

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב | דצמבר 2012

מחבר:

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

איש קשר:

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

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

שילי	Baa1	דירוג סדרות
------	------	-------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת מעקב של דירוג אגרות החוב (סדרות ד', ו', ז', ח' ו-ט'), שהנפיקה חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") ועל הורדת הדירוג של אגרות החוב מ-A3 ל-Baa1. אופק הדירוג נותר שלילי.

הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה דסק"ש, כדלקמן:

יטרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יטרת האג"ח ליום 30.09.2012, במיליוני ₪*	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית (נקובה %)	מועד הנפקה המקורית	מספר נייר ערך	סדרות אג"ח
2013-2016	1,971	מדד	5.0	04/2005	6390157	ד'
2017-2025	1,552	מדד	4.95	12/2006	6390207	ו'
2012-2016	41	לא צמוד	6.35	12/2006	6390215	ז'
2014-2019	225	מדד	4.45	06/2007	6390223	ח'
2013-2018	1,167	לא צמוד	6.7	07/2009	6390249	ט'

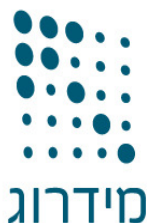
* כולל ריבית שנצברה בספרים ליום 30.09.2012

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג מבטאת את הערכתנו כי ללא שיפור משמעותי בערכי השוק של נכסי החברה ו/או מימוש נכסים בהיקף מהותי, נזילות החברה וגמישותה הפיננסית, שהינן חלשות כיום, אינן צפויות להשתפר בטווח הקצר והבינוני וזאת - ברקע צורכי שירות חוב גבוהים יחסית. החברה נוקטת במאמצים ניכרים לשפר את הנזילות באמצעות מכירת נכסים שאינם בליבת העסקים שלה ועד כה עשתה זאת בהצלחה, אם כי בהיקפים שאינם גבוהים, יחסית לסך הנכסים והחוב.

יחס המינוף של החברה, בטווח של 80%-90% חוב פיננסי נטו לשווי שוק אחזקות, נותר גבוה במהלך החודשים האחרונים, אף כי חלה בו ירידה מסוימת. המינוף הגבוה מחליש את גמישותה הפיננסית של החברה ומקשה עליה למחזר את התחייבויותיה הפיננסיות. לכך יש להוסיף את מצבן הפיננסי החלש של חברות האם אידיבי אחזקות ואידיבי פתוח והתפתחויות השליליות בקשר עמן במהלך החודשים האחרונים. להערכתנו, מצב זה מקרין גם על נגישותה של דסק"ש לאמצעי מימון, בשל הזהות העסקית הגבוהה בין חברות הקבוצה. גורמים אלו מתקדזים בחלקם נוכח המאפיינים החזקים של תיק ההשקעות של החברה, המורכב כולו מאחזקות שליטה בחברות ציבוריות סחירות, אשר רשמו עלייה בערכי השוק שלהן בחודשים האחרונים, והן דומיננטיות בתחומן ובעלות איכות אשראי טובה. כמו כן, כל נכסי החברה נקיים משעבודים (למעט שעבוד שוטף בגין חוב של כ-22 מיליון ₪ ושעבודים שליליים בגין הלוואות מבנקים) ואין לה אמות מידה פיננסיות מגבילות. יש לציין, כי בשנתיים האחרונות החברה נמצאת בתהליך של הקטנת החוב הפיננסי.

נזילות החברה, להערכתנו, חלשה יחסית, כאשר היתרות הקיימות כיום בקופתה (כ-900 מיליון ₪ נכון ליום 30.09.12), בתוספת דיבידנדים שוטפים, הצפויים להתקבל מהחברות המוחזקות שלה במהלך שנת 2013 (בהיקף של 250-300 מיליון ₪, להערכתנו), מכסים את שירות החוב והוצאות המטה עד לתום 2013 (כאשר הפירעונות העיקריים צפויים באפריל הקרוב). הערכה זו אינה כוללת תזרימים ממימוש נכסים. בחודשים האחרונים החברה מימשה שתי אחזקות שאינן בליבת העסקים שלה (מקסימה ו-המלט), בשוויים העולים על ערכי השוק, ובמידה שתרמה לשיפור הנזילות (אם כי לא תרמה לשיפור המינוף, בשל היקפן הקטן יחסית לתיק הנכסים). אנו מעריכים כי החברה מוסיפה לבחון דרכים למימוש נכסים, במטרה לשפר את הנזילות לצורכי שירות החוב. בקשר לכך, נציין כי החברה המוחזקת גיוון אימג'ינג



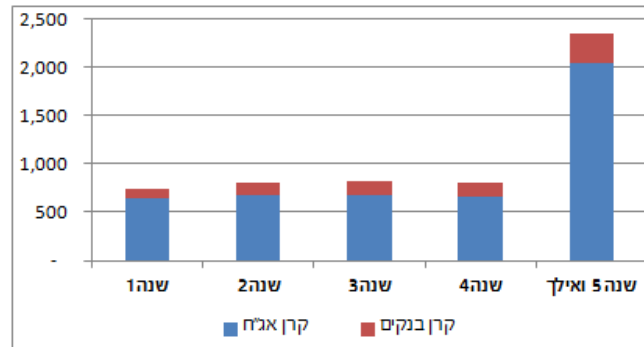
בע"מ בוחנת מספר חלופות אסטרטגיות ובמסגרתן נתקבלו אינדיקציות ראשוניות בקשר למיזוג או מכירה אפשריים של גיוון. יחד עם זאת, נזילות הנבעת ממימושים, תלויה, בין היתר, בגורמים חיצוניים, בתנאי השוק ובעיתוי קבלת ההחלטות ועל כן אנו רואים מקור מסוג זה כבעל מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.

ביום 24.10.12 דיווחה קבוצת אידיבי כי היא בוחנת שינויים במבנה הקבוצה באחת משתי חלופות: מיזוג כור עם דסק"ש ולחילופין, מכירת כור לאידיבי אחזקות. מכירת כור לאידיבי הוצגה כמותנית בהלוואה משמעותית שתקבל אידיבי אחזקות מקרן KKR. ביום 30.11.12 הודיעה אידיבי כי הפסיקה את המגעים עם KKR וכי כוונתה לקדם מתווה כאמור עם גופים דומים, אשר פנו אליה בנושא. להערכתנו, מימוש של כל אחת מהחלופות הללו עשוי להיטיב עם מצבה הפיננסי של דסק"ש, ואולם קיימים גורמי אי ודאות באשר למבנה כל עסקה ועיתויה. ככלל, מצבן של אידיבי אחזקות ואידיבי פיתוח מעלה את מרכיב ה-Event Risk (סיכון "אירוע חריג") במאפיינים העסקיים והפיננסיים של דסק"ש. סיכון "אירוע חריג" הינו האפשרות לשינוי חד ופתאומי במאפייני סיכון האשראי, נוכח אירוע מהותי ובלתי צפוי. בהקשר של חברות מסוגה של דסק"ש (על אף שלא בהכרח לגביה), על פי רוב נכללים בקטגוריה זו: שינוי מבנה אחזקות או מבנה שליטה, מיזוגים או רכישות בהיקף משמעותי, גידול חד במינוף או חלוקת דיבידנד משמעותית. המשותף לאירועים מסוג זה הינו אלמנט ההפתעה וחוסר היכולת לחזות אותם. אופק הדירוג השלילי מגלם את רמת הנזילות החלשה יחסית של החברה כיום, לצד גמישות פיננסית נמוכה. אי שיפור בפרמטרים אלו בטווח הזמן הקצר-בינוני עלול להוביל להורדה נוספת בדירוג. ייצוב אופק הדירוג עשוי להתרחש במידה בה תציג החברה שיפור ברמת הנזילות וברמת המינוף. אנו נמשיך לעקוב אחר התהליכים המתרחשים בקבוצת אידיבי והשפעותיהם על הפעילות בדסק"ש.

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

FY 2009	FY 2010	FY 2011	YTD 2011	YTD 2012	
1,423	1,242	(2,073)	(1,747)	(713)	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1,656	39	(1,421)	(1,258)	(618)	רווח (הפסד) כולל מיוחס לבעלי המניות בחברה
5,130	3,837	2,498	2,645	1,813	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
10,359	9,957	7,584	7,552	6,748	שווי אחזקות בספרים
1,475	1,483	1,479	1,113	901	אמצעים נזילים
6,221	6,930	6,340	6,438	5,619	חוב פיננסי
1,367	1,183	879	777	291	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
244	272	298	277	323	תשלום ריבית לתקופה, נטו
1,674	1,070	450	450	0	דיב' ששולמו לבעלי המניות בחברה
1.2	1.8	2.5	2.4	3.1	חוב פיננסי / הון עצמי
45.8%	54.7%	64.1%	70.5%	69.9%	חוב נטו לאחזקות בספרים

דסק"ש (סולו): לוח סילוקין בגין התחייבויות לזמן ארוך ליום 30.09.2012, במיליוני ₪:



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

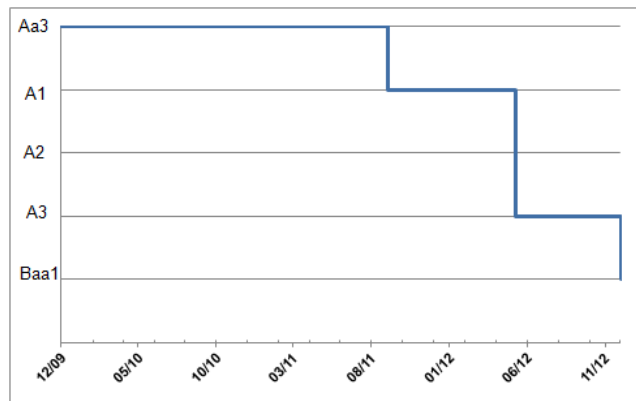
- הקטנת רמת המינוף
- התחזקות מהותית במיצובן העסקי ובשווי השוק של האחזקות המובילות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור מהותי בנזילות החברה במהלך הרבעונים הקרובים

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% בהון וכ-50% בזכויות הצבעה), אלרון תעשיה אלקטרונית בע"מ (כ-50.5%). כור תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות, אשר שתי אחזקותיה העיקריות הינן מכתשים אגן תעשיות בע"מ (40.0%) ו-CREDIT SUISSE GROUP AG (כ-2.3%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי חברה לפתוח בע"מ ("אידיבי פתוח") - חברת אחזקות מדווחת, המחזיקה בכ-73.9% מהון המניות של החברה. 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-47.2% מהון המניות המונפק של אידיבי אחזקות), מנור השקעות וליבנת השקעות (שיעור האחזקה של שלושתן עומד על כ-68.9%).



דוחות קשורים:

- [דיסקונט השקעות בע"מ - רשימת מעקב, ספטמבר 2012](#)
- [דיסקונט השקעות בע"מ - מעקב, מאי 2012](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 06.12.2012

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 הוניות - 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 מאוד.
	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 שאלה 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
© 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. 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 שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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.