Standard & Poor's
Maalot
S&P Global

אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ

26 בפברואר, 2017

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilBB' כתוצאה משיפור בפרופיל הנזילות וביחס ה-LTV; תחזית דירוג 'מתפתחת' לנוכח אי ודאות לגבי ההחזקה בחברת כלל החזקות ביטוח

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנליסט אשראי משני:

מתן בנימין, 972-3-7539731 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilBB' כתוצאה משיפור בפרופיל הנזילות וביחס ה-LTV; תחזית דירוג 'מתפתחת' לנוכח אי ודאות לגבי ההחזקה בחברת כלל החזקות ביטוח

תמצית

- חל שיפור בפרופיל הנזילות של החברה בעיקר כתוצאה מהנפקת החוב האחרונה שביצעה החברה בהיקף של 1.06 מיליארד ₪. לחברה מקורות מספקים לעמוד בהתחייבויותיה עד אמצע שנת 2018.
- חל שיפור ביחס ה-LTV (loan-to-value) של החברה והוא עומד כיום על כ-75%-80%, לעומת מעל 100% במועד העדכון הקודם. זאת על רקע עלייה משמעותית בשווי השוק של חברות הפורטפוליו.
- אנו מעלים את הדירוג של חברת ההחזקה התפעולית אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ל-'ilBB' מ-'ilCCC'.
- תחזית הדירוג המתפתחת משקפת את אי הוודאות ביחס להליך המשפטי המתקיים לגבי אופן המימוש של החזקת החברה בכלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל ביטוח", ilAA+/Stable). להערכתנו קיים סיכון שמימוש הדרגתי של המניות אשר יוביל לירידה בשווי השוק עלול לגרום להרעה ביחס ה-LTV. מנגד, קיים פוטנציאל לשיפור בפרופיל הנזילות וביחס ה-LTV כתוצאה ממימוש מניות כלל ביטוח בתנאים הולמים.

פעולת הדירוג

ב-26 לפברואר, 2017, העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של חברת ההחזקה התפעולית אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ל-'ilBB' מ-'ilCCC'. תחזית הדירוג מתפתחת.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג של אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ("אי.די.בי. פתוח"), משקפת את השיפור בפרופיל הנזילות של החברה, בעיקר כתוצאה מהנפקת איגרות החוב החדשות שביצעה החברה ב-15 בפברואר, 2017 (סדרה י"ג בסך כולל של כ-1.06 מיליארד ₪). מכיוון שתרחיש הבסיס שלנו מניח כי החברה תאיץ את פירעונות החוב לבנקים ולמוסדיים בשנת 2017, אנו מעריכים כי בשנה זו יהיו לה עומס פירעונות של 1.1 מיליארד ₪, כולל תשלומי קרן וריבית בסכום כולל של 0.5 מיליארד ₪ לבנקים ומוסדיים ו-0.6 מיליארד ₪ לבעלי האג"ח. התשלומים הגדולים יותר צפויים בחודשים פברואר, יוני ודצמבר. על פי תרחיש הבסיס שלנו, הנפקת האג"ח בתוספת יתרות המזומן של החברה מספיקים לכיסוי התחייבויות החברה עד יוני 2018, וזאת ללא קבלת דיבידנדים מחברות בנות ומימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות של החברה . אולם ניכר כי החברה תיאלץ למצוא מקורות מימון נוספים להשלמת הפער שנוצר בין המקורות לשימושים החל מהמחצית השנייה של 2018.

אנו רואים בחיוב את העובדה כי בשנים האחרונות נהנתה החברה מתמיכה מתמשכת מצדו של בעל השליטה שהזרים כספים בהיקף מהותי לצורך עמידה בתשלומי החוב. בנוסף, השיפור שחל בנגישותה של החברה לשוק ההון כמתבטא בגיוסי החוב המוצלחים שביצעה לאחרונה מהווה גם הוא גורם תומך בנזילות החברה להערכתנו. כמו כן, אנו רואים בתמורה הפוטנציאלית הצפויה מעסקת מכירת ישראייר, אם תושלם, ובדיבידנדים פוטנציאליים מחברות בנות גורמים התומכים ברמת הנזילות. על אף האמור, מקורות אלו אינם נכללים בתרחיש הנזילות הבסיסי שלנו בשל אי ודאות לגבי התקיימותם.

העלאת הדירוג משקפת גם את השיפור שחל ביחס ה-LTV (loan-to-value) של החברה, אשר עומד כיום על כ-75%-80%, לעומת מעל 100% במועד העדכון הקודם. שיפור זה נובע בעיקר מעלייה בשווי השוק של חברות הפורטפוליו ומירידה קלה בהיקף החוב. להערכתנו, השיפור ביחס ה-LTV של החברה נבע בעיקרו מעלייה משמעותית בשווי השוק של חברת הבת חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש", ilBBB/Stable) (בעיקר עקב עלייה במחיר המניות של מרבית החברות בתיק של דסק"ש והרווח הגבוה ממכירת מניות חברת אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ ("אדמה", ilAA-/Stable)) וכן מעלייה בשווי השוק של חברת כלל ביטוח.

ההליך המשפטי בנוגע לאופן היישום של המתווה למימוש החזקות החברה בכלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ טרם הושלם. בהתאם למתווה המפקחת על הביטוח שפורסם ב-31 בדצמבר, 2014, החזקות החברה במניות השליטה בכלל ביטוח יימכרו במנות של 5% לפחות כל ארבעה חודשים. מכירה כזו יכולה אמנם לייצר תזרים מסוים לחברה בטווח הזמן הקרוב, אך אנו מעריכים כי התמורה שתתקבל צפויה להיות נמוכה יחסית למכירת השליטה, עקב העדר פרמיית שליטה במכירה מסוג זה. יחד עם זאת, לא ניתן לשלול מכירה של גרעין השליטה בידי החברה גם במקרה של מכירת מניות כלל ביטוח במנות. תחזית הדירוג המתפתחת משקפת את אי הוודאות לגבי המשך התהליך והשפעתו על הרכב החברות בתיק החברה, על פרופיל הנזילות ועל רמת המינוף.

נזילות

נזילות החברה מוגדרת כ'פחות מהולמת' על פי המתודולוגיה שלנו. כאמור, תרחיש הבסיס הנוכחי אינו כולל הזרמת הון מצד בעל השליטה או קבלת תמורה ממכירת ישראייר, לנוכח אי הוודאות לגבי התקיימותם. כמו כן, בעוד שאנו רואים בחיוב את השיפור שחל בנגישותה של החברה לשוק ההון כמתבטא בהשלמת מספר גיוסי חוב בחודשים האחרונים, הרי שבהתאם למתודולוגיה שלנו, איננו כוללים בתרחיש הבסיס שלנו גיוסי חוב נוספים, לרבות אפשרות להרחיב את סדרה י"ב המגובה בשעבוד על מניות דסק"ש. דיבידנדים מחברות בנות ומימוש אופציות למניות חברות בנות לא נכללו גם הם בתרחיש בשל אי הוודאות לגבי התקיימותם. למרות זאת, יש לציין כי לפי הנחות העבודה שלנו, תיתכן חלוקת דיבידנד מדסק"ש במחצית הראשונה של שנת 2017, בעיקר כתוצאה מרמות המזומנים שברשות החברה כתוצאה ממכירת חברת אדמה.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות ברמת ודאות גבוהה העומדים לרשות החברה לתקופה שבין 1 לפברואר, 2017, ל-31 בינואר, 2018, הם:

- יתרות מזומנים ושווה מזומנים של כ-200 מיליון ₪ (יתרת המזומנים כוללת כ-85 מיליון ₪ המצויים בפיקדון לטובת אג"ח י"א ומשיכתם תלויה במתן שעבוד של כ-5% ממניות כלל לטובת מחזיקי אג"ח י"א);
- הנפקת אג"ח חדשות (סדרה י"ג) בסך של 1.06 מיליארד ₪;

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) בהיקף של כ-1.1 מיליארד ₪;
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-30 מיליון ₪.

מנגד נציין שהערכתנו לנזילות החברה מושפעת לשלילה מהיקף פירעונות החוב הגבוה בשנים הקרובות ומהתלות בטווח הארוך במחזור חוב, מימוש נכסים או הזרמת הון, וכן מהחרגה של הפרה מתמשכת של מספר התניות פיננסיות מול חלק מהגורמים המממנים אשר הובילה להכללה של הערת 'עסק חי' בדוחותיה הפיננסיים של החברה. נציין כי החברה מבצעת מספר צעדים הצפויים להוביל לביטול התחייבויותיה להתניות הפיננסיות ולמחיקת הערת העסק החי מדוחותיה הכספיים.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג המתפתחת משקפת את אי הוודאות לגבי ההשפעה העתידית של ההליך המשפטי המתקיים לגבי אופן המימוש של החזקת החברה בכלל ביטוח. להערכתנו קיים סיכון שמימוש הדרגתי של המניות אשר יוביל לירידה בשווי השוק עשוי לגרום להרעה ביחס ה-LTV. מנגד, קיים פוטנציאל לשיפור בפרופיל הנזילות וביחס ה-LTV כתוצאה ממימוש מניות כלל ביטוח בתנאים הולמים. אנו רואים ביחס LTV נמוך מ-90% כהולם את רמת הדירוג הנוכחית.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם ניווכח שהמתווה למימוש כלל ביטוח מוביל לירידה ביחס ה-LTV לרמה נמוכה מ-80% ובידי החברה מקורות מספקים לעמוד בהתחייבויותיה בשנת 2018.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם ייושם מתווה לפיו ימומשו מניות כלל ביטוח בתנאים לא אופטימליים וכתוצאה מכך תחול עלייה ביחס ה-LTV. הורדת דירוג תיתכן גם אם החברה לא תתקדם במציאת מקורות לכיסוי כל התחייבויותיה בשנת 2018 וכתוצאה מכך תחול התדרדרות ברמת הנזילות.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב- CW, 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: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה, 1 בדצמבר, 2015
- מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 1 ביוני, 2016
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 18 באוגוסט, 2016
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016
- מתודולוגיה- עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013

פרטים כלליים (נכון ל-26 בפברואר, 2017)

אי.די.בי חברה לפתוח בע"מ

דירוג(י) המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך	ilBB/Developing

דירוג(י) הנפקה

חוב בכיר בלתי מובטח

סדרה ז,ט,י	ilBB

היסטוריית דירוג המנפיק

דירוג מקומי - טווח ארוך

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	17:32 26/02/2017
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17:32 26/02/2017
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.
לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר סטנדרד אנד פורס 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 סטנדרד אנד פורס 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.

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.