך מ-45% גם בהתחשב במחיר השפל של המניה בשנה האחרונה. נכון להיום, שווי תיק ההשקעות של יחק מסתכם

בכ-904 מיליון ₪, נמוך ב-3% מהשווי במועד המעקב האחרון. במהלך השנה הגדילה יחק מעט את החזקתה באקויטל, אולם השווי הכולל של התיק ירד כתוצאה משחיקה בשווי החברות במורד הפירמידה ומכאן בשווי אקויטל, בעיקר כתוצאה מההשפעות השליליות של משבר הקורונה. הירידה בשווי החברות נפטא חברה ישראלית לנפט בע"מ ('נפטא', ilAA/Stable) וישראמקו נגב 2 שותפות מוגבלת ('ישראמקו', ilAA/Stable) נבעה להערכתנו מירידות המחירים בענף הגז והנפט. הירידה בשווי חברת הבת איירפורט סיטי בע"מ ('איירפורט סיטי', ilAA/Stable/ilA-1+) נבעה להערכתנו בעיקר מחשש ללחצים שליליים בתחום הנדל"ן המניב שיובילו לירידה ב-NOI (net operating income) ולשערוכי שווי שליליים נוספים בתיק הנכסים המניבים. עם זאת, אנו מעריכים כי איכות האשראי של הנכסים העיקריים בקבוצה נותרה גבוהה.

בהתאם להסכם השותפים שנחתם בנובמבר 2019 (שתוקן ביולי 2020), חל בדצמבר 2019 שינוי בהרכב הבעלות ביחק, עם כניסתו של מר יעקב מימון כשותף. על פי ההסכם רכש מר מימון 10% מיחק תמורת כ-90 מיליון ₪ בנובמבר 2019, וקיבל אופציה לרכישת עד 40% ממניות השותפות בהדרגה, בשתי מנות עד סוף 2021. בדצמבר 2020 מימש מר מימון את האופציה הראשונה ורכש כ-10% מניות נוספות של השותפות תמורת כ-76.8 מיליון ₪. שכיום מחזיק מר מימון כ-22.6% מיחק, מר חיים צוף מחזיק כ-57.3% והמשפחות לבנת וגאון מחזיקות יחד כ-20.1%, דרך חברות בשליטתם. האופציה השנייה והאחרונה העומדת לזכותו של מר מימון היא לרכישת כ-18% נוספים עד סוף 2021 תמורת כ-283.8 מיליון ₪. לדברי השותפות, הזרמות הוניות אלה צפויות להוות מקור לתשלום חלויות האג"ח הנותרות.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים לא יחולו שינויים מהותיים בהרכב ובאיכות תיק הכנסים של הקבוצה כולה ושל יחק בפרט. כמו כן, תחזית הדירוג משקפת את הערכתנו כי יחק תשמור על מרווח מספק משיעור LTV של עד 45% ועל רמת נזילות הולמת לפחות.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם ניווכח כי חלה הרעה משמעותית בביצועים התפעוליים של החברות בקבוצה, שאף עלולה להביא לשחיקה באיכות האשראי של החברות הללו. כמו כן, נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות בפרופיל הנזילות של יחק או אם רמת המינוף תעלה על 45% לאורך זמן, בין השאר כתוצאה ממדיניות השקעות אגרסיבית או מירידה משמעותית בשווי תיק הנכסים ללא ויסות החוב בהתאם.

בנוסף, עלול להיווצר לחץ משמעותי על הדירוג אם נעריך כי היערכות השותפות לחלויות החוב אינה מספקת ובמועד, וכי פרופיל הנזילות שלה עשוי להיפגע מכך. תרחיש כזה עלול לקרות, לדוגמא, אם נעריך כי חלה היחלשות בנכונות מר מימון לממש את האופציה להגדלת החזקותיו ובכך להזרים הון לחברה במידת הצורך או בזמן מספק לפני מועד חלות האג"ח.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית כפופה בעיקר לשיפור פרמננטי בפרופיל העסקי, ובפרט להגדלת הפיזור של תיק הנכסים לאורך זמן והתקרבות נוספת לנכסים התפעוליים, היינו, השטחה נוספת של מבנה הפירמידה, תוך שמירה על מינוף נמוך. פעולת דירוג חיובית כפופה גם לקבלת תזרים דיבידנדים שוטף מהחברות הבנות במורד הפירמידה, בהתבסס על מדיניות פיננסית פומבית וסדורה, שתתרום לשיפור ביחסי כיסוי הריבית.

תיאור החברה

יחק להשקעות שותפות מוגבלת היא שותפות פרטית שנוסדה בשנת 1997 לצורך החזקת מניות חברת אקויטל בע"מ, וכיום מחזיקה בכ-31.13% מהון מניותיה (וכ-37.57% מזכויות ההצבעה). שאר בעלי המניות באקויטל הם נפטא (כ-13.3%), י.ו.א.ל ירושלים אויל אקספלוריישן בע"מ ("י.ו.א.ל.", כ-3.9%) והנאמנות The Gate Settlement Line Trust Corporation Limited (כ-6%). שאר ההחזקות באקויטל מתפלגות בעיקר בין הציבור ומשקיעים מוסדיים.

אקויטל (באמצעות בעלות מלאה על י.ו.א.ל) מחזיקה בכ-67.3% בנפטא, הפועלת בתחום האנרגיה ועוסקת בעיקר בתחום החיפוש וההפקה של נפט וגז טבעי בישראל ובארה"ב; בכ-47.6% באיירפורט סיטי, הפועלת בתחום הנדל"ן המניב והבנייה למגורים; ובכ-3.84% מיחידות ההשתתפות של ישראמקו. איירפורט סיטי ונפטא הן חברות ציבוריות הנסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב ויחד הן מהוות כמעט את כל שווי תיק הנכסים של אקויטל.

יחק מוחזקת על ידי מר יעקב מימון (כ-22.6%), מר חיים צוף (כ- 57.3%) ומשפחות לבנת וגאון (יחד, כ-20.1%) דרך חברות בשליטתם. ביולי 2020 העביר מר יעקב מימון את אחזקותיו ביחק לנאמנות The Gate Settlement Line Trust Corporation עבור בניו. על פי מתווה ההסכם שנחתם בין מר יעקב מימון ליחק, קיימת למר יעקב מימון אופציה להגדלת אחזקותיו ביחק עד לכ-40% עד סוף 2021.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צפי להתאוששות כלכלית בישראל בשנת 2021 שתתבטא בצמיחה של כ-4.5% בתמ"ג ובשיעור אינפלציה של כ-0.5%.
- תקבולים של כ-283.8 מיליון ₪ בגין הזרמת בעלים בשנת 2021 על פי צפי למימוש אופציה להגדלת החזקות שנקבעה בהסכם שנחתם בין השותפים בחברה כמפורט לעיל.
- הוצאות הנהלה וכלליות של 0.5-1.0 מיליון ₪ בשנה.
- הוצאות ריבית של 4-6 מיליון ₪.
- היעדר שינויים מהותיים (מימושים או השקעות חדשות) בתיק ההשקעות.
- איננו צופים השקעות חדשות או צורכי מימון נוספים בטווח הבינוני.

יחסים עיקריים

- יחס כיסוי כולל* נמוך מ-0.7x בשנים 2020-2021.
- יחס חוב נטו לשווי תיק (LTV) של כ- 22% נכון ל-1 במרץ, 2021, ונמוך מ-45% בשנים 2021-2022.

*יחס כיסוי כולל = היחס בין תקבולי דיבידנד, דמי ניהול, תמלוגים והכנסות ריבית לבין הוצאות מימון, הוצאות המטה ודיבידנדים ששולמו.

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של יחק כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות השותפות לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 בינואר, 2021. הערכתנו זו מסתמכת על מזומן בקופה והזרמות בעלים כתוצאה מהערכתנו כי מר יעקב מימון יממש במהלך 2021 את האופציה שניתנה לו להגדלת חלקו בשותפות. אף כי קיים פוטנציאל לדיבידנד מחברות בנות במורד הפירמידה ותיק הנכסים נזיל, איננו מביאים זאת בחשבון בתחשיב הנזילות. כמו כן, פרופיל הנזילות נתמך במדיניות הפיננסית של השותפות לשמירה על יתרות מזומן הולמות בהשוואה לתשלומי הריבית הצפויים.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות יחק ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021, הם:

- מזומן והשקעות לזמן קצר בהיקף של כ-12 מיליון ₪.
- תקבולים בגין הזרמת בעלים בסך של כ-280 מיליון ₪ (בהתאם להסכם השותפים).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של יחק לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) בהיקף של כ-165 מיליון ₪.
- הוצאות הנהלה וכלליות של כ-0.5-1.0 מיליון ₪.

התניות פיננסיות

צפי

להבנתנו, נכון ל-30 בספטמבר, 2020, יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות שלה, ואנו צופים כי היא תשמור על מרווח הולם (יותר מ-15%) בטווח הקרוב.

דרישות

לחברה התניות פיננסיות כלפי מחזיקי האג"ח הכוללות, בין היתר, שמירה על שיעור LTV נמוך מ-45%, על הון עצמי שלא יפחת מ-250 מיליון ₪ ועל יחס הון למאזן שלא יפחת מ-40%.

מתודולוגיה

יחק מחזיקה בבעלותה נכס יחיד (גרעין שליטה בהון המניות של אקויטל) ועל כן אינה עומדת בקווים המנחים לניתוח סיכוני האשראי שלה תחת המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות החזקה (החזקה בנכסים בלפחות שני תחומי פעילות). יחד עם זאת, יחק עומדת בכל התנאים האחרים לצורך הגדרתה כחברת החזקה, ולפיכך, לדעתנו, השימוש בעקרונות הבסיסיים של המתודולוגיה לדירוג חברות החזקה מספק הבנה משמעותית של מיצובה העסקי והפיננסי.

לפיכך, דירוג יחק כחברת החזקה מתאפשר על פי המתודולוגיה "עקרונות הדירוג של S&P" המשמשת במקרים בהם קיימת אי עמידה מסוימת בקריטריונים לשימוש במתודולוגיה פרטנית.

התאמות לדירוג

נזילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מעלים את דירוג סדרת אג"ח א' המובטחת של יחק להשקעות שותפות מוגבלת לדירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '3'.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 50%-70% על אף המוצג במפל התשלומים, בשל מבנה האחזקות הקיים המשקף ריחוק מהמניות של החברות התפעוליות, חשיפה לביצועים פיננסיים של ההחזקות במורד הפירמידה והתלות בנכס בודד.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- תחול שחיקה מהותית בשווי השוק ובסחירות של ההחזקות במורד הפירמידה, בין היתר בשל מיתון כלכלי עמוק בשווקים השונים בעולם, שיתבטא, בין היתר, בהתדרדרות בענפי האנרגיה והנדל"ן ויוביל לשחיקה מהותית בשווי השוק ובסחירות של החזקות השותפות.
- השותפות תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי ברמת יחק אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקה במניות אקויטל ומהחזקה עקיפה במניות.
- השותפות תמחזר את חובה במסלול ההתדרדרות לכשל פירעון.

- ביום כשל הפירעון יעמוד שיעור ה-LTV של השותפות על כ-55% (בהתאם להתניה הפיננסית בשטר האג"ח) בעקבות ירידה חדה בשווי השוק של מניות אקויטל (ההחזקה הישירה של השותפות). על שווי זה הנחנו הפחתה נוספת של כ-30% בשל הצורך במימוש מהיר.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-264 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-250 מיליון ₪
- סך חוב מובטח: כ-162 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח: 100%
- דירוג שיקום חוב לחוב מובטח (1 עד 6): 3 (מוגבל כמפורט לעיל)

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 - כללי: עקרונות הדירוג של S&P , 16 בפברואר, 2011
- 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
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

יחק להשקעות שותפות מוגבלת	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilA\Stable	22/02/2018	04/03/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה א	ilA	22/02/2018	04/03/2020
היסטוריית דירוג המנפיק			
דירוג מקדמי			
פברואר 22, 2018	NR		
ינואר 02, 2018	ilA-\Stable		
טווח ארוך			
מרץ 02, 2021	ilA\Stable		
פברואר 22, 2018	ilA-\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	13:56 02/03/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	13:56 02/03/2021		
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.