



חברת השקעות דיסקונט בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2012

1

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1	דירוג סדרות
-------------------	----	-------------

מידרוג מאשרת דירוג A1 באופק שלילי לאגרות חוב שמתכננת להנפיק חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") בסך של עד 500 מיליון ₪ ערך נקוב, באמצעות הרחבת סדרות של אגרות חוב (סדרות ח' ו/או ט'). הנפקת האג"ח תשמש את החברה למימון פירעונות אגרות חוב.

דו"ח ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג באשר למבנה ההנפקה עד ליום 26 בינואר, 2012. בכל מקרה של שינויים בנתונים אלה, נתונה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן ובמקרה כאמור רק לאחר שיומצאו למידרוג כל המסמכים הסופיים של ההנפקה, לרבות כל המסמכים הקשורים באגרות החוב המונפקות בה, יחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

הדירוג A1 באופק דירוג שלילי חל על סדרות האג"ח במחזור, כדלקמן:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2011 במיליוני ₪	יתרת שנת פירעון קרן האג"ח
ג'	6390140	04/2005	4.30	מדד	216	2012
ד'	6390157	04/2005	5.00	מדד	2,365	2012-2016
ו'	6390207	12/2006	4.95	מדד	1,467	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	6.70	לא צמוד	1,113	2011-2018

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בתיק אחזקות מגוון מבחינה עסקית ונפרס על פני ענפי כלכלה דפנסיביים ברובם. יחד עם זאת אנו מעריכים כי בשנה החולפת חלה שחיקה במיצוב העסקי והפיננסי של האחזקות סלקום ושופרסל, על רקע הרעה בסביבה העסקית. הערכתנו זו קיבלה ביטוי חלקי בהורדת הדירוג של דסק"ש, בראשית אוקטובר 2011 ובהצבת אופק הדירוג השלילי, אשר מקבל דגש נוכח התוצאות החלשות לרבעון השלישי של 2011, עליהן דיווחו סלקום ושופרסל, והפסדי נכסים ובניין בגין השקעותיה בלאס וגאס. לזאת, נוסיף את אזהרת הרווח של סלקום, בהתייחס לתוצאות הצפויות ברבעון הרביעי של 2011, חלקה בשל הרעה בסביבה העסקית, אשר מובילה להנמכת הערכתנו לגבי היקף הדיבידנדים שתקבל דסק"ש מהמוחזקות, במהלך שנת 2012. בהתאם לכך, הפחתנו את אומדן יחס כיסוי הריבית מ-1.8 ל-1.0. יש לציין, כי סלקום ושופרסל נותרו חברות מובילות בתחומן בשוק הישראלי, בעלות נתחי שוק משמעותיים, פיזור עסקי רחב, תזרימי מזומנים תפעוליים חזקים ופרופיל סיכון אשראי חזק יחסית.

בין הגורמים הממתנים את ההתפתחויות השליליות דלעיל יש למנות את השלמת עסקת מכתשים אגן ואת עסקת בניין HSBC - אשר חיזקו במידה רבה את הנזילות של החברה הבת כור (70.1%). חלק מתמורת העסקאות שימשה את כור להחזר הלוואות גישור לחברה ולאיידיבי פתוח, לפירעון חוב בנקאי ולהקטנת המינוף בחשבון ההשקעה בקרדיט סוויס. כיום מוגבלת כור בחלוקת דיבידנדים לדסק"ש, נוכח גרעון ביתרת הרווחים הראויים לחלוקה, תוצאה בעיקר של ההפסדים המצטברים בגין ההשקעה במניות קרדיט סוויס. כתוצאה מהשלמת עסקת מכתשים אגן, צפויה כור לרשום רווח נקי של כ-638 מיליון ₪ (סכום זה הינו אומדן, המחושב לפי שער החליפין של הדולר במועד השלמת העסקה). בנוסף תרשום כור גידול בהון העצמי כתוצאה מעדכון קרנות הון, כך שסך הגידול בהון העצמי בעקבות העסקה יעמוד



על כ-680 מיליון ₪. להערכתנו, כור (A2 יציב) מאופיינת בריכוזיות אחזקות גבוהה ובחשיפה לסיכון השוק הגלום בתנודתיות של מניות קרדיט סוויס. גורם ממתן נוסף הינו הבחינה של מיזוג בין דסק"ש לבין כור, כחלק משינויים מבניים אפשריים אחרים בקבוצת אידיבי. השלמת עסקת המיזוג תשפר במידה משמעותית את נזילותה של דסק"ש.

אסטרטגיה להקטנת מינוף טרם באה לידי ביטוי

להנהלת דסק"ש וכור אסטרטגיה להקטנת המינוף, אשר התבטאה גם בקיטון החוב סולו של דסק"ש בשנה החולפת ובפירעון חוב למערכת הבנקאית על ידי כור. יחד עם זאת, רמת המינוף של דסק"ש, הנמדדת על ידינו באיחוד יחסי עם כור, הינה גבוהה יחסית, בהתבסס על החוב הפיננסי נטו לשווי השוק המותאם של האחזקות, וניצבת על שיעור של 68%, נוכח שחיקה בשווי חלק מהמוחזקות¹. יש לציין, כי יחס המינוף לעיל לוקח בחשבון בצד החוב והמזומן את הלוואת הנון-ריקורס שקיבלה כור מהבנק הסיני, במסגרת עסקת מיזוג מכתשים אגן מחד, ואת מניות מכתשים אגן, העומדות כנגד הלוואה זו, מאידך (בתחשיב המנטרל את הלוואה שקיבלה כור מהבנק הסיני בגין יתרת אחזקה במכתשים אגן ואת המניות המשועבדות לטובת הלוואה זו, יחס המינוף המתקבל הינו כ-59%, וזאת מבלי להניח השקעות נוספות מיתרות המזומנים של כור).

רמת נזילות סבירה

אנו מעריכים את רמת הנזילות של דסק"ש כסבירה בהסתמך על יתרות נזילות משמעותיות שהחברה מותירה לאורך זמן. היתרות הנזילות סולו ליום 31.12.2011 מכסות את צורכי שירות החוב (קרן וריבית) לארבעה רבעונים קדימה ביחס של 1.3. לדסק"ש גמישות פיננסית, המוערכת על ידינו כגבוהה - נכסיה נקיים משעבודים (למעט שעבוד שוטף בגין חוב של כ-40 מיליון ₪ ושעבודים שליליים בגין הלוואות מבנקים) ומרביתם מאופיינים בסחירות ובנזילות גבוהות. ליום 30.09.2011 לדסק"ש גרעון של כ-2.0 מיליארד ₪ ביתרת העודפים בהון העצמי. גרעון זה נובע בעיקר מהעברת הפסדים בגין ההשקעה של כור בקרדיט סוויס מקרן הון ליתרת העודפים. כור הודיעה על שינוי מדיניות הסיווג של הפסדים אלו, באופן שיקטין במידה משמעותית את הגרעון ביתרת העודפים בהון כור, וכפועל יוצא גם בדסק"ש. מידרוג בוחנת מקרוב את יתרת העודפים הראויים לחלוקה בדסק"ש, בין השאר בהקשר של חלוקת דיבידנדים עתידית לבעלי המניות.

אופק הדירוג שלילי

האופק השלילי של דירוג אגרות החוב של דסק"ש משקף את המגמות השליליות בתוצאות החברות המוחזקות 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. זאת ועוד, בבחינת הדירוג, תעקוב מידרוג אחר השקעות מהותיות נוספות שתבצע החברה במעריב (62.7%), ככל שתהיינה, הנחשבת בעינינו כהשקעה בעלת סיכון עסקי גבוה, וכן את מהלכי ההבראה של מעריב. מהלכים משמעותיים של ארגון מחדש, שיובילו לקיטון המינוף ושיפור הנזילות, גם ברמת דסק"ש, עשויים להוביל לבחינת ייצוב הדירוג.

¹ ככלל, מידרוג בוחנת את שווי השוק של האחזקות בממוצע לאורך 24 חודשים אחרונים, אלא אם חלו שינויים פרמננטיים בפעילות העסקית או בסביבה העסקית של האחזקה, אזי נלקח שווי השוק העדכני של האחזקה כרלוונטי ביותר.

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

31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.09.11	
1,019	1,434	1,242	(2,323)	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1,030	1,669	39	(1,261)	רווח (הפסד) כולל מיוחס לבעלי המניות בחברה
5,135	5,130	3,837	2,625	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
9,373	10,359	9,957	7,534	שווי אחזקות בספרים
7,591	13,565	13,475	7,792	שווי שוק האחזקות הסחירות ליום המאזן
1,444	1,475	1,483	1,113	אמצעים נזילים
5,410	6,221	6,930	6,438	חוב פיננסי
1,172	1,367	1,183	777	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
150	244	272	265	תשלום ריבית לתקופה, נטו
1,600	1,674	1,070	450	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות בחברה (על בסיס מזומן)*
1.05	1.21	1.81	2.45	חוב פיננסי / הון עצמי
52.2%	35.0%	40.4%	68.3%	חוב פיננסי נטו / שווי שוק אחזקות סחירות ליום המאזן

* בתקופה 9-1/2011-1 כולל דיבידנד בסך 270 מיליון ₪, שהוכרז בדצמבר 2010 ושולם בינואר 2011 ודיבידנד בסך 180 מיליון ₪ שהוכרז באפריל 2011.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

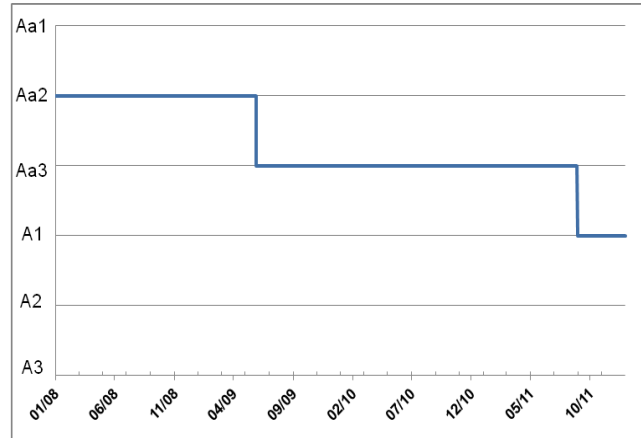
- ירידה משמעותית ופרמננטית ברמת המינוף וביחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי-שיפור ביחס כיסוי הריבית באמצעות הדיבידנדים מהמוחזקות
- אי-שיפור ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי האחזקות לשיעור של 60% ומטה
- הרעה ברמת הנזילות של החברה ביחס לצורכי שירות החוב
- המשך השקעות המאופיינות בסיכון עסקי גבוה בהיקף מהותי
- חלוקת דיבידנדים שתמנע הורדת מינוף ותחליש 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 ולבנין בע"מ (כ-79.2%), שופרסל בע"מ (כ-46.0%), 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 (כ-2.5%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי חברה לפתוח בע"מ ("אידיבי פתוח") - חברת אחזקות מדווחת, המחזיקה בכ-73.6% מהון המניות של החברה. כמו כן, מחזיקה אידיבי פתוח, בחלקים שווים ביחד עם חברה לנכסים ולבנין בע"מ, 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 גנדין הולדינגס בע"מ (חברה פרטית, בשליטת מר נוחי דנקנר ושלי ברגמן), המחזיקה בכ-54.8% מהון המניות המונפק של אידיבי אחזקות), מנור השקעות וליבנת השקעות.



דוחות קשורים:

- [דסק"ש - דוח מעקב אוקטובר 2011](#)
- [כור - דוח מעקב, אוקטובר 2011](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 26.1.2012

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 בצידוד, 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 * Cash Flow from Operation (CFO)
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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות 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 מאד.
	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.

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. 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 במישורין 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 צריכה 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.