Maalot
S&P Global Ratings

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

28 במרץ 2023

אשרור דירוג

הכנסת דירוגי החברה, 'ilBBB', לרשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל עלייה משמעותית במינוף

אנליסט אשראי ראשי:

איל עברון, 972-3-7539723 eyal.evron@spglobal.com

איש קשר נוסף:

יאיר דיק, 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית פעולת הדירוג.....2
שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג.....2
רשימת מעקב.....3
נזילות.....4
ניתוח התניות.....4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....5
רשימת דירוגים.....6

עדכון דירוג

הכנסת דירוגי החברה, 'ilBBB', לרשימת מעקב עם השלכות שליליות בשל עלייה משמעותית במינוף

תמצית פעולת הדירוג

- בחודשים האחרונים חלו ירידות משמעותיות בשוק המניות בכלל ובשווי תיק ההשקעות של חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") בפרט, אשר למרות מימוש חלק מתיק ההשקעות, הובילו את המינוף של דסק"ש לשיעור LTV (loan to value) גבוה של כ-91% לעומת כ-62% במועד המעקב האחרון. להערכתנו, רמת המינוף הנוכחית אינה בת קיימא ומגבירה את אי הוודאות לגבי יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה בטווח הבינוני ואת הסיכון להפרה מתמשכת של התניות פיננסיות.
- להבנתנו, החברה מתכוונת לבצע בתקופה הקרובה פעולות משמעותיות על מנת להפחית את המינוף ולשפר את הנזילות. עם זאת, השלמת פעולות אלו כרוכה באי ודאות גבוהה להערכתנו, בין היתר על רקע התנאים המאתגרים בשווקים. בנוסף אנו מעריכים כי החברה עשויה לנקוט, במידת הצורך, פעולות הוניות על מנת לחזק את מבנה ההון ואת נזילות החברה.
- ב-28 במרץ 2023 הכנסנו את דירוגי המנפיק וסדרות האג"ח של חברת השקעות דיסקונט בע"מ, 'ilBBB', לרשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות.
- הכנסת הדירוגים לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את אי הוודאות באשר להשלמת פעולות משמעותיות של החברה לצורך הפחתת המינוף וחיזוק נזילותה של החברה הנדרשים, להערכתנו, לצורך עמידה בפירעונות החוב בשנה הקרובה ועמידה בהתניות הפיננסיות.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הכנסת דירוגי דסק"ש לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את הערכתנו כי רמת המינוף הנוכחית אינה בת קיימא וכי קיימת אי ודאות לגבי השלמת פעולות משמעותיות, כגון פעולות הוניות ומימוש נכסים, הנדרשות לצורך מיתון העלייה המשמעותית במינוף בחודשים האחרונים ולצורך השגת מקורות מספקים לעמידה בתשלומי איגרות החוב, כמתבטא בנזילות החברה, המוגדרת כיום כפחות מהולמת.

החל ממועד המעקב האחרון ובעיקר בחודשים האחרונים חלו ירידות בשווקים אשר השפיעו לשלילה על שווי תיק ההשקעות של החברה והביאו את המינוף של דסק"ש נכון ל-27 במרץ 2023 לשיעור LTV של כ-91% לעומת כ-62% במועד המעקב האחרון. העלייה הניכרת במינוף נובעת בעיקר מהירידה בשווי ההחזקות בחברת סלקום ישראל בע"מ ("סלקום", ilA/Positive), בחברה לנכסים ולבנין בע"מ (ilA/Stable), בחברת אלרון ונצ'רס בע"מ ובחברת מהדרין בע"מ. העלייה במינוף מותנה על ידי מספר פעולות של מכירת נכסים שביצעה החברה

בחודשים האחרונים, ביניהן מכירת 9.9% מהחזקות כור תעשיות בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה של דסק"ש, בחברת סלקום תמורת 311 מיליון ₪ באוגוסט 2022 (שהקטינה את החזקת דסק"ש בסלקום לכ-35.7% מכ-45.7%). בנוסף, בפברואר 2023 השלימה החברה את מכירת מלוא החזקותיה (67.4%) בחברת אפסילון. במסגרת העסקה סוכם שבעלי המניות באפסילון ירכשו את החזקותיה של אפסילון באפסילון חיתום והנפקות בע"מ (כ-80%), בחלוקה לפי החזקותיהם (חלק החברה באפסילון חיתום כ-54%). בהתאם לכך, סך התמורה נטו מהעסקה הוא כ-54 מיליון ₪ (כולל דיבידנד שהתקבל מאפסילון בסך 1 מיליון ₪ בינואר 2023). כמו כן, להבנתנו החברה בוחנת אפשרויות שונות למימוש חלק או כל החזקותיה בסלקום (באמצעות כור). בפברואר 2023 התקבל אישור משרד התקשורת למכירה של עד כ-9.5% נוספים מהחזקות החברה בסלקום.

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית הנובעת בעיקר מהחזקה בתיק נכסים סחיר ברובו ולא משועבד. עם זאת, מכירת החזקותיה של דסק"ש בשוויין הנוכחי אינה צפויה להוריד משמעותית את המינוף. בנוסף, מינוף החברה תלוי בשווי החברות המוחזקות על ידה, הנתון לתנודתיות בין היתר על רקע העלאות הריבית בישראל ובארה"ב, הצפי להאטה בצמיחה בענפי הנדל"ן ואי ודאות בשוקי ההון.

אנו מעריכים כי פרופיל הסיכון הפיננסי מוגבל בשל היעדר גיוון מקורות מימון ובשל הערכתנו ליחס כיסוי כולל משוקלל ([תקבולי דיבידנד + דמי ניהול + הכנסות ריבית]/[הוצאות ריבית + הוצאות הנהלה וכלליות + הוצאות מיסים]) נמוך עד אפסי בהיעדר זרם דיבידנדים יציב לאורך זמן, היות שאיננו צופים תקבולי דיבידנד יציבים ומשמעותיים בטווח הבינוני-ארוך.

רשימת מעקב

הכנסת הדירוגים לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את אי הוודאות באשר להשלמת פעולות משמעותיות של החברה לצורך הפחתת המינוף וחיזוק נזילותה של החברה הנדרשים, להערכתנו, לצורך עמידה בפירעונות החוב בשנה הקרובה ועמידה בהתניות הפיננסיות.

נשקול את הוצאת דירוגי החברה מרשימת מעקב אם החברה תבצע בתקופה הקרובה פעולות משמעותיות כגון פעולות הוניות ומכירת נכסים אשר יפחיתו משמעותית את מינוף החברה לכיוון של שיעור LTV הנמוך מ-60% במרווח מספק בטווח הקצר וישפרו את תמונת הנזילות תוך הפחתת הסיכון להפרת התניות פיננסיות נוספות.

מנגד, במקרה שהחברה לא תשלים בתקופה הקרובה פעולות משמעותיות שיובילו לירידה ניכרת במינוף וליצירת מקורות מספקים לצורך עמידה בפירעונות החוב הקרובים, אנו עשויים להוריד את הדירוגים ברמת דירוג (נוץ') אחת או יותר. פעולת דירוג שלילית תיתכן גם אם נעריך שחלה הרעה במרווח מההתניות הפיננסיות.

נזילות

אנו בוחנים את נזילות החברה ברמת הסולו המורחב, דהיינו ללא איחוד החברות התפעוליות אך תוך הכללת דיבידנדים שיתקבלו מהן. אנו רואים את רמת הנזילות של דסק"ש בשלב זה כ"פחות מהולמת", מאחר שאנו מעריכים כי היחס בין מקורות החברה לבין השימושים שלה יהיה נמוך מ-1.2x ב-12 החודשים הבאים. בחישוב המקורות הזמינים נלקחה בעיקר יתרת המזומנים. למיטב הבנתנו, אין לחברה כוונות להתחייבות או תוכניות לבצע השקעות חדשות שעשויות להשפיע לשלילה על נזילותה. תרחיש הנזילות אינו כולל מכירת נכסים וקבלת מימון נוסף שאינן ודאיות. הערכתנו לנזילות החברה מגלמת גם את אי יכולתה של החברה לספוג אירועים משמעותיים שישפיעו על נזילותה ואת נגישותה המוגבלת לשוק ההון ולמערכת הבנקאית.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים בשלב זה לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר 2023 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים והשקעות שוטפות בהיקף של כ-824 מיליון ₪.
- תמורה נטו של כ-54 מיליון ₪ ממכירת מלוא ההחזקות בחברת אפסילון (בניכוי חלק החברה באפסילון חיתום), כולל דיבידנד שהתקבל מאפסילון בסך 1 מיליון ₪ בינואר 2023 (הושלם).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב והוצאות ריבית בסך כולל של כ-984 מיליון ₪.
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-16 מיליון ₪.
- תשלומי מיסים בסך של כ-4 מיליון ₪.

ניתוח התניות

לדסק"ש מספר התניות פיננסיות כלפי מחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, בשל הירידות המשמעותיות בשוק המניות בכלל ובשווי תיק ההשקעות של החברה בפרט, נכון לסוף 2022 היא אינה עומדת בהתניות הפיננסיות הבאות כלפי מחזיקי איגרות החוב י' ו-י"א: עמידה בשווי נכסי נקי של 1.1 מיליארד ₪, ועמידה ביחס של 75% (לאג"ח י') ו-70% (לאג"ח י"א) בין החוב הפיננסי נטו לבין השווי הנכסי של החברה. חריגה מהתניות אלו מובילה להעלאת ריבית של 0.25% על איגרות החוב מסדרות י' ו-י"א. בסוף 2022 עמד השווי הנכסי הנקי על 576 מיליון ₪ והיחס בין החוב הפיננסי נטו לבין השווי הנכסי על כ-76%, והריבית על איגרות החוב מסדרות י' ו-י"א עלתה ב-0.25% החל ממועד פרסום דוחות החברה לשנת 2022.

יצוין כי שיעור הריבית באיגרות החוב י' וי"א יעלה ב-0.5% נוספים אם בסוף מרץ 2023 היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין השווי הנכסי של החברה יעלה על 85% (לאג"ח י') ו-82.5% (לאג"ח י"א). יחס זה עמד, לפי החברה, על 93% ב-23 במרץ 2023, ואם לא יפחת משמעותית עד סוף החודש, החברה תימצא בהפרה גם של התניות אלו.

להבנתנו, נכון לסוף 2022, החברה עומדת בשאר התניותיה הפיננסיות.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה, 1 בדצמבר, 2015
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 10 בנובמבר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

חברת השקעות דיסקונט בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilBBB\Watch Neg	01/08/1994	19/05/2022
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ו	ilBBB\Watch Neg	21/12/2006	19/05/2022
סדרה י	ilBBB\Watch Neg	31/08/2017	19/05/2022
סדרה יא	ilBBB\Watch Neg	21/07/2021	19/05/2022
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
מרץ 28, 2023	ilBBB\Watch Neg		
מאי 10, 2021	ilBBB\Stable		
אפריל 07, 2020	ilBBB-\Negative		
יולי 23, 2019	ilBBB\Negative		
אפריל 18, 2019	ilBBB+\Negative		
מרץ 25, 2018	ilBBB+\Stable		
אוגוסט 02, 2017	ilBBB\Positive		
פברואר 26, 2017	ilBBB\Stable		
יולי 27, 2016	ilBBB-\Positive		
פברואר 03, 2015	ilBBB-\Negative		
דצמבר 23, 2014	ilBBB\Stable		
מרץ 10, 2014	ilBBB+\Stable		
אוגוסט 29, 2013	ilBBB\Stable		
ספטמבר 19, 2012	ilBBB\Negative		
מאי 13, 2012	ilA-\Negative		
נובמבר 02, 2011	ilA-\Stable		
אוקטובר 03, 2011	ilA-\Watch Neg		
ינואר 03, 2011	ilA+\Negative		
יולי 29, 2009	ilA+\Stable		
נובמבר 30, 2008	ilAA\Watch Neg		
דצמבר 21, 2006	ilAA\Stable		
מאי 12, 2003	ilAA		
אוגוסט 01, 1994	ilAAA		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	19:53 28/03/2023		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	19:53 28/03/2023		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

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 לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות 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 מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתמים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P בכתובת www.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.