



חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב | מרץ 2016

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר - מעריך דירוג ראשי

avib@midroog.co.il

הדר סגל, אנליסט - מעריך דירוג משני

hadars@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים

i.sigal@midroog.co.il



חברת השקעות דיסקונט בע"מ¹

אופק דירוג: יציב	Ba1.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מבחינת דירוג (CR) של אגרות חוב (סדרות ד', ו', ז', ח' ו-ט') שהנפיקה חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") והורדת הדירוג מ-Baa3.il ל-Ba1.il. אופק הדירוג הינו יציב.

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

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג
ד'	6390157	Ba1.il	יציב
ו'	6390207	Ba1.il	יציב
ז'	6390215	Ba1.il	יציב
ח'	6390223	Ba1.il	יציב
ט'	6390249	Ba1.il	יציב

שיקולים עיקריים לדירוג

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב של דסק"ש נוכח אי שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה ורמת נזילות חלשה יחסית כפי שמוערכת על ידינו בהתחשב בתחזית המקורות והשימושים שאנו מעריכים לשנה הקרובה. אנו סבורים כי בידי החברה מספר מהלכים שביכולתה לנקוט על מנת לשפר את רמת הנזילות בטווח של שנה וחצי, אולם אנו סבורים כי מהלכים אלו כרוכים באי וודאות לא מובטלת תוך סיכון ביצוע ולפיכך אין בהם למנוע את הורדת הדירוג בעת הזו. זאת ועוד, לדעת מידרוג החברה אינה נוקטת במהלכים הוניים קונקרטיים לשיפור משמעותי בנזילות בטווח הזמן המייד, מה שלהערכתנו עלול לסכן את נזילותה כבר בטווח הקצר.

יצוין כי רמת המינוף של החברה שופרה בחודשים האחרונים אך עודנה גבוהה והיא ניצבת בטווח של 80%-85% יחס חוב נטו לשווי סחיר של הנכסים בתקופה האחרונה (בנטרול 100 מיליון ₪ אשר בקופת החברה ומיועד לתשלום ריבית לכמצי"נה), זאת לעומת יחס של 100% בחודש יולי 2015. עיקר השיפור ברמת המינוף נבע מהעלייה החדה בשוויין של סלקום ושל שופרסל. הדירוג מביא בחשבון כי תנודתיות בשווי המניות עלולה להשפיע לשלילה שוב על יחס המינוף. להערכתנו, המינוף הגבוה מותיר את החברה חשופה לסיכון מימון מחדש (סיכון מחזור) משמעותי כבר בטווח הזמן הקצר ופוגם משמעותית בגמישותה הפיננסית.

יתרת המזמונים של דסק"ש לסוף 2015 נאמדת על ידינו בכ- 800 מיליון ₪ (בנטרול דיבידנד מאדמה אשר יתרת מוערכת בכ-100 מיליון ₪ וככל הנראה יופנה לתשלום ריבית בגין הלוואת כמצי"נה כלהלן), הכוללים את מימוש האופציות שהושלם בסוף שנת 2015 והזרים לקופתה של דסק"ש כ- 102 מיליון ₪, מהם כ- 92 מיליון ₪ מבעלת השליטה אידיבי פיתוח. בתסריט הבסיס שלנו לגבי שנת 2016, אנו מניחים קבלת דיבידנדים שוטפים מהמוחזקות בטווח של 150-220 מיליון ₪ מכך כ- 75 מיליון ₪ חלק החברה בדיבידנד שהוכרז מנכסים ובניין וכ- 53 מיליון ₪ חלק החברה מדיבידנד שהוכרז משופרסל. נוסף על כך, החברה עשויה לקבל תזרימים בעלי אופי חד פעמי, בהיקף המוערך על ידינו בטווח של 175-255 מיליון ₪ מחברות בנות וממכירת נכסים שבבעלותה הישירה. מנגד לחברה הוצאות מימון ומטה בסך של כ- 260 מיליון ₪ ופירעונות קרן אג"ח ובנקים בסך של כ- 471 מיליון ₪ (כשני שלישי עומדים לפירעון עד אפריל השנה).

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



כך, ללא מימוש נכסים מהותי, הזרמה הונית או מחזור התחייבויות, צפויה החברה לסיים את שנת 2016 עם יתרת מזמונים בקופתה בהיקף שבין 440 עד 550 מיליון ₪, זאת כאשר בחודש ינואר 2017 עומדים בפניה פירעונות חוב (קרן וריבית) בהיקף של כ- 328 מיליון ₪. יתר פירעונות הקרן והריבית של החברה בהמשך שנת 2017, בהיקף נוסף של כ- 713 מיליון ₪, עומדים לפירעון בעיקר בחודש דצמבר 2017. היקף הדיבידנדים *השוטפים* לשנת 2017 בתסריט הבסיס שלנו הינו 150-220 מיליון ₪, המכסים בקירוב את הוצאות הריבית של אותה השנה. יש לציין כי החברה הנפיקה אופציות למניות בארבע מנות שוות בהיקף כולל של 500 מיליון ₪, המנה הראשונה מומשה ברובה ובמסגרתה גייסה החברה בחודש דצמבר 102 מיליון ₪. בתסריט הבסיס לתחזית התזרים לא הונח מימוש האופציות הנותרות.

כאמור לעיל, לחברה תשלומי ריבית לכמצ"ינה של כ- 270 מיליון ₪ בשנת 2016, מכך יש בקופת החברה כיום כ- 100 מיליון ₪ המיועדים לתשלום זה. להערכתנו, דסק"ש אינה צפויה להשתמש במקורות הקיימים ברשותה ליתרת תשלום הריבית בשנת 2016.

במצב דברים זה אנו מעריכים כי ללא פעולות קונקרטיות למימוש נכסים מהותיים כבר היום, החברה עלולה להיקלע ליתרות נזילות נמוכות, כאשר לנגד עניינו גם רמת המינוף הגבוהה יחסית בה ניצבת החברה.

יש לציין כי לזכות החברה עומדות אחזקות באיכות טובה, בפיזור רחב יחסית, אם כי סלקום ושופרסל פועלות בסביבה עסקית מתוחה, עם רמת אי וודאות לא מבוטלת. סבורים כי לחברה קיימת גמישות פיננסית לא מבוטלת, בדמות החזקות סחירות חופשיות משעבוד עם שיעורי שליטה מבוזרים יחסית. כמו כן לחלק מהחברות (סלקום ושופרסל) עודפי הון לחלוקה בהיקפים משמעותיים. נכסי החברה אינם משועבדים לטובת מממנים, אולם קיים שעבוד שלילי לטובת חוב בנקאי שיתרתו כ- 367 מיליון ₪. אנו

להערכתנו, החברה עשויה לנקוט מהלכים משמעותיים לשיפור הנזילות בתוך טווח של 12-18 חודשים, שיכללו בין השאר מימוש אחזקות מסוימות, וככל שאלו יקרו ויובילו להקטנת החוב נטו, החברה עשויה לשפר את נגישותה למקורות מימון לצורך מחזור חוב. ואולם, אנו סבורים כי בשלב הזה מהלכים אלו אינם קונקרטיים דיו בכדי שנתחשב בהם בוודאות גבוהה בתרחיש הבסיס. בתקופה האחרונה השלימה דסק"ש מספר שינויים ניהוליים, שתחילתם בביסוס השליטה של מר אדוארדו אלשטיין כבעל שליטה יחיד באידיבי פתוח (עם שיעור החזקה של כ- 80.7% באמצעות חברות בשליטתו) המחזיקה בכ- 76.43% בדסק"ש, מצב המקנה לו יכולת לקדם מהלכים ללא הפרעות הנובעות ממאבקי שליטה, ויכר כי ברצונו לשמר את אחזקותיו העיקריות, כפי שהתבטא עד כה בהזרמות הוניות משמעותיות לחברת האם במסגרת הסדר החוב ובהצעותיו לגבי הנפקת זכויות בחברה, והמשכם במינוי של מר אלשטיין ו/או נציגו בדירקטוריונים של החברות המוחזקות ומינויו של מר שולם לפידות למ"מ מנכ"ל בחברה ובאידיבי פתוח. להערכתנו, מהלכים אלו צפויים לשפר את מידת השליטה, המשילות והתווית המדיניות במוחזקות ואת יכולת הביצוע של דסק"ש.

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

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	9M 2015	
(1,550)	77	643	363	335	חלק דסק"ש בתוצאות מוחזקות
(51)	(182)	(81)	(712)	(159)	רווח (הפסד) ממימוש/משערוך
(472)	(376)	(410)	(325)	(109)	הוצאות ניהול, מימון, מסים ואחרות,
(2,073)	(481)	152	(674)	67	רווח (הפסד) נקי
1,086	404	149	541	9	תמורה ממימוש השקעות
879	292	202	1,519	45	דיבידנדים ממוחזקות
(450)	0	0	(200)	0	דיבידנדים לבעלי המניות
1,479	782	679	1,592	961	אמצעים נזילים
6,340	5,562	5,646	5,221	4,646	חוב פיננסי
4,861	4,780	4,967	3,629	3,685	חוב פיננסי, נטו

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור במידת הנראות של תזרימי מזומנים משמעותיים שיובילו לשיפור הנזילות בטווח הקצר
- הקטנה משמעותית של עומס הפירעונות
- ירידה משמעותית בהיקף החוב נטו

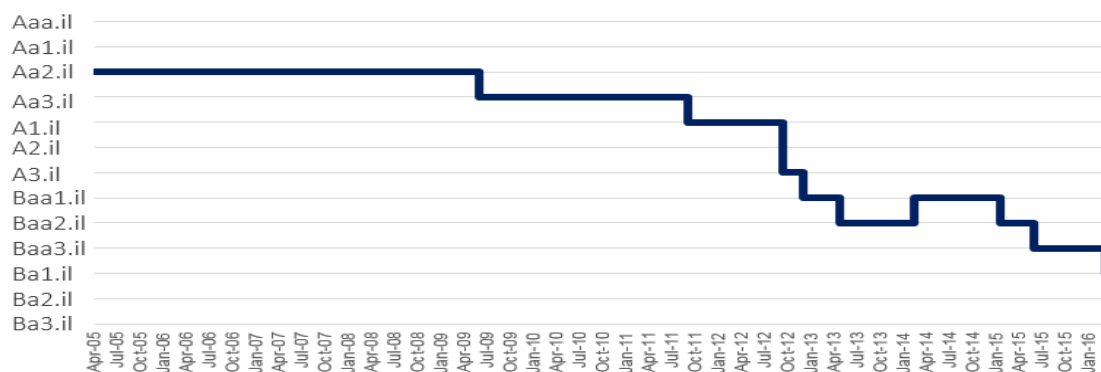
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- המשך שחיקה בנזילות החברה
- עלייה ברמת המינוף של החברה

אודות החברה

דסק"ש הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקותיה העיקריות הינן: סלקום ישראל בע"מ (שיעור אחזקה של כ-41.8% בהון וכ-45.16% בזכויות הצבעה), חברה לנכסים ולבנין בע"מ (כ-76.45%), שפרסל בע"מ (כ-52.95%), אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (כ-50.32%). החברה מחזיקה 100% מכור תעשיות בע"מ, אשר אחזקתה העיקרית הינה אדמה פתרונוט לחקלאות בע"מ (40.0%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי פתוח - חברת אחזקות, המחזיקה בכ-76.43% מהון המניות של החברה. בעל המניות העיקרי באידיבי פיתוח הינו מר אדוארדו אלשטיין באמצעות החברות Dolphin Netherlands BV (48.98) ואיפיסה (31.72%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דיסקונט השקעות בע"מ - דוח מעקב, ינואר 2016](#)

[דיסקונט השקעות בע"מ - דוח מעקב, יוני 2015](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

מידע כללי

09.03.2016	תאריך דוח הדירוג:
24.11.2004	תאריך מתן דירוג ראשוני:
חברת השקעות דיסקונט בע"מ	שם יוזם הדירוג:
חברת השקעות דיסקונט בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il 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.

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכוני אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסלמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכוני אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתו. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר,



עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.