Maalot
S&P Global Ratings

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

21 בדצמבר 2023

עדכון דירוג

העלאת דירוגי החברה ל-'ilBBB' בשל ירידה במינוף והכנסתם לרשימת מעקב עם השלכות מתפתחות לאור שיפור צפוי נוסף אם העסקה למכירת סלקום תצלח למול אי ודאות מסוימת לגבי השלמתה

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.....3
ניתוח התניות.....4
מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....4
רשימת דירוגים.....5

עדכון דירוג

העלאת דירוגי החברה ל-'ilBBB-' בשל ירידה במינוף והכנסתם לרשימת מעקב עם השלכות מתפתחות לאור שיפור צפוי נוסף אם העסקה למכירת סלקום תצלח למול אי ודאות מסוימת לגבי השלמתה

תמצית פעולת הדירוג

- בשבועות האחרונים חלה ירידה משמעותית במינוף של חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") לשיעור LTV (loan to value) של כ-76%, לעומת כ-112% במועד המעקב האחרון. הירידה במינוף היא תוצאה של עלייה בשווי תיק ההשקעות של החברה שנבעה, להערכתנו, בין היתר מהודעת החברה כי התקשרה בהסכם למכירת החזקותיה בסלקום ישראל בע"מ ("סלקום", ilA+/Stable) ומהודעת חברת הבת אלרון ונצ'רס בע"מ (59.9%) על חתימת הסכם מחייב למכירת קרטיהיל (2009) בע"מ ("קרטיהיל"). שתי העסקאות כפופות להתקיימות תנאים מתלים.
- להבנתנו, בכוונת דסק"ש להשתמש בתזרים מהעסקה למכירת סלקום ובתמורה ממכירת קרטיהיל להורדת המינוף לשיפור הנזילות. אולם השלמתן של עסקאות אלו תלויה בעמידה בתנאים מתלים והן אינן ודאיות.
- ב-21 בדצמבר 2023 העלינו את דירוגי המנפיק וסדרות האג"ח של חברת השקעות דיסקונט בע"מ לדירוג 'ilBBB-' מדירוג 'ilBB+' והכנסנו את הדירוגים לרשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות מתפתחות.
- הכנסת הדירוגים לרשימת מעקב עם השלכות מתפתחות משקפת בעיקר את אי הוודאות לגבי השלמת עסקת סלקום. אם תושלם העסקה והתמורה תשמש להורדת המינוף וחיזוק הנזילות, צפויה פעולת דירוג חיובית נוספת. לעומת זאת, אי השלמת העסקה עשויה להוביל לפעולת דירוג שלילית.
- נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות, אם תקרה, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל יהיו חלשים בהשוואה לצפי הקודם (ראו שינוי תחזית הדירוג של מדינת ישראל לשלילית, 24 באוקטובר 2023). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

העלאת הדירוג משקפת את הירידה המשמעותית במינוף שנבעה מעלייה מהותית בשווי תיק ההשקעות של החברה. שיעור ה- LTV (loan to value) ירד לכ-76% ב-20 בדצמבר 2023 מכ-112% בתחילת נובמבר 2023. העלייה בשווי תיק ההשקעות (לכ-2.1 מיליארד ₪ מכ-1.5 מיליארד ₪ בנובמבר 2023) נבעה,

להערכתנו, בין היתר מהודעת דסק"ש ב-18 בדצמבר 2023 כי התקשרה בהסכם למכירת מלוא החזקותיה בסלקום ל- Fortissimo Capital Fund VI, L.P תמורת כ-925 מיליון ₪ שישולמו בתשלום אחד במועד השלמת העסקה לאחר התקיימותם של תנאים מתלים, ומהודעת חברת הבת אלרון ונצ'רס בע"מ (59.9%) ב-22 בנובמבר 2023 על חתימת הסכם מחייב למכירת קרטיהיל בכפוף להתקיימותם של תנאים מתלים.

יצויין כי גם לאחר שיפור זה, המינוף עדיין גבוה וקיימים אי ודאות לגבי יכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה בטווח הבינוני וסיכון לאי עמידה מתמשכת בהתניות הפיננסיות. אנו מעריכים שהשלמת עסקאות המכירה ופעולות נוספות, כגון מימוש נכסים וקבלת דיבידנדים, עשויות לשפר את המינוף ולהקטין משמעותית את אי הוודאות לגבי עמידת דסק"ש בצורכי הנזילות שלה בשנת 2024, הכוללים בעיקר חלויות אג"ח. עם זאת, בשלב זה הערכתנו לנזילות החברה ממשיכה להיות 'פחות מהולמת'.

רשימת מעקב

הכנסת הדירוגים לרשימת מעקב עם השלכות מתפתחות משקפת בעיקר את אי הוודאות לגבי השלמת עסקת סלקום.

נשקול הוצאה מרשימת מעקב והעלאת דירוגי החברה אם וכאשר תושלם עסקת מכירת סלקום ופעולות נוספות כדוגמת מימוש נכסים וקבלת דיבידנדים, אשר יפחיתו את מינוף החברה לשיעור LTV הנמוך מ-60% במרווח מספק, לצד יצירת מקורות תזרימיים מספקים לעמידה בפירעונות החוב והפחתת הסיכון להפרת התניות פיננסיות.

מנגד, במקרה שהחברה לא תשלים בתקופה הקרובה פעולות משמעותיות ובכלל זה את עסקת מכירת סלקום, וכתוצאה מכך תחול עלייה ניכרת במינוף או שהחברה לא תשיג מקורות מספקים לעמידה בפירעונות החוב, אנו עשויים לשקול להוריד את הדירוג.

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 שהחלו ב-1 באוקטובר 2023. בחישוב המקורות הזמינים נלקחה בעיקר יתרת המזומנים. תרחיש הנזילות אינו כולל את מכירת סלקום מכיוון שהיא כפופה לתנאים מתלים, או קבלת מימון נוסף, שאינו ודאי. תרחיש הנזילות גם אינו כולל קבלת דיבידנדים מהחזקותיה של החברה שיש אי ודאות לגביהם. הערכתנו לנזילות החברה מגלמת גם את חוסר יכולתה של דסק"ש לספוג אירועים משמעותיים שישפיעו על נזילותה ללא השלמת העסקאות לעיל 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 באוקטובר 2023 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-769 מיליון ₪.
- צפי לקבלת הכנסות מימון בהיקף של כ-7-8 מיליון ₪.
- תמורה של כ-4.5 מיליון ₪ ממכירת החזקותיה של החברה ב-Mustang Mezzanine Fund, LP.
- החזר היטלים והכנסות אחרות בהיקף של כ-12 מיליון ₪.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- תשלום חלויות חוב, חכירה, רכישת אג"ח והוצאות ריבית בסך כולל של כ-712 מיליון ₪.
- הוצאות הנהלה וכלליות בסך של כ-15-16 מיליון ₪.
- רכישת מניות נכסים ובנין בהיקף כולל של כ-10 מיליון ₪.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי מחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון לסוף הרבעון השלישי של 2023, החברה אינה עומדת בהתניה בסדרות אג"ח י' ו-י"א לשמירה על שווי נכסי נקי של 1.1 מיליארד ₪ או על יחס של 75% ו-70%, בהתאמה, בין החוב הפיננסי נטו לבין השווי הנכסי של החברה, שחריגה ממנה מובילה להעלאת ריבית של 0.25%. בנוסף, החברה אינה עומדת בהתניה באותן סדרות לשמירה על יחס של 85% ו-82.5%, בהתאמה, בין החוב הפיננסי נטו לבין השווי הנכסי של החברה, שחריגה ממנה מובילה להעלאת ריבית של 0.5%. בסוף הרבעון השלישי של 2023 עמד השווי הנכסי הנקי על 84 מיליון ₪ והיחס בין החוב הפיננסי נטו לשווי הנכסי עמד על כ-95% ולכן לא עמדה החברה בהתניות אלה.

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 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
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023

- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023

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 Dev	01/08/1994	06/11/2023
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ו	ilBBB-\Watch Dev	21/12/2006	06/11/2023
סדרה י	ilBBB-\Watch Dev	31/08/2017	06/11/2023
סדרה יא	ilBBB-\Watch Dev	21/07/2021	06/11/2023
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
דצמבר 21, 2023	ilBBB-\Watch Dev		
נובמבר 06, 2023	ilBB+\Negative		
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		
דצמבר 29, 2013	ilBBB\Stable		
ספטמבר 19, 2012	ilBBB\Negative		
מאי 13, 2012	ilA-\Negative		
ינואר 26, 2012	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	21/12/2023 13:24
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	21/12/2023 13:24
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.