

# אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ

---

27 ביולי, 2017

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'BBB' כתוצאה משיפור בפרופיל  
הנזילות; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

תמר שטיין, 972-3-7539721 [tamar.stein@spglobal.com](mailto:tamar.stein@spglobal.com)

אנליסט אשראי משני:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 [hila.perelmuter@spglobal.com](mailto:hila.perelmuter@spglobal.com)

## תוכן עניינים

---

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

## עדכון דירוג

# העלאת דירוג ל-'BBB' כתוצאה משיפור בפרופיל הנזילות; התחזית יציבה

### תמצית

- פרופיל הנזילות של אי.די.בי חברה לפתוח בע"מ השתפר, בעיקר כתוצאה מהנפקת החוב האחרונה שביצעה החברה בהיקף של 0.64 מיליארד ש"ח, פירעון מוקדם של חלק מהתחייבויותיה הפיננסיות ודיבידנדים מחברת הבת דסק"ש. כיום יש לחברה מקורות מספקים לעמוד בהתחייבויותיה עד נובמבר 2019.
- החברה עומדת בהתניות הפיננסיות המעודכנות שנתרו לה מול הגורמים המממנים, וכתוצאה מכך הוסרה הערת העסק החי מדוחותיה הכספיים.
- חל שיפור נוסף ביחס ה-LTV (loan-to-value) של החברה והוא עומד כיום על כ-70%-75% לעומת 80% בשנת 2016. זאת על רקע שיפור נוסף בשווי השוק של החברות הבנות דסק"ש וכלל ביטוח.
- אנו מעלים את הדירוג של חברת ההחזקה התפעולית אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ל-'BBB' מ-'BB'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור בטווח הקרוב על פרופיל נזילות הולם ועל יחס ה-LTV הנוכחי. אנו עדיין רואים אי ודאות לגבי אופן המימוש של כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ ("כלל ביטוח", ilAA+/Stable). אולם אנו מעריכים כי החברה תפעל למיתון החשיפה הנובעת מכך. אנו רואים יחס LTV נמוך מ-80% כהולם את רמת הדירוג הנוכחית.
- בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי המתווה שהציעה החברה ליישום השלב הראשון של חוק הריכוזיות, שצפוי להסתיים עד סוף 2017, לא יוביל לשינוי כלכלי שעשוי להשפיע לשלילה על נושי החברה או על פעילותה. יחד עם זאת, נציין כי בשלב זה איננו משקללים בדירוג מהלכים אפשריים הנוגעים ליישום השלב השני בחוק הריכוזיות בקבוצה, שאמור להסתיים עד סוף 2019, מפאת אי הוודאות לגבי אופן ביצועם.

### פעולת הדירוג

ב-27 ביולי, 2017, העלתה S&P מעלות את הדירוג של חברת ההחזקה התפעולית אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ל-'BBB' מ-'BB'.

### שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג של אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ("אי.די.בי. פיתוח") משקפת בעיקר את השיפור בפרופיל הנזילות של החברה ואת נגישותה הטובה לשוק ההון.

במהלך התקופה האחרונה ביצעה החברה מספר הנפקות חוב, שהאחרונה שבהן היתה ב-23 ביולי, 2017 (סדרה י"ד בסך כולל של כ-642 מיליון ש"ח). כמו כן האיצה החברה את פירעונות החוב ופרעה 136 מיליון ש"ח מאג"ח סדרה י"ג. כתוצאה מכך, אנו מעריכים כי ב-12 החודשים המסתיימים ב-30 ביוני, 2018, יהיו לחברה פירעונות של 0.7 מיליארד ש"ח, כולל תשלומי ריבית בסכום של 0.2 מיליארד ש"ח. על פי תרחיש הבסיס שלנו, הנפקת האג"ח בתוספת יתרות המזומן של החברה ותשלומי דיבידנד בסך 0.1 מיליארד ש"ח צפויים מחברת הבת חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש") מספיקים לכיסוי התחייבויות החברה עד נובמבר 2019, וזאת ללא קבלת דיבידנדים נוספים מחברות בנות אחרות ומימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות של החברה. נציין כי החברה תיאלץ למצוא מקורות

מימון נוספים לתשלום עומס פירעונות כבד של 1.4 מיליארד ₪ הצפוי בנובמבר 2019, אולם פירעונות אלה הם מעבר לאופק הדירוג שלנו.

אנו רואים בחיוב את העובדה כי בשנים האחרונות נהנתה החברה מתמיכה מתמשכת מצדו של בעל השליטה שהזרים כספים בהיקף מהותי לצורך עמידה בתשלומי החוב. אולם בתרחיש הבסיס שלנו איננו מניחים הזרמות כספים נוספות בטווח הנראה לעין לנוכח רמת הנזילות של החברה למעט הזרמת הבטוחות לטובת יישום חוק הריכוזיות לפי המתווה המוצע על ידי החברה. השיפור שחל בנגישותה של החברה לשוק ההון כמתבטא בגיוסי החוב המוצלחים שביצעה לאחרונה מהווה גם הוא גורם תומך בנזילות החברה. כמו כן, אנו סבורים שהתמורה הפוטנציאלית הצפויה מעסקת מכירת ישראייר, אם תושלם, ודיבידנדים פוטנציאליים מחברות בנות יתמכו ברמת הנזילות. על אף האמור, מקורות אלו אינם נכללים בתרחיש הנזילות הבסיסי שלנו בשל אי ודאות לגבי התקיימותם או מועדם.

העלאת הדירוג משקפת גם את השיפור הנוסף שחל ביחס ה-LTV (loan-to-value) של החברה, אשר עומד כיום על כ-70%-75% לעומת 80% בשנת 2016. שיפור זה נובע מעלייה בשווי השוק של חברת הבת דסק"ש, מעלייה בשווי השוק של חברת כלל ביטוח בקיזוז הירידה בהיקף ההחזקה בה ומירידה קלה בהיקף החוב.

ההליך המשפטי בנוגע לאופן היישום של המתווה למימוש החזקות החברה בכלל ביטוח 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. במאי 2017, בהתאם למתווה, מכרה החברה 5% מהחזקותיה בכלל ביטוח ובמקביל התקשרה בעסקת החלף לתקופה של שנתיים. על פי הנחיית המפקחת על הביטוח, על החברה למכור 5% נוספים עד ספטמבר 2017. במאי 2017 שחררה החברה משעבוד כ-9% נוספים מהחזקותיה בכלל ביטוח, דבר שהגביר את גמישותה הפיננסית. המשך יישום המתווה עשוי אמנם לייצר תזרים מסוים לחברה בטווח הזמן הקרוב, אך אנו מעריכים כי התמורה שתתקבל צפויה להיות נמוכה יחסית למכירת המניות כחלק ממכירת גרעין שליטה, עקב העדר פרמיית שליטה במכירה מסוג זה. יחד עם זאת, לא ניתן לשלול מכירה של גרעין השליטה גם במקרה של מכירת מניות כלל ביטוח במנות.

על פי החוק לקידום התחרות ולצמצום הריכוזיות ("חוק הריכוזיות"), החברה פועלת לקיפול שכבות בקבוצה בשני שלבים, הראשון אמור להסתיים עד סוף 2017. החברה הציעה מתווה לביצוע השלב הראשון, לפיו היא תמכור את כל מניותיה בדסק"ש (70.9%) לחברה חדשה בשליטת מר אדוארדו אלשטיין תמורת הלוואת מוכר במלוא גובה תמורת המכירה. בתמורה תעמיד החברה החדשה ערבות לנושי החברה כך שהלוואת המוכר והערבות יובטחו בשעבוד ראשון ושני, בהתאמה, על המניות הנמכרות ועל נכסים סחירים נוספים. הלוואת המוכר והערבות יהיו עם זכות חזרה לנכסים המשועבדים בלבד.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי במתווה המוצע לא יחול שינוי כלכלי שעשוי להשפיע לשלילה על נושי החברה או על פעילותה. יחד עם זאת, נציין כי המתווה טרם קיבל אישורים סופיים. בנוסף, בשלב זה איננו משקללים בדירוג מהלכים אפשריים נוספים הנוגעים ליישום השלב השני בחוק הריכוזיות בקבוצה, שאמור להסתיים עד סוף שנת 2019, מפאת אי הוודאות לגבי אופן ביצועם. ככל שמהלכי הקבוצה יתבהרו בנוגע לקיפול השכבות בקבוצה, אנו נבחן את השפעתם על דירוג החברה.

## נזילות

נזילות החברה היא 'הולמת' על פי המתודולוגיה שלנו. כאמור, תרחיש הבסיס הנוכחי אינו כולל קבלת תמורה ממכירת ישראייר, היות שהעסקה טרם אושרה על ידי כל הגורמים הרלוונטיים, ואינו כולל את מימוש פרויקט טיבולי בשל אי הוודאות לגבי מימושו והתמורה בגינו. 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 עתידיים נוספים. דיבידנדים

מחברות בנות לא נכללו גם הם בתרחיש בשל אי הוודאות לגבי התקיימותם, מלבד הדיבידנד מדסק"ש שיחולק ברבעון השלישי של 2017 לפי הודעת החברה.

בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו, היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 ביולי, 2017. למעשה, על פי תרחיש הבסיס שלנו ובכפוף לגיוסי החוב שביצעה החברה, לפירעון מוקדם של חלק מהתחייבויותיה ולדיבידנדים מדסק"ש, אנו מעריכים כי לחברה מקורות המספיקים לכיסוי כל התחייבויותיה עד נובמבר 2019.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות ברמת ודאות גבוהה העומדים לרשות החברה לתקופה שבין 1 ליולי, 2017, ל-30 ביוני, 2018, הם:

- יתרות מזומנים ושווה מזומנים של כ-1.2 מיליון ₪
- הנפקת אג"ח חדשות (סדרה י"ד) בסך של 0.6 מיליארד ₪ – בוצעה ביולי 2017;
- תקבולי דיבידנדים צפויים מדסק"ש בסך של כ-0.1 מיליארד ₪ – הוכרזו וישולמו במהלך הרבעון השלישי של 2017.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) בהיקף של כ-0.7 מיליארד ₪;
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-35 מיליון ₪.

כמו כן, ראוי לציין כי במהלך התקופה חתמה החברה על התניות פיננסיות מעודכנות מול חלק מהגורמים המממנים, ונכון ל-31 במרץ, 2017, החברה עומדת בכל ההתניות במרווח גבוה. בהתאמה, הוסרה הערת העסק החי מדוחותיה הכספיים.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על פרופיל נזילות הולם ועל יחס ה-LTV הנוכחי. אנו עדיין רואים אי ודאות לגבי אופן מימוש של החברה בכלל ביטוח, אולם אנו מעריכים כי החברה תפעל למיתון החשיפה הנובעת מכך. אנו רואים יחס LTV נמוך מ-80% כהולם את רמת הדירוג הנוכחית.

נציין כי בשלב זה איננו משקללים בדירוג מהלכים אפשריים הנוגעים ליישום חוק הריכוזיות בקבוצה, מפאת אי הוודאות לגבי אופן ביצועם. ככל שמהלכי הקבוצה יתבהרו בנוגע לקיפול השכבות בקבוצה, אנו נבחן את השפעתם על דירוג החברה.

### התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תוריד את רמות המינוף שלה כמתבטא ביחס LTV נמוך מ-60% תוך שמירה על מקורות מספקים לעמוד בהתחייבויותיה בשנים 2018-2019.

### 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 2019 וכתוצאה מכך תחול התדרדרות ברמת הנזילות שלה.

## 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: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 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: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה](#), 1 בדצמבר, 2015
- [ארכיון מתודולוגיה: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 1 ביוני, 2016
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 26 ביוני, 2017
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016

**פרטים כלליים (נכון ל-27 ביולי, 2017)**

אי.די.בי חברה לפיתוח בע"מ	
<b>דירוג(י) המנפיק</b>	דירוג מקומי - טווח ארוך
ilBBB-/Stable	
<b>דירוג(י) הנפקה</b>	חוב בכיר בלתי מובטח
ilBBB-	סדרה ז, ט, י
<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b>	דירוג מקומי - טווח ארוך
ilBBB-/Stable	יולי 27, 2017
ilBB/Developing	פברואר 26, 2017
ilCCC/Negative	ינואר 11, 2016
ilB/Negative	פברואר 26, 2015
ilBB/Negative	יולי 02, 2014
D	יוני 14, 2013
ilCC/Negative	יוני 04, 2013
ilB/Negative	ינואר 17, 2013
ilBB/Watch Neg	ספטמבר 19, 2012
ilBBB+/Negative	מאי 13, 2012
ilA-/Stable	אוקטובר 31, 2011
ilA-/Watch Neg	ספטמבר 21, 2011
ilA+/Negative	ינואר 03, 2011
ilA+/Stable	יולי 29, 2009
ilAA/Watch Neg	נובמבר 30, 2008
ilAA/Stable	דצמבר 12, 2006
ilAA	מאי 01, 2002
ilAA+	יוני 01, 2001
ilAAA	מאי 01, 2000
<b>פרטים נוספים</b>	
19:41 27/07/2017	זמן בו התרחש האירוע
19:41 27/07/2017	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

#### 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](http://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, "יחידו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחידו", "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחידו", "הצדדים (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 S&P .AS-IS 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 ונדע 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 שבטובתה, 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 מהחמתים 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](http://www.maalot.co.il) ובאתר S&P, בכתובת [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.