



חברת השקעות דיסקונט בע"מ

2013 אוגוסט | Issuer Comment

1

מחבר:

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

איש קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@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: שלילי	Baa2	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

בהמשך לדיווחים המידיים של חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש או "החברה") והחברה הבת - כור תעשיות בע"מ ("כור"), בקשר עם התקדמות עסקת המיזוג עם כור, מידרוג מציינת כי הדירוג הקיים מביא בחשבון, בסבירות טובה, את תרחיש המיזוג עם כור. פעולת הורדת הדירוג והותרת אופק הדירוג השלילי, בחודש יוני 2013, ביטאה, בין השאר, נזילות חלשה יחסית וחוסר וודאות לגבי התרומה בטווח הקצר של המיזוג לנזילות.

להערכת מידרוג, ככל שעסקת המיזוג תצא אל הפועל, במתווה המפורט בהסכם המיזוג בין כור ודסק"ש, שפרסמה החברה ביום 11.8.2013, יש בכך לשפר את רמת הנזילות של דסק"ש. מידת התרומה של העסקה לנזילות דסק"ש תלויה בעיקר בשווי של כור במועד העסקה, כפי שמתואר בדוח העסקה. כפי שציינו גם בדוח המעקב האחרון, שיפור מהותי בנזילות דסק"ש עשוי להוביל לשיפור הדירוג.

הסכם המיזוג שנחתם בין כור לבין דסק"ש קובע את המתווה לביצוע העסקה, את מנגנון המחיר לעסקה ואת התנאים הנדרשים להשלמתה. שווי מניות כור ליום 30.6.2013 שנקבע על ידי כור ודסק"ש לצורך חישוב תמורת המיזוג הינו כ- 3.03 מיליארד ₪. שווי זה מושפע במידה מהותית ממחיר השוק של מניית קרדיט סוויס, המהווה נכס מהותי של כור, ולפיכך נקבע בהסכם התאמה של תמורת המיזוג לשווי האחזקה של כור במניית קרדיט סוויס ביום המיזוג, בתוספת מזומן שיתקבל ממימוש מניות ו/או בניכוי מזומן שישימש לרכישת מניות נוספות, עד ליום המיזוג. בנוסף תבוצע התאמה לדיבידנדים, אם וככל שיחולקו. מנגנון ההתאמה אינו כולל התאמה לשינויים בשערי המטבע. לו הסכם המיזוג היה מתבצע במתווה שהוסכם, לפי שווי כור המותאם ליום 5.8.2013 (כפי שפורסם בדוח העסקה) ובהנחת העמדת פיקדון משועבד לטובת מחזיקי אג"ח כור, אנו מעריכים את תוספת הנכסים הנזילים (מזומנים ו/או מניות קרדיט סוויס) לדסק"ש, כתוצאה מהמיזוג, בטווח שבין 0.9 מיליארד ₪ לבין 1.0 מיליארד ₪. ואולם, כאמור, קיימת אי וודאות לגבי מחיר העסקה הסופי וכנגזר ממנה תרומתה לנזילות דסק"ש.

מידרוג תוסיף לבחון בחודשים הקרובים את התפתחות עסקת המיזוג ואת השלכותיה על דירוג אגרות החוב של דסק"ש.

הדירוג 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 31.3.2013 במיליוני ₪*	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ד'	6390157	אפר-05	5	מדד	2,006	2014-2016
ו'	6390207	דצמ-06	4.95	מדד	1,505	2017-2025
ז'	6390215	דצמ-06	6.35	לא צמוד	32	2013-2016
ח'	6390223	יוני-07	4.45	מדד	228	2014-2019
ט'	6390249	יולי-09	6.7	לא צמוד	978	2014-2018

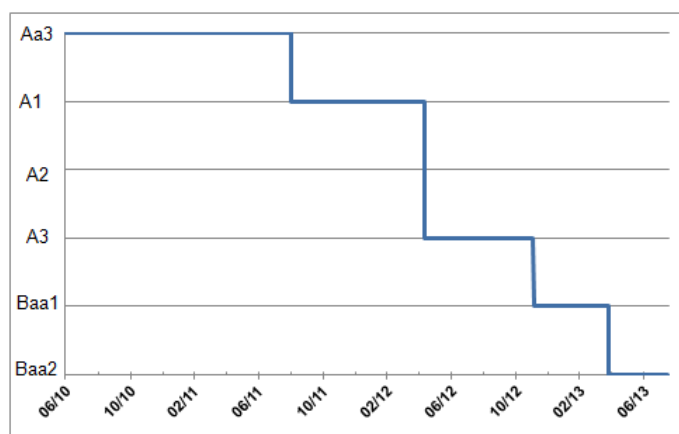
* בחודש אפריל 2013 פרעה החברה תשלום קרן אג"ח מסדרה ד' בהיקף של כ-452 מיליון ₪ ערך נקוב. ביום 4.7.13 הנפיקה החברה ניירות ערך בסכום של כ-224 מיליון ש"ח, בדרך של הרחבת סדרה ו'. בנוסף הנפיקה החברה כתבי אופציה (סדרות א' ו-ב') הניתנים למימוש לאגרות החוב של סדרה ו'. סכום התקבול הנוסף שיתקבל אצל החברה בני מימוש האופציות יסתכם בכ-444 מיליון ש"ח.

¹ ביום 15.8.2013 הונס דירוג כור (A2) לבהינת דירוג עם השלכות חיוביות. לפרטים נוספים ראה דוח Credit review באתר מידרוג.

אודות החברה

דסק"ש הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקותיה העיקריות הינן: סלקום ישראל בע"מ (שיעור אחזקה של כ-41.9% בהון וכ-45.3% בזכויות הצבעה), כור תעשיות בע"מ (כ-67.3%), חברה לנכסים ולבנין בע"מ (כ-76.5%), שופרסל בע"מ (כ-47.3%), אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (כ-50.3%). 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-1.9%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי חברה לפתוח בע"מ - 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%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים:

- [השקעות דיסקונט בע"מ - דוח מעקב, יוני 2013](#)
- [כור תעשיות בע"מ - דוח מעקב, ספטמבר 2012](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 15.08.2013

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 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.

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.