

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

Aa2	דירוג סדרות
-----	-------------

הדירוג ניתן לאג"ח בסכום של עד 700 מיליון ש"ח שתגייס חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דיסק"ש" או "החברה"). האג"ח יגויסו במסגרת הרחבה של שתי סדרות: כ- 567 מיליון ש"ח אג"ח סדרה די צמודה למדד המחירים לצרכן, העומדת לפירעון בחמישה תשלומי קרן שווים בכל אחת מהשנים 2012-2016 (מח"מ של כ-6 שנים) ו- 133 מיליון ש"ח אג"ח סדרה ו' צמודה למדד המחירים לצרכן העומדת לפירעון בתשעה תשלומים שנתיים שווים בכל אחת מהשנים 2017-2025 (מח"מ של כ-10 שנים). תמורת הגיוס מיועדת להשקעות חדשות בחברה.

דוח זה סוקר את ההתפתחויות העיקריות בחברה ברבעון הרביעי של שנת 2006 ואירועים עיקריים לאחר תאריך המאזן¹.

התפתחויות אחרונות

להערכת מידרוג, הנפקת סלקום העלתה את המיצוב העסקי של דסק"ש ושיפרה את מבנה תיק האחזקות. רווחי ההון הגבוהים מהנפקת סלקום ומהנפקת GVT מהווים להערכת מידרוג יעד לחלוקת דיבידנד

בחודש פברואר 2007 הושלמה הצעה לציבור של מניות סלקום בבורסת ניו יורק, במסגרתה מכרה דסק"ש מניות סלקום שהוחזקו על ידה, המהוות כ-19.5% מהון המניות המונפק של סלקום, תמורת סך כולל של כ-353 מיליון דולר. כתוצאה מהמכירה תרשום החברה, ברבעון הראשון של שנת 2007, רווח נקי של כ-639 מיליון ש"ח, ושיעור אחזקה בסלקום ירד לכ-59% בהון המניות וכ-64.5% בזכויות ההצבעה. הנפקת סלקום סיימה מהלך אסטרטגי שלם של דסק"ש שהחל בחודש ספטמבר 2005 עם רכישת השליטה במפעילת הסלולר המובילה בישראל. להערכת מידרוג, מהלך סלקום העלה במידה ניכרת את המיצוב העסקי של דסק"ש וקבוצת אי די בי כולה ושיפר את מבנה התיק האחזקות, לרבות הגדלת סחירותו. הנפקה נוספת בתחום התקשורת בוצעה בחברה בת בבעלות מלאה של גיי וי טי (הולדינג) אן וי (להלן "GVT"). GVT מוחזקת על ידי דסק"ש בשיעור של 16.4% ובשיעור זהה על ידי אי די בי פתוח. החברה הבת עוסקת בהפעלת שירותי טלפוניה בברזיל, והנפקה זו הינה הנפקה ראשונה של מניותיה לציבור בבורסה בברזיל. כתוצאה מההנפקה ומהמרת אג"ח ערב ההנפקה, ירדה האחזקה של GVT בחברה הבת לשיעור של כ-26.7% מהון המניות. כתוצאה מההנפקה האמורה תרשום דסק"ש רווח הון נטו של כ-110 מיליון ש"ח ברבעון הראשון של שנת 2007. להערכת מידרוג רווחי ההון שתרשום דסק"ש מהמהלכים כאמור לעיל ישמשו לחלוקת רווחים לבעלי המניות.

מכירת שופרסל תתרום להנזלת תיק הנכסים. להערכת מידרוג, צפוי שהחברה תחפש בין היתר הזדמנויות השקעה חדשות בחו"ל

החברה התקשרה לאחרונה בהסכם למכירת 19.8% מהון המניות של שופר סל בע"מ ("שופרסל") תמורת סכום כולל של כ-214 מיליון דולר (כפוף להתאמות מסוימות), בעסקה בת שני חלקים. בחלק הראשון, שיבוצע תוך 90 ימים מתאריך ההתקשרות בהסכם, יימכרו 13.9% מהון שופרסל תמורת 150 מיליון דולר. בחלק השני, שיבוצע בחודש יוני 2008, יימכרו 5.9% נוספים תמורת כ-64 מיליון דולר.

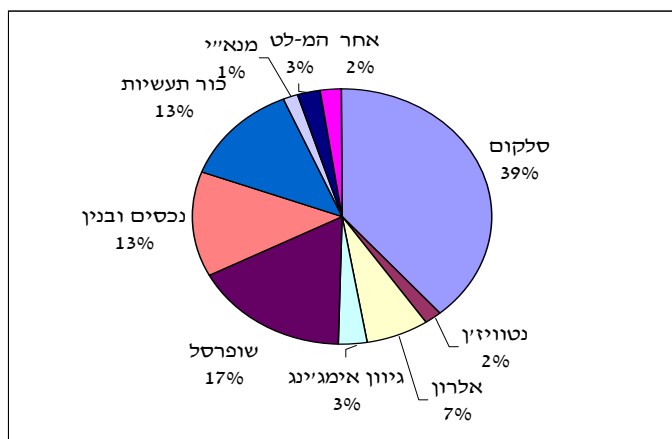
¹ לסקירת ההתפתחויות העיקריות ברבעונים קודמים ראה פעולת דירוג מחודש דצמבר 2006.

ביצוע ההסכם מותנה בקבלת כל האישורים הנדרשים. במועד ביצוע החלק הראשון של העסקה צפויה דסק"ש לרשום רווח הון נקי בסך של כ-394 מיליון ש"ח, כפוף לשינויים בשער החליפין של הדולר. גובה רווח הון שצפוי להירשם בגין החלק השני של העסקה עדיין אינו ברור, לאור המעבר של החברה לדיווח על בסיס תקני החשבונאות הבינלאומיים בשנת 2008. לאחר שיושלמו שני השלבים של העסקה תחזיק דסק"ש 39.2% מהון המניות של שופרסל. להערכת מידרוג, מרבית עודפי הנזילות הקיימים של החברה, ואלו שיתווספו לאחר מכירת חלק מהאחזקה בשופרסל, יישמשו את החברה להשקעות חדשות. עוד מעריכים במידרוג שאסטרטגיית החברה כוללת הפניית השקעות לחו"ל.

במידרוג מעריכים כי יחסי הכיסוי לא ישתפרו במידה משמעותית בעקבות הנפקת סלקום, שכן מרבית התמורה והרווח יחולקו כדיבידנד לבעלי המניות. עם זאת, גם לאחר גיוס החוב, במידרוג מעריכים כי יחסי הכיסוי בחברה טובים ותואמים את רמת הדירוג

יחס האיתנות העיקרי לפיו נמדדת האיתנות הפיננסית של חברות אחזקה מסוגה של דסק"ש, הינו היחס בין החוב הפיננסי נטו (בניכוי מזומנים ושווי מזומנים) לבין שווי תיק האחזקות. שווי תיק האחזקות מוערך לפי שווי הכלכלי של האחזקות. אחזקות סחירות מוערכות לפי שווי השוק (להלן - "שווי המותאם של תיק האחזקות"). להערכת מידרוג, השווי המותאם של תיק האחזקות של דסק"ש, בהתחשב בהנפקת סלקום, הינו כ-12,100 מיליון ש"ח. מרבית שווי תיק האחזקות (כ-98%) נובע משווי השוק של אחזקות סחירות.

התפלגות השווי המותאם של תיק האחזקות ליום 14.3.2007



יתרת החוב הפיננסי של דסק"ש סולו ליום 31.12.2006 הסתכמה בכ-4,202 מיליון ש"ח (כ-5,092 מיליון ש"ח ליום 31.12.2005), מרביתה אג"ח. החוב נטו, בהתחשב ביתרת המזומנים והפקדונות בסך של כ-1,124 מיליון ש"ח (כ-424 מיליון ש"ח ליום 31.12.2005), עמד על סך של כ-3,078 מיליון ש"ח. בהתחשב בתמורה מהנפקת סלקום בחודש פברואר 2007, החוב נטו פרופורמה הינו כ-1,595 מיליון ש"ח. היחס בין החוב הפיננסי נטו פרופורמה לבין השווי המותאם של תיק האחזקות כאמור לעיל הינו 13.1%.

לאחר גיוס אג"ח בסך של כ-700 מיליון ש"ח, ובהנחת חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-800 מיליון ש"ח - המבוססת על הערכות מידרוג, יחסי הפרופורמה הנאמדים על ידי מידרוג הם כדלקמן: החוב ברוטו עולה בכ-700 מיליון ש"ח בהתאם לסכום הגיוס, לסך של כ-4,902 מיליון ש"ח; יתרת המזומנים יורדת בכ-800 מיליון ש"ח, גובה הדיבידנד המשוער על ידי מידרוג, כך שיחס החוב נטו (כ-3,095 מיליון ש"ח) לשווי תיק האחזקות - בהנחה כי כספי הגיוס יושקעו באחזקות חדשות, עומד על שיעור של כ-24.1%.

ההון העצמי ליום 31.12.2006 הסתכם בכ-4,932 מיליון ש"ח לעומת 5,189 בסוף שנת 2005 - ירידה הנובעת בעיקר מדיבידנדים שחולקו וקרנות שליליות שעלו על היקף הרווח הנקי בשנת 2006. בהתחשב ברווחי ההון הצפויים

מהנפקת סלקום ו-GVT, בגיוס האג"ח ובחלוקת הדיבידנד לפי ההערכה לעיל, יחס ההון העצמי למאזן פרפורמה הינו כ-48.0%.

להלן פירוט היחסים הפיננסיים העיקריים בפועל ולאחר המהלכים העיקריים הצפויים לאחר מאזן 31.12.2006 (הנתונים לעיל ולהלן אינם כוללים את עסקת שופרסל):

חוב פיננסי ויחסי איתנות פרפורמה ליום 31.12.006 (במיליוני ש"ח)

פרפורמה לאחר גיוס חוב ודיבידנד	חלוקת דיבידנד**	גיוס אג"ח	31.12.2006 פרפורמה*	31.12.2006 בפועל	31.12.2005 בפועל	
4,817		700	4,117	4,117	1,859	אג"ח
85			85	85	3,233	הלוואות מבנקים
4,902		700	4,202	4,202	5,092	סך חוב פיננסי
1,807	(800)		2,607	1,124	424	מזומנים ופקדונות
3,095			1,595	3,078	4,668	חוב פיננסי נטו
4,881	(800)		5,681	4,932	5,189	הון עצמי
12,800		700	12,100	12,100	10,668	שווי תיק אחזקות מותאם***
38.2%			34.6%	34.6%	47.7%	חוב פיננסי / שווי תיק מותאם
24.1%			13.1%	25.4%	43.8%	חוב פיננסי נטו / שווי תיק מותאם
48.0%			55.3%	51.5%	47.9%	הון עצמי / מאזן

* נתוני הפרפורמה ליום 31.12.2006 מתייחסים ליתרת המזומנים (הכוללת את התמורה נטו מהנפקת סלקום לאחר תאריך המאזן, כמפורט לעיל) ולהון העצמי הכולל את רווחי ההון מהנפקת סלקום ו-GVT שצפויים להירשם ברבעון הראשון של שנת 2007 (ראה גם כן פירוט לעיל).
 ** הנתון על חלוקת הדיבידנד מבוסס על הערכות מידרוג, על פי תרחיש הרגישות הסביר שנלקח בחשבון לגבי היקף הדיבידנד. *** שווי תיק האחזקות המותאם ליום 31.12.2006 בפועל ופרפורמה הינו זהה - שניהם לוקחים בחשבון את הנפקת סלקום והנפקת GVT.

שיקולים עיקריים לדירוג

אחזקה במספר חברות עוגן, יצרניות מזומנים, המהוות פוטנציאל לדיבידנד עבור דסק"ש, מאפיין הפועל לצמצום התלות במחזוריות שוק ההון ולהקטנת הצורך במימוש אחזקות על מנת לשרת את הצרכים השוטפים וצרכי החוב; בשנתיים האחרונות ניכר גיוון והרחבת תיק האחזקות תוך הערכות לבניית פעילות רב לאומית לדסק"ש. עדיין מרבית הפעילות מרוכזת במשק הישראלי ולפיכך חשופה למצב הגיאוגרפי ולמחזוריות הכלכלית של המשק; האיתנות הפיננסית, המתבטאת ביחס חוב נטו לשווי תיק אחזקות, הינה טובה, אולם נשחקה בשנתיים האחרונות על רקע השקעות חדשות שמומנו ברובן בחוב, במקביל לחלוקת דיבידנד של מרבית העודפים; מידרוג מעריכה כי השיפור במבנה התיק ובביצועי החברות המוחזקות מפצה בחלקו על העלייה ברמת המינוף; המשך ירידה בהיקף החוב למערכת הבנקאית המקומית שיפר את הגמישות הפיננסית והרחיק את המגבלות החלות על החברה כחלק מקבוצת לוויים גדולה; סחירות ונזילות גבוהות של מרבית החברות המוחזקות תורמות לגמישות הפיננסית; מדיניות לשמירה על יתרות מזומן תוך בניית גמישות לניצול הזדמנויות עסקיות; הנהלת החברה והדירקטוריון מוכיחים יכולות עסקיות ופיננסיות גבוהות, הבאות לידי ביטוי בהעלאת שווי תיק האחזקות וביצועי החברות המוחזקות. מאידך, חלוקת הדיבידנד הינה גבוהה מאוד, תוך ניצול כל העודפים הראויים לחלוקה.

גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

ריכוזיות גבוהה של אחזקות בישראל חושפת את החברה לתנודתיות בפעילות הכלכלית במשק המקומי

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.

אחזקות החברה העיקריות דומיננטיות מאוד, כל אחת בתחומה, וכפופות לרגולציה ולהגבלים עסקיים

שתיים מהאחזקות העיקריות של החברה: סלקום ושופרסל פועלות בשווקים ריכוזיים יחסית, והן בעצמן מהוות שחקן דומיננטי בשווקים אלו. מאפיין זה מוסיף חוזקות למיצוב הגבוה של החברות ושל דסק"ש, אולם הוא חושף אותן לרגולציה אינטנסיבית מאוד, המהווה איום מתמיד על מעמדן התחרותי ועל תוצאותיהן העסקיות.

פער שלילי גבוה בין שווי הספרים לבין שווי השוק של האחזקה המשמעותית בכור תעשיות

נכון למועד דוח זה, קיים פער שלילי משמעותי בין שווי הספרים של האחזקה בכור - הנגזר מעסקת הרכישה במחצית שנת 2006, לבין שווי המניות בבורסה של כור. פער זה עומד על סך של כ-558 מיליון ש"ח נכון למועד דוח זה (כ-36% משווי השוק). פער זה חושף את דסק"ש להפסדי הון בתנאים מסוימים.

יתרות הנזילות הגבוהות בחברה מתוכננות להשקעות נוספות ולחלוקת דיבידנדים

בהערכת האיתנות הפיננסית של דסק"ש, מידרוג מתחשבת בכך כי יתרות המזומנים המשמעותיות המצויות כיום בקופת החברה אינן פרמננטיות, והיקפן יכול לרדת באופן משמעותי, בין השאר בשל השקעות חדשות, חלוקת דיבידנדים או פרעון התחייבויות. עם זאת, לחברה מדיניות של שמירה על יתרות מזומנים, בין השאר לצורך ניצול הזדמנויות עסקיות, ולאורך השנים האחרונות הוכיחה דסק"ש קיומה של יתרת מזומנים משמעותית.

רוב הרווחים בשנים האחרונות חולקו כדיבידנדים. מידרוג עוקבת אחר חלוקת הדיבידנדים לבעלי המניות ובוחנת

את השפעתה על האיתנות הפיננסית של החברה

משנת 2004 ועד לחודש דצמבר 2006 שילמה דסק"ש לבעלי מניותיה דיבידנדים בסכום מצטבר של כ-1.77 מיליארד ש"ח - מרבית הרווחים שצברה במהלך שנים אלו. ליום 31.12.2006 לחברה עודפים של כ-162 מיליון ש"ח בהון העצמי.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור מהותי בפרופיל העסקי, הפיננסי והניהולי של חברות מרכזיות בפורטפוליו כדוגמת שופרסל, סלקום וכור
- הצלחה ביישום אסטרטגיה של הרחבת הפעילות הבינלאומית

גורמים אשר עלולים 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
- חלוקת רווחים בנסיבות שיובילו לפגיעה באיתנות הפיננסית

אודות המנפיק

דסק"ש הינה חברת אחזקות המשקיעה בחברות הפועלות בעיקר בשוק המקומי, ובפרט בענפי התקשורת, הנדל"ן, המסחר, הטכנולוגיה והתעשייה. בין האחזקות הבולטות: סלקום בע"מ (שיעור החזקה של כ-59%), שופרסל בע"מ (59%), חברה לנכסים ובניין בע"מ (61%), כור תעשיות (42%) ואלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (49%). בעלת השליטה בדסק"ש היא אידיבי חברה לפתוח בע"מ, מקבוצת אידיבי אחזקות בע"מ.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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 : CHDIC010307700M
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"). 2007

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 בעינינו לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. 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. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. 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 של כדאיות השקעה 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.