

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב | ינואר 2015

מחבר:

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

איש קשר:

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

חברת השקעות דיסקונט בע"מ¹

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

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות ד', ו', ז', ח' ו-ט') שהנפיקה חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") מ-Baa1 ל-Baa2 והצבת אופק דירוג שלילי.

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

סדרת האג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.14 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח נכון ליום 30.09.14
ד'	6390157	אפר-05	5.00	מדד	325	2015-2016
ו'	6390207	דצמ-06	4.95	מדד	3,369	2017-2025
ז'	6390215	דצמ-06	6.35	שקלי	25	2014-2016
ח'	6390223	יונ-07	4.45	מדד	190	2015-2019
ט'	6390249	יול-09	6.70	שקלי	855	2015-2018

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת דירוג האג"ח הינה עקב הערכתנו לעלייה בסיכון האשראי של דסק"ש, בעקבות ירידה משמעותית של מעל 50% בשווי השוק של המוחזקת המהותית סלקום (החזקה של כ-41.8% בהון המניות המונפק וכ-45.2% בזכויות ההצבעה). הירידות בשווי מניית סלקום החלו בסוף חודש דצמבר 2014, על רקע התחזקות התחרות בתחום התקשורת הסלולרית, והביאו לעלייה מהותית ברמת המינוף של דסק"ש, וזאת בהמשך לעלייה משמעותית במינוף שכבר החלה במהלך שנת 2014. להערכתנו, יחס LTV של החברה, על בסיס מחירי הספוט של המניות, עומד על מעל 110% ולפי מחירי השוק הממוצעים ל-12 החודשים האחרונים, ניצב על כ-80%, זאת לעומת כ-85% וכ-70%, בהתאמה, במועד המעקב הקודם בדצמבר 2014.

אנו מעריכים כי רמת התחרות הגבוהה בשוק התקשורת הסלולרית תוסיף להימשך גם בשנת 2015 - הערכה שהתחדדה בשבועות האחרונים עם עליית מדרגה נוספת ברמת התחרות, והדבר מתבטא באי וודאות גבוהה ותגובה חריפה של מחירי מניות חברות הסלולר למהלכים שונים של המפעילות ובכלל. גם אם תגובת המניות עשויה להתמתן בטווח הקצר הבינוני, אנו מעריכים כי רמת המינוף תיוותר גבוהה מזו שהערכתנו במועד המעקב האחרון. להערכתנו, למרות הנזילות הטובה, רמת מינוף גבוהה זו עלולה לחשוף את דסק"ש לאתגרים במימון מחדש של התחייבויותיה בטווח אופק הדירוג, ולהכביד על גמישותה הפיננסית.

אנו מעריכים כי שופרסל מבצעת מהלכי התייעלות משמעותיים ולהערכתנו צפויה לשוב לרווחיות בטווח הבינוני, אולם נמוכה מהרמה שאפיינה אותה בשנים האחרונות, נוכח השינויים המבניים בשוק ורמת התחרות בו. להערכתנו, האתגרים עימם מתמודדת החברה האם אידיבי פתוח, מציבים אי וודאות לגבי היכולת של הקבוצה לבצע מהלכים משמעותיים לשיפור המינוף ברמת דסק"ש.

בעקבות ירידת שווי המוחזקות של החברה בתקופה האחרונה, דיווחה החברה ביום 15.01.2015 כי היא בוחנת רישום הפרשות לירידת ערך בסלקום ושופרסל. להערכתנו, ההסתברות לחלוקת דיבידנד נוספת לבעלים בתקופה הקרובה הינה נמוכה מאוד, לאור יתרת הרווח הצבור של החברה, אשר עלולה להפוך שלילית ורמת המינוף הגבוהה.

¹ מר יוסף זינגר אשר הינו בעל מניות ומכהן כדירקטור במידרוג מכהן גם כדירקטור דסק"ש החל מיום 18.11.2014. מר יוסף זינגר אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.



הערכתנו הנוכחית לגבי קבלת דיבידנדים מהמוחזקות הופחתה בסכום לא מהותי לעומת הערכתנו הקודמת: אנו מניחים כי היקף הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות לשנתיים הקרובות יעמוד בטווח של 50-100 מיליון ₪ לשנה, לעומת הערכה קודמת של בין 100-150 מיליון ₪, חלקו עשוי להגיע מנכסים ובניין. איננו מניחים קבלת דיבידנדים מהותיים מסלקום ומשופרסל במהלך 2015. יחסי כיסוי הריבית והמטה של החברה צפויים להיות נמוכים מאוד במהלך השנתיים הקרובות ולהביא לשחיקה של נזילות החברה.

דירוג החברה מוסיף להיתמך בפיזור אחזקות מאיכות טובה, אם כי המגמות בשתי האחזקות הבולטות, סלקום ושופרסל, הינן שליליות והן פועלות בסביבה עסקית מתוחה ותגודתית. הדירוג נתמך גם ברמת נזילות גבוהה, אשר מקנה לחברה אורך נשימה סביר. יתרת המזומנים של החברה למועד דוח המעקב נאמדת על ידינו בכ-1.4 מיליארד ₪, וזאת לאחר שהחברה השלימה פרעונות חוב ותשלומי ריבית בהיקף מהותי במהלך השבועות האחרונים, בהתאם ללוח הסילוקין וכן ביצעה רכישות של מניית שופרסל ורכישה עצמית של אג"ח החברה. יתרת מזומן זו תומכת ביכולת שירות החוב בטווח הבינוני, ולפחות עד לסוף שנת 2016, בהנחת הדיבידנדים שהוצגה לעיל ומבלי להניח תשלום ריבית בגין הלוואת כמציינה, בסך מצטבר של מעל ל-300 מיליון ₪ בשנים 2015-2016, אם כי אנו מעריכים שהחברה תידרש להציג מהלכים לגיוס מקורות נוספים כבר בשנה הקרובה. תסריט הבסיס שלנו אינו מניח חלוקת דיבידנד או ביצוע השקעות מהותיות נוספות במניות. הישענות החברה על מניות סחירות ובלתי משועבדות מהווה גורם חיזוק בגמישותה הפיננסית ובדירוג.

אופק הדירוג השלילי משקף את החשש מאי שיפור מספק ברמת המינוף וכן ככל שידוע לנו, היעדר מהלכים קונקרטיים לשיפור רמת המינוף וחיזוק הנזילות בטווח הזמן הקצר. הדירוג עלול לרדת באם לא יחול שיפור משמעותי ברמת המינוף תוך כדי שחיקה בנזילות.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

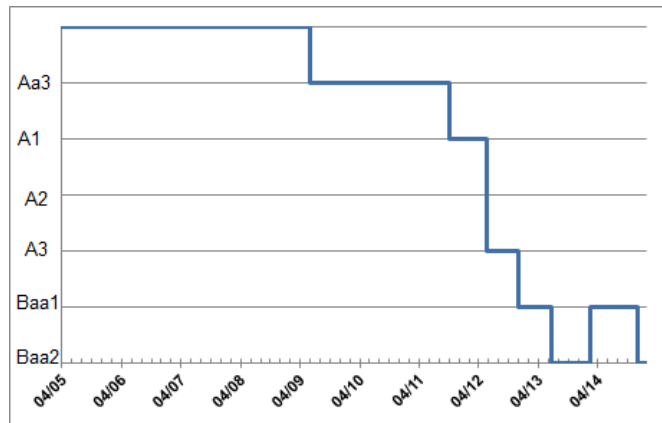
- שיפור בחלוקת הדיבידנדים השוטפים מהחזקות הליבה ביחס לשימושים השוטפים
- ירידה מהותית בהיקף החוב

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה בנזילות החברה
- חלוקת דיבידנד לבעלי המניות ללא הקטנה ברמת החוב
- המשך הרעה במעמד העסקי של המוחזקות העיקריות

אודות החברה

דסק"ש הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקותיה העיקריות הינן: סלקום ישראל בע"מ (שיעור אחזקה של כ-41.8% בהון וכ-45.2% בזכויות הצבעה), חברה לנכסים ולבנין בע"מ (כ-76.5%), שופרסל בע"מ (כ-49.6%), אלרון תעשיה אלקטרונית בע"מ (כ-50.3%). החברה מחזיקה 100% מכור תעשיות בע"מ, אשר אחזקתה העיקרית הינה אדמה פתרונית לחקלאות בע"מ (40.0%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי פתוח - חברת אחזקות, המחזיקה בכ-73.9% מהון המניות של החברה. בעלי המניות העיקריים באידיבי הינם מר אדוארדו אלשטיין באמצעות חברת Dolphin Netherlands BV ומר מרדכי בן משה (כ-28.99% כל אחד), איל גבאי וחגי אולמן נאמני ההסדר (כ-3.05% כל אחד).



דוחות קשורים:

[דיסקונט השקעות בע"מ - דוח מעקב, דצמבר 2014](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

מועד הדוח: 22.01.2015

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 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.

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 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.