

אלביט הדמיה בע"מ

פעולת דירוג מרץ 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט
amira@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכיר - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אלביט הדמיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

בהמשך לאופק השלילי שנקבע לחברה במהלך חודש אוקטובר 2008, מודיעה מידרוג על הורדת הדירוג של כל סדרות האג"ח אותן הנפיקה חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "החברה", "אלביט"), מדירוג A1 לדירוג A2 וקביעת אופק יציב. הורדת הדירוג נובעת נוכח הירידה הצפויה בהכנסותיה מפעילויותיה השונות הנובעות, בין היתר, מדיבידנדים מחברת הבת, Plaza Centers N.V (להלן: "פלאזה").

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד תשלום הקרן האחרון	מועד תשלום הקרן הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 31.12.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	יתרה לתאריך 31.12.08 ע.נ. (אלפי ₪)	סדרה
10	20/02/2014	20/08/2009	6.00%	מדד	624,378	567,631	סדרה א'
10	20/02/2014	20/08/2009	5.72%	דולר	57,130	69,550	סדרה ב'
10	01/09/2018	01/09/2009	5.30%	מדד	492,737	458,605	סדרה ג'
8	01/04/2020	01/04/2013	5.00%	מדד	677,359	620,000	סדרה ד'
10	01/07/2021	01/07/2012	6.30%	מדד	69,375	66,375	סדרה ה'
6	01/10/2015	01/10/2010	5.70%	מדד	388,253	366,261	סדרה ו'
					2,309,232	2,148,422	

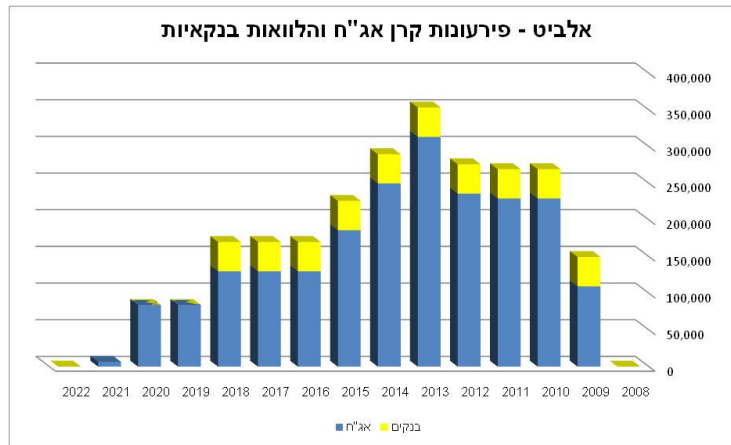
תחומי פעילותה העיקריים של החברה הינם אחזקתה בחברה פלאזה, אחזקת בתי מלון, באמצעות חברת אלסינט בע"מ, פעילות יזום בהודו וזכיינות אופנה. שני מנועי הצמיחה העיקריים, כמו גם מקורות התזרים העיקריים, עליהם נסמכת החברה, הינם חברת פלאזה והרווחים הצפויים מפעילות הייזום בהודו.

דירוג החברה מושפע לחיוב מרמת הנזילות הגבוהה, יחסית, של החברה (סולו)¹, לאור יתרת מזומנים בהיקף של כ - 1.1 מיליארד ₪. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, נוכח המשך המשבר העולמי נפגעה יכולת החברה להסתמך על מקורותיה התזרימיים ממגוון פעילויותיה לשנים הבאות, בעיקר נפגעה יכולת הסתמכות החברה על דיבידנדים המתקבלים מחברת הבת, פלאזה, אשר תחייב את החברה להשתמש ביתרות המזומנים העומדות לרשותה, לטובת שירות החובות העתידיים להיפרע בשנים הקרובות.

במהלך שנת 2009 צפויה החברה להתחיל בפירעון של סדרות האג"ח במחזור, היקף אשר הולך וגדל בשנים 2010-2014. יכולת הסתמכות החברה על תחזית התזרים מפעילויותיה השונות, בשילוב עם הקושי הצפוי לחברה לבצע מימון מחדש לסדרות האג"ח הקיימות ולאור הקיפאון המתמשך בשווקי המימון בארץ ובעולם, יש בה, לדעת מידרוג, כדי להעלות את רמת הסיכון בפעילותה של החברה, כמפורט להלן:

¹ בנטרול חברת פלאזה סנטרס

פירוט לוח הפירעונות החל על אלביט (סולו) במיליון ₪:



חברת פלאזה (74%), המהווה את אחזקתה המרכזית של החברה, נפגעה מהמשבר הפיננסי הגלובאלי, אשר גרם להרעה כלכלית ניכרת בטריטוריות השונות בהן היא פועלת. הרעה זו הביאה להאטה ואף לעצירה במרבית הפרויקטים של החברה ופגעה בסיכויי החברה למימוש פרויקטים בשנים הקרובות. לשם קידום הפרויקטים בביצוע ובשל היקפם, צפויה פלאזה לעשות שימוש בחלק משמעותי מיתרת המזומנים הקיימת לה ואף להגדיל את חובה הפיננסי. מנגד, התזרים הפרמננטי, אשר עשוי לנבוע לה מנכסים אלו, אמור לשרת את הוצאותיה השוטפות של החברה ואת לוח הסילוקין החל עליה, בעיקר בגין סדרות האג"ח אשר הנפיקה. אשר על כן, סבורה מידרוג כי נפגעה יכולת הסתמכות אלביט על קבלת דיבידנדים מאת פלאזה בהיקפים ומועדים אותם היא חזתה.

במקביל לפעילות הנדל"ן, באמצעות חברת פלאזה, לחברה פעילות נדל"נית עצמאית בהודו, בשלושה פרויקטים בהיקף משמעותי. במהלך שנת 2008 נכנסה חברת פלאזה כשותפה (50%) בפרויקטים אלו, במטרה לתמוך תזרימית בהיקף הכספי הנדרש להשקעה. בשל השפעת המשבר הפיננסי, היקף הפרויקטים, כמו גם לוח הזמנים והתזרים העתידי הצפוי מהם, צומצם באופן משמעותי. אף במסגרת המצומצמת של הפרויקטים מידרוג סבורה, כי פעילות החברה בהודו, הינה בעלת מאפייני סיכון גבוהים ובהתאם, קטנה יכולת החברה להסתמך על התזרים החזוי מפעילות זו.

תחומי הפעילות הנוספים - מלונאות וזכיינות אופנה, חשופים אף הם למשבר הכלכלי העולמי אשר עלול, להערכת מידרוג, להביא לירידה בפעילות וברווחיות ממוקדי הכנסה אלו.

דירוג חברת אלביט נבחן על בסיס מודל JDA (Joint Default Analysis), לפיו קיים מתאם בין דירוג חברת האם, אלביט, וחברת הבת, פלאזה, היות והחברות קשורות וצפויות, במקרה הצורך, להיתמך האחת בשנייה. בהתבסס על מודל זה, רואה מידרוג קורלציה בין סדרות החוב של שתי החברות. בתקופה זו של חוסר יציבות בשווקים, מוצאת מידרוג לציין את יתרון של החברה וחברת הבת בקופת המזומנים הגדולה הקיימת בחברה. צמצום ההשקעות הצפויות, במקביל לשמירה על קופת מזומנים גדולה, תורמים ותומכים בדירוג החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- השלמת הפרויקטים היזמיים העצמאיים של החברה, בשילוב תזרים מזומנים חיובי משמעותי לאורך זמן
- הקטנת שיעור המינוף באופן משמעותי
- התאוששות בשווקים בהם פועלת החברה בכלל, ובפעילות בתחום הנדל"ן ובתחום המרכזים המסחריים, בפרט

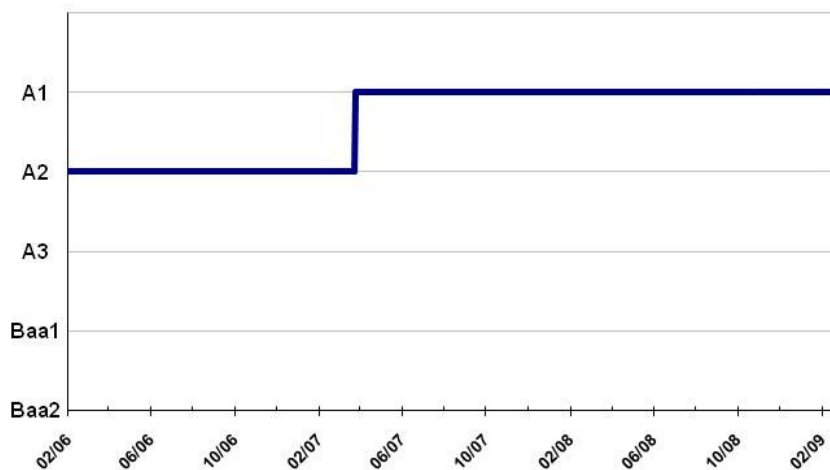
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג :

- ירידה משמעותית בהיקף יתרות המזומנים של החברה במקביל לגריעה בנזילותה ובגמישות הפיננסית הקיימת
- הגדלת היקף ההשקעות בצורה משמעותית, במקביל לכניסה לתחומי פעילות חדשים, אשר לא היוו עד כה חלק מפעילויות הליבה של החברה
- מדיניות חלוקת דיבידנד חריגה
- הידרדרות במצבה העסקי והפיננסי של חברת הבת, פלאזה סנטרס
- הרעה מתמשכת בשווקי פעילות החברה, אשר עלולה להשפיע על פעילותה העסקית של החברה

4

* אין באמור בגורמים המפורטים כדי להוות התחייבות כלשהי של החברה לפעול בהתאם לאמור באותם גורמים.

היסטוריית הדירוג



אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "החברה") הינה חברה ציבורית אשר נתאגדה בשנת 1996 ונסחרת במסחר דואלי בבורסת הנאסד"ק וכן בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה עוסקת, במישרין ובעקיפין, במספר תחומי פעילות:

- ייזום, בנייה וניהול של מרכזי בידור וסחר במזרח ובמרכז אירופה, הודו ובעבר גם בישראל, בעיקר על ידי חברת הבת Plaza Centers.
- ייזום, בניה, תפעול, החכרה וניהול של 8 מלונות במרכז, מערב ומזרח אירופה (אנגליה, הולנד, בלגיה ורומניה), באמצעות חברת הבת אלסינט בע"מ, תחת המותגים Park Plaza ו-Radisson.
- פורטפוליו של השקעות הון במספר תחומים, בעיקר בתחום טיפול רפואי מונחה באמצעות חברת InSightec, העוסקת בתחום הניתוחים הלא פולשניים. השקעה בחברת Gamida Cell אשר עוסקת בשכפול תאי גזע לטיפול בסרטן.
- בנוסף, עוסקת החברה במגוון פעילויות העוסקות בהפצה ושיווק של מוצרי אופנה ומוצרים נלווים באמצעות חברה בת, המשמשת כמשווקת הבלעדית של המותג "מנגו" ומספטמבר 2007 גם של המותג "G-STAR".

אלביט הדמיה בע"מ מוחזקת, נכון למועד דו"ח זה, על ידי אירופה ישראל בע"מ בשיעור של כ- 47.7%. המחזיקה העיקרית, חברת אירופה ישראל בע"מ, מוחזקת במלואה על ידי מר מוטי זיסר. סך אחזקותיו של מר זיסר, ישירות ובאמצעות חברה בשליטתו, עומד על כ- 50%.

נכון למועד דו"ח זה, מחזיקה החברה כ- 74% מחברת הבת, Plaza Centers, כאשר שאר מניות החברה מוחזקות בידי הציבור.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operations	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Fund from Operations	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CRE07260209000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investor Services Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.