

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מידרוג מעניקה דירוג של Aa2 להנפקת אג"ח בסך של עד 750 מיליון ש"ח על ידי חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("החברה" או "דסק"ש") באמצעות הרחבת סדרות אג"ח ג' בתמורה לכ- 122 מיליון ש"ח והרחבת סדרת אג"ח ד' בתמורה לכ- 627 מיליון ש"ח. התמורה מיועדת כרזרבה להשקעות עתידיות זאת לאחר שביום 1.5.2006 הודיעה דסק"ש על התקשרות בהסכם לרכישת אחזקות קבוצת ברונפמן וקבוצת קולבר בהון המניות של כור תעשיות בע"מ ("כור"), המהוות בסה"כ 35.38% מהון המניות המונפק של כור. תמורת המניות תשלם דסק"ש 446 מיליון דולר של ארה"ב כפוף להתאמות באשר לחלוקת דיבידנד במזומן ע"י כור לבעלי המניות.

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.

לכור תיק ההחזקות ריכוזי המבוסס על מספר חברות ציבוריות, מוטות יצוא, הממוקדות בתחומי האגרוכימיה, ציוד תקשורת ותעשייה צבאית. לכור החזקת עוגן אחת: מכתשים אגן תעשיות בע"מ ("מ.א. תעשיות", כ- 32% בהון ובהצבעה), המשמשת כמקור ליבה לשווי כור, לתקבולי דיבידנדים ותקבולי דמי ניהול. החזקות מהותיות נוספות בתיק ההשקעות של כור, אשר תרומתן לשווי המאזני עולה על כ- 5% הן: אי סי איי טלקום בע"מ ("אי סי איי", כ- 30% בהון ובהצבעה) ואלביט מערכות בע"מ ("אלביט", כ- 8%).

מידרוג מעריכה כי יש ברכישת מניות כור פוטנציאל להשבחת איכות תיק הנכסים של דסק"ש: צמצום הריכוזיות המאפיינת את תיק האחזקות של דסק"ש - ערב העסקה לרכישת מניות כור, סלקום מהווה אחזקה מרכזית בתיק של דסק"ש ותרומתה לשווי ברוטו של תיק האחזקות מוערכת ע"י מידרוג במעל ל-40%. אחזקות אחרות מהותיות אך בפער ניכר לעומת סלקום הינן שופרסל ונכסים ובנין. לפיכך, להערכת מידרוג, פגיעה בפעילות חברה זו עלולה להוביל לפגיעה ביחסי המינוף. בהנחת רכישת מניות כור תרומת סלקום תרד לכ-35% ותרומת מכתשים אגן תהווה כ-10% מסך התיק.

מחברים:

אלון כפיר

אנליסט

a.kfir@midroog.co.il

יהודית רוזנברג-צירט

אנליסטית בכירה

j.r.cirt@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

- גיוון המקורות לקבלת תזרימי מזומנים שוטפים – למכתשים אגן מדיניות חלוקת דיבידנד של 30%. לאחרונה הודיעה מ.א. תעשיות על העלאת שיעור הדיבידנד המקסימאלי שיחולק על ידה מ- 30% ל- 50%. החלטה זו, לצד תקבולי הדיבידנד מאלביט מערכות עתידים לגוון את תזרים המזומנים התפעולי של דסק"ש אשר משמש לכיסוי הוצאות המטה והוצאות המימון. האחרונות עתידות לעלות במקביל לעליה בסך החוב הפיננסי בו מממנת דסק"ש את פעילותה.
 - חיזוק הפעילות הבינלאומית של דסק"ש – מרבית החברות המוחזקות ע"י דסק"ש מאופיינות בנוכחות חזקה אם כי במשק הישראלי בלבד. לפיכך, חשיפת החברה לשינויים בכלכלה הישראלית הינה גבוהה. לעומת זאת, תיק הנכסים של כור מאופיין באחזקה במספר חברות יצואניות רב לאומיות ובראשן היותה בעלת המניות הגדולה בחברה מכתשים אגן הפועלת בתחום האגרו-כימיה. שילוב זה עתיד לצמצם במידת מה את הסיכון העסקי הנובע לדסק"ש מהיותה חברה אשר למרבית אחזקותיה פעילות בישראל בלבד.
 - קבוצת אידיבי החזיקה באמצעות כלל תעשיות כ- 13% מהון המניות של ECI ובאמצעות החזקתה ב- 10% מהון המניות של כור עוד 3% מהון המניות של ECI. רכישת מניות כור הופכת את קבוצת אידיבי לבעלת המניות הגדולה ב- ECI .
 - תיק האחזקות של כור הינו סחיר ברובו – מרכיב הנכסים הסחירים בתיק של כור הינו גבוה יחסית ומוערך ע"י מידרוג בכ- 90%. מבנה זה יסייע במימוש אחזקות שאינן תואמות את האסטרטגיה העסקית של דסק"ש בפרט אחזקות בעלות תרומה נמוכה לסך התיק או שהאחזקה בהן יוצרת ניגודי עניינים עם החזקות אחרות בקבוצת אידיבי בכלל ודסק"ש בפרט.
 - כמו כן, קיים פוטנציאל לחסכון בהוצאות מטה. בשנים האחרונות דיווחה כור על יחס כיסוי תזרימי שלילי כלומר תקבולי דמי ניהול ודיבידנד מחברות מוחזקות לא כיסו את הוצאות ההנהלה והכלליות ואת הוצאות המימון של כור.
- מידרוג מעריכה כי רכישת מניות כור עתידה לשפר את איכות תיק הנכסים של דסק"ש. יחד עם זאת, רכישת מניות כור ביחד עם גיוס החוב הנוסף מחלישים את יחסי האיתנות הפיננסית ויחסי המינוף של דסק"ש לפחות בטווח הקצר. יחסים אלו תואמים את קבוצת הדירוג אם כי בחלקה הנמוך.**
- ככלל, נציין כי שווי תיק האחזקות המשמש כבסיס להערכת יחסי המינוף רגיש לשווי השוק של האחזקות הסחירות. לפיכך, שינויים במחירי המניות של חברות מוחזקות יכולים להשפיע על יחסי המינוף.**

נתוני 31.3.2006 בהנחת רכישת מניות כור ומכירת מניות סלקום ללא תוספת חוב			
<u>31.12.2004</u>	<u>31.12.2005</u>	<u>נתוני 31.3.2006</u>	<u>נתוני 31.3.2006</u>
		לאחר תוספת חוב	2,052
		1,000	224
			השקעה בכור גריעות
3,930	10,315	6,830	8,658
6	3	3	3
106	92	94	94
25	6	9	9
963	414	1,856	402
5,030	10,830	8,792	9,165
			סך נכסים
			השקעות בחברות מוחזקות
			פקדונות והלוואות לז"א
			פקדון אלבר
			רכוש קבוע ואחר
			מזומן
			סך נכסים
			אג"ח ניתנות להמרה
1,487	5,092	2,825	3,098
107			0
286	353	681	681
	196	0	0
3,150	5,189	5,286	5,386
5,030	10,830	8,792	9,165
			סך התחייבויות והון עצמי
			חוב פיננסי
1,487	5,092	2,825	3,098
963	414	1,856	402
524	4,678	969	2,697
			יתרת מזומן
			חוב פיננסי נטו
6,867	12,515	9,474	11,806
4,291	4,627	4,627	7,050
391	345	345	345
2,185	7,543	4,502	4,411
			סך הכל שווי תיק אחזקות
			סך הכל שווי החזקות סחירות
			סך הכל שווי החזקות לא סחירות למעט סלקום
			שווי סלקום
22%	41%	30%	26%
8%	37%	10%	23%
5.3	2.5	4.0	3.9
63%	48%	60%	59%
			יחס חוב פיננסי ברוטו לשווי תיק החזקות
			יחס חוב פיננסי נטו לשווי תיק החזקות
			יחס תיק החזקות + מזומן לחוב פיננסי
			הון עצמי לסך מאזן

אודות המנפיק

דסק"ש הינה חברת אחזקות המשקיעה בחברות הפועלות 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 אידיבי חברה לפתוח בע"מ, מקבוצת אידיבי אחזקות בע"מ.

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות 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, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות 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 שאגרת החוב נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכוננו 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 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 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