

# אלביט הדמיה בע"מ

מעקב - נובמבר 2011

1

## מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר  
[nadavq@midroog.co.il](mailto:nadavq@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמונכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אלביט הדמיה בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa1	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	------	--------------------

בהמשך לדוח הדירוג מחודש אוגוסט 2011, במסגרתו ציינה מידרוג כי תבצע בחינה נוספת לדירוג במהלך החודשים הקרובים, מודיעה מידרוג על הורדת דירוג לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן "אלביט" ו/או "החברה") מ-A3 ל-Baa1 והותרת אופק דירוג שלילי.

### סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	ע.ג. למועד הדוח (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה א'	1098789	295,999	6.00%	מדד	2012-2014
סדרה ב'	1098805	34,775	L+2.65%	דולר	2012-2014
סדרה ג'	1098797	317,863	5.30%	מדד	2012-2018
סדרה ד'	1106996	746,125	5.00%	מדד	2013-2020
סדרה ה'	1107226	64,565	6.30%	מדד	2012-2021
סדרה ו'	1107234	334,550	5.70%	מדד	2012-2015
סדרה ז'	1118629	466,472	5.08%	מדד	2014-2018
סדרה 1	1114768	112,005	6.25%	שיקלי	2013-2014

\* כולל אג"ח. המוחזק ע"י חברות בנות של החברה בהיקף של כ-44 מיליון ₪ ע.ג.

הורדת הדירוג משקפת את האתגרים העומדים בפני החברה על מנת לשפר את מצב נזילותה, בטווח של קרוב לשנה, האמורה לשרת את לוח הסילוקין הקיים של החברה. כך גם, משקפת ההורדה את ההרעה בגמישות הפיננסית של החברה, בין היתר, לאור הירידה המשמעותית בשווי השוק של חברת הבת - פלאזה סנטרס. בנוסף, משקף הדירוג את המשיך רגישות החברה ליכולת גיוס הון חיצוני וכן את השחיקה המתמשכת ברמת איתנותה של החברה. החברה מצויה כיום בתוכנית מימוש נכסים אשר מחד, אמורה לחלץ מזומנים בהיקף משמעותי שיאפשרו לשרת את לוח הסילוקין של החברה לשנים הבאות, אולם מאידך, תותיר את החברה בטווח הבינוני עם פיזור פעילות נמוך מבעבר ועם תלות במספר מצומצם של נכסים כאשר הנכס העיקרי הינו פלאזה סנטרס, המדרגת A3 באופק שלילי<sup>1</sup>. הן בשווי ההחזקה והן באפשרות לקבלת דיבידנדים, האמורים לשרת את עיקר החוב בטווח הבינוני ארוך.

הותרת אופק דירוג שלילי נובעת, כאמור, מהערכת מידרוג כי נזילותה הנוכחית של החברה תספיק לטווח הקצר בלבד. ככל שהמהלכים למימוש נכסים והסדרת החוב בחברה האם - אירופה ישראל, לא יצאו לפועל ונגישות החברה לשוק ההון תיותר מוגבלת, כך תמשיך מגמת ההחרפה ברמת הסיכון הכוללת.

<sup>1</sup> ראה דוח דירוג לחברת פלאזה סנטרס מחודש אוגוסט 2011.

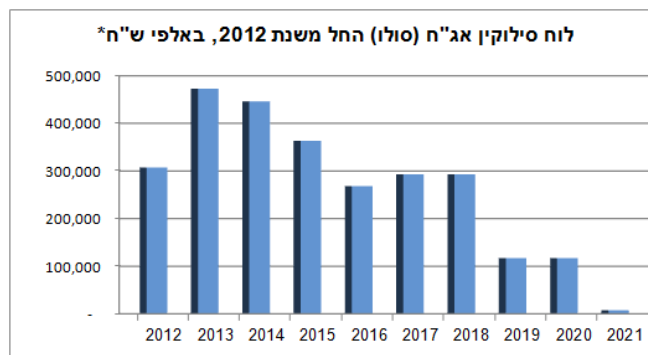
**אתגרים לשיפור נזילות החברה לצורך שירות החוב בטווח הקצר - בינוני**

על מנת לשפר את נזילותה ולהקטין את רמת המינוף פועלת החברה במסגרת תכנית מימושים של נכסים משמעותיים בפורטפוליו ובכלל זאת מימוש מלונות החברה במערב אירופה ומימוש המרכזים המסחריים בארה"ב. השלמת תהליכי המימוש כאמור אשר ייצרו לחברה תזרימי מזומנים בהיקפים ניכרים, הינה מהותית לצורך שירות החוב ומאתגרת, הן לאור מצב שוקי הפעילות והן לאור לוחות הזמנים למימוש.

תכנית המימושים הינה על רקע אסטרטגיית החברה להשביח נכסים ולממשם וכן על רקע העדר נגישות לשוק ההון. נגישות זו היא בעלת משמעות רבה לחברה, שכן עיקר חובה ברמת המטה כולל חוב אג"ח. נכון למועד הדוח עומדת יתרת החוב על כ- 2.7 מיליארד ₪ ובכלל זה חלויות לשנה הקרובה בהיקף של למעלה מ- 300 מיליון ₪. בנוסף, על החברה לעמוד בשנה הקרובה בתשלומי ריבית בהיקף של למעלה מ- 140 מיליון ₪.

יתרות הנזילות של החברה, לצד מספר מהלכים שהושלמו בהצלחה אפשרו לחברה במהלך 3 החודשים האחרונים לשלם ריבית ולפרוע קרן אג"ח בהיקף של קרוב ל- 300 מיליון ₪. עם זאת, העדר גישה לשוק ההון הביאה לשחיקה מתמשכת ביתרות הנזילות ובגמישות הפיננסית באופן שמגלם כעת רמת סיכון הגבוהה מבעבר.

מידרוג מעריכה כי רמת הנזילות הנוכחית של החברה הינה מספקת לתקופה של קרוב לשנה, וכי בטווח הארוך יותר תידרש החברה, כפי שצויין, להשלים מהלכים מהותיים נוספים למימוש נכסים. מימוש נכסים בהתאם למתווה שהוצג על ידי החברה, עשוי להביא לשיפור משמעותי במצב נזילות החברה, אולם חושף אותה, בטווח בינוני - ארוך, לתלות במספר מצומצם של נכסים כאשר הנכס העיקרי הינו החזקה בחברת הבת פלאזה סנטרס. תלות זו באה לידי ביטוי הן בשווי ההחזקה והן ביכולת פלאזה סנטרס לייצר דיבידנדים לשירות החוב. הגמישות הפיננסית של החברה נשחקה גם לאור השחיקה המשמעותית של שווי החזקתה בחברה בפלאזה סנטרס שהקטינה את יכולתה לייצר תזרימים מהותיים ממימוש חלקי של מניותיה.



**אלביט הדמיה - נתונים פיננסיים עיקריים מאוחדים (אלפי ₪)**

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.6.2011	
1,098,317	696,800	1,473,712	462,079	הכנסות
-117,376	-476,132	9,505	-70,272	רווח תפעולי
-63,995	261,523	372,769	9,501	הוצאות מימון נטו*
-24,061	-651,005	73,525	-27,787	רווח (הפסד) נקי
2,176,387	2,072,020	1,876,527	1,863,511	יתרות נזילות
5,651,405	6,699,063	8,072,958	8,424,305	חוב פיננסי
3,475,018	4,627,043	6,196,431	6,560,794	חוב פיננסי נטו
8,154,302	8,889,208	10,270,252	10,583,303	CAP
5,977,915	6,817,188	8,393,725	8,719,792	CAP נטו
2,437,783	2,148,171	2,177,521	2,130,742	הון עצמי וזכויות מיעוט
8,691,713	9,408,189	10,702,713	11,096,435	סך מאזן
69.3%	75.4%	78.6%	79.6%	חוב ל- CAP
58.1%	67.9%	73.8%	75.2%	חוב נטו ל- CAP נטו
28.0%	22.8%	20.3%	19.2%	הון עצמי למאזן
37.4%	29.3%	24.7%	23.1%	הון עצמי למאזן בנטרול יתרות נזילות

\* הוצאות המימון של החברה מושפעות משינויים בשווי השוק של אג"ח שהנפיקה פלאזה סנטרס לאור הטיפול החשבונאי שנבחר בקשר עם אג"ח זו

## אופק דירוג

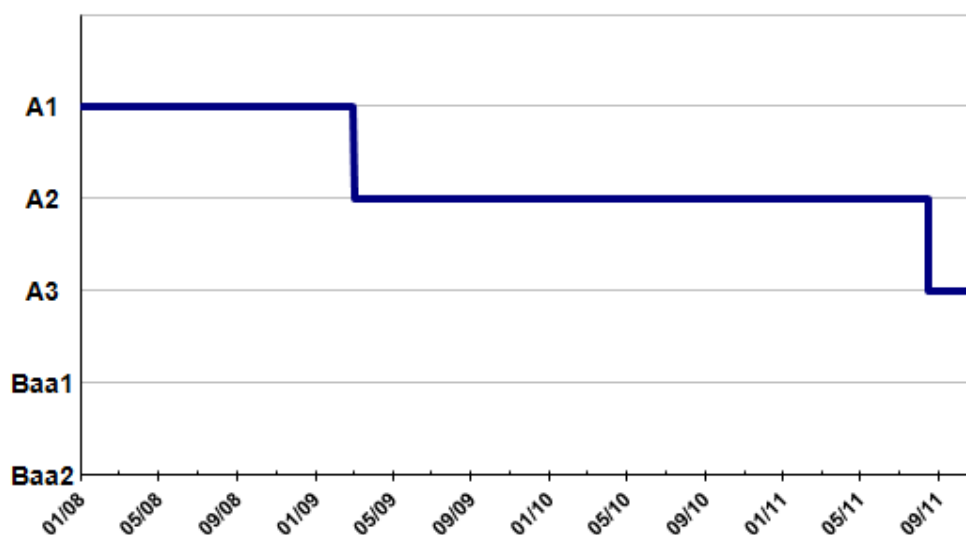
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בתזרימי המזומנים הנובעים מפעילויות הליבה
- שיפור ביחסי האיתנות לאורך זמן

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הרעה בנזילות החברה ואי יצירת מקורות תזרימיים משמעותיים
- המשך שחיקת יחסי האיתנות של החברה ועלייה ברמת המינוף של החברה
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה

## היסטוריית דירוג



## פרופיל חברה

אלביט הדמיה בע"מ 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:

- מרכזי מסחר ובידור - ייזום, בניה, תפעול, ניהול ומכירה של מרכזי מסחר ובידור וכן פרויקטי נדל"ן מעורבים אחרים, בעיקר בתחום הקמעונאי, הממוקמים במרכז ומזרח אירופה ובהודו. עיקר הפעילות בתחום מרוכזת באמצעות חברת הבת - Plaza Centers N.V.
  - פרויקטים למגורים - ייזום, בניה ומכירה של פרויקטי מגורים בהודו.
  - מלונות - בעלות, תפעול וניהול של מספר מלונות במערב ומזרח אירופה (הולנד, בלגיה ורומניה) תחת המותגים Park Plaza ו-Radisson.
  - פעילות נדל"ן מניב בארה"ב - בשנת 2010 נכנסה החברה לפעילות בתחום המרכזים המסחריים בארה"ב במסגרת החזקה בקרן השקעות שבה שותפה, בין היתר, גם פלאזה סנטרס.
  - טיפול מונחה הדמיה - השקעות בתחום המחקר והפיתוח הרפואי, באמצעות השקעה בחברת Gamida Cell. מחקר ופיתוח, ייצור ושיווק של מערכות וציוד אולטרא סאונד מונחה הדמיה, באמצעות חברת InSightec.
  - תחומי פעילות אחרים - הפצה ושיווק של מוצרי אופנה בישראל, באמצעות חברה בת, המשמשת כמשווקת הבלעדית של המותג "מנגו" ומדצמבר 2008 גם של המותג "GAP".
- אלביט הדמיה בע"מ מוחזקת, נכון למועד דו"ח זה, על ידי אירופה ישראל בע"מ בשיעור של כ- 47%. המחזיקה העיקרית, חברת אירופה ישראל בע"מ, מוחזקת במלואה על ידי מר מוטי זיסר.

## מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

[קישור לדוח דירוג אחרון](#)

**מושגי יסוד**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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 מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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.



© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 נכונות, שלמות, 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](http://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 לסיכוני 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 צריכים 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 ביעוץ 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 (Moody's) (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.