



חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב | יוני 2013

מחבר:

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

איש קשר:

ליאת קדיש, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

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

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa2	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות ד, ו, ז, ח ו-ט) שהנפיקה חברת השקעות דיסקונט בע"מ (דסק"ש או החברה) מ-Baa1 ל-Baa2 תוך הותרת הדירוג באופק שלילי.

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 שנת פירעון קרן האג"ח
ד'	6390157	04/2005	5.0	מדד	2,006	2014-2016
ו'	6390207	12/2006	4.95	מדד	1,505	2017-2025
ז'	6390215	12/2006	6.35	לא צמוד	32	2013-2016
ח'	6390223	06/2007	4.45	מדד	228	2014-2019
ט'	6390249	07/2009	6.7	לא צמוד	978	2014-2018

* בחודש אפריל 2013 פרעה החברה אג"ח מסדרה ד' בהיקף של כ-392 מיליון ₪ ערך נקוב בהתאם ללוח הסילוקין.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג מבטאת את הנזילות החלשה של החברה שהורעה מאז מועד מעקב הדירוג האחרון בחודש דצמבר 2012. אף כי להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית טובה יחסית ובידיה מספר חלופות לגיוס מקורות בטווח הזמן הנראה לעין, הרי שבשלב זה, הפער בין המזומנים שבידי החברה לבין השימושים הנדרשים בתוך פחות מ-12 חודשים מוביל לעלייה ברמת סיכון האשראי של החברה במידה שאינה תואמת עוד את הדירוג הקודם. הדירוג מוסיף להיתמך באיכות החברות המוחזקות, סחירות גבוהה שלהן והיעדר שעבודים ספציפיים ואמות מידה פיננסיות. בתקופה האחרונה חל שיפור מסוים בגמישות הפיננסית של החברה נוכח ירידה ברמת המינוף בשל העלייה בשווי השוק של האחזקות ושיפור בתשואות האג"ח, אולם רמת המינוף נותרה גבוהה. דסק"ש פועלת למיזוג עם החברה הבת כור תעשיות בע"מ (67.3% A2), תהליך שהשלמתו עשויה להוביל לשיפור מהותי בנזילותה, אולם להערכתנו זהו תהליך מורכב וכרוך באי וודאות.

ניזולת החברה מוערכת על ידינו כחלשה

יתרות המזומנים ליום 31.3.2013 הסתכמו בכ-664 מיליון ₪. יתרות אלו כללו בין השאר כ-140 מיליון ₪ שנבעו ממימוש של אחוזים בודדים במניות סלקום, כור ונכסים ובניין במהלך פברואר 2013. ליום 26.5.2013 בקופת החברה כ-130 מיליון ₪, לאחר שבמהלך אפריל השנה ביצעה חלק משמעותי מפירעונות החוב והריבית לשנת 2013. לפי הערכת החברה, יתרת המזומנים לסוף שנת 2013 - לפני מימוש נכסים ו/או גיוס חוב נוסף ו/או עסקת מיזוג עם כור - צפויה להסתכם בכ-100 מיליון ₪, וזאת בהתבסס על דיבידנדים שוטפים מהחברות הבנות בסך של כ-260 מיליון ₪ (כמחצית מכך התקבלו עד כה). בשנת 2014 מעריכה החברה היקף דיבידנדים שוטפים דומה לזה של שנת 2013 (כ-280 מיליון ₪). באופן סך המקורות השוטפים להסתכם בכ-380 מיליון ₪ וזאת אל מול שימושים של כ-1,150 מיליון ₪, הכוללים בעיקר הוצאות ניהול (כ-26 מיליון ₪), תשלום ריבית (כ-250 מיליון ₪) ופירעון קרן חוב ועסקאות פרוורוד (כ-870 מיליון ₪). הגירעון בין המקורות השוטפים לשימושים השוטפים עד לסוף שנת 2014 צפוי אפוא לעמוד על כ-800 מיליון ₪ - מרביתו צפוי להיווצר בחודש אפריל, וזאת כאמור מבלי להביא בחשבון מימוש נכסים, גיוס חוב או מיזוג עם כור.

תוכנית המימון מושתתת בעיקר על מיזוג עם כור

חלופת המימון המרכזית של החברה לכיסוי הגירעון בין המקורות והשימושים בשנה הקרובה מתבססת על המיזוג עם כור, אשר נושא פוטנציאל לשיפור מהותי בנזילות. תהליך המיזוג מצוי בעבודה אינטנסיבית. התסריט הבסיסי שלנו מניח בסבירות טובה כי תהליך המיזוג יושלם לבסוף, אולם להערכתנו זהו תהליך מורכב, עתיר שלבים וקיימת אי וודאות לגבי תוצאותיו ועיתוי השלמתו. כלים נוספים שיש בידי החברה כוללים אפשרות של מכירת האחזקה בגיוון אימגינג (התמורה מהמימוש, לו יתרחש, על בסיס מחירי השוק הינה כ-450 מיליון ש"ח) וכן הישענות על הסחירות הגבוהה והפיזור של אחזקותיה העיקריות. להערכתנו, הישענות החברה לצורך שיפור הנזילות על התהליך המורכב של המיזוג עם כור, כמו גם על אפשרויות שונות למימוש נכסים עתידי, מעלה את האלמנטים הספקולטיביים בסיכון האשראי.

הגמישות הפיננסית השתפרה אך מצבה של קבוצת אידיבי מהווה משקולת

חל שיפור ברמת המינוף של החברה בחודשים האחרונים, אם כי זו נותרה גבוהה יחסית, כאשר יחס החוב נטו לשווי הנכסים (באיחוד יחסי עם כור) על בסיס מחירי השוק בסמוך למועד דוח זה, מוערך על ידינו בכ-83% לעומת כ-90% בסוף שנת 2012 (שיעור המינוף בחישוב ללא איחוד יחסי של כור עומד על כ-75% לעומת כ-85% בסוף שנת 2012). השיפור ברמת המינוף נבע מעלייה בשווי השוק של האחזקות העיקריות, ובראשן סלקום, נכסים ובניין, שופרסל וקרדיט סוויס, זאת כאשר היקף החוב הפיננסי נטו נותר יציב יחסית, תוך ירידה בחוב ברוטו וירידה במזומנים במקביל. השיפור בתשואות האג"ח של דסק"ש בתקופה האחרונה תורם אף הוא לשיפור נגישותה למחזור חוב. העובדה כי נכסי החברה משוחררים משעבודים ספציפיים מקנה לה גמישות במחזור החוב, אולם, לבנקים המממנים שעבוד שלילי על נכסיה, בקשר עם חוב שיתרתו כ-730 מיליון ש"ח, מצב אשר מציב תנאים מורכבים בפני החברה לגייס חוב תוך שעבוד נכסים. לדסק"ש אין אמות מידה פיננסיות ואילו כור עומדת במרווח רחב באמות המידה הפיננסיות שלה בקשר עם הפוזיציה בקרדיט סוויס. לצד כל זאת, אנו סבורים כי הקשיים העסקיים והפיננסיים בחברות האם אידיבי פתוח ו-אידיבי אחזקות עלולים להציב אתגרים על דסק"ש לגייס מקורות מימון ומהווים משקולת על גמישותה הפיננסית. בתוך כך יש לציין כי לשני הבנקים המממנים של דסק"ש עילה להעמדה לפירעון מיידית של יתרת חובם (כאמור כ-730 מיליון ש"ח) בהינתן תנאים מסוימים של שינוי שליטה ברמת קבוצת גנדן (מול תאגיד בנקאי אחד) ובאידיבי אחזקות (מול תאגיד בנקאי שני). אנו סבורים כי קיים קושי להעריך בשלב זה את המשמעות של מגבלה זו לאור מצבה המורכב של אידיבי אחזקות, אולם בכל מקרה היא בעלת השלכה שלילית על סיכון האשראי.

איכות תיק האחזקות נשחקה אולם היא עדיין בולטת לטובה

לדסק"ש תיק אחזקות איכותי ומגוון הפרוס על פני מספר ענפי פעילות בארץ ובחו"ל ובעל פרופיל סיכון אשראי מתון. אחזקות החברה מאופיינות במעמד עסקי חזק, נתחי שוק משמעותיים והן מייצרות תזרימי מזומנים חזקים מפעילות. יחד עם זאת שתי אחזקות עיקריות - סלקום ושופרסל מתמודדות בסביבה עסקית מאתגרת. סלקום (41.9%) - המתמודדת עם תחרות קשה, עלייה בשיעורי הנטישה וירידה בתעריפים - הקפיאה את חלוקת הדיבידנדים מזה ארבעה רבעונים רצופים ופועלת לחיזוק איתנותה הפיננסית. שופרסל (47.3%) מתמודדת אף היא בתחרות קשה בתחומה, אגב ירידה ריאלית בשוק המזון ורמת מינוף גבוהה יחסית. במצבה הפיננסי של כור חל שיפור נוכח עלייה מתמשכת במניית קרדיט סוויס, המהווה כיום מרכיב גבוה (כ-23%) בתיק האחזקות המשורשר של דסק"ש. יש לציין כי פוטנציאל חלוקת הדיבידנדים מכור עלה נוכח רווחים שוטפים מצטברים ברבעונים האחרונים. נכסים ובניין (A1, 76.5%) שלילי) מאופיינת במיצוב עסקי גבוה בתחומה עם איכות נכסים גבוהה אך מינוף שגדל.

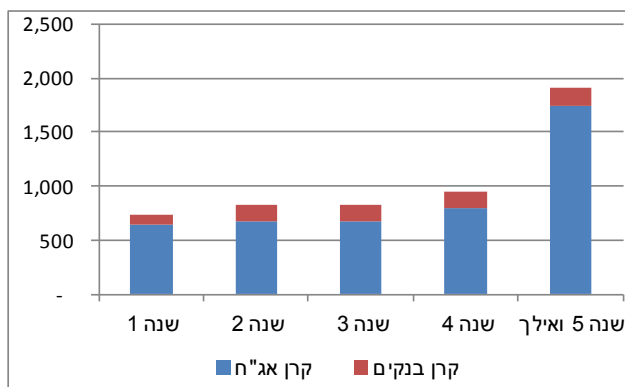
¹ סכום זה כולל מימוש האחזקה הישירה בגיוון אימגינג (כ-15%) וכן מימוש האחזקה בעקיפין באמצעות החברה הבת אלרון וחלוקת חלק מהתמורה כדיבידנד מאלרון לדסק"ש.

אופק הדירוג השלילי מבטא את הנזילות החלשה. אי-שיפור משמעותי ברמת הנזילות בחודשים הקרובים יוביל להורדה נוספת בדירוג. אופק הדירוג עשוי להשתפר במידה בה יחול שיפור משמעותי בנזילות ובהערכתנו את הגמישות הפיננסית של החברה.

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

31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.3.12	31.3.13	
998	1,805	(11)	(1,550)	77	475	330	חלק דסק"ש בתוצאות מוחזקות
		1,250	(51)	(182)	0	1	רווח (הפסד) ממימוש/משערור
505	477	(559)	(472)	(376)	(62)	(71)	הוצאות ניהול מימון ואחרות
1,019	1,423	680	(2,073)	(481)	413	260	רווח (הפסד) נקי
1,148	1,349	1,163	879	292	82	0	דיבידנדים ממוחזקות
919	392	29	1,086	404	0	142	תמורה ממימוש מוחזקות
(1,600)	(1,674)	(1,070)	(450)	0	0	0	דיבידנדים לבעלי המניות
5,135	5,130	3,837	2,498	1,806	2,758	1,931	הון מיוחס לבעלי המניות
11,753	13,013	13,201	7,710	6,840	7,806	6,752	יתרת השקעה בחברות מוחזקות
1,444	1,475	1,483	1,479	782	1,310	664	מזומנים ושוי מזומנים
5,410	6,221	6,930	6,340	5,562	6,315	5,390	חוב פיננסי
3,966	4,746	5,447	4,861	4,780	5,005	4,726	חוב פיננסי, נטו
1.1	1.2	1.8	2.5	3.1	2.3	2.8	חוב פיננסי / הון עצמי
34%	36%	41%	63%	70%	64%	70%	חוב נטו לאחזקות בספרים

דסק"ש (סולו מורחב): לוח סילוקין (קרן בלבד) בגין התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.3.2013, במיליוני ₪:



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- קיטון משמעותי ברמת המינוף
- שיפור משמעותי ברמת הנזילות ובגמישות הפיננסית
- התחזקות מהותית במיצובן העסקי ובשווי השוק של האחזקות המובילות

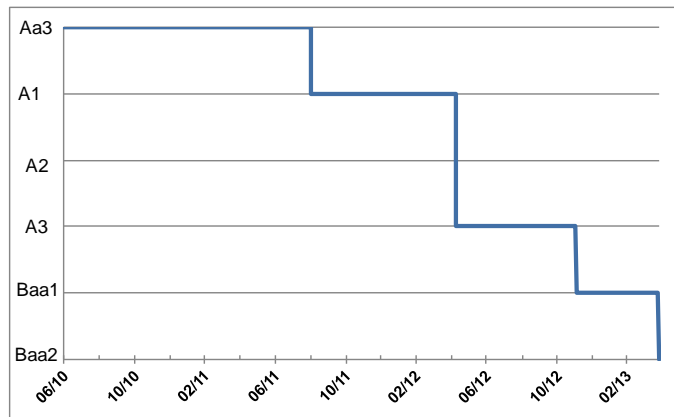
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור מהותי בנזילות החברה

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-2.0%). 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:

- [כור תעשיות בע"מ - ISSUER COMMENT, ינואר 2013](#)
- [דיסקונט השקעות בע"מ - מעקב, דצמבר 2012](#)
- [מתדולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 18.6.2013

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 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.