



חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב | יוני 2015

1

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

חברת השקעות דיסקונט בע"מ¹

Credit Review	Baa3	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-Baa2 ל-Baa3 תוך הכנסת דירוג אגרות החוב לבחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות שליליות.

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

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.2015 במיליוני ₪	יתרת שנת פירעון קרן האג"ח נכון ליום 31.03.15
ד'	6390157	אפר-05	5.00	מדד	327	2015-2016
ו'	6390207	דצמ-06	4.95	מדד	3,233	2017-2025
ז'	6390215	דצמ-06	6.35	שקלי	16	2015-2016
ח'	6390223	יונ-07	4.45	מדד	191	2015-2019
ט'	6390249	יול-09	6.70	שקלי	677	2015-2018

שיקולים עיקריים לדירוג

מידרוג מורידה את דירוג האג"ח של החברה ומכניסה אותו לבחינת דירוג (Credit Review) עם השלכות שליליות, נוכח היעדר שיפור ברמת המינוף, החושף את החברה לסיכון מימון מחדש (סיכון מיחזור) משמעותי כבר בטווח הזמן הקצר ופוגם משמעותית בגמישותה הפיננסית. בתרחישים ובסימולציות שביצעה מידרוג (כולל תרחישי מונטה קרלו), יחס המינוף צפוי לנוע בטווח שבין 90% ל-120% בטווח הזמן הקצר (ה-LTV למועד הדוח עמד על כ-100%) וביחד עם פרמיית סיכון השוק הגבוהה של החברה, פוגם משמעותית בנגישותה למקורות מימון וביכולתה למחזר את חובה. בנוסף, למרות נזילות מספקת לשירות החוב ב-12 החודשים הקרובים, לחברה עומס פירעונות גבוה, כאשר יכולת ייצור המזומנים ממקורות עצמיים מוגבלת מאוד להערכתנו, גם נוכח סביבה עסקית מאתגרת בחלק מאחזקות החברה וכפי שמתבטא ביחסי שירות ריבית (ICR), נמוכים משמעותית מ-1.0 בשנים 2015-2016. בשל כך, צפויה יתרת הנזילות של החברה לפחות בקצב גבוה, כאשר בסוף שנת 2016 תיוותר כרית נזילות זניחה, להערכתנו. זאת ועוד, מבנה המינון הכולל סדרות אג"ח ובנקים במח"מ שונה, לא יאפשר לחברה להערכתנו, לנצל את כל כרית הנזילות והיא תידרש למחזור חוב/ מכירת נכסים, כאמור, או הזרמה חיצונית כבר בטווח הזמן הקצר, כאשר קיימת אי ודאות גבוהה באשר ליכולת החברה לבצע מהלכים אלה בטווח הזמן הקצר, כאמור.

בתרחיש הבסיס של מידרוג ליתרת שנת 2015 ולשנת 2016 אנו מניחים קבלת דיבידנדים (חלק דסק"ש) בהיקף מצטבר של כ-150 עד 180 מיליון ₪, ברובו מנכסים ובניין, לעומת צרכי שירות ריבית וקרן של כ-1.0 מיליארד ₪ והשקעות במוחזקות של כ-100 מיליון ₪. בתרחיש זה אנו מניחים כי החברה לא תשלם את תשלומי הריבית בשנים 2015-2016 בגין הלוואת כמצי"נה (תוך שהחברה פועלת למצוא פתרון חלופי על מנת שלא לשמוט את הנכס בנסיבות הקיימות) ותיוותר בסוף שנת 2016 עם יתרת מזומנים זניחה, כאמור ללא פעולות אקסוגניות לשיפור כרית הנזילות.

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.

כנגזר מתרחיש זה, יחס מקורות לשימושים לכל שנת 2015 צפוי לעמוד להערכתנו על כ- 1.6 ולרדת ל- 1.0 בשנת 2016.

מנגד, דירוג החברה מוסיף להיתמך בפיזור אחזקות מאיכות טובה, אם כי המגמות בשתי האחזקות הבולטות, סלקום ושופרסל, הינן שליליות, כאמור והן פועלות בסביבה עסקית מתוחה ותנודתית כפי שמתבטא גם בשווי. מנגד נציין כי חל שיפור מתמשך בשוויה של נכסים ובנין. בנוסף, נתמך הדירוג בהתבהרות במפת השליטה בחברה וברצונו של בעל השליטה לשמר את אחזקותיו העיקריות, כפי שהתבטא עד כה בהזרמות הוניות משמעותיות לחברת האם במסגרת הסדר החוב ובהצעותיו לגבי הנפקת זכויות בחברה.

מידרוג תפעל להוריד את הדירוג בטווח הזמן הקצר בהיעדר מהלכים קונקרטיים לשיפור רמת המינוף והקטנת סיכון המימון מחדש ולחיזוק כרית הנזילות בטווח הזמן הקצר.

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

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	Q1 2015	
(1,550)	77	643	363	225	חלק דסק"ש בתוצאות מוחזקות
(51)	(182)	(81)	(712)	(13)	רווח (הפסד) ממימוש/משערין
(472)	(376)	(410)	(325)	(197)	הוצאות ניהול, מימון, מסים ואחרות, נטו
(2,073)	(481)	152	(674)	15	רווח (הפסד) נקי
1,086	404	149	541	1	תמורה ממימוש השקעות
879	292	202	1,519	10	דיבידנדים ממוחזקות
450	0	0	200	0	דיבידנדים לבעלי המניות
1,479	782	679	1,592	1,223	אמצעים נזילים
6,340	5,562	5,646	5,221	4,851	חוב פיננסי
4,861	4,780	4,967	3,629	3,628	חוב פיננסי, נטו

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

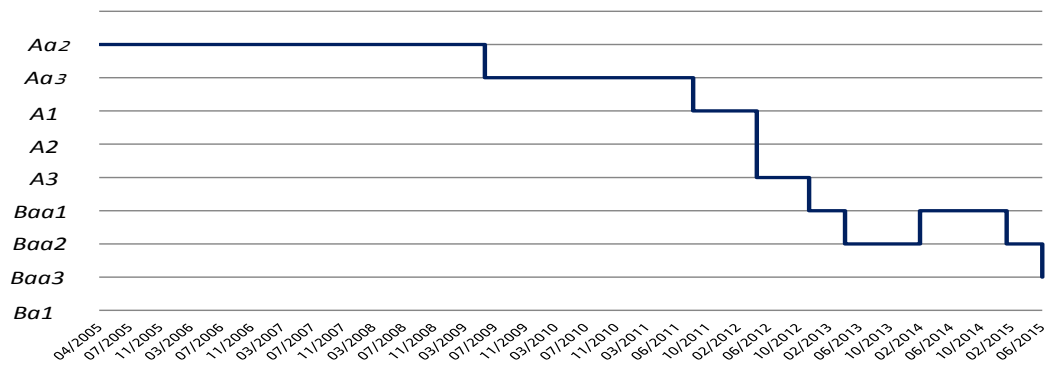
- שיפור משמעותי ביכולת שירות החוב
- הקטנה משמעותית של עומס הפירעונות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- המשך שחיקה בנזילות החברה
- היעדר שיפור משמעותי ברמת המינוף

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-50.5%), אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (כ-50.3%). החברה מחזיקה 100% מכור תעשיות בע"מ, אשר אחזקתה העיקרית הינה אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ (40.0%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי פתוח - חברת אחזקות, המחזיקה בכ-73.9% מהון המניות של החברה. בעל המניות העיקרי באידיבי פיתוח הינו מר אדוארדו אלשטיין באמצעות החברות Dolphin Netherlands BV (48.98) ואיפסה (12.48%) ולאחר דילולו של מר מרדכי בן משה (16.20%).



דוחות קשורים:

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

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

מועד הדוח: 10.06.2015

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 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בעבר. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים 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 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 ינקוט זהירות ראויה ויבצע את 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 הדיון 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, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחרותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה החוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה בשליטתם ובין אם לאו.

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.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>