

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

26 בפברואר, 2017

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'BBB' כתוצאה מירידה ברמת המינוף

אנליסט אשראי ראשי:

תמר שטיין, 972-3-7539721 tamar.stein@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

מתן בנימין, 972-3-7539731 matan.benjamin@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

העלאת דירוג ל-'iBBB' כתוצאה מירידה ברמת המינוף

תמצית

- לאחרונה חלה ירידה ביחס ה-LTV (loan to value) של החברה והוא עומד כיום על כ-50%-60% לעומת 80% במועד העדכון הקודם. זאת על רקע גידול בהיקף המזומן בעיקר כתוצאה מקבלת התמורה במזומן ממכירת אדמה ועלייה משמעותית בשווי השוק של חברות הפורטפוליו.
- רמת הנזילות של החברה הולמת, אך מושפעת לשלילה מהיקף פירעונות החוב הגבוהים בשנים הקרובות ומהתלות בטווח הארוך במחזור חוב, מימוש נכסים או הזרמת הון.
- חל שיפור בדירוג ובאיתנות הפיננסית של החברה האם, אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ (ilBB/Developing), אך עדיין קיימת אי ודאות לגבי ההשפעה העתידית של ההליך המשפטי המתקיים לגבי אופן המימוש של החזקתה בכלל ביטוח.
- אנו מעלים את הדירוג של חברת ההחזקה התפעולית השקעות דיסקונט בע"מ ל-'iBBB' מ-'iBBB'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחס LTV נמוך מ-70% לאורך זמן ועל נזילות הולמת.

פעולת הדירוג

ב-26 בפברואר, 2017, העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של חברת ההחזקה התפעולית חברת השקעות דיסקונט בע"מ ל-'iBBB' מ-'iBBB'. בה בעת עדכנה Standard & Poor's Maalot את תחזית הדירוג של החברה ליציבה מחיובית.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג משקפת בעיקר את הירידה שחלה ביחס ה-LTV של חברת השקעות דיסקונט בע"מ (דסק"ש) על רקע עלייה משמעותית בשווי השוק של מרבית אחזקותיה והשלמת העסקה למכירת חברת אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ ("אדמה", ilAA-/Stable).

בנובמבר 2016 הושלמה עסקת מכירת חברת אדמה לחברת China National Chemical Corporation ("כמצ'ינה", BBB/Stable) בתמורה להמחאת החוב של כור ביחס להסכם ההלוואה עם הבנק הסיני ולסכום של 230 מיליון דולר במזומן. כמו כן, מאז עדכון הדירוג האחרון, חלה עלייה משמעותית בשווי השוק של רוב אחזקותיה של דסק"ש: עלייה של כ-20% בשווי השוק של שופרסל בע"מ (ilA+/Stable), עלייה של כ-40% בשווי השוק של חברת סלקום בע"מ (ilA+/Stable) ועלייה של כ-3% בשווי השוק של החברה לנכסים ולבנין בע"מ (ilA/Stable). להערכתנו, העלייה בשווי השוק נבעה, בין היתר, משיפור בביצועים התפעוליים של חברת שופרסל ומצפי המשקיעים לשיפור בשוק הסולר בשל הערכתם להתמתנות התחרות בטווח הבינוני.

קבלת התמורות בגין עסקת אדמה ועליית שווי תיק הנכסים של החברה הם הגורמים העיקריים לירידה ברמת המינוף של החברה ולשמירה על רמת נזילות הולמת. העלאת הדירוג של דסק"ש משקפת את הירידה ברמות המינוף כמתבטא ביחס LTV (loan to value) של 50%-60% לעומת כ-80% במועד הפרסום הקודם.

אנו מעריכים כי ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 בפברואר, 2017, תעמוד החברה בפני עומס פירעונות חוב של 1.0 מיליארד ₪, וכי התשלומים הגדולים יותר צפויים ברבעון הרביעי של השנה. על פי תרחיש הבסיס שלנו, לחברה מקורות מימון ברמת וודאות גבוהה יחסית לכיסוי התחייבויותיה עד אמצע שנת 2018. אולם לנוכח עומס פירעונות משמעותי של כ-600 מיליון ₪ בסוף שנת 2018, ניכר כי החברה תיאלץ למצוא מקורות מימון נוספים להשלמת הפער שנוצר בין המקורות לשימושים בשנה זו, למשל על ידי מחזור חוב (לחברה נכסים מהותיים לא משועבדים), מימוש נכסים או מימוש אופציות. בתרחיש הבסיס שלנו איננו מביאים בחשבון מימוש אופציות, אף כי החברה הנפיקה כתבי אופציות סחירים שמחיר המימוש שלהם נמוך משמעותית ממחיר השוק של המניה כך שהתמורה הצפויה ממימוש האופציות היא כ-277 מיליון ₪.

בעלת המניות העיקרית של דסק"ש היא אי.די.בי. חברה לפתוח בע"מ ("אי.די.בי. פתוח", ilBB/Developing), שמחזיקה 67.9% ממניותיה. ב-15 בפברואר, 2017, השלימה אי.די.בי. פתוח הנפקת אג"ח בהיקף של כ-1.06 מיליארד ₪. בהינתן התמורה מהנפקת האג"ח בתוספת

יתרות המזומן בקופה, אנו מעריכים שלחברת האם מקורות מספיקים לכיסוי התחייבויותיה עד יוני 2018. בנוסף, לנוכח העלייה בשווי תיק הנכסים שלה, חלה ירידה גם ברמת המינוף של חברת אי.די.בי. כמתבטא ביחס LTV (loan-to-value) של כ-75%-80%, לעומת מעל 100% בעבר. למרות השיפור שחל בפרופיל הנזילות של אי.די.בי. פתוח, היא עדיין פועלת ברמת מינוף גבוהה וחשופה לעומסי פירעונות חוב מהותיים החל מהמחצית השנייה של 2018 אשר עלולים להערכתנו להשפיע על צרכי הדיבידנד של דסק"ש לאורך זמן.

נזילות

נזילות החברה מוגדרת כהולמת על פי המתודולוגיה שלנו. על פי תרחיש הנזילות הבסיסי שלנו, אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יהיה גבוה מ-1.2x ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 בפברואר 2017. בחישוב המקורות הזמינים נלקחו בחשבון המזומן בקופה ודיבידנדים נורמטיביים שצפויים להתקבל מחברות מוחזקות. נציין כי כמות המזומנים הגבוהה בקופה כוללת את תמורות החברה מהשלמת עסקת אדמה. למיטב הבנתנו, אין לחברה התחייבויות להשקעות חדשות ומרבית השימושים שלה מסתכמים בפירעונות של קרן וריבית על נטל חוב פיננסי ברוטו של כ-4.2 מיליארד ₪ נכון ל-1 בפברואר, 2017. לדסק"ש אין התניות פיננסיות מול המערכת הבנקאית או מול בעלי איגרות החוב וכל הנכסים המוחזקים שלה אינם משועבדים, אך קיימת התחייבות לשעבוד שלילי כנגד חוב בנקאי בהיקף של 212 מיליון ₪. תרחיש הבסיסי שלנו איננו כולל גיוסי חוב נוספים או מימושי אופציות למניות, ומנגד, אינו כולל חלוקת דיבידנד לבעלים בשל אי הוודאות לגבי התקיימותה. למרות זאת, יש לציין כי לפי הנחות העבודה שלנו, קיימת סבירות גבוהה שימומשו אופציות שהנפיקה החברה שמחיר המימוש שלהם נמוך משמעותית ממחיר השוק של המניה, וכן תיתכן חלוקת דיבידנד לבעלי המניות במחצית הראשונה של שנת 2017 בעיקר כתוצאה מרמות המזומנים שברשות החברה כתוצאה ממכירת אדמה,

נציין שהערכתנו לנזילות החברה מושפעת לשלילה מהיקף פירעונות החוב הגבוה בשנים הקרובות ומהתלות בטווח הארוך במחזור חוב, מימוש נכסים או הזרמת הון.

בתרחיש הבסיסי שלנו אנו מניחים כי המקורות ברמת ודאות גבוהה העומדים לרשות החברה לתקופה שבין 1 לפברואר, 2017, ל-31 בינואר, 2018, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪;
- תקבולי דיבידנדים צפויים מחברות תפעוליות בסך כולל של כ-250 מיליון ₪.

הנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) של כ-1.0 מיליארד ₪;
- הוצאות הנהלה וכלליות נטו של כ-40 מיליון ₪.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתיק החברה ישאר יציב ושלא תחול היחלשות משמעותית בביצועים התפעוליים של החברות הבנות ובזרם הדיבידנדים שיחלקו. תחזית הדירוג היציבה משקפת גם את הצפי שהחברה תשמור על יחס LTV נמוך מ-70% לאורך זמן תוך שמירה על נזילות הולמת כהגדרתנו.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחס ה-LTV ישאר ברמה נמוכה מכ-60% לאורך זמן ואם נעריך שלחברת מקורות מספיקים לטפל בעומס פירעונות החוב בשנת 2018.

התרחיש השלילי

התדרדרות בפרופיל הנזילות של החברה עקב שימוש אגרסיבי בקופת המזומנים (כגון פעילות השקעות או חלוקת דיבידנדים משמעותיים, למעט דיבידנדים הנובעים מהתמורה שנתקבלה כתוצאה ממכירת אדמה) עלולה להוביל לפעולת דירוג שלילית. כמו כן, נוריד את הדירוג אם הנהלת

החברה לא תנקוט צעדים משמעותיים למציאת מקורות לצורך עמידה בעומס החוב בשנת 2018. עלייה ברמת המינוף ליחס LTV גבוה מ-70% עלולה גם כן להוביל לפעולת דירוג שלילית.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CW](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה](#), 1 בדצמבר, 2015
- [מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 1 ביוני, 2016
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 18 באוגוסט, 2016
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016
- [מתודולוגיה- עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013

	חברת השקעות דיסקונט בע"מ
	דירוג(י) המנפיק
iBBB/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
iBBB	סדרה ו,ח,ט
	היסטוריית דירוג המנפיק
	דירוג מקומי - טווח ארוך
iBBB/Stable	פברואר 26, 2017
iBBB-/Positive	יולי 27, 2016
iBBB-/Negative	פברואר 02, 2015
iBBB/Stable	דצמבר 17, 2014
iBBB+/Stable	מרץ 06, 2014
iBBB/Stable	אוגוסט 28, 2013
iBBB/Negative	ספטמבר 19, 2012
iA-/Negative	מאי 13, 2012
iA-/Stable	אוקטובר 31, 2011
iA-/Watch Neg	ספטמבר 21, 2011
iA+/Negative	ינואר 03, 2011
iA+/Stable	יולי 29, 2009
iAA/Watch Neg	נובמבר 30, 2008
iAA/Stable	דצמבר 21, 2006
iAA	מאי 01, 2003
iAAA	אוגוסט 01, 1994
	פרטים נוספים
17:12 26/02/2017	זמן בו התרחש האירוע
17:12 26/02/2017	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג. לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "הצדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.