



אלביט הדמיה בע"מ

מעקב - ינואר 2013

1

מחבר:

ניר יוסף, אנליסט

niry@midroog.co.il

אנשי קשר:

נדב גורן, אנליסט בכיר

nadavg@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

אלביט הדמיה בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	B2	רשימת מעקב
--------------------	----	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן "אלביט" ו/או "החברה") מ-Baa3 באופן שלילי ל-B2 והכנסתן של הסדרות שבמחזור לרשימת מעקב (Watch list) עם השלכות שליליות.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.09.2012*	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה א'	1098789	201	6.00%	מדד	2013-2014
סדרה ב'	1098805	16	L+2.65%	דולר	2013-2014
סדרה ג'	1098797	267	5.30%	מדד	2013-2018
סדרה ד'	1106996	804	5.00%	מדד	2013-2020
סדרה ה'	1107226	65	6.30%	מדד	2013-2021
סדרה ו'	1107234	376	5.70%	מדד	2013-2015
סדרה ז'	1118629	474	5.08%	מדד	2014-2018
סדרה 1	1114768	102	6.25%	שיקלי	2013-2014
סה"כ		2,306			

* בניטרול אחזקות עצמיות בהיקף של כ-175 מיליון ₪. לאחר תאריך המאזן פרעה החברה קרן אג"ח בהיקף של כ-97 מיליון ₪ מסדרה ו'.

הורדת הדירוג מתבססת, בין היתר, על המשך השחיקה המהירה ביותר הנזילות, ללא יצירת מקורות מספקים, לשם עמידה לאורך זמן אל מול עומס הפרעונות החל על החברה; לאחר המימושים המוצלחים שערכה החברה במהלך השנה האחרונה, היעדר נגישותה לשוק ההון, מותיר אותה עם תלות מהותית במספר מקורות תזרים המאופיינים ברמת אי וודאות גבוהה. מקורות אלו כוללים, בין היתר, את תחום המדיקל והפעילות בהודו. כך גם, חשופה החברה לקושי בהפקת תזרימי מזומנים משמעותיים מהחזקתה המהותית בפורטפוליו - חברת פלאזה סנטרס (להלן "פלאזה", מוחזקת בשיעור של 62%), הן לאור אתגרים בקבלת דיבידנדים והן לאור ירידה מהותית בשווי הסחיר של מניות פלאזה המקשה על החברה להפיק תזרימים משמעותיים ממכירת או שיעבוד אחזקותיה בפלאזה. יצוין, כי שווי של פלאזה ויכולת הפקת התזרים ממנה הינו משמעותי ליכולת החברה לעמוד לאורך זמן בהתחייבויות העומדות בפניה. כיום קשה להעריך את שווי הריאלי של פלאזה, לאור הפער המשמעותי הקיים בין השווי הסחיר לבין היקף ההון העצמי המשווין לאלביט; מלבד לוח החלויות הצפוף, לחברה מספר קובננטים מול מוסדות פיננסיים לשמירת נזילות אשר עלולים להקשות על החברה את ניהול התזרים באופן שימנע את הפרתם.

הכנסת סדרות האג"ח שבמחזור לרשימת מעקב נובעת מהאתגרים העומדים בפני החברה להוציא לפועל מהלכים שונים ליצירת מקורות תזרים לצורך החזר חוב האג"ח בטווח הקצר כאשר לחברה גם מגבלת נזילות מינימאלית לאור מספר קובננטים מול מוסדות פיננסיים. מהלכים אלו תלויים במקורות תזרים אשר הפקתם תלויה בסביבת פעילות

מאתגרת ואף היקפם אינו ודאי.
ככל שהחברה לא תצליח לעמוד בהתחייבויותיה במועדן, קיימת סבירות גבוהה, כי תבוצע הורדת דירוג משמעותית
נוספת אשר תשקלל את יכולת החזר החוב של החברה בתרחיש של RUN-OFF.

פירוט גורמים עיקריים בדירוג

**צורכי נזילות מהותיים אל מול מקורות התזרים הנשחקים, בעיקר שוויין הסחיר של מניות פלאזה ועיכובים בקבלת
דיבידנדים ממנה, מהווים אתגר משמעותי לחברה**

ממועד דוח הדירוג הקודם, יתרת הנזילות של החברה המשיכה להישחק במהירות. נכון למועד דוח זה, יתרת הנזילות של החברה ברמת הסולו¹ עומדת על כ- 80 מיליון ₪ בלבד. אומנם, החברה צפויה לקבל למעלה מ- 200 מיליון ₪ במהלך 2013 (ללא כספי מימון מחדש ממלון בוקרשטי) - המהווים את יתרת התקבולים בגין מימושים שהושלמו זה מכבר - הכוללים את פורטפוליו הנכסים בארה"ב והמלוונות בלונדון והולנד, אך מנגד, סך התחייבויות החברה לצורך שירות חוב האג"ח (קרן + ריבית) בשנת 2013 עומד על למעלה מ- 600 מיליון ₪. לאור זאת, ולאור העדר הנגישות לשוק ההון, החברה ניצבת בפני אתגר מהותי לעמידה בצורכי התזרים הנדרשים בשנה הקרובה ועל כן נדרשת למימוש נכסים משמעותיים, ביניהם, המלוונות בבליגיה ורומניה, חלק מאחזקותיה של החברה בפלאזה סנטרס, הפעילות בהודו וחלק מאחזקותיה של החברה באלביט מדיקל.

השקעותיה של החברה בהודו ובחברת אלביט מדיקל, עד היום טרם נשאו פרי. לפי הערכותיה של הנהלת החברה השקעות אלו טרם מיצו את פוטנציאל הערך שלהן. מידרוג מעריכה פעילויות אלו כבעלות מאפייני סיכון גבוהים, הבאים לידי ביטוי בקושי להציף ערך בפעילויות אלו בתקופה הקרובה וכן בקושי לאמוד את ערכן הצפוי. מידרוג מעריכה כי לאור מצבה התזרימי של החברה, יתכן כי תעמוד בפני הצורך לממש פעילויות אלו טרם השבחתן המלאה.

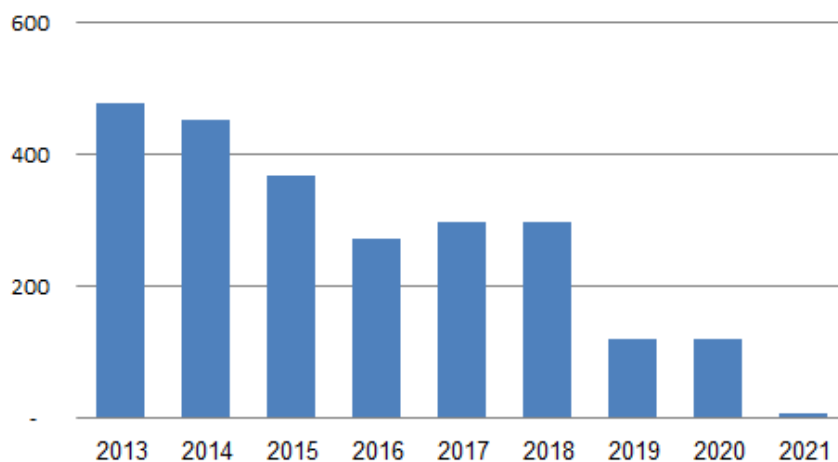
מעבר להרעה בגמישותה הפיננסית של החברה הנובעת מהירידה בשווי אחזקותיה בפלאזה (ראה לעיל), ההתניות הפיננסיות של ההלוואות הבנקאיות (ברמת המטה) פוגעות אף הן בגמישות הפיננסית. כמו כן, יתר נכסי החברה החופשיים משעבוד (כגון: אלביט מדיקל והקרעות בהודו), כאמור, מאופיינים ברמת סיכון גבוהה אשר מקשה את שעבודם.

יש לציין כי החברה ביצעה מספר מהלכים של רכישה חוזרת של אג"ח במטרה לנצל את מחירי האג"ח הנמוכים בשוק. על אף שמהלכים אלו מאפשרים הפחתה של נטל תשלומי הקרן והריבית העתידיים, אין בהם לפי שעה בכדי להקל באופן משמעותי על יכולת שירות חוב האג"ח לשנת 2013.

לאור העובדה כי לחברה תלות רבה במקורות ברמת סיכון גבוהה, ובמיוחד לאור הקשיים ביצירת תזרים מפלאזה, מידרוג מעריכה כי הסביבה המאתגרת מעלה חשש ליכולת החברה להפיק את התזרימים מנכסיה במועד הנדרש לצורך שירות לוח הסילוקין הקיים של החברה, כך גם, להשביח את נכסיה תוך יצירת תזרימים ראויים לאורך זמן על מנת לשרת את מלוא היקף אג"ח.

¹ ללא מזומנים הנמצאים בחברות פלאזה, מלוונות, פעילות בהודו או מדיקל.

אלביט הדמיה - לוח פירעון קרן האג"ח (מיליוני ש"ח)*



* נכון ליום 31.12.2012, ללא ניטרול של אחזקות עצמיות

אלביט הדמיה (מאוחד) - יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2010	30.9.2011	31.12.2011	30.9.2012	
1,473,712	720,137	1,011,298	628,923	הכנסות
406,587	-167,259	-357,594	28,832	רווח תפעולי
28%	-23%	-35%	5%	שיעור התפעולי
372,769	-86,288	-86,560	225,485	הכנסות (הוצאות) מימון
73,525	-53,716	-247,029	-284,375	רווח נקי (הפסד)
1,876,527	1,378,693	1,011,630	1,064,261	יתרות מילות (מזומנים, פקדונות ל"ק וני"ע למכירה - אג"חים)
4,192,241	4,677,462	4,556,616	4,744,385	קניונים - מניבים או בבניה (פלאזה סנטרס)
1,157,206	1,179,541	1,167,646	1,230,234	רכוש קבוע - בעיקר מלונות
2,232,322	2,559,019	2,672,571	120,260	נדל"ן להשקעה (ארה"ב)
8,072,958	8,295,565	8,085,438	5,555,947	חוב פיננסי
6,196,431	6,916,872	7,073,808	4,491,686	חוב פיננסי נטו
2,177,521	1,811,625	1,538,870	1,722,450	הון עצמי חכיות מיעוט
10,702,713	10,803,111	10,371,067	7,837,992	סך מאזן
10,270,252	10,188,636	9,732,950	7,400,104	Ca p
8,393,725	8,809,943	8,721,320	6,335,843	חוב CAP נטו
20.3%	16.8%	14.8%	22.0%	הון עצמי חכיות מיעוט לסך מאזן
78.6%	81.4%	83.1%	75.1%	חוב ל-CAP
73.8%	78.5%	81.1%	70.9%	חוב נטו ל-CAP, נטו
24.7%	19.2%	16.4%	25.4%	הון עצמי למאזן בניכוי מזומנים

אופק דירוג

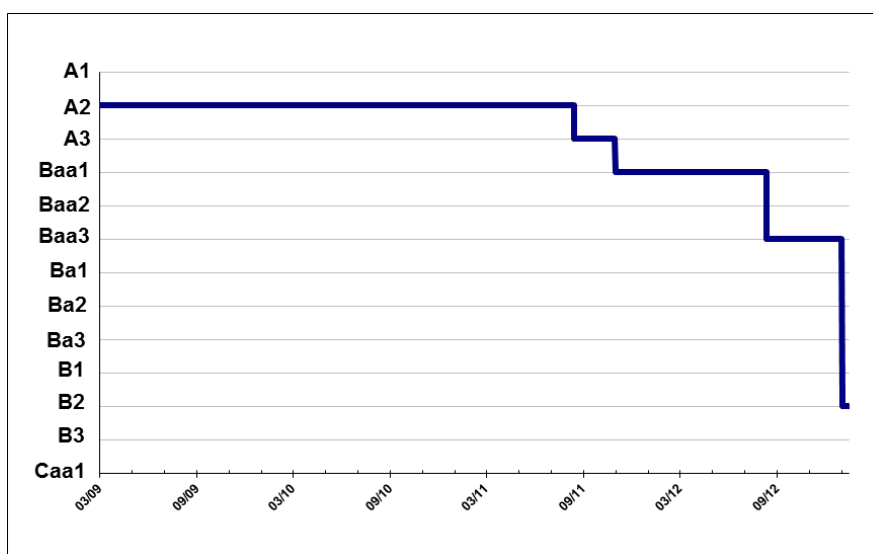
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- יצירת תזרים משמעותי ממכירת נכסי החברה ובהם גם קרקעות תוך שמירה על איתנות פיננסית
- גיוס הון או הכנסת שותף אסטרטגי כך שיהיה שיפור משמעותי ביתרות הנזילות של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- כישלון במימוש נכסים לפי מחירי היעד של ההנהלה
- הרעה בנזילות החברה ואי יצירת מקורות תזרימיים משמעותיים

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 (בלגיה ורומניה)
- 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".

אלביט הדמיה בע"מ מוחזקת, נכון למועד דו"ח זה, על ידי אירופה ישראל בע"מ בשיעור של כ - 52.87%. 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

דוח קודם: דוח מעקב אוגוסט 2012

תאריך דוח: 07 בינואר 2012

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <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, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	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") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 (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. 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.