

[גור חלון](#)



תשובה לא לבד: עלייה במספר החברות שפונות לבנקים ולמחזיקי אג"ח בבקשה להקלות בתנאי החוב שלהן

בתוך שבועות ספורים פנו מספר דו-ספרתי של חברות בורסאיות בבקשה לשינויים או ויתורים באמות המידה הפיננסיות שלהן התחייבו • איציק עידן מחברת הייעוץ קליר סטרקצ'ר: "בהרבה מקרים הבקשות קשורות לקובננטים המתייחסים לרווחיות, וזאת בשל ההאטה בפעילות שיוצרת צפי לירידה ברווחים"

אביב לוי 25/6/20

אחת מתופעות הלוואי של הנזקים הכספיים האדירים שגרם (ועוד יגרם) משבר הקורונה, היא פנייתן באחרונה של כמה מהחברות הנסחרות בבורסת תל אביב לבעלי החוב שלהן - מחזיקי האג"ח והבנקים - בבקשות לשינויים או ויתורים (לתקופות זמן שונות) של אמות המידה הפיננסיות שאליהן התחייבו בעת קבלת החוב.

לטבלת הפרות ובקשות בולטות הנוגעות לאמות מידה פיננסיות מהתקופה האחרונה ?

עם הפונות בבקשות לויתורים ושינוי אמות מידה פיננסיות שאליהן התחייבו, נמנות חברות מענפי פעילות שונים. חלקן חברות בעלות דומיננטיות גבוהה בענפי פעילותן, הנסחרות במדדי הבורסה המובילים ושוויין כמה מיליארדי שקלים, כמו פתאל החזקות, וחלקן חברות קטנות יחסית, בשווי של כמה עשרות מיליוני שקלים, כמו חברת תפרון.

תפרון היתה גם האחרונה בין הפונות בבקשות לבעלי החוב, בעדכון שלפיו חתמה על תיקון להסכם מימון מול בנק HSBC במטרה "לסייע לחברה נוכח השפעות הקורונה". יצרנית מוצרי ההלבשה התחתונה ובגדי הספורט, שנמצאת בשליטת משפחת ליברמן הקנדית, סיכמה על דחיית הפירעון השוטף של קרן הלוואה לזמן ארוך שקיבלה מ-HSBC קנדה, תוך תיקון התחייבויותיה לקיום אמות מידה פיננסיות של יחס חוב ל-EBITDA (רווח לפני הוצאות ריבית, מס והפחתות) ויחס כיסוי לשירות חוב. זאת, נוסף על עוד כמה הסכמות בין הצדדים, שכללו גם העמדת קו אשראי על פי תוכנית סיוע מיוחד של ממשלת קנדה בקשר לקורונה.

העדכון של תפרון הגיע ימים ספורים לאחר שחברת האנרגיה בזן עדכנה על חתימת כתב ויתור מול המערכת הבנקאית. במסגרת זו יקלו הבנקים על בזן באמת מידה של חוב ל-EBITDA שלה התחייבה לתקופה מוגבלת, במטרה לחזק את יציבותה הפיננסית של בזן, והחברה מצדה התחייבה להגדיל את יתרת המזומנים הנדרשת לפי אותם הסכמי מימון.

עם החברות הציבוריות שפנו למממנים, נמנות גם קבוצת דלק של יצחק תשובה, חברות הפרויקטים של אחים יעקובי ואורד, חברת הנדל"ן מליבו, חברת הנדל"ן המניב אפי נכסים (בקשר לנכס ספציפי שלה) וכן חברת מהדרין. גם חברת ביצוע הפרויקטים ח. מר של קרן פימי, שכבר זמן ממושך מקבלת את אישורי הבנקים לשינוי באמות מידה שלהן התחייבה, נוכח מצבה הפיננסי המאתגר, פנתה שוב לבנקים, אחרי ששוב לא עמדה בתנאים שסיכמה מולם.

כך, בתוך זמן קצר נרשם מספר דו-ספרתי של חברות בבורסה שעדכנו בנושא זה, חלקן לאחר תהליך שכבר השלימו בשבועות האחרונים, וחלקן בתחילת התהליך. במבט קדימה, הצפי הוא כי עוד לא מעט חברות עשויות להצטרף אליהן בתוך זמן לא רב, לנוכח הקפאת הפעילות או צמצום ניכר שלה, מצוקת המזומנים שהיא יוצרת, וההרעה במצבן הפיננסי של החברות.

"מדובר בחברות ממונפות יחסית"

איציק עידן, שותף בחברת הייעוץ קליר סטרקצ'ר, המתמחה גם בחברות בהסדרי חוב וחדלות פירעון, אומר כי "מה שמאפיין את החברות בגל הזה, הוא שמדובר בדרך כלל בחברות ממונפות יחסית, שמתקשות לעמוד באמת המידה הקשורה ל-EBITDA".

לדבריו, "בהרבה מהמקרים האחרונים הבקשות לשינויים קשורות לקובננטים המתייחסים ל-EBITDA, שקשורה באופן ישיר לרווחיות החברות, וזאת בשל ההאטה בפעילות שיוצרת צפי לירידה ברווחים, ובהתאם תשפיע על ה-EBITDA".

בעוד כמה מהחברות הפונות בבקשה לויתור זמני על אמת מידה, עושות זאת על סמך ציפיות עתידיות להרעה ביחסים הפיננסיים שלהן, ובבקשתן מנסות להימנע מבעיות עתידיות, כשהן שואפות לתיקון המצב בתמיכת התאוששות השווקים והצמיחה הכלכלית, חלק מהחברות שפנו לבעלי חובן, עשו זאת כשהן כבר נמצאות במצב פיננסי מאתגר. בהתאם, גם בחלק מהמקרים מדובר בפנייה חוזרת של החברות לבעלי חובן, ובתהליך ארוך וממושך בין הצדדים, בעוד כמה מהחברות מקבלות את הסכמת מחזיקי האג"ח או הבנקים בסיומו של מו"מ מהיר, ובדרך כלל מסכמות על מועד מוגבל לויתור על העמידה באמות המידה שלהן נדרשו.

עידן מחלק את החברות הפונות לשתי קבוצות: חברות שמצבן הורע באופן מהיר וחד בהשפעות הקורונה, כמו פתאל החזקות, שפעילותה הושבתה לגמרי; וחברות "שמצבן עוד לפני הקורונה לא היה משובח, והקורונה היתה המסמר האחרון בארון שלהן, שהוביל להידרדרות".

המגיעים עם המחזיקים זוכים לכותרות

הפניות של אותן חברות מתחלקות בין כאלה המבקשות הקלות או שינויים בתנאים שלהם התחייבו מול מחזיקי האג"ח, ובין חברות המסכמות על שינויים או הקלות בקשר להלוואות שלקחו ממוסדות פיננסיים - בעיקר בנקים. אמנם בשני המקרים הרציונל דומה - ויתור על עמידה באמות מידה, או לחלופין שינוי בהתחייבות - אבל בעוד המשא ומתן מול הבנקים מתאפיין בחשאיות ותנאי השלמים לא תמיד ידועים, משאים ומתנים בין מחזיקי האג"ח לחברות מקבלים תשומת לב תקשורתית גדולה - מה שלא פעם מסייע למחזיקים בתמורות המתקבלות מהחברה בתמורה לויתור.

הדוגמה הבולטת לכך מהתקופה האחרונה הגיעה מפתאל החזקות - החברה הגדולה ביותר (מבחינת שווי שוק) בין אלה שפנו למחזיקי האג"ח שלהן בנושא, בבקשה לקבלת ויתור זמני (waiver) על בדיקת קובננטים. פתאל החזקות, המחזיקה ומנהלת יותר מ-180 בתי מלון ב-18 מדינות, היתה אחת הנפגעות המיידיות והמרכזיות ממשבר הקורונה, שהוביל לסגירה מוחלטת של פעילותה, והיא הצליחה רק בניסיון השני לקבל את אישור המחזיקים ל-waiver שביקשה, אחרי שיפור תנאי הצעתה.

לגבי הצד העומד מול החברות - מחזיקי האג"ח והבנקים - עידן מציין כי "נראה שיש מצידם יותר הבנה, אבל הם גם מנסים לשפר עמדות, כמו לדוגמה, חיזוק והגדלת הביטחונות". לגבי הבנקים הוא מוסיף כי "המידע מהם לא גלוי, אבל ניתן להעריך שברוב המקרים הם לא מקשיחים את שיעורי הריבית על ההלוואה, אבל עוברים לפיקוח הדוק יותר על פעילות החברה ומצבה". לעומתם, אצל מחזיקי האג"ח, "יש מצבים כמו הורדת דירוג ואירועים נוספים, שבהם שטר הנאמנות קובע העלאת ריבית - אז במצב כזה בטוח שהם לא יוותרו עליה".

לדבריו, "ממה שנראה, גם המחזיקים וגם הבנקים מתחשבים במצב החברות, והם יודעים שאם לא יאשרו להם את הוויבר (ויתור זמני) על אמות המידה, המשמעות היא העמדת החוב לפירעון מיידי. במצב כזה, לחברות אין יכולת לפרוע את החוב - מה שגורר את הצדדים למעגל של חדלות פירעון, והנושים יודעים שבמצב כזה לעתים הם יקבלו הרבה פחות.

הווייבר מספק מרווח נשימה לחברה, והחלטה שלא לתת אותו בדרך כלל לא משפרת את מצב הנושים, אלא אפילו מרעה אותו".

במבט קדימה, מציין עידן כי "עדיין מדובר במספר חברות בודדות. בשלב הנוכחי, הפניות שנעשות בדרך כלל לא כוללות בקשה לדחיית תשלומים, אבל זה יגיע בהמשך - ויכול להיות הגל הבא. אמנם היו משברים בשוק ההון בעבר, אבל עוד לא היה משבר בקנה מידה כזה, שהשבית לגמרי פעילות של חברות".