



חברת השקעות דיסקונט בע"מ

פעולת דירוג ו יוני 2009

1

מחבר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il



חברת השקעות דיסקונט בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרות
------------------	-----	-------------

מידרוג מורידה את דירוג האג"ח שהנפיקה חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") מ-Aa2 באופק דירוג יציב ל-Aa3 באופק דירוג יציב. בתוך כך, מידרוג מעניקה דירוג Aa3 למסגרת גיוס אג"ח שבכונת החברה להנפיק בסך של עד 1,000 מיליון ש"ח, מכך סך של 300 מיליון ש"ח לגיוס מיידי. הסדרה המתוכננת הינה שקלית ותפרע תיפרע ב-7 תשלומים לא שווים, כדלקמן: בשנת 2011 ייפרע סך של 20% מהקרן, בכל אחת מארבע השנים 2013-2016 (כולל) ייפרע סך של 10% מהקרן בכל שנה ובכל אחת מהשנים 2017-2018 ייפרע סך של 20% מהקרן בכל שנה. מח"מ הסדרה הינו כ-4.7 שנים.

נוסף לסדרה החדשה, להלן סדרות החוב במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

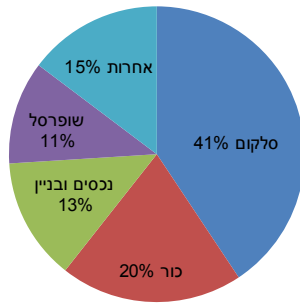
סדרה	מספר ני"ע	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 31/3/09 במיליוני ש"ח	תחילת פרעון קרן	סיום פרעון קרן
ג	6390140	4.3%	מדד	786	אפריל 2008	אפריל 2012
ד	6390157	5.0%	מדד	2,479	אפריל 2012	אפריל 2016
ו	6390207	4.95%	מדד	1,504	דצמבר 2017	דצמבר 2025
ז	6390215	6.35%	שקלי	39	דצמבר 2012	דצמבר 2016
ח	6390223	4.45%	מדד	199	יוני 2014	יוני 2019

הורדת הדירוג לסדרות הקיימות ולאג"ח החדש נובעת מהעלייה ברמת המינוף של החברה כתוצאה מתוספת מסגרת חוב בסך של 1.0 מיליארד ש"ח, וזאת לצד ירידה הדרגתית ביתרות המזומן בחברה בשנה החולפת. אופק הדירוג היציב נשען על רמת נזילות גבוהה המכסה במידה טובה את צורכי שירות האג"ח בשנתיים הקרובות. גיוס החוב הנוסף עשוי לשפר את רמת הנזילות. עומס הפירעונות בשנים הקרובות הינו נוח יחסית ותורם לגמישות הפיננסית.

יתרת החוב הפיננסי של החברה ליום 31/3/2009 עמדה על סך של כ-5.4 מיליארד ש"ח, וכללה ברובה אג"ח שהונפקו לציבור. יתרת האמצעים הנזילים לאותו מועד הסתכמה בסך של כ-1.7 מיליארד ש"ח. בהתאמה לתנועות תזרימיות הצפויות לאחר תאריך המאזן (ובעיקר - חלק החברה בדיבידנדים שהוכרזו על ידי חברות מוחזקות, דיבידנד לבעלי המניות שהוכרז לאחר תאריך המאזן ופירעונות חוב פיננסי לפי לוח הסילוקין), מסתכמת יתרת החוב הפיננסי נטו פרפורומה בסך של כ-4.1 מיליארד ש"ח. יחס החוב הפיננסי נטו לשווי השוק של תיק האחזקות (הנאמד בסך של כ-11.8 מיליארד ש"ח על בסיס שווי שוק הממוצע לאורך 24 החודשים האחרונים שעד ליום הבדיקה) עומד על שיעור של כ-34.4%. בתוספת מסגרת חוב שניתנה, בסך של 1.0 מיליארד ש"ח, עולה החוב הפיננסי נטו בסכום המסגרת, וכך גם שווי התיק לצורך חישוב יחס המינוף. לפיכך, יחס החוב הפיננסי נטו לשווי התיק המותאם (פרפורומה לאחר הגיוס) גדל לכ-39.5%. בבחינת הפרמטרים הפיננסיים, יחס מינוף זה תואם את החלק התחתון של קבוצת דירוג ה-Aa.

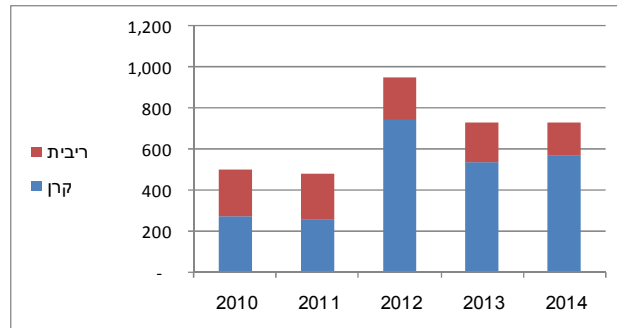
הורדת הדירוג נובעת גם מאופי ההשקעות במניות קרדיט סוויס ובמקרקעין לאס וגאס, שבוצעו על ידי חברות בנות בשליטת החברה, המצביעות, להערכת מידרוג, על מדיניות השקעה שונה באופייה ביחס ליתר תיק ההשקעות. אמנם מימוש חלק גדול מהאחזקה בקרדיט סוויס ברווח הון גבוה הוסיף לרווחיה של כור ושל החברה ולנזילות של כור, ברם, השקעה זו נתפסת כבעלת מאפיינים פיננסיים. כמו כן, נכסים ובניין ושותפיה לעסקת המקרקעין בלאס וגאס הודיעו על הארכת מועד פרעון ההלוואה למימון העסקה, בתנאים מסוימים עד לשנת 2012, התפתחות המצמצמת את החשיפה להשקעה זו בטווח הזמן הקרוב. הורדת הדירוג מביאה בחשבון גם את אי הוודאות לגבי ייעוד תמורת הגיוס המתוכנן.

דסק"ש: התפלגות שווי השוק ממוצע של תיק האחזקות



בשיקולים העיקריים לדירוג הובאו בחשבון החוזקות הבאות: לחברה אחזקות בעלות מיצוב עסקי ופיננסי חזק ויכולת ייצור תזרימים גבוהה, המתורגמת לכדי חלוקת דיבידנדים; חברות הליבה מציגות תוצאות טובות לאורך זמן; תיק אחזקות מאופיין בפיזור; לחברה שליטה גבוהה בחברות המוחזקות, הן מכוח שיעורי האחזקה והן מהמעורבות באסטרטגיה; לחברה גמישות פיננסית גבוהה הנסמכת על מרכיב גבוה של שווי סחיר ונזיל בתיק האחזקות; בצד הסיכונים נלקחה בחשבון מדיניות חלוקת הדיבידנדים המאפיינת את החברה ופוגעת בנזילותה וכן הישענות כושר הפירעון על תזרימים מחברות בנות ועל יכולת מחזור חוב.

דסק"ש: לוח סילוקין אג"ח (קרן וריבית) - לפני גיוס נוסף (במיליוני ש"ח)



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- ירידה משמעותית, אשר תישמר לאורך זמן, ברמת המינוף
- הרחבת פיזור תיק האחזקות תוך שמירה על רמת סיכון עסקי משוקלל נמוך יחסית

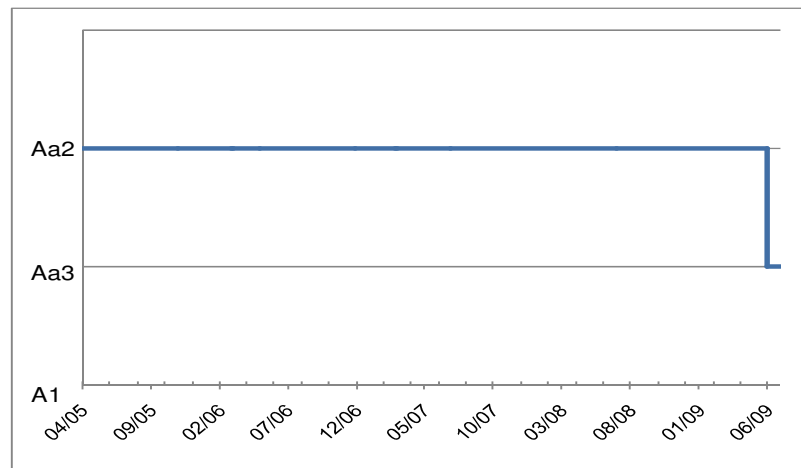
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה מהותית בפרופיל הפיננסי של החברה, תוך פגיעה ביחסי הכיסוי ביחסי האיתנות ועלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי השוק הממוצע של האחזקות לטווח של 40%-45%
- הרעה ברמת הנזילות של החברה ביחס ללוח הסילוקין
- עלייה ברמת הסיכון העסקי והפיננסי של השקעות עיקריות

אודות החברה

דסק"ש הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקותיה העיקריות הינן: סלקום ישראל בע"מ (שיעור אחזקה של 46.9% בהון המניות המונפק), כור תעשיות בע"מ (62.7%), חברה לנכסים ולבנין בע"מ (83.4%), שופרסל בע"מ (39% אחזקה אפקטיווית), אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (48.6%) ו-נטוויז'ן בע"מ (32.3%). לחברה אחזקות נוספות פחות מהותיות. כור תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות, אשר שתי אחזקותיה העיקריות הינן מכתשים אגן תעשיות בע"מ (41.9%) ו- CREDIT SUISSE GROUP AG (1.25%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי חברה לפתוח בע"מ ("אידיבי פתוח") - חברת אחזקות ציבורית (שנמחקה מהמסחר לאחרונה בעקבות הצעת רכש של בעלי השליטה), המחזיקה כ-74.4% מהון המניות של החברה. אידיבי פתוח מחזיקה גם בכלל תעשיות והשקעות בע"מ (60.5%) ובכלל עסקי ביטוח בע"מ (57.5%). כמו כן מחזיקה אידיבי פתוח, בחלקים שווים ביחד עם חברה לנכסים ולבנין בע"מ, בחברת IDB Group USA Investments Inc, המחזיקה במחצית ממניות מקרקעין פלאזה לאס וגאס. בעלת השליטה באידיבי פתוח הינה אידיבי אחזקות - חברת אחזקות ציבורית הנשלטת על ידי גנדין הולדינגס בע"מ (כ-55.3% מהון המניות המונפק של אידיבי אחזקות, חברה פרטית בשליטת ה"ה מר נוחי דנקנר ושלי ברגמן), מנור השקעות וליבנת השקעות.

היסטוריית דירוג



סולם דירוג התחייבויות

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

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 שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר: CHDIC0106091000M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה 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.

6

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.