



פעולת דירוג
מרץ 2006

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מידרוג מעניקה דירוג של Aa2 להנפקת אג"ח בסך של 909 מיליון ש"ח על ידי חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("החברה" או "דסק"ש") מזה סך של כ-399 מיליון ש"ח באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ג' ו-510 מיליון ש"ח באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ד'. התמורה מיועדת כרזרבה להשקעות עתידיות.

אג"ח סדרה ג' צמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן נושאות ריבית של 4.3%, עומדות לפירעון ב-5 תשלומי קרן שווים בין השנים 2008-2012. אג"ח סדרה ד' צמודות (קרן וריבית) למדד המחירים לצרכן נושאות ריבית של 5.0%, עומדות לפירעון ב-5 תשלומי קרן שווים בין השנים 2012-2016.

החוזקות העיקריות של דסק"ש כוללות: אחזקה במספר חברות עוגן מובילות; אחזקה במניות סחירות של חברות ציבוריות, אשר תורמת לגמישות פיננסית גבוהה ופועלת לצמצום התלות במחזוריות שוק ההון ובצורך במימוש אחזקות על מנת לשרת את הצרכים השוטפים וצרכי החוב; ירידה בהיקף החוב למערכת הבנקאית המקומית במקביל לעליית החוב המוסדי, תוך התרחקות במידה מסוימת ממגבלות החלות על החברה כחלק מקבוצת לווים גדולה במשק הישראלי; ניסיון עסקי וניהולי רב לממלאי התפקידים הבכירים בתחומי אחזקות הליבה.

ביום 21.9.2005 הודיעה החברה על השלמת העסקה לרכישת אחזקותיהם של קבוצת בלסאות' וקבוצת ספרא בסלקום ישראל בע"מ ("סלקום"), המהוות כ-69.5% מהון המניות המונפק של סלקום, בעלות כוללת של כ-1,345 מיליון דולר. לאחר השלמת שלב זה של העסקה החזיקה דסק"ש בכ-94.5% מהונה המונפק של סלקום. לאחרונה נחתם הסכם למכירת 5% מהון המניות של סלקום לצד ג' תמורת 71.5 מיליון \$ כך שלאחר השלמת העסקה חלקה של דסק"ש בסלקום עומד על כ-90%. הגדלת שיעור האחזקה בסלקום מומנה באמצעות הנפקת זכויות תמורת כ-2.2 מיליארד ש"ח, חלוקת דיבידנד מסלקום, שיצרה לדסק"ש תמורה נטו של כ-3 מיליארד ש"ח וחוב פיננסי.

כיום, סלקום מהווה אחזקה מרכזית בתיק של דסק"ש ותרומתה לשווי ברוטו של תיק האחזקות מוערכת ע"י מידרוג מעל ל-40%. גיוס החוב החדש עתיד לשמש להרחבה וגיוון של תיק האחזקות. לאחר השלמת מהלכים אלו לדסק"ש יחסי כיסוי ויחסי איתנות פיננסית טובים מאוד.

מחברת:

סיגל יששכר
אנליסטית בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

התפתחויות עסקיות מהותיות

בחברות המוחזקות שופרסל ונכסים ובנין נרשם שיפור בתוצאות הכספיות לשנת 2005. בתוצאות מגזר התקשורת נכללו ריווחי הון. למרות ההרעה בתוצאות של סלקום רשמה דסק"ש גידול בחלקה בתוצאות על רקע הגדלת שיעור האחזקה בסלקום

בשנת 2005 דיווחה דסק"ש על רווח נקי של 455 מיליון ש"ח לעומת 677 מיליון ש"ח בשנת 2004.

הרכב התוצאות העסקיות, במיליוני ₪

2003	2004	2005	
חלק דסק"ש בתוצאות העסקיות לפי מגזרי פעילות עיקריים:			
91	138	95	תקשורת
5	209	257	טכנולוגיה
(104)	8	43	מסחר ושירותים
9	21	76	נדל"ן
20	19	14	תעשייה
21	395	485	סך הכול לפי מגזרים
(9)	248	94	רווח(הפסד)ממימוש השקעות בניכוי הפחתות, נטו
(38)	34	(124)	הכנסות(הוצאות) מימון, ניהול ואחרות, נטו
(26)	677	455	רווח (הפסד) נקי

חלקה של דסק"ש בתוצאות הכספיות של סלקום בשנת 2005 הסתכם ב- 177 מיליון ש"ח והיווה 36% מחלקה של דסק"ש בריווחי חברות מוחזקות, נטו. למרות ההרעה בתוצאות העסקיות של סלקום רשמה דסק"ש גידול בחלקה בתוצאות העסקיות של האחרונה בעקבות רכישת 69.5% מסלקום בחודש ספטמבר 2005. סלקום דיווחה על הכנסות של 5,114 מיליון ש"ח לעומת 5,600 מיליון ש"ח בשנת 2004, ירידה הנובעת בעיקר כתוצאה מהורדת תעריפי הקישוריות. הרווח הנקי הסתכם ב- 483 מיליון ש"ח לעומת 617 מיליון ש"ח בשנת 2004 עקב ירידת הרווח התפעולי בשיעור של 26% מזה ירידה ב- EBITDA בשיעור של 14%. בשנת 2005 גייסה סלקום כ- 153 אלף לקוחות חדשים נטו ובסיס הלקוחות לסוף 2005 עומד על 2.6 מיליון לקוחות.

חברת נכסים ובנין דיווחה על עליה בהכנסות וברווח הנקי אשר הסתכם ב- 121 מיליון ש"ח לעומת 37 מיליון ש"ח בשנת 2004 הנובע מגידול בהכנסות ממכירת דירות ומקרקעין וגידול במאגר הנכסים המניבים.

שופרסל דיווחה על גידול של 6% בהכנסות לסך של 6,614 מיליון ש"ח, גידול ברווח התפעולי בשיעור של 61% ל- 169 מיליון ש"ח וגידול ברווח הנקי שהסתכם ב- 81 מיליון ש"ח לעומת 18 מיליון ש"ח בשנת 2004. השיפור בתוצאות התפעוליות של שופרסל נבע מגידול במכירות בחנויות זהות על רקע הסבת סניפים לאשת שופרסל דיל ומהשפעת קריסת קלאבמרקט.

תוצאות מגזר הטכנולוגיה כללו רווח הון בגין מכירת הנכסים והפעילות של סקיילקס וויזן (לשעבר סאיטקס וויזן) וממכירת מניות פרטנר ע"י אלרון.

הרווח ממיימוש השקעות והפחתות כלל בעיקר רווח הון של כ- 106 מיליון ש"ח ממיימוש אחזקת דסק"ש באילנות דיסקונט. מנגד רשמה החברה הוצאה של כ- 35 מיליון ש"ח במסגרת התחייבות שיפור לכלל ביטוח בקשר למכירת אחזקת החברה באילנות בטוחה בשנת 2003.

הגידול בהוצאות המימון נובע מרכישת 69.5% ממניות סלקום ומימון חלק מהעסקה באמצעות גידול בחוב הפיננסי חלקו באמצעות הלוואות גישור, אשר נפרעה לאחר יום 31.12.2005.

רכישת השליטה בסלקום לוותה בקפיצת מדרגה ברמת המינוף של דסק"ש. חלוקת דיבידנד ע"י סלקום במהלך הרבעון הראשון של 2006 משפרת את יחסי האיתנות של דסק"ש

כאמור, ביום 21.9.2005 השלימה דסק"ש את העסקה לרכישת מניות המהוות כ-69.5% מהון המניות המונפק של סלקום, בעלות כוללת של כ-1,345 מיליון דולר. לצורך מימון הרכישה, הנפיקה דסק"ש מניות ואג"ח להמרה במסגרת תשקיף שפרסמה בחודש מאי 2005 בתמורה לסך של כ-2.2 מיליארד ש"ח נטו, מזה כ-1.6 מיליארד ש"ח באג"ח לגבי הודיעה דסק"ש על ביצוע המרה כפויה בחודש אוקטובר 2006 והיתרה בהון מניות. אג"ח אלו מוצגות ביום 31.12.2005 כחלק מהון המניות של דסק"ש. כמו כן גייסה דסק"ש הלוואה ז"ק בסך של 650 מיליון דולר מבנק בישראל וגייסה אג"ח בשוק ההון. הלוואה זו נפרעה ברבעון הראשון של 2006 לאחר חלוקת דיבידנד בסך של 3,400 מיליון ש"ח בסלקום, מזה חלקה של דסק"ש לאחר מס 3,040 מיליון ש"ח. נכון ליום 31.12.2005 לדסק"ש (סולו כולל חברות צינור) חוב פיננסי ברוטו בסך של כ-5,090 מיליון ש"ח וחוב פיננסי נטו בסך של כ-4,670 מיליון ש"ח. לאחר קבלת דיבידנד מסלקום, מזה חלקה של דסק"ש בניכוי מס הסתכם בכ-3,040 מיליון ש"ח, מכירת 5% מסלקום לצד ג' תמורת כ-335 מיליון ש"ח וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות בדסק"ש בסך של 262 מיליון ש"ח יעמוד החוב הפיננסי ברוטו על כ-1,900 מיליון ש"ח והחוב הפיננסי נטו על כ-1,500 מיליון ש"ח. מידרוג מעריכה כי בהתחשב באיכות ושווי תיק ההשקעות יחסי האיתנות הפיננסית של דסק"ש טובים מאוד.

**דסק"ש: נתונים עיקריים
במיליוני ש"ח**

	לאחר תאריך			
	2004	6.05	2005	המאזן *
חוב פיננסי	1,487	3,655	5,092	1,922
יתרת מזומן	963	3,714	414	440
חוב פיננסי נטו	524	(59)	4,678	1,482
הון עצמי	3,150	3,751	5,189 **	5,073
אומדן לשווי תיק אחזקות	6,867	6,510	12,515	9,474
יחס חוב פיננסי ברוטו לשווי תיק החזקות	22%	56%	41%	20%
יחס חוב פיננסי נטו לשווי תיק החזקות	8%	-1%	37%	16%
הון עצמי לסך מאזן	63%	47%	48%	69%
סה"כ הכנסות מדיבידנד ודמי ניהול	283		542	
הוצאות הנה"כ, מימון ואחר	62		152	
תזרים תפעולי נטו	221		390	
יחס כיסוי תפעולי: הכנסות מדיבידנד ודמי ניהול להוצאות הנה"כ מימון לאחר	4.58		3.57	

נבנה על בסיס ההתפתחויות לאחר יום הדו"ח שעיקרן מכירת 5% מהון המניות של סלקום, קבלת דיבידנד מסלקום ששימש לפרעון * הלוואה לז"ק, מכירת מניות תפרון וחלוקת דיבידנד בסך של 262 מיליון ש"ח
** הערכת מידרוג

רכישות של פעילויות סינרגטיות ע"י שופרסל

במהלך שנת 2005 התקשרה שופרסל בהסכמים לרכישת חברת קלאבמרקט רשתות שיווק בע"מ המצויה בהקפאת הליכים, בתמורה לסך של כ-757 מיליון ש"ח וכן 119 מיליון ש"ח נוספים שישולמו בעד המלאי ולרכישת 50% מחברת אוריין רשתות פארם וקוסמטיקה המחזיקה ברשת דרגסטור בתחום הקוסמטיקה תמורת 41 מיליון ש"ח. בחודש נובמבר 2005 גייסה שופרסל 300 מיליון ש"ח ממשקיעים מוסדיים בהנפקה פרטית של אג"ח, לצורך מימון רכישת קלאבמרקט ובכוונתה לגייס אג"ח בהיקף שעד 200 מיליון ש"ח. במידרוג מעריכים כי רכישת סניפי קלאבמרקט תחזק את מיצובה העסקי של שופרסל תוך הגדלת חלקה בשוק והגדלת רווחיה. יחד עם זאת, ההשקעה בקלאבמרקט אשר ממומנת בעיקר בחוב, תוביל להחלשת איתנותה הפיננסית, לפחות בטווח הקצר.

אודות המנפיק

דסק"ש הינה חברת אחזקות המשקיעה בחברות הפועלות במגוון ענפים רחב, בעיקר בשוק המקומי, ובפרט בענפי התקשורת, הנדל"ן, המסחר, הטכנולוגיה והתעשייה. בין האחזקות הבולטות: סלקום בע"מ (שיעור החזקה של כ-90%), שופרסל בע"מ (59%), חברה לנכסים ובניין בע"מ (63%) ואלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (48%). בעלת השליטה בדסק"ש היא אי די בי חברה לפתוח בע"מ, מקבוצת אי די בי אחזקות בע"מ.

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.

דוח מספר : CHD0103061000M
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"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.
כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינייה 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.