

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

25 במרץ, 2018

עדכון דירוג

העלאת דירוג המנפיק ל-'BBB+', התחזית יציבה;
העלאת דירוג ל-'BBB+' לסדרות האג"ח שאינן
מובטחות בעקבות יישום מתודולוגיה להערכת שיקום
חוב

אנליסט אשראי ראשי:

תמר שטיין, 972-3-7539712 tamar.stein@spglobal.com

איש קשר נוסף:

סיון מסילתי, 972-3-7539735 sivan.mesilati@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

ניתוח שיקום חוב

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

עדכון דירוג

העלאת דירוג המנפיק ל-'iBBB+', התחזית יציבה; העלאת דירוג ל-'iBBB+' לסדרות האג"ח שאינן מובטחות בעקבות יישום מתודולוגיה להערכת שיקום חוב

תמצית

- חברת השקעות דיסקונט בע"מ (דסק"ש) ממשיכה לשמור על שיעור LTV (loan to value) נמוך מ-60% במרווח הולם ולאורך זמן.
- פרופיל הנזילות של החברה השתפר משמעותית מאז המעקב האחרון, בעיקר כתוצאה מהארכת מח"מ החוב בעקבות הנפקת חוב בהיקף של כ-2.6 מיליארד ₪ שביצעה החברה בסוף 2017 ותקבולי דיבידנד מחברות בנות. כיום יש לחברה מקורות מספיקים לעמוד בהתחייבויותיה לפחות עד שנת 2020.
- בעקבות יישום לראשונה של מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח בחברת דסק"ש בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי.
- אנו קובעים לסדרות האג"ח הבלתי מובטחות של דסק"ש (סדרות ו,ח,י) דירוג הזהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3' ומשקף את הערכתנו כי בתרחיש של כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בחלק האמצעי של הטווח 50%-70%.
- החברה עמדה בתנאי התרחיש להעלאת דירוג ועל כן אנו מעלים את דירוג המנפיק של חברת השקעות דיסקונט ואת דירוג סדרות האג"ח הלא מובטחות ל-'iBBB+' מ-'iBBB+'.
- תחזית הדירוג היציבה מבטאת את הערכתנו שהחברה תשמור על רמת נזילות הולמת כהגדרתנו ועל שיעור LTV של 55%-60%. זאת בהתבסס על הערכתנו שתיק האחזקות של החברה יישאר יציב ושלא תחול היחלשות משמעותית בביצועים התפעוליים של החברות הבנות ובזרם הדיבידנדים שיחלקו.

פעולת הדירוג

ב-25 במרץ, 2018, העלתה S&P מעלות את דירוג המנפיק של חברת ההחזקה התפעולית חברת השקעות דיסקונט בע"מ ל-'iBBB+' מ-'iBBB+'. תחזית הדירוג יציבה. באותה עת העלתה S&P מעלות את דירוג סדרות האג"ח הלא מובטחות לדירוג 'iBBB+' מדירוג 'iBBB+'.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג מתבססת על הערכתנו שמאז עדכון הדירוג האחרון הצליחה החברה לשמור על רמת מינוף נמוכה מ-60% לאורך התקופה ובמרווח מספק, כמתבטא בשיעור LTV של כ-57%, על רקע שיפור בתוצאות התפעוליות של מרבית אחזקותיה ועלייה מסיימת בשווי השוק שלהן.

בנוסף, עומס פירעונות החוב של 1.05 מיליארד ₪ אשר היה צפוי בין ה-1 ליולי, 2017 ועד 30 ביוני 2018 השפיע לשלילה על דירוג החברה. אולם בסוף 2017 ביצעה דסק"ש הנפקת חוב של סדרה י' בסך כולל של 2.6 מיליארד ₪ אשר שימשה בחלקה להחלפת סדרת אג"ח ט' ותרמה משמעותית לשיפור ברמת הנזילות של החברה כתוצאה מהארכת המח"מ ופריסת תשלומים רחבה. אנו מעריכים כי במחצית הראשונה של 2018 תקבל החברה דיבידנדים מחברות בנות בסך של כ-140 מיליון ₪. אי לכך, על פי תרחיש הבסיס שלנו, גם ללא תמורות ממימוש אופציות או דיבידנדים נוספים מעבר להערכתנו למחצית ראשונה של 2018, אנו מניחים כי קיימים לחברה מקורות מספיקים לכיסוי כל התחייבויותיה עד סוף שנת 2020.

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

בסוף שנת 2017, ובשל מגבלות חוק הריכוזיות, ביצעה הקבוצה מהלך שבמסגרתו מכרה חברת האם אי.די.בי. חברה לפיתוח (אי.די.בי., ilBBB-/stable) את כלל החזקותיה בדסק"ש (כ-71%) לחברה פרטית, דולפין איי אל השקעות בע"מ ('דולפין איי אל'), שבשליטת בעל השליטה מר אדוארדו אלשטיין. היות שלדולפין איי אל אין כיום פעילות עצמאית, אנו מניחים שתמורת הרכישה תשולם מכספי דיבידנדים מדסק"ש או מהזרמת הון מבעל השליטה. מכון שהתשלומים צפויים להתחיל רק בסוף 2022 ונכון להיום דסק"ש מוגבלת בחלוקת דיבידנדים בשל הפסדים צבורים לחלוקה, איננו מתאמים את חובה הנוכחי של דסק"ש ומניחים שתשלום הרכישה יגיע ממקורות אחרים.

במסגרת חוק הריכוזיות צריכה הקבוצה לקפל שכבה נוספת בפירמידת האחזקות עד סוף 2019. בשלב זה איננו יכולים להעריך איזה מהלך יבוצע ובמה יהיה כרוך מבחינת חוב ושימוש ביתרת המזומנים. בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו הנחנו כי החברה תשתמש ביתרת המזומנים שבקופה לפירעון חובותיה ולא לביצוע מהלך קיפול שכרוך בהגדלת מינוף. ככל שיתבהרו פרטים בנוגע ליישום חוק הריכוזיות על פירמידת הקבוצה, אנו נבחן אותם בהקשר של הדירוג.

כמו כן, כל עסקה מהותית שעשויה לשנות את הרכב תיק הנכסים או את רמת המינוף תיבחן על ידנו בהתאם, בהקשר של הדירוג.

נזילות

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". על פי תרחיש הנזילות הבסיסי שלנו, אנו מעריכים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 במרץ, 2018. בחישוב המקורות הזמינים נלקחו בחשבון יתרת המזומנים הגבוהה, דיבידנדים נרמטיביים שצפויים להתקבל מחברות מוחזקות בתקופה הקרובה והכנסה נוספת בגין הסדר בתביעת מעריב. למיטב הבנתנו, אין לחברה התחייבות או תכניות לבצע השקעות חדשות אשר עשויות להשפיע לשלילה על נזילות החברה, כך שמרבית השימושים שלה מסתכמים בפירעונות של קרן וריבית על נטל חוב פיננסי של כ-4.9 מיליארד ₪.

לדסק"ש אין התניות פיננסיות מול המערכת הבנקאית או מול בעלי איגרות החוב, והנכסים המוחזקים שלה אינם משועבדים, עובדה התורמת לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה למחזר חוב.

הערכתנו לרמת הנזילות של החברה מושפעת לחיוב מפריסת החוב המשמעותית שביצעה החברה בשנה האחרונה אשר תורמת לדעתנו לנזילות מספקת עד שנת 2020.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 במרץ, 2018, הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-1.6 מיליארד ₪;
- תקבולים בגין תשלומי דיבידנד צפויים מחברות תפעוליות בסך כולל של כ-0.15 מיליארד ₪;
- תקבול בגין הסדר בתביעת מעריב בסך כולל של כ-0.1 מיליארד ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב (קרן וריבית) של כ-0.6 מיליארד ₪;
- הוצאות הנהלה וכלליות נטו בסך של כ-40 מיליון ₪.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה מבטאת את הערכתנו שהחברה תשמור על רמת נזילות הולמת כהגדרתנו ועל שיעור LTV של 55%-60%. זאת בהתבסס על הערכתנו שתיק החברה יישאר יציב ושלא תחול היחלשות משמעותית בביצועים התפעוליים של החברות הבנות ובזרם הדיבידנדים שיחלקו.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם רמת המינוף של החברה תעלה, למשל כתוצאה מהתדרדרות משמעותית בביצועים התפעוליים של החברות הבנות אשר תשפיע לשלילה על איכות וערך תיק הנכסים, או אם החברה תגדיל את רמות החוב שלה או תבצע השקעות מהותיות אשר עשויות להשפיע לשלילה על רמת הדירוג.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית כפופה בעיקר לשיפור ברמת המינוף למרווח מספק מתחת ל-55% לאורך זמן. זאת תוך שמירה על רמת נזילות הולמת ובהינתן שתיק הנכסים יישאר יציב. תרחיש כזה ייתכן למשל אם החברה תקטין את רמת החוב או אם שווי השוק של תיק הנכסים יעלה ויישאר גבוה משמעותית לאורך זמן.

התאמות לדירוג

נזילות: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- בעקבות יישום לראשונה של מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח השונות בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי.
- אנו קובעים לסדרות האג"ח הלא מובטחות (סדרות ו, ח, י), דירוג 'ilBBB+', זהה לרמת המנפיק.
- דירוג שיקום החוב לסדרות אלה הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70% (בחלק העליון של הטווח).
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת בהחזקה במניות סחירות של שלוש חברות מתחומי פעילות שונים שאין ביניהן בהכרח מתאם.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2021
- שחיקה מהותית בשווי השוק של האחזקות, בין היתר בשל מיתון כלכלי עמוק בשווקים השונים בעולם שיגדיל את הלחץ התחרותי ויביא לירידת מחירים כללית.
- החברה תפורק, הערכה הנשענת על העובדה כי ברמת החברה אין פעילות כלל וכי כל שוויה בעת כשל הפירעון ינבע מהחזקת המניות.
- החברה תמחזר את חובה במסלול ההתדרדרות לכשל פירעון.
- הנושים יפעלו לממש חלק או את כל האחזקות בחברות הבנות, הערכה הנתמכת בסינרגיה נמוכה בין נכסי הבסיס שלה ויכולת פוטנציאלית לממש את אחזקותיה העיקריות בחברות הבנות שופרסל בע"מ (ilAA-/Stable), סלקום ישראל בע"מ (ilA+/Stable) וחברה לנכסים ולבניין בע"מ (ilA/Stable) מבלי לוותר על גרעין השליטה בהם.
- בשל היעדר התניות פיננסיות בשטרות האג"ח, אנו מניחים ששווי שוק תיק המניות כולל המזומן שבקופת החברה, ככל שיהיה, ביום כשל הפירעון, יגיע עד ליתרת החוב בשל ירידה חדה בשווי השוק של מניות נכסים ובנין, שופרסל ו/או סלקום. בנוסף, על שווי זה הנחנו הפחתה של כ-30% במימוש מהיר (בסך הכול הפחתה של כ-51%).

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: 3,575 מיליון ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: 3,396 מיליון ₪
- סך חוב מובטח: 20 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: 3,376 מיליון ₪
- סך חוב בלתי מובטח: 5,087 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70% (בחלק העליון של הטווח).
- דירוג שיקום חוב לחוב הבלתי מובטח (1 עד 6): 3
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק			
דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק	ציון הערכת שיקום חוב	תיאור	הערכת שיקום חוב באחוזים
3+ נוצ'ים	1+	צפי להחזר מלא	100%
2+ נוצ'ים	1	שיקום חוב גבוה מאד	100%-90%
1+ נוץ'	2	שיקום חוב גבוה	90%-70%
0 נוצ'ים	3	שיקום חוב משמעותי	70%-50%
0 נוצ'ים	4	שיקום חוב ממוצע	50%-30%
1- נוץ'	5	שיקום חוב צנוע	30%-10%
2- נוצ'ים	6	שיקום חוב זניח	10%-0%

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה ליישום דירוגי שיקום חוב בדירוגי הנפקה בסולמות דירוג מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה, 1 בדצמבר, 2015
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידיים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- סולמות דירוג והגדרות: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 14 באוגוסט, 2017
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 26 ביוני, 2017

פרטים כלליים (נכון ל-25 במרץ, 2018)

חברת השקעות דיסקונט בע"מ	
	דירוג(י) המנפיק
iBBB+\Stable	טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
iBBB+	סדרה ו,ח,י
	היסטוריית דירוג המנפיק
	טווח ארוך
iBBB+\Stable	מרץ 25, 2018
iBBB\Positive	אוגוסט 02, 2017
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
16:16 25/03/2018	זמן בו התרחש האירוע
16:16 25/03/2018	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.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס 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 אס אנד פי גלובל רייטינגס 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, (ה)צדדים (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.