



# חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב | מאי 2012

1

## מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

## איש קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## חברת השקעות דיסקונט בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרות
-------------------	----	-------------

מידרוג מורידה את דירוג אגרות חוב של חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") ל-A3, חלף דירוג A1. אופק הדירוג לא שונה ונותר שלילי. הורדת הדירוג במועד זה הינה על רקע שחיקה משמעותית בגמישות הפיננסית של החברה, הנובעת מעלייה ברמת המינוף ומאתגרים ביכולת מחזור החוב, לפחות בטווח הזמן הקצר. להערכתנו, נזילות החברה נחלשה נוכח היחלשות מקורות הדיבידנד העיקריים וירידה בשווי השוק של ההשקעות. אופק הדירוג השלילי משקף את הערכתנו כי הדירוג עלול לרדת במידה בה לא יחול שיפור בנזילות החברה.

להערכתנו, המיזוג הצפוי של דסק"ש עם החברה הבת כור תעשיות בע"מ ("כור"), שיעור אחזקה של 70.1%), ככל שיתקיים במתווה המתוכנן, לא צפוי לשנות את דירוג האג"ח של דסק"ש, אולם עשוי להוביל לייצוב הדירוג, נוכח שיפור הנזילות והגמישות הפיננסית בדסק"ש, וזאת במידה בה נעריך כי רמת הנזילות של דסק"ש תהיה ברמת סבירה וכי לא תחול הרעה נוספת ביחס המינוף. הערכתנו לגבי הדירוג של דסק"ש לאחר המיזוג עם כור הינה בבחינת הערכה אינדיקטיבית וכפופה, בין השאר, לבחינת התנאים הסופיים של המיזוג.

### הדירוג A3 באופק דירוג שלילי חל על סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה דסק"ש<sup>1</sup>, כדלקמן:

סדרות אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.2011 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ד'	6390157	04/2005	5.0	מדד	2,360	2012-2016
ו'	6390207	12/2006	4.95	מדד	1,465	2017-2025
ז'	6390215	12/2006	6.35	לא צמוד	39	2012-2016
ח'	6390223	06/2007	4.45	מדד	218	2014-2019
ט'	6390249	07/2009	6.7	לא צמוד	1,113	2011-2018

### שיקולים עיקריים לדירוג

בחודשים האחרונים חלה ירידה חדה בשווי השוק של החברות המוחזקות העיקריות של דסק"ש ושל כור, בין השאר, על רקע הרעה בסביבה העסקית בסלקום ובשופרסל והפסדי הון שנרשמו בנכסים ובניין, בגין השקעותיה בלאס וגאס (ומנגד עלה שווי של בנין HSBC בניו יורק שבבעלותה). הירידה בשווי השוק של האחזקות הובילה לעלייה ביחס המינוף וזאת למרות הקיטון בחוב הפיננסי ברוטו בדסק"ש ובכור. רמת המינוף של דסק"ש, הנמדדת על ידינו באיחוד יחסי עם כור, הינה גבוהה יחסית לדירוג, גם לאחר הורדת הדירוג, וניצבת על שיעור של כ-85%, בהתבסס על החוב הפיננסי נטו לשווי השוק של האחזקות, לעומת יחס של כ-68% במועד המעקב האחרון (ינואר 2012). יחס המינוף לעיל לוקח בחשבון, בצד החוב והמזומן, את הלוואת הנון-ריקורס שקיבלה כור מהבנק הסיני, במסגרת

<sup>1</sup> בחודש אפריל 2012 נפרעה סדרה ג' במלואה.



עסקת מיזוג מכתשים אגן מחד, ואת מניות מכתשים אגן, העומדות כנגד הלוואה זו, מאידך. כמו כן, מטעמי שמרנות יחס המינוף הנ"ל אינו מביא בחשבון את שווי האופציה על מניות מכתשים אגן. בתרחיש הכולל את שווי האופציה, כפי שהוערכה בדוחות הכספיים של כור ובנטרול החוב בגין הלוואת הנון-ריקורס ושווי מניות מכתשים אגן, יחס המינוף המתקבל הינו כ-73%, וזאת מבלי להניח השקעות נוספות מיתרות המזומנים של כור. יש לציין, כי מעבר לאיחוד מלא של כור, בהתחשב בעלות של עסקת המיזוג, כשכל יתר הדברים קבועים, אינו משנה את יחסי המינוף במידה מהותית.

אנו מעריכים את רמת הנזילות של דסק"ש כ-"חלשה" כיום. היתרות הנזילות של דסק"ש, בסמוך למועד דוח זה, מסתכמות ב-500 מיליון ש"ח, זאת לאחר שהחברה פרעה תשלום קרן אג"ח בסכום מהותי בחודש אפריל השנה. צורכי שירות החוב עד לתום הרבעון השני של שנת 2013 צפויים להסתכם בכ-1.1 מיליארד ש"ח. היחס בין היתרות הנזילות לבין צורכי שירות החוב, בארבעת הרבעונים הקרובים, עומד על 0.46. היחס בין אומדן סך המקורות לסך השימושים, בארבעת הרבעונים הקרובים, עומד על 0.62. לדסק"ש גמישות פיננסית, המוערכת על ידינו כטובה - נכסיה נקיים משעבודים (למעט שעבוד שוטף בגין חוב של כ-40 מיליון ש"ח ושעבודים שליליים בגין הלוואות מבנקים), בהן לדסק"ש יש שליטה ומרביתם מאופיינים בסחירות ובנזילות גבוהות.

השלמת המיזוג עם כור במתווה הנוכחי תשפר את נזילות החברה, נוכח הנזילות הגבוהה הקיימת כיום בכור. על בסיס הנתונים הפיננסים של שתי החברות, בסמוך למועד דוח זה, אנו מעריכים כי לאחר המיזוג היחס בין היתרות הנזילות לבין צורכי שירות החוב, בארבעת הרבעונים הקרובים, עומד על כ-1.22. היחס בין אומדן סך המקורות (כולל דיבידנדים ממוחזקות) לסך השימושים בארבעת הרבעונים הקרובים עומד על 1.38. יש לציין בהקשר זה כי שווי מניית קרדיט סוויס המוחזקת על ידי כור מוסיף להציג תנודתיות גבוהה במגמת ירידה. תנודתיות זו עלולה לפגוע ביכולתה של כור לעמוד ביחסי הכיסוי שנקבעו לצורך הלוואת המימון בבנקים הזרים (LTV של 65%, כאשר יחס זה עומד, בסמוך למועד דוח זה, על כ-62%). לדסק"ש כיום עודפים שליליים גבוהים בהון העצמי אשר אינם מאפשרים חלוקת דיבידנד.

האופק השלילי של דירוג אגרות החוב של דסק"ש משקף את המגמות השליליות בתוצאות חלק מהחברות המוחזקות שלה ואת רמת המינוף הגבוהה. דירוג החברה עלול לרדת, וזאת במידה ולא יחול שיפור בביצועים של המוחזקות המרכזיות ושיפור הערכותינו ליחס כיסוי הריבית, כמו גם אי-שיפור ברמת המינוף. כאמור לעיל, השלמת המיזוג בין דסק"ש לבין כור במתווה המתוכנן, עשויה להוביל לייצוב אופק הדירוג, במידה בה נעריך כי רמת הנזילות של דסק"ש תיוותר ברמה סבירה וכי לא תחול הרעה נוספת ביחס המינוף.

### דסק"ש (סולו מורחב) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	
1,019	1,434	1,242	(2,664)	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1,030	1,656	39	(1,433)	רווח (הפסד) כולל מיוחס לבעלי המניות בחברה
5,135	5,130	3,837	2,469	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
9,360	10,091	9,947	7,555	שווי אחזקות בספרים
1,444	1,475	1,483	1,479	אמצעים נזילים
5,410	6,221	6,930	6,340	חוב פיננסי
1,172	1,367	1,183	879	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
150	244	272	277	תשלום ריבית לתקופה, נטו
1,600	1,674	1,070	450	דיב' ששולמו לבעלי המניות בחברה
1.1	1.2	1.8	2.6	חוב פיננסי / הון עצמי
58%	62%	70%	84%	חוב לאחזקות בספרים

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

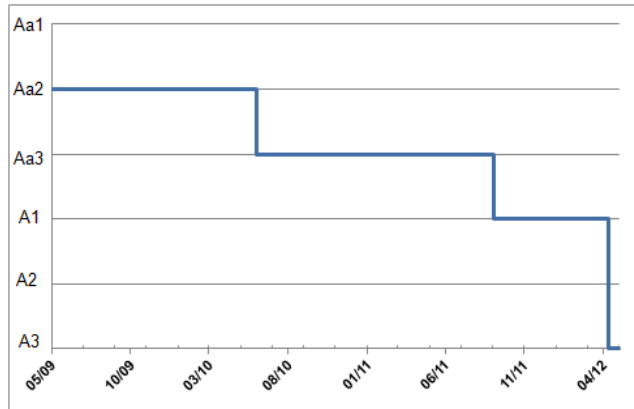
- ירידה משמעותית ופרמננטית ברמת המינוף וביחסי הכיסוי
- ביצוע המיזוג בין כור לדסק"ש

#### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור בנזילות החברה
- הרעה נוספת ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי האחזקות
- חלוקת דיבידנדים או השקעות כבדות, אשר ימנעו הורדת מינוף ויחלישו את נזילות החברה

### אודות החברה

דסק"ש הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקותיה העיקריות הינן: סלקום ישראל בע"מ (שיעור אחזקה של כ-43.6% בהון וכ-47% בזכויות הצבעה), כור תעשיות בע"מ (כ-70.1%), חברה לנכסים ולבניין בע"מ (כ-79.2%), שופרסל בע"מ (כ-46.0% בהון וכ-50% בזכויות הצבעה), אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (כ-50.5%). כור תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות, אשר שתי אחזקותיה העיקריות הינן מכתשים אגן תעשיות בע"מ (כ-40.0%) ו-CREDIT SUISSE GROUP AG-י (כ-2.5%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי חברה לפתוח בע"מ - חברת אחזקות מדווחת, המחזיקה בכ-73.6% מהון המניות של החברה. כמו כן, מחזיקה אידיבי פתוח, בחלקים שווים ביחד עם נכסים ובניין, בחברת IDB Group USA Investments Inc., המחזיקה במחצית ממניות תאגיד מקרקעין פלאזה לאס וגאס. בעלת השליטה באידיבי פתוח הינה אידיבי אחזקות - חברת אחזקות ציבורית, הנשלטת על ידי גנדן הולדינגס בע"מ (חברה פרטית, בשליטת מר נוחי דנקנר ושלי ברגמן), המחזיקה בכ-45.9% מהון המניות המונפק של אידיבי אחזקות), מנור השקעות וליבנת השקעות (שיעור האחזקה של שלושתן עומד על כ-69.9%).



דוחות קשורים:

- [דסק"ש - פעולת דירוג ינואר 2012](#)
- [דסק"ש - דוח מעקב אוקטובר 2011](#)
- [כור - דוח מעקב, אוקטובר 2011](#)
- [מתדולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 17.05.2012

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + הון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

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 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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.

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](http://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 (Moody's 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.