

## בנק ירושלים: הנעלם הגדול בתמחור של דסק"ש - השווי של אדמה

בנק ירושלים ותבור: המרווחים שבהם נסחרות האג"ח של דסק"ש הולמים את הסיכון הגלום בהן ■ לחברה נוצרו עודפי מזומנים משמעותיים

23.09.2014 07:37 מאת: מיכאל רוכוורגר

**בנק ירושלים** וחברת תבור כלכלה ופיננסים החלו לסקר אתמול את חברת דיסקונט השקעות (**דסק"ש**) שבשליטת **אי.די.בי פיתוח** (74%). הסיקור כולל התייחסות גם לבעלי החוב ולבעלי המניות של החברה. דסק"ש חייבת לבעלי האג"ח ולבנקים 5.3 מיליארד שקל, ובקופתה מצויים מזומנים בסך 2 מיליארד שקל.

מלבד **כלל ביטוח**, דסק"ש היא כיום הנכס העיקרי של אי.די.בי, המחזיקה בכמה מהחברות הבולטות במשק הישראלי, כמו **סלקום** (42%), **שופרסל** (47%), **נכסים ובניין** (76%), וכן באופציה על 40% מאדמה (לשעבר מכתשים אגן). החברה נסחרת במדד ת"א 100 לפי שווי שוק של 2.48 מיליארד שקל.

"לנוכח ההתרחשויות והסדר החוב באי.די.בי פיתוח, לא הוזרמו לדסק"ש דיווידנדים בשלוש השנים וחצי האחרונות", כתבו בבנק ירושלים. "כתוצאה מכך, ועקב המשך זרימת הדיווידנדים מהחברות הבנות, נוצרו עודפי מזומנים משמעותיים בחברה.

"הסוגיה המרכזית מבחינת מחזיקי האג"ח היא קצב חלוקת הדיווידנדים כלפי מעלה והיקפם. במצב הנוכחי, החברה עומדת בהתחייבויותיה לשנתיים וחצי הקרובות, ללא צורך בדיווידנדים מהחברות הבנות ומיחזור חוב. ככל שהדיווידנד לחברה האם יגדל, יתקרב מועד מיחזור החוב", נכתב.

לנוכח לכך, מעריכים בבנק ירושלים כי בהתאם למודל הדירוג של תבור, המקביל לדירוג A (הגבוהה בנקודה אחת מהדירוג בפועל של דסק"ש שנתנה P&S מעלות) - "המרווחים שבהם נסחרות איגרות החוב הולמים את הסיכון הגלום בהן. מההשוואה לסדרות אג"ח אחרות עולה כי השוק מעניק כבר כיום לסדרות האג"ח של דסק"ש תמחור קרוב לדירוג A מינוס. באיגרות החוב הקצרות, סדרות ד' ו-ז', תנודתיות המרווח גדולה עקב המח"מ הקצר, ועל כן אנו נמנעים מלהביע את דעתנו עליהן".

מנקודת מבטם של בעלי המניות, מציינים בסיקור כי: "הסיכוי להצפת ערך הוא בעיקר כתוצאה מהנפקת אדמה הקרבה ובאה (ההנפקה אמורה להתבצע בבורסת ניו יורק בעוד כמה חודשים. עדיין לא נקבע המבנה שלה, מ"ר).

"נכון להיום דסק"ש מגלמת בשוויה בשוק תמחור לאדמה המקביל למכפיל EV/EBITDA (יחס בין שווי הפעילות בתוספת חוב לרווח תפעולי תזרימי בניכוי הוצאות מימון, מסים, פחת והפחתות) של 11. שווי זה אמנם גבוה משווי אדמה, כפי שהוערך בהערכת השווי שפירסמה החברה (הערכת שווי שביצעה חברת דלויט, מ"ר), והוא משקף מכפיל של 10.3-9.3 בלבד - אך הוא נמוך מהמכפילים שבהם נסחרות חברות מקבילות בשוק, כמו מונסנטו וסינג'נטה, סביב מכפיל EV/EBITDA של 13".

כלכלני בנק ירושלים ביצעו גם ניתוח רגישות לשווי הנגזר לדסק"ש לפי מודל NAV (שווי נכסי נקי המודד את הפער בין שווי נכסים לשווי התחייבויות), והגיעו למסקנה כי כל גידול או קיטון של 1 במכפיל של אדמה, מוסיף לשוויה של דסק"ש או גורע ממנו 20%-30%.