

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

Aa2	Issuer דירוג
------------	---------------------

פרופיל החברה

חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") היא חברת אחזקות המשקיעה בחברות הפועלות במגוון ענפים רחב, בעיקר בשוק המקומי, ובפרט בענפי התקשורת, הנדל"ן, המסחר, הטכנולוגיה והתעשייה. בין האחזקות הבולטות: **סלקום בע"מ** (שיעור החזקה של כ-25%), **שופרסל בע"מ** (56%), **חברה לנכסים ובניין בע"מ** (64%) ו-**מפעלי נייר אמריקאים ישראלים בע"מ** (18%). אחזקות מהותיות נוספות הן **אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ** (46%) ו-**סאיטקס קורפוריישן בע"מ** (24%). השווי המאזני של תיק האחזקות ליום 30.6.2004 הסתכם בכ- 3.5 מיליארד ש"ח, וכלל עוד שורה של אחזקות קטנות ברובן. למעט החברה הפרטית סלקום בע"מ, ניירות הערך של כל יתר האחזקות העיקריות רשומות למסחר בבורסה בישראל או בארה"ב. בעלת השליטה בדסק"ש היא **אי די בי חברה לפתוח בע"מ**, מקבוצת **אי די בי אחזקות בע"מ** ("קבוצת אי די בי"), המחזיקה בכ- 66% בדסק"ש. בחודש מאי 2003 נמכרה השליטה בקבוצת אי די בי לידי קבוצת משקיעים בראשות נוחי דנקנר, המשמש כיו"ר דסק"ש. מדיניות ההשקעות שאפיינה את החברה מאז חילופי השליטה כללה בעיקר השקעות בחברות המוחזקות, חלקן על בסיס פיננסי וחלקן על בסיס אסטרטגי, לצד מימוש מספר אחזקות קטנות. במקביל, פעלה החברה לגיוס אגרות חוב לצורך צמצום חוב בנקאי והעמדת מקורות להשקעות עתידיות והעמדת מקורות להשקעות עתידיות. תמורת מימוש ההשקעות וגיוס ההון שימשו בחלקם לחלוקת דיבידנד.

יהודית רוזנברג-צירט
אנליסטית בכירה
j.r.cirt@midroog.co.il

סיגל יששכר
אנליסטית בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

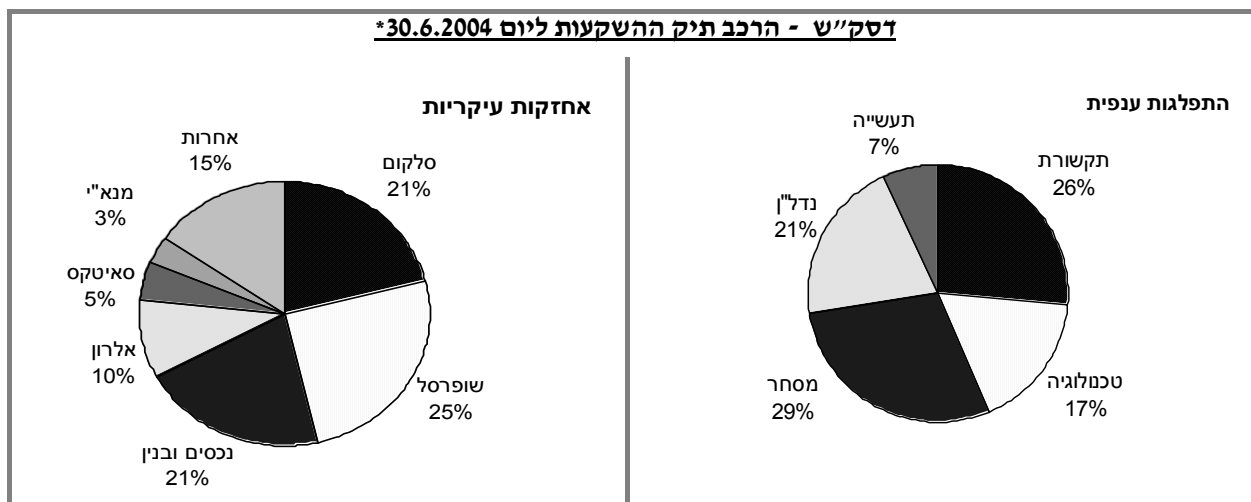
דסק"ש: החברה במאחד עם חברות המטה*
נתונים כספיים עיקריים (במיליוני ש"ח)

2001	2002	2003	H1/04	
165.8	102.0	176.8	50.3	הכנסות מדיבידנדים ודמי ניהול
(64.9)	(35.2)	(24.0)	(14.0)	הוצאות הנהלה וכלליות
(61.0)	5.0	(26.5)	(14.0)	הוצאות מימון
39.9	71.8	126.4	22.3	תזרים תפעולי שוטף
0.0	0.0	(233.0)	0.0	דיבידנד ששולם לבעלי המניות**
1,497.7	1,542.0	1,307.0	1,537.0	חוב פיננסי ברוטו
986.2	1,606.7	1,411.7	1,496.7	מזומנים ושווי מזומנים
511.4	(64.7)	(104.7)	40.3	חוב פיננסי נטו / (מזומנים נטו)
29.6%	29.4%	27.2%	29.8%	חוב פיננסי ברוטו למאזן
60.0%	55.3%	58.6%	62.1%	הון עצמי למאזן
26.7%	48.2%	30.2%	29.2%	חוב ברוטו לשווי השקעות (שוק/ספרים)

* חברות בבעלות מלאה של החברה המחזיקות נכסים והתחייבות של החברה ואינן חברות תפעוליות
** בחודש אוגוסט 2004 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד במזומן בסך 330 מיליון ש"ח

מקור: דוחות כספיים של דסק"ש ועיבודי מידרוג.

דסק"ש - הרכב תיק ההשקעות ליום 30.6.2004*



* התפלגות האחזקות והענפים חושבה לפי השווי המאזני של ההשקעות במאזן החברה וחברות בנות בבעלות מלאה ליום 30.6.2004. מקור: דוחות כספיים של דסק"ש ועיבודי מידרוג.

דסק"ש - אחזקות עיקריות ליום 30.6.2004

במיליוני ש"ח

שוי מאזני	שיעור החזקה	החברה
751	25%	סלקום
344	38%	אלרון*
166	24%	סאיטקס קורפ.
49	13%	גיוון אימגינג
891	53%	שופרסל**
726	64%	נכסים ובנין
116	18%	מנא"י

* ברבעון השלישי של 2004 עלה שיעור האחזקה ל-46%.

** ברבעון השלישי של 2004 עלה שיעור האחזקה ל-56%

אסטרטגיה עסקית

מדיניות השקעות המשלבת יעדים אסטרטגיים לצד ניצול הזדמנויות פיננסיות, ונבחנת לאור מכלול השיקולים של קבוצת אי די בי

חילופי השליטה בקבוצת אי די בי במחצית הראשונה של שנת 2003 החדירו רוח חדשה במדיניות ההשקעות של הקבוצה ושל החברות הבנות, זאת לאחר תקופה ממושכת של סטגנציה ניהולית שנבעה מאי הוודאות בקשר להעברת השליטה. לשינוי תרמו גם השיפור בשוק ההון וצורכי המימון של הבעלים החדשים. מדיניות ההשקעות של דסק"ש נובעת מהאסטרטגיה המנחה את קבוצת אי די בי, ומבוססת על ניהול דינאמי של תיק האחזקות - על בסיס פיננסי ואסטרטגי כאחד - במטרה להגדיל את הרווחיות. דסק"ש מהווה את זרוע ההשקעות בענפי התקשורת והמסחר בקבוצת אי די בי, אולם מידרוג מעריכה כי מדיניות ההשקעות של דסק"ש תונחה על בסיס שיקולים פיננסיים ואסטרטגיים כוללים של קבוצת אי די בי, ולא בהכרח על בסיס שיקולים ארגוניים/ענפיים. במקביל, מדגישה הנהלת דסק"ש את כוונתה לבסס את תיק האחזקות על חברות מובילות בתחומן ובעלות פוטנציאל משמעותי לתרומה לרווחיות, וזאת תוך שמירה על עיקרון השליטה באחזקות והשפעה ניהולית על דרכן. הנהלת דסק"ש מודעת לריכוזיות הגבוהה של תיק האחזקות במשק הישראלי, והיא נערכת לבחינה של השקעות בחו"ל. בפועל, מאז חילופי השליטה, התמקדה דסק"ש בהגדלת אחזקות בחברות המוחזקות, חלקן על בסיס פיננסי (שופרסל) וחלקן אסטרטגי (אלרון, המ-לט, גליל מדיקל, נטוויזון, וגלובקול), וכן במספר מימושים של אחזקות קטנות.

שינויים באחזקות הפועלות בתחום התקשורת בעקבות הזדמנויות עסקיות חדשות

קבוצת אי די בי הצהירה על כוונותיה להתמודד במכרז על מכירת אחזקות המדינה בזק (30% ממניות בזק עם אופציה ל-10.66% נוספים). ההתמודדות עשויה להתבצע בדרך של השתתפות בקונסורציום משקיעים. קבוצת אי די בי צפויה להתמודד עם אתגרים משמעותיים בהתמודדות על בזק, לרבות בסוגיות הקשורות במגבלות רגולטוריות, במגבלות קבוצת לוויים באחזקות צולבות ובמבנה קבוצת המשקיעים. מטבע הדברים, מוקדם עדיין להעריך את סיכויי הרכישה של בזק על ידי קבוצת אי די בי ואת השפעותיה על הקבוצה בכלל, ועל דסק"ש בפרט. ניתן להעריך עם זאת כי תוצאות ההתמודדות על בזק יכריעו את גורל האחזקה של דסק"ש בסלקום (25%) - אחזקה משמעותית הסובלת מנחיתות בשל היעדר השפעה בדירקטוריון ואי חלוקת דיבידנדים. כך, ניתן להעריך כי הצלחה לרכוש את בזק תוביל את דסק"ש לממש את האחזקה בסלקום תוך פרק זמן של מספר שנים שיקבע הממונה על ההגבלים העסקיים. כישלון ברכישת בזק ידרוש מדסק"ש נקיטת צעדים משמעותיים על מנת לממש את ערך אחזקתה בסלקום - בדרך של הגדלת בעלותה או מימוש האחזקה.

גיוס מואץ של חוב מוסדי שנועד לצמצם את החוב לבנקים המקומיים ולהעמיד מקורות להשקעות עתידיות

דסק"ש, חברות שבשליטתה ובעלי שליטה בה נחשבים שייכים "לקבוצת לוויים" אשר חלות עליה הוראות המגבילות את יכולת הבנקים המקומיים להעמיד אשראי לחברות הקבוצה. על מנת להתגבר על מגבלה זו נקטה דסק"ש, כמו יתר החברות בקבוצת אי די בי, באסטרטגיה של צמצום החוב למערכת הבנקאות המקומית והחלפתו באגרות חוב. כך, מתחילת 2003 ועד היום גייסה דסק"ש סכום של כ-550 מיליון ש"ח באמצעות הנפקת אגרות חוב למשקיעים מוסדיים, ויתרת החוב המוסדי בחברה (כ-1.1 מיליארד ש"ח למחצית 2004) הוכפלה בהשוואה לסוף שנת 2002, במקביל לירידה של כ-50% בחוב בנקאי (כ-0.4 מיליארד ש"ח למחצית 2004, מתוך מכך כ-40 מיליון דולר חוב לבנק זר). הנהלת קבוצת אי די בי מעריכה כי מעמדה בקרב הלוויים הגדולים בבנקים בישראל שופר משמעותית בשנה האחרונה מבחינת ריכוז האשראי לחברות בקבוצה ולבעלי השליטה.

שיקולים עיקריים לדירוג

אחזקה במספר חברות עוגן, יצרניות מזומנים, המהוות פוטנציאל לקבלת דיבידנד ע"י דסק"ש, מאפיין הפועל לצמצום התלות במחזוריות שוק ההון ואת הצורך במימוש אחזקות על מנת לשרת את הצרכים השוטפים וצרכי החוב; פעילות המרוכזת במשק הישראלי ולפיכך מושפעת מהמצב הגיאוגרפי באזור וחשופה למחזוריות הכלכלית של המשק; איתנות פיננסית גבוהה המתבטאת ביחס חוב לשווי תיק אחזקות נמוך ויציב לאורך השנים האחרונות; ירידה בהיקף החוב למערכת הבנקאית המקומית שיפרה את הגמישות הפיננסית והרחיקה במידה מסוימת את המגבלות החלות על החברה כחלק מקבוצת לוויים גדולה במשק הישראלי; סחירות וניזילות גבוהות של מרבית החברות המוחזקות תורמת לגמישות הפיננסית; אי וודאות לגבי אופן ניצול יתרות המזומנים הגבוהות בדסק"ש ובחברות המוחזקות למטרות השקעה מהותיות והשפעתו על יחסי הכיסוי הנוכחיים; מאז חילופי השליטה בקבוצת אי די בי ניכר גידול בהיקף הדיבידנד שחילקה דסק"ש; לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, ומידרוג מעריכה כי חלוקת הדיבידנד צפויה להימשך, בין היתר לאור צרכי המימון של בעלי השליטה; מעורבות גבוהה של בעלי השליטה בפעילות ההשקעה ובפעילות האחזקות העיקריות; ניסיון עסקי וניהולי רב לממלאי התפקידים הבכירים בתחומי המיקוד ובפרט בתחום התקשורת; נסיגה במעמדה ובביצועיה של שופרסל, אחזקה עיקרית ובעלת תרומה משמעותית לדסק"ש, כאשר עוד מוקדם להעריך את הצלחת תוכנית הרה-ארגון בשופרסל המצויה בתחילתה; איום על ההכנסות ועל הרווחיות של סלקום, הנובע מכוונת הרגולטור להפחית באופן משמעותי את תעריפי הקישוריות; קושי למצות את הערך הגלום באחזקה בסלקום, נוכח פיצול גרעין השליטה בסלקום המקשה על ביצוע מהלכים אסטרטגיים משמעותיים ומצר את צעדיה של דסק"ש באחזקה זו.

חוזקות

- תיק אחזקות בעל פיזור גבוה המבוסס על מספר אחזקות עוגן כמו שופרסל, נכסים ובניין, מנא"י וסלקום, כל אחת בין המובילות בתחומה, וביחד הן בעלות תרומה ניכרת לחוסנה הפיננסי של דסק"ש.
- מעורבות גבוהה של בעלי השליטה וניסיון עסקי וניהולי עשיר של ההנהלה הבכירה בתחומי המיקוד של החברה שעשויים לתרום, להערכת מידרוג, להצלחת אסטרטגיית ההשקעות שהוגדרה עם חילופי השליטה בקבוצה.
- איתנות פיננסית גבוהה בהשוואה לחברות מסוגה, המתבטאת בשיעור חוב נמוך ביחס למאזן וביחס לשווי תיק האחזקות (Debt to Assets Ratio) ובסחירות גבוהה של האחזקות. תזרימי מזומנים מידי שנה מחברות מוחזקות מכסים היטב את הוצאות התפעול והמימון השוטפות של דסק"ש.
- צמצום התלות בבנקים המקומיים כתוצאה מתהליך אינטנסיבי של החלפת חוב בנקאי בחוב מוסדי. הנהלת החברה מעריכה כי השיפור בגמישות הפיננסית יועיל לה בגיוס אשראי להשקעות חדשות.

גורמי סיכון עסקיים

- ריכוז ההשקעות בישראל ופעילות מרבית האחזקות במשק המקומי יוצרת תלות במצב הגיאוגרפי באזור וחשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית של המשק. זאת ועוד, מיעוט הזדמנויות השקעה בשוק הישראלי לחברות אחזקה גדולות מסוגה של דסק"ש פוגע להערכת מידרוג בהקצאה אופטימלית של מקורות ההון. הנהלת החברה מצביעה על כוונותיה לאתר הזדמנויות עסקיות בחו"ל, אולם היא טרם הציגה מהלך משמעותי בכיוון זה.
- שופרסל, אחזקה עיקרית שאחראית לחלק ניכר מתזרימי המזומנים השוטפים של דסק"ש, נאבקה באתגרים עסקיים ששחקו במהלך שלוש השנים האחרונות את מעמדה ואת תוצאותיה הכספיות. להערכת מידרוג, הנהלת דסק"ש ושופרסל בעבר נכשלו בזיהוי המגמות בענף שיווק המזון הקמעונאי, כשל שעיכב את תהליך שינוי המדיניות העסקית של שופרסל. חילופי השליטה בקבוצת אי די בי הובילו להחלפת ההנהלה בשופרסל ולתוכנית התייעלות שמוצתה ברובה. שופרסל נערכת לישום תהליך אסטרטגי ארוך טווח שנועד להגדיל את המכירות למ"ר. בשלב זה מוקדם עדיין לקבוע את מידת ההצלחה של התהליך שמצוי בראשיתו וצפוי להיות ממושך.
- חוסר יכולת למצות את שווי האחזקה בסלקום בשל עמדת נחיתות של דסק"ש במבנה הבעלות בסלקום, המונעת מדסק"ש השפעה מהותית על הניהול ומקשה עליה להגדיל או לממש את אחזקתה בה. זאת ועוד, דסק"ש אינה נהנית מתזרימי מזומנים מסלקום, שאינה מחלקת דיבידנדים מעודפיה הגבוהים. פרט לכך תוצאותיה הכספיות של סלקום מאוימות עקב המלצת משרד התקשורת להוזיל את תעריפי הקישוריות.
- אי ודאות לגבי השימוש בעודפי המזומנים הגבוהים בשתי אחזקות חשובות, אלרון וסאיטקס (כ-200 מיליון דולר וכ-145 מיליון דולר, בהתאמה). מידרוג מעריכה כי בשל שיעור האחזקה בחברות אלו (46% באלרון¹ ו-24% בסאיטקס²) ישנה כדאיות נמוכה עבור דסק"ש לחלוקת עודפי המזומן כדיבידנד.
- רגולציה אינטנסיבית בתחומי הפעילות (כמו ענף התקשורת) ובתחומים עקיפים (כמו ענף הבנקאות).

¹ שיעור האחזקה באלרון הינו לאחר שבחודש אוגוסט 2004 רכשה דסק"ש 7.5% נוספים מהון המניות של אלרון תמורת כ-33 מיליון דולר.

² לא כולל החזקה באמצעות כלל תעשיות והשקעות בע"מ (כת"ש) בשיעור של כ-25% נוספים. בין דסק"ש לכת"ש הסכם המקנה אחזקה אפקטיבית של 49% לכל אחת מהחברות בהצבעה.

גורמי סיכון פיננסיים

- מאז חילופי השליטה בקבוצת אי די בי ניכר גידול בהיקף הדיבידנד שחילקה דסק"ש לבעלי המניות. לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, ומידרוג מעריכה כי חלוקת הדיבידנד צפויה להימשך, בין היתר לאור צורכי המימון של בעלי השליטה. יחד עם זאת, בהתחשב בחלוקת הדיבידנד בסך 330 מיליון ש"ח עליה הוכרז בחודש אוגוסט 2004, נותרת דסק"ש עם יתרת עודפים לחלוקה נמוכה יחסית בסך של כ-110 מיליון ש"ח, כך שחלוקת דיבידנד עתידית תתאפשר במקביל להכרה ברווחים מהחברות המוחזקות או רווחי הון (הנהלת החברה אינה מתכוונת לפעול להפחתת הון) ולא מתוך רווחים אשר הושגו בעבר. מידרוג מעריכה כי מצב זה מגן במידה מסוימת על מחזיקי אג"ח.
- הנהלת דסק"ש פועלת לאיתור השקעות חדשות תוך ניצול יתרות המזומנים הגבוהות. מידרוג מעריכה כי השקעות חדשות יכולות לעלות את רמת המינוף הנמוכה הקיימת היום בחברה. בשלב זה מוקדם מלהעריך את השפעת ההשקעות אלו על הפרופיל הפיננסי בעתיד.
- מרבית נכסיה של דסק"ש הינם השקעות בחברות שניירות הערך שלהן נסחרות בבורסות בישראל ובעולם. בשל כך לחברה חשיפה למגמות שליליות בשוקי ההון בארץ ובעולם, המשפיעות על שוויים הסחיר של נכסיה ושל הונה העצמי ועל רמת סחירותם.
- תזרימי המזומנים עליהם מתבססת החברה למימון פעילותה השוטפת ולמימון החוב - דיבידנדים מחברות מוחזקות ותמורה ממימוש אחזקות - תנודתיים ותלויים בראש ובראשונה במגמות בתוך החברות המוחזקות. כמו כן מושפעים מגורמים אקסוגניים, לרבות המצב הגיאופוליטי בישראל, מגמות שוק ההון בישראל ובעולם, שערי ריבית ושערי חליפין וממגמות בתוך החברות עצמן. יחד עם זאת, תזרימי המזומנים בשנים האחרונות כיסו היטב את תשלומי הריבית השנתית והוצאות התפעול של החברה.
- יישום תוכנית הרה-ארגון בשופרסל עלול לפגוע בהיקף הדיבידנד המתקבל מאחזקה מרכזית זו בשנים הקרובות.
- הוראות המפקח על הבנקים בישראל מגבילות את יכולת הבנקים בישראל להעמיד אשראי לחברה ולחברות מוחזקות שלה בשל השתייכותן, ביחד עם בעלי השליטה בחברה, ל"קבוצת לוויים" אחת. מגבלות אלו מחלישות את הגמישות הפיננסית של דסק"ש לגייס מקורות מהמערכת הבנקאית המקומית ולבצע השקעות בחברות בעלות חוב משמעותי לבנקים מקומיים. כפי שצוין לעיל, ירידה בהיקף החוב למערכת הבנקאית המקומית הרחיקה במידה מסוימת את המגבלות החלות על החברה כחלק מקבוצת לוויים גדולה במשק הישראלי.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור מהותי בפרופיל העסקי, הפיננסי או הניהולי של חברות מרכזיות בפורטפוליו כדוגמת שופרסל וסלקום
- הצלחה ביישום אסטרטגיה של הרחבת הפעילות הבינלאומית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה מהותית בפרופיל הפיננסי של החברה, תוך פגיעה ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי
- הידרדרות באיתנות הפיננסית של אחזקות מרכזיות וביכולתן לייצר תזרימי מזומנים לדסק"ש לאורך זמן
- המשך פגיעה מהותית במעמד העסקי של שופרסל וברווחיותה

תיאור החברה

חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") היא חברת אחזקות המשקיעה בחברות הפועלות במגוון רחב של ענפים, בעיקר בשוק המקומי, ובפרט בענפי התקשורת, הנדל"ן, המסחר, הטכנולוגיה והתעשייה. בין האחזקות הבולטות: סלקום בע"מ (שיעור החזקה של כ-25%), שופרסל בע"מ (56%), חברה לנכסים ובניין בע"מ (64%) ומפעלי נייר אמריקאים ישראלים בע"מ (18%). אחזקות מהותיות נוספות הן אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (46%) ו-סאיטקס קורפוריישן בע"מ (24%). השווי המאזני של תיק ההשקעות ליום 30.6.2004 הסתכם בכ- 3.5 מיליארד ש"ח, וכלל עוד שורה ארוכה של אחזקות, קטנות ברובן. למעט החברה הפרטית סלקום בע"מ, ניירות הערך של כל יתר האחזקות העיקריות של דסק"ש רשומות למסחר בבורסה בישראל או בארה"ב.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

חילופי השליטה לא לוו בזעזועים במבנה הנהלת החברה, הנהנית ממנהלים ותיקים ומנוסים בתחומי המיקוד

בעלת השליטה בדסק"ש היא אי די בי פתוח בע"מ, מקבוצת אי די בי אחזקות, המחזיקה בכ- 66% מההון המונפק. יתרת המניות נחלקת בין משקיעים קטנים, שאחזקתם אינה עולה על 5% מסך המניות. יו"ר הדירקטוריון הוא מר נוחי דנקנר, מבעלי השליטה באי די בי אחזקות. החל מיוני 2001, מכהן מר עמי אראל, כנשיא ומנכ"ל דסק"ש וחברות בת בבעלותה המלאה וכן כיו"ר דירקטוריון של מספר חברות מוחזקות. בתפקידו הקודם כיהן מר אראל כמנכ"ל בזק וכיו"ר דירקטוריון פלאפון תקשורת בע"מ. החל מחודש דצמבר 2002, מכהן מר אורן לידר כסגן נשיא בכיר ומנהל כספים ראשי בחברה ובחברות בנות בבעלותה המלאה וכן כדירקטור במספר חברות מוחזקות. בתפקידו הקודם, שימש מר לידר כמנכ"ל כספים בחברת בזק. מר רענן כהן הינו סגן נשיא נוסף האוחז במספר תפקידי מפתח בחברות הקבוצה, ומשמש גם כמנכ"ל סאיטקס.

מדיניות השקעות המשלבת יעדים אסטרטגיים לצד ניצול הזדמנויות פיננסיות, ונבחנת לאור מכלול השיקולים של

קבוצת אי די בי

חילופי השליטה בקבוצת אי די בי במחצית הראשונה של שנת 2003 החדירו רוח חדשה במדיניות ההשקעות של הקבוצה ושל החברות הבנות, זאת לאחר תקופה ממושכת של סטגנציה ניהולית, שנבעה מאי הוודאות בקשר להעברת השליטה. לשינוי תרמו גם השיפור בשוק ההון וצורכי המימון של הבעלים החדשים. מדיניות ההשקעות של דסק"ש נובעת מהאסטרטגיה המנחה את קבוצת אי די בי, ומבוססת על ניהול דינאמי של תיק האחזקות - על בסיס פיננסי ואסטרטגי כאחד - במטרה להגדיל את הרווחיות. דסק"ש מהווה אמנם זרוע ההשקעות בענפי התקשורת והמסחר של קבוצת אי די בי, אולם, מיידרוג מעריכה כי מדיניות ההשקעות של דסק"ש תונחה על בסיס שיקולים פיננסיים ואסטרטגיים כוללים של קבוצת אי די בי, ולא בהכרח על בסיס שיקולים ארגוניים/ענפיים. במקביל, מדגישה הנהלת דסק"ש את כוונתה לבסס את תיק ההשקעות על אחזקות מובילות בתחומן ובעלות פוטנציאל משמעותי לתרומה לרווחיות, וזאת תוך שמירה על עיקרון השליטה באחזקות והשפעה ניהולית על דרכן. הנהלת דסק"ש מודעת לריכוזיות הגבוהה של תיק האחזקות במשק הישראלי, והיא נערכת לבחינה של השקעות בחו"ל. בפועל, מאז חילופי השליטה, התמקדה דסק"ש בהשקעות בחברות המוחזקות, חלקן על בסיס פיננסי (שופרסל) וחלקן אסטרטגי (אלרון, המ-לט, גליל מדיקל, נטוויז'ן וגלובקול), וכן במספר מימושים של אחזקות קטנות.

שינויים באחזקות הפועלות בתחום התקשורת בעקבות הזדמנויות עסקיות חדשות

קבוצת אי די בי הצהירה על כוונותיה להתמודד במכרז על מכירת אחזקות המדינה בזק (30% ממניות בזק עם אופציה ל-10.66% נוספים). ההתמודדות עשויה להתבצע בדרך של השתתפות בקונסורציום משקיעים. קבוצת אי די בי צפויה להתמודד עם אתגרים משמעותיים בהתמודדות על בזק, לרבות בסוגיות הקשורות במגבלות רגולטוריות, במגבלות קבוצת לוויים באחזקות צולבות ובמבנה קבוצת המשקיעים. מטבע הדברים, מוקדם עדיין להעריך את סיכויי הרכישה של בזק על ידי קבוצת אי די בי ואת השפעותיה על הקבוצה בכלל, ועל דסק"ש בפרט. ניתן להעריך עם זאת כי תוצאות ההתמודדות על בזק יכריעו את גורל האחזקה של דסק"ש בסלקום (25%) - אחזקה משמעותית הסובלת מנחיתות בשל היעדר השפעה בדירקטוריון ואי חלוקת דיבידנדים. כך, ניתן להעריך כי הצלחה לרכוש את בזק תוביל את דסק"ש לממש את האחזקה בסלקום תוך פרק זמן של מספר שנים שיקבע הממונה על ההגבלים העסקיים. כישלון ברכישת בזק ידרוש מדסק"ש נקיטת צעדים משמעותיים על מנת לממש את ערך אחזקתה בסלקום - בדרך של הגדלת בעלותה או מימוש האחזקה.

גיוס מואץ של חוב מוסדי שנועד לצמצם את החוב לבנקים המקומיים ולהעמיד מקורות להשקעות עתידיות

דסק"ש, חברות שבשליטתה ובעלי שליטה בה נחשבים שייכים "לקבוצת לוויים" אשר חלות עליה הוראות המגבילות את יכולת הבנקים המקומיים להעמיד אשראי לחברות הקבוצה. על מנת להתגבר על מגבלה זו נקטה דסק"ש, כמו יתר החברות בקבוצת אי די בי, באסטרטגיה של צמצום החוב למערכת הבנקאות המקומית והחלפתו באגרות חוב. כך, מתחילת 2003 ועד היום גייסה דסק"ש סכום של כ-550 מיליון ש"ח באמצעות הנפקת אגרות חוב למשקיעים מוסדיים, ויתרת החוב המוסדי בחברה (כ-1.1 מיליארד ש"ח למחצית 2004) הוכפלה בהשוואה לסוף שנת 2002, במקביל לירידה של כ-50% בחוב בנקאי (כ-0.4 מיליארד ש"ח למחצית 2004). הנהלת קבוצת אי די בי מעריכה כי מעמדה בקרב הלוויים הגדולים בבנקים בישראל שופר משמעותית בשנה האחרונה מבחינת ריכוז האשראי לחברות בקבוצה ובעלי השליטה.

אחזקות עיקריות

שופר-סל בע"מ ("שופרסל")

רשת השיווק הקמעונאית מהמובילות בישראל, בעלת מיצוב עסקי גבוה ופריסה רחבה של סניפים במיקומים אטרקטיביים

שופרסל הינה אחזקה מהותית בתיק של דסק"ש. נכון ליום 30.6.2004 מחזיקה דסק"ש ב-53% מהון המניות של שופרסל והגדילה את שיעור אחזקתה לאחר יום הדו"ח לכ-56%.³ שופרסל היא בין שתי רשתות השיווק הגדולות בישראל, הנהנית מרשת רחבה של חנויות. נכון ל-30.6.2004 מנתה הרשת 157 חנויות הממוקמות בעיקר במרכזי קניות מבוססים ובשכונות עירוניות. רשת החנויות מונה שש תתי-רשתות, הגדולה שבהן היא היפר-נטו עם 67 חנויות, ואחריה שופר-סל עם 36 חנויות. חוזקותיה העיקריות נובעות מעוצמת פריסתה, ממיקומים אטרקטיביים, מיתרון לגודל מול הספקים, ממרכז לוגיסטי עצמאי, ממעודן לקוחות רחב ומבוסס ומחוזק המותג הפרטי שבבעלותה (כ-9.0% מהמכירות). שופרסל ביצעה בשנה האחרונה תהליך התייעלות משמעותי במסגרתו סגרה כ-15 סניפים, פיטרה כ-1,000 עובדים ושיפרה את תנאי הסחר מול הספקים. מידרוג מעריכה כי התייעלות הושלמה ברובה, וכי היא מציבה את החברה בעמדה משופרת בסביבה העסקית הקשה בה היא פועלת.

³ שיעור האחזקה בהתחשב במניות שופרסל המוחזקות בחברה בת של שופרסל עומד על כ-56% ליום 30.6.2004 ועל כ-59% לאחר הגדלת האחזקות.

נאבקת בסטגנציה של שוק הצריכה ובשחיקה בנתח השוק נוכח תחרות עזה, בעיקר מול הרשתות הפרטיות. להערכת מידרוג, התחרות המעמיקה בין רשתות השיווק תקשה על שופרסל לשפר ביצועים

במחצית הראשונה של שנת 2004 היוותה שופרסל 26.6% משוק מוצרי הצריכה המבורקד⁴. מתחרותיה העיקריות הן הריבוע הכחול (25.5% משוק מוצרי הצריכה המבורקד במחצית הראשונה של 2004) וקלאבמרקט (13.9%). שלוש רשתות המזון הגדולות בישראל (שופרסל, ריבוע כחול וקלאבמרקט) מאבדות בהדרגה את ההגמוניה שלהן בשוק המזון לטובת רשתות פרטיות, והן מהוות כיום כ-66% משוק המזון המבורקד, בהשוואה ל-75% בשנת 2001. איבוד נתח השוק של הרשתות הגדולות נובע מההאטה הכלכלית במשק שהובילה את הצרכנים אל רשתות המזון הפרטיות הזולות יותר, שרשמו במחצית הראשונה של 2004 גידול של כ-12.5% במכירות, בהשוואה לירידה של 2.7% ברשתות הגדולות. מידרוג מעריכה כי התחרות הקשה מול רשתות השיווק הגדולות והפרטיות תקשה על שופרסל להשיב את נתח השוק ממנו נהנתה בעבר, גם כאשר תחול התאוששות ממשית במצב הכלכלי. עם זאת, שופרסל מצויה, להערכת מידרוג, בתהליך אסטרטגי הכולל מיצוב מקומי של הסניפים, צמצום תתי הרשתות ופנייה ממוקדת לקהלי נישא, שהצחתו עשויה לתרום לשיפור המכירות והרווחיות.

גמישות תפעולית נמוכה, מיצוב יקר והיעדר בידול מקשים על שופרסל להתמודד בעיתות משבר

חולשותיה העיקריות של שופרסל, להערכת מידרוג, כוללות מכירות נמוכות יחסית למי"ר, היקף גבוה יחסית של עלויות קבועות, המקטין את גמישותה התפעולית בתקופות האטה, במיצוב יקר בהשוואה למתחרים, המקשה עליה להתמודד מול הרשתות הפרטיות ורשתות הדיסקאונט, בנחיתות יחסית של רשתות הענק קוסמוס ומחסני מזון (16 ו-20 חנויות, בהתאמה) ביחס למתחרותיה ובריבוי מותגים הדורשים השקעה, אך אינם תורמים לבידול משמעותי בין תתי הרשתות.

שופרסל: נתוני פעילות עיקריים					
במיליוני ש"ח					
2001	2002	2003	H1/03	H1/04	
6,727.0	6,644.0	6,321.0	3,153.0	3,098.0	מכירות
528.0	590.0	262.0	97.0	164.0	EBITDA
201.0	(14.0)	(131.0)	(22.0)	7.0	רווח (הפסד) נקי
7.7%	(1.2%)	(4.9%)		(1.7%)	גידול (קטיון) במכירות
27.9%	27.3%	26.0%	25.2%	26.7%	רווח גולמי למכירות
22.9%	24.3%	26.2%	25.3%	24.9%	הוצאות תפעול והנהלה למכירות
7.8%	8.9%	4.1%	3.1%	5.3%	שיעור EBITDA למכירות

מקור: דוחות כספיים שופרסל ועיבודי מידרוג.

בלימת הירידה במכירות חנויות זהות והשלמת תהליך ההתייעלות הובילו לשיפור משמעותי ברווחיות התפעולית של שופרסל במחצית הראשונה של השנה. מידרוג מעריכה כי מרבית ההתייעלות נמצאת מאחורי החברה, והתאוששות נוספת ברווח וברווחיות מותנית בגידול המכירות בחנויות זהות

במחצית הראשונה של שנת 2004 שופרסל שיפרה באופן משמעותי את הפרמטרים התפעוליים, בעיקר בשל שיפור בתנאי הסחר ובשל התייעלות בהוצאות התפעוליות. מאידך, ירידה בשטחי המכירה כתוצאה מסגירת הסניפים, ירידה במחירי המכירה בשל התחרות והסטגנציה בשוק המזון מקשות על גידול במכירות, שירדו בשיעור של 1.8% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. בתוך כך, נבלמה הירידה במכירות חנויות זהות, שרשמו לראשונה מאז שנת 2002 גידול מינורי של 0.1%. הירידה במכירות בשנתיים האחרונות (ירידה של 7.5% במכירות חנויות זהות בכל אחת מהשנים 2002 ו-2003) נבעה בעיקר מהעמקת התחרות בין רשתות השיווק, ובפרט מצד הרשתות הפרטיות, וכן מהמיתון המתמשך שהוביל לירידה בהכנסה הפנויה. שיפור ברווח הגולמי ביחד עם התייעלות בהוצאות התפעול הובילו לגידול דרמטי ב-EBITDA במחצית הראשונה של 2004, בהשוואה לתקופה המקבילה ובהשוואה לשנת 2003.

⁴ שוק הצריכה המבורקד כולל את המכירות המתבצעות באמצעות ברקוד וקופות רושמות ברשתות השיווק הגדולות, הפארמים והשוק הפרטי, המרכזים כ-70% מהשוק המצרפי. הנתונים על השוק המבורקד ועל נתחי השוק של הרשתות הגדולות לקוחים מתוך נתונים של חברת אי.סי נילסן המפורסמים בעיתונות מעת לעת.

יחסים תפעוליים יציבים עם שיפור בצורכי ההון החוזר, בעיקר כתוצאה מירידה במלאים. מידרוג מעריכה כי הבעלות על מרכז לוגיסטי מקנה לחברה גמישות תפעולית ויתרון לגודל במלאי ובהפצה

שופרסל שומרת על צורכי הון חוזר יציבים, בשיעור של 2.5%-2.0% מהמכירות. במחצית הראשונה של 2004 חל שיפור מסוים בצורכי ההון החוזר בהשוואה לתקופה המקבילה, בעיקר בשל ירידה במלאי ואשראי לקוחות. אשראי הלקוחות מהווה שיעור יציב של 10%-9% מהמכירות, המגלמים 35-36 ימי אשראי. ימי המלאי רשמו שיפור קל בהשוואה לשנת 2003. יתרת הספקים ונותני השירות ביחס לעלות המכירות שומרת אף היא על יציבות, בטווח של 18.7%.

שופרסל: יחסי יעילות תפעולית					
12.01	12.02	12.03	6.03	6.04	
607.9	690.0	616.0	651.0	605.0	צורכי הון חוזר (במיליוני ש"ח):
67.8	69.0	93.0	95.0	90.0	לקוחות
438.0	420.0	353.0	390.0	337.0	חייבים אחרים
(1,002.7)	(846.0)	(869.0)	(886.0)	(849.0)	מלאי
(272.0)	(288.0)	(309.0)	(323.0)	(339.0)	בניכוי ספקים
(161.1)	45.0	(116.0)	(73.0)	(156.0)	בניכוי זכאים
(2.39%)	0.68%	(1.84%)	(1.16%)	(2.52%)	הון חוזר נטו
					שיעור הון חוזר מהמכירות
33.0	37.9	35.6	37.7	35.6	ימי אשראי לקוחות
33.0	31.8	27.6	30.2	27.1	ימי מלאי
20.68%	17.52%	18.59%	18.77%	18.68%	יחס ספקים ונותני שירות

מקור: דוחות כספיים שופרסל ועיבודי מידרוג.

איתנות פיננסית גבוהה המתבטאת בחוב נמוך יחסית למאזן וביחסי כיסוי חוב טובים. ההרעה בתזרים התפעולי בשנה וחצי האחרונות קוזה בחלקה בירידה בצורכי ההון החוזר ובירידה בהשקעות

החוב הפיננסי ליום 30.6.2004 הסתכם בכ-730 מיליון ש"ח, מרביתו אגרות חוב והלוואות לזמן ארוך מבנקים. החל מסוף שנת 2002 ניכרת ירידה בחוב הפיננסי הנובעת בעיקר מירידה בצורכי ההון החוזר וירידה בהשקעה ברכוש קבוע. החוב הפיננסי היווה 31.8% מה-CAP בסוף המחצית הראשונה של 2004, בדומה לשיעורו בשנתיים האחרונות. הירידה ב-EBITDA החלישה את יחס כיסוי החוב (היחס בין החוב ל-EBITDA) ואת יחס כיסוי הוצאות המימון (היחס בין ה-EBITDA להוצאות המימון) בשנת 2003 ובמחצית הראשונה של 2004, בהשוואה לשנים 2002 ו-2001. הירידה בהשקעות ברכוש קבוע בשנת 2003 ובמחצית הראשונה של 2004 קיזזה בחלקה את הירידה בתזרים השוטף ותרמה לגידול תזרימי המזומנים.

שופרסל: תמצית מאזן					
במיליוני ש"ח					
12.01	12.02	12.03	6.03	6.04	
40.3	171.0	69.0	207.0	171.0	מזומנים
607.9	690.0	616.0	651.0	605.0	לקוחות
67.8	69.0	93.0	95.0	90.0	חייבים ויתרות חובה
438.0	420.0	353.0	390.0	337.0	מלאי
2,537.6	2,369.0	2,260.0	2,372.0	2,170.0	רכוש קבוע
154.2	119.0	134.0	116.0	110.0	רכוש אחר
3,845.7	3,838.0	3,525.0	3,831.0	3,483.0	סך נכסים
81.5	134.0	93.0	111.0	85.0	אשראי לז"ק וחלויות שוטפות
1,002.7	846.0	869.0	886.0	849.0	ספקים ונותני שירותים
272.0	288.0	309.0	323.0	339.0	זכאים ויתרות זכות
434.1	671.0	693.0	693.0	645.0	חוב לז"א לבנקים ומחזיקי אג"ח
74.6	30.0	37.0	42.0	34.0	התחייבויות אחרות
1,980.8	1,869.0	1,524.0	1,776.0	1,531.0	הון עצמי
3,845.7	3,838.0	3,525.0	3,831.0	3,483.0	סך התחייבויות והון עצמי
2,571.0	2,704.0	2,347.0	2,622.0	2,295.0	CAP
יחסי איתנות פיננסית וכיסוי חוב:					
515.6	805.0	786.0	804.0	730.0	חוב פיננסי
20.1%	29.8%	33.5%	30.7%	31.8%	חוב פיננסי ל-CAP
77.0%	69.1%	64.9%	67.7%	66.7%	הון עצמי ל-CAP
22.00	84.29	7.94	7.46	7.45	EBITDA להוצאות מימון
0.98	1.36	3.00	4.14	2.23	חוב פיננסי ל-EBITDA

מקור: דוחות כספיים שופרסל ועיבודי מידרוג.

שופרסל מייצרת בעקביות תזרימי מזומנים גבוהים מפעילות שוטפת, שהופנו עד כה להשקעות בסניפים, להחזר חוב ולחלוקת דיבידנדים שופרסל טרם הכריזה על דיבידנד לשנת 2004, ומידרוג מעריכה כי לאור צורכי ההשקעה ביישום התוכנית האסטרטגית, שופרסל עשויה להפחית את תשלומי הדיבידנד בטווח הקצר

שופרסל שומרת לאורך זמן על תזרימי מזומנים חיוביים גבוהים, בדומה לחברות מסוגה, המאופיינות בצורכי הון חוזר שליליים. החל מהמחצית השנייה של 2003 ניכרת ירידה בצורכי ההשקעה נוכח סגירה של סניפים והאטה בהשקעות בסניפים חדשים, שתרמה לשיפור התזרים הכולל. תזרימי המזומנים לאחר פעילות ההשקעה שימשו בעיקר לפרעון חובות. בשנים 2001-2003 שילמה שופרסל דיבידנד של כ-214 מיליון ש"ח, כ-99 מיליון ש"ח וכ-56 מיליון ש"ח בשנים 2003, 2002 ו-2001, בהתאמה. בשנים 2003 ו-2002 הדיבידנד שולם מעודפים צבורים שכן החברה רשמה הפסדים באותן שנים. יתרת העודפים הצבורים ל-30.6.2004 הנה כ-886 מיליון ש"ח. מידרוג מעריכה כי צורכי ההון של שופרסל להמשך תוכנית ההבראה וליישום התוכנית האסטרטגית יובילו להקטנה בהיקף הדיבידנד בשנתיים-שלוש הקרובות.

שופרסל - תמצית דוח על תזרימי מזומנים					
במיליוני ש"ח					
2001	2002	2003	H1/03	H1/04	
201.0	(14.0)	(131.0)	(22.0)	7.0	רווח נקי לתקופה
381.0	134.0	287.0	241.0	213.0	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
(320.0)	(300.0)	(159.0)	(110.0)	(41.0)	רכישת רכוש קבוע
3.0	(70.0)	112.0	21.0	(8.0)	אחר (בעיקר מימוש השקעות)
(317.0)	(370.0)	(47.0)	(89.0)	(49.0)	מזומנים ששימשו לפעילות השקעה
(51.0)	(99.0)	(214.0)	(70.0)	0.0	דיבידנד ששולם
10.0	361.0	(23.0)	(13.0)	(62.0)	אחר (בעיקר גיוס או פרעון חוב)
(41.0)	262.0	(237.0)	(83.0)	(62.0)	מזומנים ששימשו לפעילות מימון
23.0	26.0	3.0	69.0	102.0	עלייה (ירידה) בתזרים המזומנים
40.3	171.0	69.0	135.0	171.0	יתרת מזומנים סוף תקופה

סלקום בע"מ ("סלקום")

מפעילת התקשורת הניידת המובילה בישראל סובלת ממחלוקת בין בעלי מניות המעכבת מהלכים אסטרטגיים

סלקום מספקת שירותים לכ- 2.3 מיליון מנויים (כ- 32% מסך המנויים בשוק המקומי). יתרת המנויים נחלקת בין שלוש המפעילות האחרות: פרטנר (כ- 31%), פלאפון (כ- 30%) ומירס (כ- 4%). סלקום הינה חברה פרטית שמרבית מניותיה מוחזקות בידי Bellsouth Corporation וקבוצת ספרא, בשיעור שווה באמצעות חברה הולנדית משותפת (69.5%). דסק"ש היא בעלת המניות הגדולה הנוספת המחזיקה ב- 25% מהון המניות אך נעדרת השפעה מהותית על ניהול סלקום. מחלוקות בין שני בעלי העניין הגדולים בסלקום מעכבות מהלכים אסטרטגיים בחברה ולהערכת מידרוג פוגעות ביכולת דסק"ש למצות את הפוטנציאל הגלום בהשקעה באמצעות קבלת דיבידנד, הנפקה או שינוי פוזיציה באחזקה.

שמרנות באשר למעבר להשקעות בטכנולוגיית G3 בהשוואה למתחרות

הרישיון שהוענק לסלקום להפעלת רשת סלולרית בטכנולוגיית TDMA הורחב בדצמבר 2001, בעקבות זכייתה במכרז לתדרי דור שני (GPRS-GSM 1800MHz) ותדרי דור שלישי (UMTs 1900MHz) והוארך עד שנת 2022. היערכות סלקום למעבר לטכנולוגיית דור הביניים (2.5G) כללה הקמת רשת תקשורת נוספת המבוססת על טכנולוגיית GPRS-GSM במהלך שנת 2002, ולאחרונה היא החלה בשדרוג לטכנולוגיית EDGE. טכנולוגיה זו מאפשרת מתן שירותי תקשורת נתונים בקצבים גבוהים יותר ותמיכה בשירותי פס רחב כגון גישה לאינטרנט ווידאו, אם כי היא נחשבת לנחותה בהשוואה לטכנולוגיית UMTs. נכון להיום סלקום אינה מתכוונת להקים רשת תקשורת בטכנולוגיית UMTs, הנחשבת לטכנולוגיית הדור השלישי (3G). בניגוד לסלקום, פועלת פרטנר להשלמת רשת UMTs ובהיותה חלק מקבוצת האצייסון, היא נהנית משת"פ מצד הקבוצה בכל הקשור לטכנולוגיית G3. פלאפון, לעומת סלקום ופרטנר, פועלת ברשת CDMA 1X המהווה את דור הביניים (2.5G) של טכנולוגיית CDMA ופועלת לשדרוג לטכנולוגיית הדור השלישי CDMA 2000 EVDO.

ההאטה בקצב הצמיחה בשנתיים האחרונות האפילה על מדדי הביצוע המצוינים של ענף הסלולר הישראלי, בהשוואה לעולם. שיעורי חדירה גבוהים מרחיקים אומנם שחקניות חדשות, אולם מאיימים כל העת לפגוע ברווחיות של השחקניות הקיימות

ענף התקשורת הניידת רשם בשנתיים האחרונות ירידה ניכרת בקצב הצמיחה נוכח שיעורי חדירה גבוהים העומדים על למעלה מ-95% מהאוכלוסייה. על פי נתוני משרד התקשורת, ההכנסות ממתן שירותי תקשורת ניידת לכ-6.8 מיליון מנויים בשנת 2003 הסתכמו בכ-12 מיליארד ש"ח. להערכת מידרוג, שוק התקשורת הניידת רשם גידול הכנסות בשיעור של כ-5% בשנת 2003 בהשוואה לשיעור גידול כפול בשנת 2002. חברות הסלולר בישראל נהנות מיתרונות כגון, ריכוזיות גבוהה של תושבים על פני שטח גיאוגרפי מצומצם יחסית המצריכה היקפי השקעות נמוכים יחסית; משך שימוש ממוצע למנוי (MOU) וממוצע הכנסות למנוי (ARPU) מהגבוהים בעולם, שיעור מנויי PrePaid נמוך (אם כי גדל), קצב גידול אוכלוסין גבוה יחסית ואוכלוסייה צעירה הנוטה לאמץ חידושים טכנולוגיים במהירות גבוהה. על אף היתרונות הבולטים לעיל, כניסת מתחרים חדשים נמנעת בעיקר בשל רמות חדירה גבוהות המגבילות את פוטנציאל הצמיחה, בשל תחרות חזקה בין המפעילים, בסבסוד מכשירים ובשווק חבילות שירותים מסובסדות; הקדמה בהשקעה של שירותים חדשניים או נגישות טובה יותר למקורות מימון של אחת החברות עלולים לפגוע במעמדן של החברות האחרות בשוק.

מידרוג מעריכה כי המלצת משרד התקשורת לחייב את חברות הסלולר בהפחתת תעריפי הקישוריות עלולה לפגוע ברווחיות המפעילות

על אף ההתקדמות הניכרת בשנים האחרונות, תהליך הפתיחה לתחרות של ענף התקשורת טרם הושלם ורמת הרגולציה בענף נותרה גבוהה למדי, ברמה שיש בה לאיים על הרווחיות של השחקניות הוותיקות, ובהן סלקום. מידרוג מעריכה כי יישום המלצת משרד התקשורת להפחית את תעריפי דמי הקישוריות יפגע ברווחיות וביכולת ייצור המזומנים. מידרוג מעריכה עוד כי על מנת להתגבר על פגיעה זו תידרש סלקום להעלות תעריפי השיחות היוצאות לצד תוכנית התייעלות. גורמי אי וודאות רגולטורית נוספים קשורים במתן רישיונות תקשורת, בעיתוי ותנאי פתיחת תחומים שונים בענף לתחרות, במועד השלמת התכנית להפרטת בזק ועוד.

רוייה בשוק הסלולר מהווה מגבלה על יכולת הצמיחה של סלקום ושוחקת את שיעורי הרווחיות

בין השנים 2000-2003 דיווחה סלקום על עלייה רציפה בהכנסות, בשיעור שנתי ממוצע של כ-6.6%, שנבעה בעיקר מהגידול החד במספר המנויים הפעילים⁵. זוהי עלייה מתונה יחסית לשיעורי הצמיחה הגבוהים בשנים 1998-2000 (בשיעור שנתי ממוצע של כ-22%). למרות שיעורי החדירה הגבוהים של שירותי התקשורת הניידת בישראל, עד כדי רוויה, הצליחה סלקום להגדיל את היקף הכנסותיה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2004 בשיעור חד יחסית של כ-11%. במחצית הראשונה של 2004 נרשמה שחיקה מסוימת בשיעור ה-EBITDA מההכנסות, שעמד על כ-34% בהשוואה לכ-36% בתקופה המקבילה ובשנת 2003, כתוצאה משחיקה ברווחיות הגולמית שקוזה בחלקה על ידי ירידה יחסית בהוצאות השיווק והנהלה. ירידה חדה יחסית בהוצאות הפחת הובילה לשיפור קל בשיעור הרווח התפעולי. את המחצית הראשונה של שנת 2004 סיימה סלקום ברווח נקי של 293 מיליון ש"ח לעומת 140.8 מיליון ש"ח במחצית המקבילה אשתקד ורווח נקי של כ-400 מיליון ש"ח בשנת 2003. הרווח הנקי במחצית הראשונה של 2004 הושפע לטובה מירידה משמעותית בהוצאות המימון בהשוואה לתקופה המקבילה ולשנת 2003 כולה. הוצאות המימון בשנת 2003 נגזרו מלבד מהיקף החוב הפיננסי גם מהפסדי מימון במסגרת עסקאות במכשירים פיננסיים נגזרים. צמצום של כ-530 מיליון ש"ח בהיקף החוב הפיננסי במהלך המחצית הראשונה של שנת 2004, תרם לירידה בהוצאות המימון.

סלקום : תמצית דוחות רווח והפסד

		במיליוני ש"ח									
	2001		2002		2003		H1/03		H1/04		
	100%	4,959.8	100%	5,134.8	100%	5,261.7	100%	2,521.3	100%	2,807.5	הכנסות נטו
	42%	2,067.1	39%	2,024.1	42%	2,186.3	41%	1,040.5	40%	1,130.5	רווח (הפסד) גולמי
	12%	574.3	13%	651.1	12%	612.8	12%	302.6	11%	317.3	הוצאות מכירה ושיווק
	13%	649.3	14%	708.3	14%	712.9	13%	323.8	12%	344.2	הוצאות הנהלה וכלליות
	17%	843.5	13%	664.7	16%	860.6	16%	414.1	17%	468.9	רווח (הפסד) תפעולי
	34%	1,703.2	32%	1,652.2	36%	1,890.3	36%	915.5	34%	944.2	EBITDA
	0%	(14.8)	-0.1%	(4.9)	-4.1%	(216.1)	-7%	(178.8)	-1%	(38.8)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
	16.8%	834.9	13%	655.4	12%	645.4	9%	227.5	15%	428.4	רווח(הפסד) לפני מס
	11%	546.6	8%	389.2	8%	400.7	6%	140.8	10%	293.4	רווח (הפסד) נקי

מקור : דוחות כספיים סלקום ועיבודי מידרוג.

⁵ שינוי שיטת הדיווח על מסי המנויים הפעילים ברבעון השלישי של שנת 2003, הביא לירידה טכנית במספר המנויים המדווח.

איתנות פיננסית חזקה המשתפרת הודות לתזרימי מזומנים חזקים ו אי חלוקת דיבידנדים

האיתנות הפיננסית של סלקום השתפרה מהותית בשנים האחרונות כפי שהיא מתבטאת בשיעור ההון העצמי למאזן העומד על כ-53% בהשוואה לכ-29% בסוף שנת 2001. החוב הפיננסי ירד באופן משמעותי בשנת 2003 ובמהלך המחצית הראשונה של שנת 2004 והוא מהווה כ-33% מה-CAP. השיפור באיתנות הפיננסית התבטא גם בירידה ביחס החוב ל- EBITDA, העומד על כ-0.8. התחזקות האיתנות הפיננסית נובעת מהצמיחה העקבית בהכנסות ומשיפור תזרימי המזומנים בשל הירידה בצרכי ההשקעה בתשתית. כך, בשנת 2003 ובמחצית הראשונה של שנת 2004 עמד היקף ההשקעות ברכוש קבוע על כ-685 מיליון ש"ח וכ-355 מיליון ש"ח, בהתאמה, בהשוואה להשקעות בהיקף שנתי ממוצע של כ-1.1 מיליארד ש"ח בשנים קודמות. העובדה כי סלקום אינה מחלקת דיבידנדים תרמה אף היא לאיתנותה.

סלקום : תמצית מאזן מאוחד					
במיליוני ש"ח					
12.01	12.02	12.03	6.03	6.04	
6.1	170.5	454.1	515.5	5.6	מזומנים ושווי מזומנים
1,300.8	1,363.0	1,254.0	1,205.2	1,245.1	לקוחות וחיובים אחרים
134.8	183.0	114.3	108.4	160.0	מלאי
368.7	286.4	343.7	298.1	414.0	חייבים ויתרות חובה לז"א
3,393.2	3,628.8	3,276.4	3,359.8	3,014.1	רכוש קבוע נטו
403.7	415.2	404.6	409.9	488.0	רכוש אחר
5,607.2	6,046.8	5,847.0	5,897.0	5,326.9	סך נכסים
400.0	602.7	1,123.2	1,120.0	718.6	חוב ז"ק לבנקים
1,642.7	1,180.7	1,123.4	864.9	880.9	ספקים וזכאים אחרים
1,711.7	1,987.0	882.1	1,508.8	756.8	הלוואות לז"א מבנקים
231.6	162.7	173.2	148.7	132.0	התחייבויות אחרות לז"א
1,621.3	2,113.7	2,545.1	2,254.5	2,838.5	הון עצמי
5,607.2	6,046.8	5,847.0	5,897.0	5,326.9	סך התחייבויות והון עצמי
3,816.0	4,768.7	4,647.4	4,966.8	4,414.7	CAP
2,111.7	2,589.7	2,005.3	2,628.9	1,475.4	חוב פיננסי
					יחסי איתנות פיננסית עיקריים:
29%	35%	44%	38%	53%	הון עצמי למאזן
55%	54%	43%	53%	33%	חוב פיננסי ל- CAP
1.2	1.6	1.1	1.4	0.8	חוב פיננסי ל- EBITDA
115.3	339.9	8.7	5.1	24.4	EBITDA להוצאות מימון

מקור: דוחות כספיים סלקום ועיבודי מידרוג.

חברה לנכסים ולבניין בע"מ ("נכסים ובניין")

אי וודאות כלכלית, שיעורי אבטלה גבוהים, הקשחת תנאי אשראי, מחסור בפועלים בענף הנדל"ן וההאטה בקצב העלייה לארץ, תורמים להמשך המיתון במשק הישראלי כולו ובשוק הנדל"ן בפרט

נכסים ובניין הינה קבוצת נדל"ן מהמובילות בישראל, הפועלת במישרין ובאמצעות החברות הבנות והכלולות שלה, בעיקר בייזום, הקמה, השכרה וניהול, של מבנים לתעשייה, פארקים לתעשיות עתירות ידע, מבנים למסחר ומשרדים (נדל"ן מניב); ביזום, פיתוח, תכנון, הקמה ומכירה של שכונות מגורים (בניה למגורים). בנוסף עוסקת נכסים ובניין בעיבוד, אריזה ושיווק של פרי הדר (ענף ההדרים) ובמתן שירותי ניהול ואחזקת מבנים בתחום התשתיות. נכסים ובניין הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בעלת השליטה, דסק"ש, מחזיקה בכ- 63.54% מהון המניות. עם סיום כהונתו של מר אברהם אטיאס, כמנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון שלה, בחודש יולי 2004, דיווחה נכסים ובניין על מנויים של מר רפי ביסקר ליו"ר הדירקטוריון וגבי סגי איתן למנכ"ל של נכסים ובניין.

ליבת פעילות קבוצת נכסים ובניין היא בתחומי הנדל"ן המניב ובמכירת דירות למגורים⁶

- **נדל"ן מניב:** נכון ליום ה- 30.6.2004, הסתכם שטח המבנים המיועד להשכרה של קבוצת נכסים ובניין בכ- 730 אלפי מ"ר ובנוסף כ- 153 אלפי מ"ר של חניונים ומרתפים, המושכרים למאות יחידות עסקיות בחוזים ארוכי טווח צמודים למדד המחירים לצרכן. שיעור התפוסה בנכסיה המושכרים נותר יציב, גם בתקופת המיתון ועומד על כ- 91%. פעילות נכסים ובניין בתחום זה מתבצעת בעיקר באמצעות חברות הבת: חברת גב-ים לקרקעות בע"מ, ישפרו חברה ישראלית להשכרת מבנים בע"מ ונכסי הדרים בע"מ.
- **בניה למגורים:** נכון ליום 30 ביוני 2004 לקבוצת נכסים ובניין פרויקטים בשלבי בניה שונים בהיקף של 952 יח"ד. המיתון הכלכלי הקשה במשק הישראלי פגע בהכנסות בעיקר בתחום פעילות זה בשנת 2003. במחצית הראשונה של שנת 2004, דווחה נכסים ובניין על גידול במספר יחידות הדיור שמכרה הקבוצה, העשוי להצביע על תחילת התאוששות בשוק הבניה למגורים (188 יח"ד לעומת 101 יח"ד בתקופה המקבילה בשנת 2003). הפעילות בתחום המגורים מתבצעת במישרין ע"י נכסים ובניין וכן באמצעות חברות בנות שהעיקריות שבהן נוה-גד בניין ופיתוח בע"מ וחברת גב-ים לקרקעות בע"מ.
- **ענף ההדרים:** נכון ליום ה- 30.6.2004 מחזיקה קבוצת נכסים ובניין בכ- 15,000 דונם של פרדסים בבעלותה או בחכירה ממנהל מקרקעי ישראל. מהדרין בע"מ, חברה נכדה, המוחזקת בשיעור של כ- 37% ע"י נכסי הדרים בע"מ, עוסקת במתן שירותי עיבוד, אריזה ושיווק של פרי הדר לפרדסים האמורים ולפרדסי לקוחות נוספים. החל מסוף שנת 2001 מתנהלת פעילותה החקלאית של קבוצת מהדרין באמצעות שותפות עם קבוצת תנופורט (מת"י- מהדרין תנופורט יצוא), הנחשבת ליצואנית ההדרים הגדולה בישראל.

מרכיב יציב וצומח בהכנסות נובע מאחזקה בתיק נכסים מניבים. ירידה בהכנסות מבניית דירות אם כי ניכרת התאוששות החל מסוף שנת 2003

לאחר ירידה חדה בהכנסות ממכירת דירות ומקרקעין בשנת 2003, כתוצאה מהאטה במכירת דירות בארץ נוכח המיתון הכלכלי במשק, נרשמה במהלך המחצית הראשונה של 2004 התאוששות מסוימת בפעילות ונכסים ובניין דיווחה על מכירות של 188 יח"ד לעומת 101 יח"ד בתקופה המקבילה. במחצית הראשונה של שנת 2004 רשמה נכסים ובניין גידול של כ-9% בהכנסות בהשוואה לתקופה המקבילה וגידול של כ-12% בגילום שנתי בהשוואה לשנת 2003. מרבית ההכנסות נובעות מהשכרת מבנים ושירותי אחסון ומבנייה ומכירה של דירות ומקרקעין (כ-54% וכ-42% מסך ההכנסות, בהתאמה). בשנים האחרונות, ניכרת ירידה בקצב הגידול של ההכנסות מהשכרת נכסים, המוסברת במיתון שפקד את מגזר הנכסים המניבים בישראל ומירידה בהיקף הפרויקטים שבנייתם הושלמה. שיעור התפוסה בנכסים שבבעלות נכסים ובניין נותר יציב ברמה של 91%. כמקובל בתחום זה, נכסים ובניין מדווחת על רווח גולמי גבוה מפעילות השכרת נכסים, שעמד במחצית הראשונה של 2004 על 89%. בגין הנכסים המניבים נרשמות הוצאות פחת גבוהות המהוות 19% מההכנסות מנכסים מניבים וברובן אינן מהוות הוצאה תזרימית.

⁶ הנתונים המתייחסים להיקף הנכסים הפיסיים (במ"ר וביח"ד) של קבוצת נכסים ובניין מתייחסים לאחזקות של החברה ושל חברות מוחזקות ואחרות, כולל חלק המיעוט.

במחצית הראשונה של 2004 דיווחה נכסים ובניין על רווח גולמי של 15% מפעילות מכירת דירות ומקרקעין, נמוך משיעור הרווח הגולמי שהושג בשנים 2003 ו- 2002 (22% ו- 18%, בהתאמה). הירידה בהכנסות ממכירות דירות ומקרקעין גרמה לירידה בסך הרווחיות של החברה בשנת 2003 בהשוואה לשנת 2002. הירידה החדה ברווח לפני מס במחצית הראשונה של 2004, בהשוואה לתקופה המקבילה ולשנת 2003 נובעת מעלייה חדה בהוצאות המימון נטו. נציין כי נכסים ובניין נהנית מעודפי מזומנים והשקעות בבטוחות סחירות אשר הניבו בשנת 2003 הכנסות מימון חריגות. בשנת 2002 נרשמה הפרשה לירידת ערך נכסים בסך של 53 מיליון ש"ח אשר פגעה ברווח הנקי המדווח באותה השנה.

נכסים ובניין: דוחות רווח והפסד (במיליוני ש"ח)

2001		2002		2003		H1/03		H1/04		
41%	271.9	41%	288.0	59%	297.4	57%	147.6	54%	152.9	השכרת מבנים ושירותי אחסון
56%	370.1	56%	391.7	40%	199.4	39%	101.1	42%	118.9	בניה ומקורות אחרים
2%	14.1	2%	15.6	1%	3.0	3%	6.9	4%	10.3	חלק ברווחי חברות מוחזקות, נטו
0%	(2.7)	0%	0.4	0%	(1.0)	0%	0.0	-2%	(4.3)	מימוש השקעות ורכוש קבוע
1%	6.6	1%	4.0	1%	5.6	1%	2.4	1%	3.5	דמי ניהול, פיקוח ואחרות
100%	660.1	100%	699.5	100%	504.4	100%	258.0	100%	281.3	סה"כ הכנסות
33%	220.9	34%	238.7	41%	204.9	42%	108.1	39%	108.5	רווח (הפסד) תפעולי
-13%	(84.7)	-13%	(87.4)	-15%	(74.1)	-15%	(39.5)	-21%	(59.9)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
21%	136.2	14%	97.8	26%	130.9	27%	68.6	17%	48.6	רווח(הפסד) לפני מס
8%	55.1	12%	82.8	8%	42.1	8%	20.5	7%	20.2	רווח (הפסד) נקי

מקור: דוחות כספיים נכסים ובניין ועיבודי מידרוג.

הנכסים כוללים בעיקר השקעות במבני תעשייה ומסחר להשכרה, השקעות במקרקעין ומלאי בניינים למכירה

- נכון ליום 30.6.2004 מחזיקה נכסים ובניין ברכוש קבוע נטו בשווי של כ- 2.3 מיליארד ש"ח (כ- 61% מסך המאזן), מרביתם מבני תעשייה ומסחר להשכרה ובנייני משרדים. במהלך שנת 2003 השקיעה נכסים ובניין ברכוש קבוע סך של כ-177 מיליון ש"ח ובמחצית הראשונה של 2004 כ-107 מיליון ש"ח.
- נכון ליום 30.6.2004 מחזיקה נכסים ובניין במקרקעין בבעלות ובזכויות פיתוח מהוונות, לרבות קרקעות בחכירה, בסך מאזני של כ- 351 מיליון ש"ח (כ- 9% מסך המאזן). עתודות אלו משמשות את נכסים ובניין באופן שוטף להרחבת נכסיה ופעילותה העסקית.
- נכון ליום 30.6.2004 יתרת מלאי הבניינים למכירה עומדת במאזן על סך של 350 מיליון ש"ח. לנכסים ובניין פרויקטים בשלבי בנייה שונים בהיקף של 952 יח"ד.

נכסים ובניין: תמצית מאזן מאוחד

במיליוני ש"ח

<u>12.01</u>	<u>12.02</u>	<u>12.03</u>	<u>6.04</u>	
244.8	384.8	534.5	428.7	מזומנים ושווי מזומנים
119.6	129.8	99.8	100.9	לקוחות וחייבים אחרים
350.7	386.1	360.2	350.2	מלאי בניינים למכירה
474.1	407.7	383.0	351.2	מקרקעין
2,064.4	2,185.3	2,267.9	2,302.6	רכוש קבוע
169.9	173.5	170.3	166.8	רכוש אחר
<u>3,423.5</u>	<u>3,667.2</u>	<u>3,815.7</u>	<u>3,700.4</u>	סך נכסים
254.3	357.0	382.4	293.1	אשראי מבנקים
168.6	179.5	135.9	152.3	זכאים ויתרות זכות
984.4	1,320.0	1,443.5	1,479.7	חוב לז"א לבנקים ומחזיקי אג"ח
494.4	191.2	193.1	169.2	התחייבויות אחרות
25.0				דיבידנד מוצע
499.1	493.1	521.6	520.0	זכויות מיעוט
997.7	1,126.3	1,139.2	1,086.0	הון עצמי
<u>3,423.5</u>	<u>3,667.2</u>	<u>3,815.7</u>	<u>3,700.4</u>	סך התחייבויות והון עצמי
2,812.1	3,393.1	3,591.1	3,449.4	CAP
1,238.7	1,677.1	1,825.9	1,772.8	חוב פיננסי
29.1%	30.7%	29.9%	29.3%	הון עצמי למאזן
44.0%	49.4%	50.8%	51.4%	חוב פיננסי ל-CAP
4.6	5.7	7.0	6.4	חוב פיננסי ל-EBITDA
3.2	3.4	3.5	2.3	EBITDA להוצאות מימון

מקור: דוחות כספיים נכסים ובניין ועיבודי מידרוג.

יציבות באיתנות פיננסית ונגישות פיננסית גבוהה לשוק ההון

נכון ליום 30.6.2004 הסתכם ההון העצמי בכ- 1.1 מיליארד ש"ח והיווה כ-29% ביחס למאזן, בדומה לשיעורו בשנים קודמות. החוב הפיננסי הסתכם בכ-1.8 מיליארד ש"ח שהיוו כ-51% מה-CAP, בדומה להיקפו בסוף שנת 2003. החוב הפיננסי מורכב בעיקר מהלוואות לזמן ארוך מבנקים (כ-66% מהחוב הפיננסי) ומהתחייבויות לבעלי אג"ח (כ-30%). במהלך השנים 2002 ו-2003 חל גידול חד בהיקף החוב הפיננסי שנבע בעיקר מגידול החוב לבנקים (בשנת 2002 בעיקר) ומגידול בחוב המוסדי (בעיקר בשנת 2003) שהחליף חלק מהחוב הבנקאי. לאחר מספר שנים של שחיקה ביחס החוב ל-EBITDA, נרשם שיפור מסוים ביחס בסוף המחצית הראשונה של 2004 כתוצאה מהעלייה ב-EBITDA במהלך תקופה זו. ואולם, גם העלייה ב-EBITDA לא הצליחה לקזז את העלייה החדה בהוצאות המימון, שהובילה לשחיקה חדה ביחס כסוי ה-EBITDA להוצאות המימון במהלך המחצית הראשונה של 2004 בהשוואה לתקופות קודמות.

צמיחה בתזרים מהשכרת נכסים, תנודות בפעילות הבניה למגורים

נכסים ובניין: תמצית דוח על תזרימי מזומנים

במיליוני ש"ח

2000	2001	2002	2003	H1/03	H1/04	
154.4	150.6	250.7	223.4	95.6	133.7	מזומנים ממפעילות שוטפת - FFO
(167.2)	(58.7)	(319.1)	118.0	201.5	(274.4)	מזומנים מפעילות השקעה
						מתוכם:
(205.6)	(157.2)	(140.2)	(177.4)	183.4	(106.9)	השקעה ברכוש קבוע - CAPEX
(236.1)	(174.4)	25.4	103.4	(133.1)	(178.4)	מזומנים מפעילות מימון
4.1	4.3	3.3	4.1	8.4	6.6	חוב פיננסי ל-FFO
2.8	3.4	2.6	2.9	7.0	5.0	חוב פיננסי נטו ל-FFO
0.8	0.9	1.4	1.5	1.2	1.1	FFO להוצאות מימון

מקור: דוחות כספיים נכסים ובניין ועיבודי מידרוג.

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת רשם תנודתיות בשנים האחרונות נוכח תנודות בתוצאות פעילות הבנייה למגורים. פעילות ההשקעה כוללת בעיקר השקעה ברכוש קבוע והשקעה בנכסים פיננסיים (פיקדונות בבנקים, בטוחות סחירות וכו'). תזרים המזומנים מפעילות מימון כולל המשך פירעון חוב לבנקים, תוך הגדלת החוב למחזיק אג"ח. במחצית הראשונה של 2004 בולט בתזרים המזומנים מפעילות מימון המשך הנפקת אג"ח, פירעון חוב למערכת הבנקים וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. נכון ליום 30.6.2004 לנכסים ובניין עודפים הניתנים לחלוקה לבעלי המניות בסך של 469 מיליון ש"ח ונכסים ובניין מחלקת מידי שנה דיבידנד לבעלי המניות.

אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ ("אלרון")

נכון לתחילת חודש אוגוסט 2004 לאלרון יתרת מזומנים של כ-200 מיליון דולר המיועדים להשקעות בחברות קיימות וחדשות בתחומי פעילותה, וכן לחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. להערכת מידרוג, מהלכי המימושים שביצעה אלרון לאחרונה יוצרים אי וודאות לגבי ההרכב העתידי של תיק ההשקעות ולגבי חוסנה הפיננסי. לאחרונה הגדילה דסק"ש את אחזקותיה באלרון, ומידרוג מעריכה כי צעד זה נועד בחלקו לבצר את השליטה על עודפי המזומנים של אלרון.

אלרון, חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסת נאסד"ק בניו יורק ובבורסה לניירות ערך בתל-אביב, היא חברה אחזקות טכנולוגיה רב לאומית. בתקופה האחרונה ביצעה אלרון שורה של שינויים בתיק האחזקות, כשהעיקרית שבהן היא מכירת האחזקה באלביט מערכות בע"מ (כ-19.6% מההון המונפק) בתמורה לכ-197 מיליון דולר, הצפויה להניב לה רווח הון נקי של כ-80 מיליון דולר במהלך הרבעון השלישי של 2004. קודם לכן מכרה אלרון את אחזקותיה באלרון סופטוור, במדיה גייט, ב-KIT ובמספר אחזקות נוספות. האחזקות הבולטות בתיק אלרון לאחר מהלך המימושים כוללת: מניות פרטנר תקשורת בע"מ (כ-9% המוחזקים באמצעות אלביט בע"מ) ועומדות למכירה, בהמשך למכירה של כ-3% ממניות אלו במהלך שנת 2003; זרוע ההשקעות בתחום המכשור הרפואי באמצעות שתי אחזקות עיקריות: גיוון אימגינג בע"מ (אחזקה של כ-16.9%, לאחר השקעה נוספת ברבעון השלישי⁷), וגליל מדיקל (39%⁸) המחזיקה ב-Oncura (כ-10%); נטוויז'ן בע"מ (46%) – אחזקה אסטרטגית באחת מספקיות שירותי האינטרנט המובילות בישראל⁹; Elron Telesoft Inc. (שיעור אחזקה של 99%) העוסקת בפיתוח פתרונות בתחום התקשורת.

⁷ גיוון אימגינג מוחזקת גם ישירות על ידי דסק"ש בשיעור של 13% נוספים.

⁸ גליל מדיקל מוחזקת גם ישירות על ידי דסק"ש בשיעור של 22% נוספים.

⁹ 46% נוספים ממניות נטוויז'ן מוחזקים ישירות על ידי דסק"ש לאחר שנרכשו מתבל תקשורת בינלאומית לישראל בע"מ בחודש מרץ 2004.

גיוון אימגינג בע"מ (Given Imaging Ltd.) – יצרנית הערך העיקרית של אלוון

גיוון אימגינג מפתחת ומשווקת מערכות אבחון חדשניות לטיפול בהפרעות במערכת העיכול באזור המעי הדק. הטכנולוגיה של גיוון אימגינג מבוססת על קפסולת אנדוסקופ חד-פעמית עם מצלמת וידאו זעירה הניתנת לבליעה על ידי החולה ומספקת תמונה ויזואלית של החלל הנבדק ויכולת זיהוי הגורמים להפרעות העיכול. גיוון אימגינג הוקמה בשנת 1998 והחלה בפעילות מסחרית במהלך שנת 2001. גיוון אימגינג מחזיקה במספר פטנטים במדינות כגון: ארה"ב, ישראל, צרפת ואחרות. במחצית הראשונה של שנת 2004 דווחה על הכנסות בסך של כ- 28.2 מיליון דולר, לעומת הכנסות בסך של כ- 18.3 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד, כ- 40.5 מיליון דולר בשנת 2003 וכ- 29 מיליון דולר בשנת 2002. הגידול במכירות נובע מגידול במספר הלקוחות והמערכות המותקנות. נכון ליום 31.3.2004 הותקנו כ- 1,771 בסיסי מערכת מתוצרת גיוון אימגינג ונמכרו כ- 100,000 קפסולות בלמעלה מ- 50 מדינות. ברבעון השני של 2004 דווחה גיוון אימגינג לראשונה על רווח נקי חיובי, שהסתכם בכל המחצית הראשונה של 2004 בכ- 0.3 מיליון דולר (בשנים 2003 ו-2002 רשמה הפסד נקי 9.6 מיליון דולר ו-18.3 מיליון דולר, בהתאמה). אלוון מחזיקה בכ- 20% מהון המניות של גיוון אימגינג (אחזקה ישירה ועקיפה באמצעות חברת הבת RDC) לאחר שהגדילה את השקעתה בה במהלך הרבעון השלישי של 2004. כ-13% נוספים מוחזקים ישירות על ידי דסק"ש. מניות גיוון אימגינג רשומות למסחר בנאסד"ק ובבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

גליל מדיקל ואונקורה אינק. - השקעה אסטרטגית בסגמנט הצומח של מכשור רפואי בפולשנות נמוכה

גליל מדיקל היא חברת הזנק שהוקמה בשנת 1997 ועוסקת בפיתוח וייצור של מערכות לטיפול רפואי בפולשנות מזערית (Minimally Invasive Surgery). גליל מדיקל פיתחה מערכת לטיפול בטכנולוגיה של הקפאה (Cryotherapy), המאפשרת הרס מבוקר ומהיר, ברמת דיוק גבוהה, של רקמות סרטניות. טכנולוגיה זו נחשבת חדשנית ומשמשת כיום בעיקר לטיפול בשלבים מתקדמים של סרטן הערמונית, כחלופה לטיפולים מסורתיים הכוללים ניתוח פולשני לכריתת הערמונית. הפופולריות של שיטות טיפול "פחות פולשניות" (Less Invasive) או "בלתי פולשניות" (Non invasive) הולכת וצומחת בכל העולם, בפרט בתחומי האורולוגיה, הגניקולוגיה, כלי הדם וניתוחי מוח. בחודש יולי 2003 מוזגה הפעילות של גליל מדיקל בתחום הטיפול בסרטן הערמונית עם פעילות דומה של Amersham Health Plc ("אמרשם"), חברה בריטית הנחשבת למובילה בעולם בתחום ה-Brachytherapy (טיפול באמצעות זרעים רדיואקטיביים). מטרת המיזוג היא לשלב את טכנולוגיית ההקפאה של גליל מדיקל עם טכנולוגיית זרעים רדיואקטיביים של אמרשם לצורך פיתוח מכשור רפואי לחיסול גידולים של סרטן הערמונית. המיזוג בוצע במסגרת חברה חדשה - Oncura Inc. ("אונקורה") המוחזקת על ידי גליל מדיקל (25%) ועל ידי אמרשם (75%). הכנסות אונקורה במחצית הראשונה של 2004 הסתכמו בכ- 33.5 מיליון דולר והיא רשמה הפסד נקי של כ- 0.2 מיליון דולר. בעקבות המיזוג מתכננת גליל מדיקל להמשיך לפתח את טכנולוגיית ההקפאה ליישום בתחומי רפואה נוספים ולספק שירותי ייצור ומחקר לאונקורה בעלות פלוס, וזאת במסגרת הסכמי הפצה ושירותים שנחתמו בין בעלי המניות באונקורה. במטרה לצמצם את התלות בבעלי המניות החלה אונקורה בהקמת מערכי הפצה ושירותים עצמאיים ובכוונתה להשלים את הניתוק עד שנת 2005. במחצית הראשונה של 2004 רשמה גליל מדיקל הכנסות של 3.4 מיליון דולר, מרביתן הכנסות מאספקה של מוצרי Cryo ושירותי פיתוח לאונקורה (בתקופה המקבילה הסתכמו הכנסות גליל מדיקל בכ- 3.5 מיליון דולר). במקביל חלה ירידה משמעותית בהיקף הוצאות השיווק וההפצה, בעקבות העברת הפעילות לאונקורה, וגליל מדיקל רשמה איזון תפעולי בהשוואה להפסד של כ- 5.1 מיליון דולר בתקופה המקבילה. להערכת הנהלת אלוון, גליל מדיקל צפויה להציג גידול בהוצאות הפיתוח בתקופות הקרובות. גליל מדיקל הינה חברה פרטית ובעלי המניות העיקריים בה הם אלוון (כ-39% ישירות ובאמצעות חברת הבת RDC) ודסק"ש (22%).

נטוויז'ן בע"מ - הניסיון להצפת ערך בהשקעה אסטרטגית זו טרם צלחו

נטוויז'ן בע"מ הינה אחת משתי ספקיות שירותי האינטרנט הגדולות בישראל, עם בסיס של כ- 386 אלף לקוחות ליום 30.9.2004, מתוכם כ- 205 אלף לקוחות אינטרנט מהיר. להערכת הנהלת אלרון, נתח השוק של נטוויז'ן בקרב משתמשי האינטרנט המהיר הינו כ-25%. שוק שירותי האינטרנט מאופיין בתחרות גבוהה מאוד, הנובעת בין השאר ממאמצי השיווק של ספקיות האינטרנט להגדיל את חדירתם למגזר האינטרנט המהיר. במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2004 גדלו הכנסות נטוויז'ן בכ-11% בהשוואה לתקופה המקבילה, והסתכמו בכ-50.7 מיליון דולר. הרווח התפעולי השתפר באופן משמעותי, ועמד על כ-6.6 מיליון דולר, בהשוואה ל-3.3 מיליון דולר בתקופה המקבילה. הרווח הנקי באותה תקופה עמד על כ-3.7 מיליון דולר, בהשוואה לרווח סמלי של 0.2 מיליון דולר בתקופה המקבילה. בחודש אוגוסט 2004 קיבלה נטוויז'ן רישיון לאספקת שירותי טלפוניה בינלאומיים, ובמהלך הרבעון השלישי של 2004 החלה בהערכות לכניסה לשוק השיחות הבינלאומיות בטכנולוגיית VoIP. במסגרת זו היא ביצעה השקעות בתשתית טלפוניה שמומנו בחלקן בהלוואת בעלים שהעמידו לה דסק"ש ואלרון. הנהלת אלרון מעריכה כי לקראת סוף השנה היא תחל נטוויז'ן באספקת שירותי שיחות בינלאומיות. בתחילת שנת 2004 נקטו בעלי המניות בנטוויז'ן בניסיונות לבצע הנפקה של נטוויז'ן, אולם צעד זה נדחה. להערכת מידרוג, בעלי המניות בנטוויז'ן יוסיפו לתור אחר הזדמנויות להציף את ערכה גם בעתיד הקרוב.

אלרון טלסופט אינק. - מפתחת פתרונות תקשורת מתקדמים לחברות טלקום

מפתחת ומשווקת מוצרים בשלושה סגמנטים עיקריים עבור מפעילות רשתות תקשורת: תוכנות לאבטחת תשלומים (Revenue Assurance Process Control); מערכות ניהול גישה לאינטרנט (Internet Access Management) ומערכות לניהול רשתות (Network Management Systems). בין לקוחותיה מתחום התקשורת נמנות בזק, חברות הסלולר בישראל, ספקיות אינטרנט וכן מפעילות תקשורת בינלאומיות שונות כמו מוביטל הבולגרית ו-Cyta בקפריסין. במהלך שנת 2001 מכרה אלרון סופטוור את פעילויותיה בעסקי ה-e-business ובמגזר המיועד ללקוחות ממשלתיים, והתמקדה בשוק ספקיות שירותי התקשורת. הכנסות אלרון טלסופט הסתכמו בכ-3.4 מיליון דולר במחצית הראשונה של 2004, בהשוואה לכ-4.2 מיליון דולר בתקופה המקבילה בשנת 2003, ירידה הנובעת בעיקר ממכירות מוצרים נלווים למערכות. ירידה זו הובילה גם לשחיקה ברווח הגולמי. אלרון סופטוור רשמה במחצית הראשונה של 2004 הפסד נקי של כ-1.2 מיליון דולר, בדומה לתקופה המקבילה.

דרישות ההון האינטנסיביות המאפיינות את ההשקעות במגזרי הטכנולוגיה חושפות את תיק ההשקעות של אלרון למגמות שליליות בשוקי ההון והכספים. מגמות שליליות מתמשכות בשווקים אלו עלולות להשפיע השפעה מהותית להורדת שווי תיק האחזקות של החברה

תיק האחזקות של אלרון מורכב מחברות הפועלות בענף הטכנולוגיה המתקדמת, בהן חברות הפועלות בתחום המכשור הרפואי, המאופיין באופן אינהרנטי ברמת סיכון תפעולי ופיננסי גבוהה במיוחד, לאור צורכי הון הגבוהים של חברות מסוג זה, הנדרשות להשקעות גבוהות וממושכות לצורך פיתוח מוצרים חדשים ולצורך חדירה לשוק. כך, המיתון שפקד את הכלכלה העולמית בכלל ואת שווקי הטכנולוגיה בפרט, החל משנת 2001, הקשה על חלק מהחברות המוחזקות של אלרון לגייס מימון ממקורות נוספים והקשה על יכולת החברה לממש את השקעותיה. אף כי לאחרונה ניכרת התייצבות מסוימת ולעיתים גם צמיחה בחלק מתתי-התחומים הענף, אין וודאות כי מדובר במגמה ברורה של צמיחה. מרבית החברות בתיק ההשקעות של אלרון הניבו לחברה הפסדים שוטפים, וחלקן אף טרם ייצרו הכנסות משמעותיות. להערכת אלרון מרבית החברות ימשיכו לדווח על הפסדים גם בעתיד.

סאיטקס קורפוריישן בע"מ ("סאיטקס")

תיק נכסים הכולל בעיקר עודפי מזומנים – תוצאה של שורת מימושים. דילול תיק האחזקות תוך התמקדות בתחומי ההדמיה וההדפסה הדיגיטאלית

בשנת 2003 ובראשית שנת 2004 השלימה סאיטקס מספר מהלכים בהם מכירת עסקי SDP¹⁰, מכירת יתרת אחזקותיה במניות CREO ורכישת השליטה **בסאיטקס וויזן**, בדרך של החלפת מניות. במסגרת מהלך זה, אוחדו פעילותן של סאיטקס וויזן (בעבר אפריון דיגיטל - 42.5%) עם חברת סאיטקס וויזן אינטרנשיונל (100%). סאיטקס הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסת נאסד"ק בניו-יורק ובבורסה לניירות ערך בתל-אביב. נכון ליום 31.8.2004 מוחזקות מרבית מניותיה בידי שתי חברות בנות בקבוצת אי די בי, כלל תעשיות אלקטרוניקה בע"מ ("כת"ש" 24.72%) ודסק"ש (24.41%). החתומות על הסכם הצבעה בסאיטקס. הסכם זה מעניק לכת"ש ולדסק"ש שליטה מלאה בניהול. יתרת המזומן נטו של סאיטקס (מאוחד) ליום 30.6.2004 הסתכמה בכ-188 מיליון דולר (החוב הפיננסי הסתכם בכ-46 מיליון דולר, בניכוי יתרות המזומנים בסך כ-234 מיליון דולר), מרביתה תקבולים ממכירת פעילות SDP במהלך הרבעון הראשון של 2004. במהלך הרבעון השני של 2004 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד בסך כ-90 מיליון דולר. בניכוי הדיבידנד שהוכרז, עומדת יתרת המזומן ברוטו על כ-145 מיליון דולר ויתרת מזומן נטו על כ-98 מיליון דולר. ההון העצמי הסתכם בכ-156 מיליון דולר ליום 30.6.2004 והיווה כ-42% מסך המאזן. בשנת 2003 הסתכם הרווח הנקי של סאיטקס (מאוחד) בכ-1.4 מיליון דולר, זאת לעומת הפסד של כ-32 מיליון דולר בשנת 2002 והפסד של כ-253 מיליון דולר בשנת 2001. בנטרול רווח הון של כ-51.7 מיליון דולר ממכירת SDP, רשמה סאיטקס במחצית הראשונה של 2004 הפסד של כ-2.6 מיליון דולר.

סאיטקס וויזן – האחזקה הריאלית העיקרית - מתמודדת בשוק תחרותי מאוד, אולם רושמת שיפור בתוצאותיה

סאיטקס וויזן עוסקת בפיתוח, ושיווק מערכות בתחום ההדפסה הדיגיטלית. החלטת סאיטקס לחדול מפעילות בתחומים מסיימים ולהתמקד להתמקד בתחום מערכות ההדפסה הדיגיטליות בפורמט רחב באמצעות סאיטקס וויזן בלמה את הפסדיה ואת הפגיעה בתזרימי המזומנים. במהלך הרבעון השני של 2004 המשיכה סאיטקס וויזן לדווח על גידול בהכנסותיה הנובעות מגידול במכירות של מגוון מוצריה. היקף ההכנסות, שהסתכם בכ-30.8 מיליון דולר, שיקף עלייה של כ-25% ביחס להכנסות בתקופה המקבילה אשתקד ועליה של כ-5.5% ביחס להכנסות ברבעון הראשון. כמו כן דיווחה סאיטקס וויזן על מעבר לרווחיות חיובית ותזרים מזומנים נקי חיובי. ההכנסות מתפלגות באופן מאוזן יחסית ברחבי העולם - אירופה כ-46%, מדינות ארה"ב כ-32%, מזרח אסיה ושאר העולם כ-22% (הנתונים ל-30.6.2004) עפ"י דיווחי סאיטקס וויזן נרשמת צמיחה חיובית בביקושים בכל האזורים. נכון לחודש יוני 2004 הסתכם החוב הפיננסי של סאיטקס וויזן לבנקים הישראליים בכ-50 מיליון דולר. כנגד חלק מחוב זה קיים פיקדון כך שהחוב נטו עומד על כ-30 מיליון דולר. לטובת פתיחת קווי אשראי והלוואות לז"א אלה שועבדו חלק מנכסיה (שעבוד צף) וכן הועמדה לה ערבות בסך של כ-0.9 מיליון דולר מצד סאיטקס. כמו כן, התחייבה סאיטקס וויזן לעמוד במגבלות מסוימות, לרבות היקף הון עצמי, רווחיות ויחסים פיננסיים שונים. בעבר, לא הצליחה סאיטקס וויזן לעמוד במגבלות אשראי אלו, נאלצה לחדש את המו"מ עם הבנקים ולהגדיל את החוב ממקורות חיצוניים, בהם גם סאיטקס ובעלי מניות אחרים.

¹⁰ SDP - Scitex Digital Printing, מכירתה לקודאק הביאה לצמצום תיק המוצרים ולהפחתת הרווחים.

סאיטקס (מאוחד)
יחסי איתנות פיננסית ונזילות
(במיליוני דולרים)

12.03	6.04	
72.5	36.2	חוב פיננסי לז"ק
10.2	10.1	חוב פיננסי לז"א
82.7	46.3	סך חוב פיננסי
61.1	234.0	מזומנים ושווי מזומנים*
21.6	(187.7)	חוב פיננסי נטו
224.7	156.5	הון עצמי
311.6	207.8	CAP
397.9	373.8	סך המאזן*
27%	22%	חוב פיננסי ל- CAP
56%	42%	הון עצמי למאזן

* יתרת ההתחייבויות ל-6.04 כוללת דיבדנד שהוכרז בסך 89.8 מיליון דולר.

מקור: דוחות כספיים של סאיטקס ועיבודי מידרוג

מפעלי נייר אמריקאיים ישראלים בע"מ ("מנא"י")

מנא"י הינה הקבוצה המובילה בישראל בייצור נייר ומוצריו. בחלק מן הפעילויות שותפה מנא"י עם שותפים אסטרטגיים בינלאומיים (Kimberly-Clark Corp ("KC") ו-Neusidler AG). ברווח של מנא"י ניכרת מגמה שיפור וזאת כתוצאה מיישום מהלכי התייעלות וכתוצאה משיפור בתוצאות הכספיות של החברות הכלולות (חוגלה קימברלי הפועלת בתורכיה ונויזידלר נייר חדרה בע"מ העוסקת בתחום ניירות הכתיבה וההדפסה). מנא"י היא חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב וכן בבורסה האמריקאית. מרבית מניות מנא"י מוחזקות בידי כלל תעשיות (32.49%), דסק"ש (18.36%) ובידי מר דורסמן מיכאל (11.44%).

שיפור בהכנסות וברווחיות למרות המיתון המתמשך, כתוצאה ממהלכים אסטרטגיים ומצעדי התייעלות

במחצית הראשונה של שנת 2004 הסתכמו הכנסות קבוצת מנא"י בכ- 238 מיליון ש"ח לעומת כ- 233 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד וכ-465 מיליון ש"ח בשנת 2003 (עלייה של כ- 2% בגילום שנתי). מרבית ההכנסות נובעות ממכירות במסגרת הפעילות התעשייתית של מנא"י, לרבות מכירות לייצוא והיתרה מפעילות מסחרית. בשנת 2001 נרשמה ירידה של כ-15% בהיקף המכירות בשל המיתון הכלכלי¹¹. החל משנת 2003 מסתמנת מגמה של צמיחה והתאוששות כלכלית, המתבטאת בגידול בשיעורי הצמיחה ועליה בצריכה הפרטית. הרווחיות התפעולית של מנא"י בשנות המיתון נמוכה, ומעידה על מבנה עלויות קשיח יחסית, אולם למרות זאת ניכר שיפור עקבי הן ברווחיות והן בשיעורי הרווחיות מידי שנה, כתוצאה מצעדי התייעלות שנקטה. רווח מפעולות מנא"י וחברות המאוחדות בה שקול במחצית הראשונה של שנת 2004 לחלקה ברווחי חברות כלולות והסתכם בכ-21 מיליון ש"ח. החברות העיקריות שרווחיהן מדווחים בסעיף זה הן: נויזידלר נייר חדרה וחוגלה-קימברלי.

¹¹ הירידה בשיעור 15% אינה מביאה בחשבון את ירידת ההכנסות כתוצאה מהפסקת האיחוד של חוגלה קימברלי: עד חודש מרץ 2000 איחדה מנא"י את תוצאות חוגלה קימברלי. בעקבות הגדלת האחזקות של KC בחוגלה קימברלי בחודש מרץ 2000, לשיעור של 51%, הפסיקה מנא"י את איחוד הדוחות של חוגלה קימברלי, וההשקעה בה כלולה בשיטת השווי המאוני.

מנאי: דוחות רווח והפסד מאוחדים (במיליוני ש"ח)

2001		2002		2003		H1/03		H1/04		
100.0%	469.7	100.0%	455.8	100.0%	465.1	100.0%	232.7	100.0%	238.2	מכירות
18.3%	85.9	20.2%	92.0	22.1%	102.9	22.3%	51.9	23.0%	54.9	רווח גולמי
4.4%	20.5	8.0%	36.5	10.0%	46.6	9.9%	23.1	11.5%	27.3	רווח תפעולי
10.6%	49.9	13.9%	63.3	16.1%	74.8	16.0%	37.2	17.4%	41.4	EBITDA
1.1%	5.1	-0.7%	-3.0	-3.4%	-16.0	-5.2%	-12.0	-1.9%	-4.5	הכנסות (הוצאות) מימון
5.7%	26.7	6.7%	30.5	6.9%	32.2	5.4%	12.7	9.6%	22.9	רווח לפני מס
4.1%	19.4	4.5%	20.7	5.3%	24.5	4.7%	11.0	8.8%	21.0	רווח מפעולות
3.2%	15.0	3.7%	16.7	7.6%	35.5	8.8%	20.4	9.1%	21.6	חלק ברווחי חברות כלולות, נטו
7.3%	34.4	8.2%	37.5	12.9%	60.0	13.5%	31.4	17.9%	42.6	רווח נקי
										תשואה על ההון
										תשואה על הנכסים

מקור: דוחות כספיים של מנאי ועיבודי מידרוג.

איתנות פיננסית חזקה גם לאחר הגדלת רמות המינוף

במחצית שנת 2004 ניכר עלייה ברמת המינוף של קבוצת מנאי, והחוב הפיננסי של הקבוצה הסתכם בכ- 371 מיליון ש"ח מרביתו לזמן ארוך. עיקר הגידול נובע מגיוס חוב מיום ה- 21.12.2003 באמצעות אג"ח (סדרה 2) לגופים מוסדיים בסך של כ-200 מיליון ש"ח. חלק מתמורת הגיוס, שימש לפרעון אשראי לז"ק והיתרה הושקעה בעיקרה בפיקדונות ובנכסים פיננסיים לזמן קצר. חרף העלייה ברמות המינוף לא ניכרת פגיעה מהותית ברמת האיתנות הפיננסית החזקה של קבוצת מנאי. יחס ההון העצמי למאזן ירד מכ- 61% נכון ליום 30.6.2003 לכ- 51% נכון ליום 30.6.2004 ויחס החוב הפיננסי נטו ל- CAP נותר יציב בשיעור של כ- 18%.

**מנאי: תמצית מאזן מאוחד
במיליוני ש"ח**

12.01	12.02	12.02	6.04	
3.6	5.5	178.7	176.5	מזומנים ושווי מזומנים
243.6	263.6	269.2	292.3	לקוחות וחייבים אחרים
119.1	90.5	90.7	88.8	מלאי
380.4	366.2	383.9	401.2	השקעות בחברות כלולות
313.8	325.8	325.6	323.5	רכוש קבוע, נטו
0.6	0.5	5.2	5.1	רכוש אחר
1,061.0	1,052.1	1,253.3	1,287.4	סך נכסים
164.8	148.6	384.6	371.4	חוב פיננסי
168.1	161.7	157.6	168.5	ספקים ויתרות זכות
88.4	90.8	96.8	89.8	התחייבויות אחרות
639.8	651.0	614.2	657.7	הון עצמי
1,061.0	1,052.1	1,253.3	1,287.4	סך התחייבויות והון עצמי
896.5	857.9	1,060.6	1,083.8	CAP
161.2	143.2	205.9	194.9	חוב פיננסי נטו
60.3%	61.9%	49.0%	51.1%	הון עצמי למאזן
18.0%	16.7%	19.4%	18.0%	חוב פיננסי נטו ל- CAP
3.23	2.26	2.75	2.35	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA
8.12	8.70	4.52	3.33	חוב פיננסי נטו ל- (EBITDA-CAPEX)

מקור: דוחות כספיים של ועיבודי מידרוג.

תזרים המזומנים חזק המושפע מהתנודתיות בצורכי ההון החוזר

התזרים מפעילות שוטפת רשם תנודתיות בשנים האחרונות, בעקבות שינויים חדים בהון החוזר (FFO עולה מידי שנה). פעילות ההשקעה כוללת בעיקר השקעות שוטפות בנכסים קבועים, הנדרשות לצורכי תהליכי ייצור, שיווק ושינוע. תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת משמשים ברובם למימון ההשקעות ברכוש קבוע. במחצית הראשונה של שנת 2004 תזרים המזומנים מפעילות שוטפת שייצרה מנאי לא הספיק לכיסוי ההשקעות. תזרים המזומנים מפעילות מימון כולל פירעונות של התחייבויות לבעלי אג"ח לצד משיכות ופרעונות של אשראי בנקאי לז"ק. בשנת 2003, נירשם גידול חד בהיקף החוב של מנאי הן כלפי בעלי האג"ח (גיוס של כ- 199 מיליון ש"ח) והן כלפי הבנקים (גידול בהיקף האשראי הבנקאי בכ- 40 מיליון ש"ח). במקביל, נמשך דיבידנד בהיקף של כ- 99 מיליון ש"ח, זאת לאחר שבשנת 2002 נמשך דיבידנד בהיקף של כ- 21 מיליון ש"ח בלבד. בחודש אוגוסט 2004 החליט דירקטוריון מנאי על חלוקה של כ- 100 מיליון ש"ח נוספים כדיבידנד במהלך שנת 2004. נכון ליום 30.6.2004 מחזיקה מנאי בעודפים הניתנים לחלוקה לבעלי המניות בסך של כ- 343 מיליון ש"ח. לדברי הנהלת דסק"ש חלוקת הדיבידנד לבעלי המניות תתחשב בצרכי ההשקעות של מנאי בעתיד.

ניתוח פיננסי- דסק"ש במאחד עם חברות המטה

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

תזרימי מזומנים השוטפים מדיבידנדים ומדמי ניהול - בעיקר משופרסל ומנכסים ובניין - מכסים היטב את הוצאות התפעול ואת מימון החוב. האחזקות העיקריות, ובראשן סלקום שאינה מחלקת דיבידנדים, מחזיקות יתרות מזומנים משמעותיות במחצית שנת 2004

דסק"ש נהנית מתזרים מזומנים תפעולי¹² גבוה, הנובע ברובו מדיבידנד משופרסל - ספקית מזומנים עקבית עיקרית. יש לציין כי שופרסל רשמה הפסדים בשנים 2002 ו-2003 (במחצית הראשונה של 2004 נרשם רווח סמלי), והדיבידנדים שחולקו בשנים אלו מקורם בעודפי הון. לשופרסל יתרת עודפים בהון העצמי של כ-886 מיליון ש"ח ליום 30.6.2004. דיבידנדים מהותיים נוספים, אם כי בהיקפים נמוכים יחסית לשופרסל, התקבלו מנכסים ובניין וממנא"י. הדיבידנדים ודמי הניהול מכסים היטב את הוצאות ההנהלה והכלליות - שרשמו ירידה משמעותית בשנים 2002 ו-2003 כתוצאה מהתייעלות, ואת הוצאות המימון. החברות העיקריות בתיק ההשקעות של דסק"ש מחזיקות יתרות עודפים גבוהות בסוף המחצית הראשונה של 2004: כ-988 מיליון ש"ח בשופרסל, כ-469 מיליון ש"ח בנכסים ובניין וכ-343 מיליון ש"ח במנא"י. סלקום, שאינה מחלקת דיבידנדים, מחזיקה יתרת עודפים של כ-2.2 מיליארד ש"ח נכון לסוף יוני 2004.

<u>דסק"ש: החברה במאחד עם חברות מטה</u>				
<u>תזרים מזומנים תפעולי</u>				
<u>במיליוני ש"ח</u>				
<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>H1/04</u>	
146.3	93.9	156.5	47.7	דיבידנדים שהתקבלו*
19.5	8.1	20.4	2.7	הכנסות מדמי ניהול ואחרות
165.8	102.0	176.8	50.3	תזרים תפעולי
(64.9)	(35.2)	(24.0)	(14.0)	הוצאות הנהלה וכלליות
(61.0)	5.0	(26.5)	(14.0)	הוצאות מימון נטו
39.9	71.8	126.4	22.3	תזרים תפעולי לאחר הוצאות ניהול ומימון
2.7	-	6.7	3.6	תזרים תפעולי להוצאות מימון
1.3	3.4	3.5	1.8	תזרים תפעולי להוצאות תפעול ומימון
				דיבידנדים מחברות עיקריות:
27.1	52.2	112.3	-	שופרסל
0.0	16.0	18.7	47.7	נכסים ובניין
0.0	4.2	18.6	-	מנא"י
71.6	5.2	6.9	-	אחרות**
47.7	16.1	0.0	-	חברות שמומשו - אלבר וטמבור

* שנת 2003 - לפני קבלת דיבידנד בגין מכירת החזקות דסק"ש באידיבי אחזקות, בסך כ-237 מיליון ש"ח
** בשנת 2001 כולל דיבידנד מקרן גיימני בסך כ-44 מיליון ש"ח

מקור: דוחות כספיים של דסק"ש ועיבודי מידרוג.

¹² תזרים המזומנים התפעולי שונה מהתזרים מפעילות שוטפת המוצג בדוחות הכספיים, והוא מבוסס על המתודולוגיה של Moody's לניתוח תזרימי מזומנים תפעוליים של חברות החזקה. התזרים התפעולי כולל הכנסות מדיבידנדים ודמי ניהול בניכוי הוצאות תפעוליות והוצאות מימון. כמו כן, התזרים התפעולי אינו כולל דיבידנדים בעלי אופי חד פעמי, ובמקרה זה אינו כולל את דיבידנד בסך כ-237.3 מיליון ש"ח במסגרת מכירת השליטה באידיבי אחזקות.

לאחר תקופה ארוכה שבה שימשו תזרימי המזומנים בעיקר להחזר הלוואות ולחלוקת דיבידנד ניכרת עלייה בהשקעות חדשות במחצית הראשונה של שנת 2004

לאחר תקופה ממושכת של סטגנציה בתיק ההשקעות, אשר נבעה הן ממצב שוק ההון והן מהחלפת השליטה בקבוצת אידיבי, ניכרת בשנת 2004 עלייה בפעילות ההשקעות של דסק"ש. במהלך המחצית הראשונה של 2004 ביצעה החברה, ביחד עם חברות בנות בבעלות מלאה, השקעות בחברות מוחזקות בהיקף של כ-239 מיליון ש"ח, העיקריות שבהן הן נטוויזין (רכישה של 46% ממניות החברה תמורת כ-90 מיליון ש"ח וכן הלוואת בעלים של כ-9 מיליון ש"ח נוספים), גלובקול (רכישת 100% ממניות החברה תמורת כ-90 מיליון ש"ח) והמ-לט (הגדלת החזקות משיעור של כ-20% לשיעור של כ-39% נכון ליוני 2004, תמורת 36.2 מיליון ש"ח).

דסק"ש : החברה במאוחד עם חברות מטה				
תזרים מזומנים כולל				
במיליוני ש"ח				
2001	2002	2003	H1/04	
40	60	343	22	תזרים מפעילות*
(268)	(117)	(115)	(239)	השקעות והלוואות בחברות מוחזקות
725	804	116	51	תקבולים ממימוש השקעות
na	(124)	(314)	38	הלוואת נטו ואחר
0	0	(233)	0	דיבידנד ששולם**
497	623	(203)	(128)	תזרים נטו
0	975	1,598	1,394	מזומן תחילת תקופה
975	1,598	1,395	1,266	מזומן סוף תקופה

* בשנת 2003 - כולל דיבידנד בגין מכירת החזקות דסק"ש באידיבי אחזקות, בסך כ-237 מיליון ש"ח
 ** בחודש אוגוסט 2004 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד במזומן בסך 330 מיליון ש"ח

מקור: דוחות כספיים של דסק"ש ועיבודי מידרוג.

יתרת העודפים של דסק"ש למחצית 2004 הינה כ-110 מיליון ש"ח. להערכת מידרוג, יתרה זו תקשה על החברה לחלק דיבידנד בהיקף משמעותי מבלי להציג שיפור ברווחים של חברות מוחזקות או רווחי הון ממימושים

בגין השנים 2002 ו-2003 חילקה דסק"ש דיבידנדים בהיקף של כ-100 מיליון ש"ח ו-136 מיליון ש"ח, בהתאמה (ששולמו שניהם במהלך שנת 2003), ובשנת 2004 הוכרז על חלוקת דיבידנד בסך של כ-330 מיליון ש"ח. מידרוג מעריכה כי השלמת חילופי השליטה בקבוצת אי די בי הובילה לגידול בחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. לחברה אין מדיניות דיבידנדים מוצהרת, אולם, להערכת מידרוג, לאור רמת העודפים בחברה (כ-110 מיליון ש"ח ל-30.6.2004) לאחר דיבידנד שהוכרז, חלוקה של דיבידנד נוסף בהיקף משמעותי מותנית בהצגת שיפור משמעותי ברווחים מחברות מוחזקות או בהצגת רווחי הון ממימוש השקעות.

איתנות פיננסית ויחסי מינוף

יחס חוב למאזן יציב, ומצביע על איתנות פיננסית גבוהה בהשוואה לחברות מסוגה. ניכרת מגמה של החלפת חוב בנקאי בחוב מוסדי, בין השאר על מנת לצמצם את התלות במערכת הבנקאות ואת מגבלת לווה בודד

יתרת החוב הפיננסי של החברה וחברות בנות בבעלות מלאה ליום 30.6.2004 הסתכמה בכ-1.5 מיליארד ש"ח, שהיוו כ-30% מהמאזן, יחס המצביע על איתנות פיננסית טובה בהשוואה לחברות מסוגה של דסק"ש. יחס החוב למאזן נותר יציב יחסית בשלוש השנים האחרונות, עם גידול מסוים בהיקף החוב במחצית הראשונה של 2004, אשר מימן - ביחד עם גידול בהון העצמי - את הגידול בהשקעות, ביתרת המזומנים, וכן קיטון בהתחייבויות השוטפות.

<u>דסק"ש : מאזן החברה במאוחד עם חברות המטה</u>				
<u>במיליוני ש"ח</u>				
<u>12.01</u>	<u>12.02</u>	<u>12.03</u>	<u>6.04</u>	
4,046	3,502	3,258	3,522	השקעות בחברות מוחזקות
25	8	25	9	פקדונות והלוואות לז"א
	125	125	125	פקדון אלבר
4	11	8	7	רכוש קבוע ואחר
986	1,599	1,387	1,488	מזומן
5,062	5,245	4,803	5,151	סך נכסים
	575	799	1,096	אג"ח
1,498	967	508	441	הלוואות מבנקים
	106	106	106	הלוואה אלבר
529	627	335	170	התחייבויות שוטפות נטו
	70	241	138	התחייבויות אחרות
3,035	2,899	2,814	3,200	הון עצמי
5,062	5,244	4,803	5,151	סך התחייבויות והון עצמי
1,498	1,542	1,307	1,537	חוב פיננסי ברוטו
(986)	(1,607)	(1,412)	(1,497)	מזומנים ושווי מזומנים
511	(65)	(105)	40	חוב פיננסי נטו / (מזומנים נטו)
29.6%	29.4%	27.2%	29.8%	חוב פיננסי ברוטו למאזן
60.0%	55.3%	58.6%	62.1%	הון עצמי למאזן

מקור: דוחות כספיים של דסק"ש ועיבודי מידרוג.

העלייה בשווי השוק של ההשקעות הסחירות בתיק ההשקעות של דסק"ש הובילה לשיפור ניכר ביחס המינוף

***Debt to Assets Ratio* (במהלך שנת 2003 ובמחצית הראשונה של 2004)**

שווי שוק ההשקעות הסחירות של דסק"ש הסתכם בכ-4.1 מיליארד ש"ח ליום 30.6.2004 והיה גבוה בכ-1.7 מיליארד ש"ח משוויין המאזני של אותן השקעות. זהו הפער הגבוה ביותר בין שווי השוק לשווי המאזני שנרשם בחברה בשנים האחרונות, והוא נובע בעיקר מעליית ערכן של ההשקעות הסחירות במהלך שנת 2003. החוב הפיננסי ברוטו היווה בסוף המחצית הראשונה של 2004 כ-29% משווי השוק של ההשקעות הסחירות והשווי המאזני של יתר ההשקעות (שווי השקעות מתואם), בדומה לשנת 2003. יחס זה מעיד על סיכון נמוך יחסית הגלום בתיק ההשקעות, בהשוואה לשווי ההשקעות, ומצביע על איתנות פיננסית גבוהה יחסית לחברות מסוגה של דסק"ש. מידרוג מעריכה כי בהתחשב בשווי הכלכלי של סלקום, אשר גבוה להערכת מידרוג משוויה המאזני, יחסי המינוף טובים יותר.

דסק"ש : החברה במאוחד עם חברות המטה

יחסי חוב לשווי תיק השקעות

במיליוני ש"ח

<u>12.01</u>	<u>12.02</u>	<u>12.03</u>	<u>6.04</u>	
1,498	1,542	1,307	1,537	חוב פיננסי ברוטו
986	1,607	1,412	1,497	מזומנים ושווי מזומנים
511	(65)	(105)	40	חוב פיננסי / (מזומנים) נטו
4,292	2,216	3,441	4,143	שווי שוק אחזקות סחירות
1,316	986	881	1,127	שווי מאזני אחזקות לא סחירות (כולל סלקום)
5,608	3,202	4,322	5,270	שווי אחזקות מותאם
6,594	4,808	5,734	6,767	שווי נכסים (שווי אחזקות מותאם+מזומנים)
26.7%	48.2%	30.2%	29.2%	חוב ברוטו לשווי אחזקות מותאם
22.7%	32.1%	22.8%	22.7%	חוב ברוטו לשווי נכסים

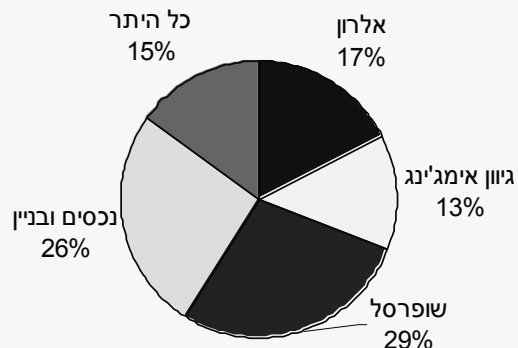
* החוב והנכסים אינם כוללים הלוואה שהתקבלה מאלבר (ביתרת חוב של כ-106 מיליון ש"ח ליום 30.6.04) שכנגדה העמידה החברה פיקדון לאלבר (ביתרת נכסים של כ-125 מיליון ש"ח ליום 30.6.04)

מקור: דוחות כספיים של דסק"ש ועיבודי מידרג.

סחירות גבוהה של חלק גדול מההחזקות ופיזור רחב של ההחזקות הסחירות, מהווים פוטנציאל נזילות גבוה

נכון למחצית 2004, כ-68% מההחזקות החברה (במונחי שווי מאזני) היו בחברות שמניותיהן נסחרות בבורסות, בעיקר בישראל ובארה"ב. שתי ההחזקות הסחירות העיקריות הן שופרסל (כ-29% מהשווי של תיק השקעות הסחיר ליום 30.6.2004 במונחי שווי שוק) ונכסים ובניין (כ-26%). שתי השקעות סחירות מהותיות נוספות הן גיוון אימגינג ו-אלרון. ההשקעה הפרטית העיקרית של דסק"ש שאינה סחירה הינה סלקום. שווי ההחזקות הסחירות ליום 30.6.2004 היה כ-4.1 מיליארד ש"ח, גבוה בכ-1.7 מיליארד ש"ח משווי המאזני של אותן החזקות. מרבית עודף השווי מיוחס לאחזקות בגיוון אימגינג (כ-500 מיליון ש"ח הפרש בין השווי המאזני לבין שווי השוק ליום 30.6.2004), באלרון (כ-378 מיליון ש"ח), בנכסים ובניין (כ-354 מיליון ש"ח) ובשופרסל (כ-281 מיליון ש"ח).

התפלגות שווי תיק השקעות הסחיר שווי שוק 4.1 מיליארד ש"ח ליום 30.6.2004



הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ	Net Income	הכנסות נטו
הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע	Interest	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווח"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה	Cash Interest	הוצאות מימון תזרימיות
הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדוד מהדוחות.	EBIT	רווח תפעולי
EBIT + הפחתות	EBITA	רווח תפעולי לפני הפחתות
EBIT + פחתות + הפחתות	EBITDA	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.	Capital Expenditures (Capex)	השקעות הוניות
רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחבי בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.	Gross Cash Flow (GCF)	תזרים מזומנים גולמי
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות
הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.	Funds from Operation (FFO)	מקורות מפעילות
תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים פנוי
תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים חופשי

סולם הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	למנפיקה מיוחסת האיכות הטובה ביותר ורמת הסיכון בהשקעה היא הקטנה ביותר. למרות שהגורמים המגנים על המנפיקה יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.
	Aa	המנפיקה איכותית על פי כל אמת מידה. דירוגה נמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון נמוכה במידת מה בהשוואה למנפיקה המדורגת Aaa. מנפיקה המדורגת בדירוג זה, יחד עם מנפיקות המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל בעלי דרגה גבוהה (high investment grade). קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך במנפיקה המדורגת Aa גדול במידת מה מאשר במנפיקה המדורגת Aaa.
	A	למנפיקה יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותה כשייכת לחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון למנפיקה כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	המנפיקה נחשבת כבעלת איכות בינונית. המנפיקה נראית מוגנת לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים, בכל פרק זמן ארוך. למנפיקה זו חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש לה גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	למנפיקה מאפיינים ספקולטיביים ומשום כך אי אפשר לומר שעמידה מובטח. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
	B	למנפיקה חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של עמידה בהתחייבויות ובקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידה בהתחייבויותיה. סיכויי המנפיקה להשיג מעמד של השקעה אמיתית נמוכים.
	Ca	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידתה בהתחייבויותיה בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות מנפיקות המדורגות בדירוג זה אינן עומדות בהתחייבויותיהן. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים מאוד.
	C	מנפיקה המדורגת בדירוג C מדורגת בדרגה הנמוכה ביותר ומכאן שהסיכוי כי המנפיקה תעמוד בהתחייבויותיה נמוכה ביותר. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CHD01110400M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2004

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.