

אלביט הדמיה רפואית בע"מ

A2	דירוג Issue
----	-------------

החברה מתכוונת לגייס סכום של כ-484 מיליון ש"ח (110 מ' דולר) באמצעות הנפקת אג"ח סדרה ג'. תמורת ההנפקה תשמש להחלפת חוב קיים. במסגרת החלפת החוב, תסיר החברה את כל השעבודים כנגד מניות Plaza Centers. סדרת אג"ח ג' תהיה צמודה למדד המחירים לצרכן. הקרן תיפרע ב-10-תשלומים שנתיים שווים החל מהמחצית השניה של שנת 2009 ואילך.

התפתחויות אחרונות¹

רכישת קרקעות נוספות בפולין וצ'כיה

החברה רכשה 3 קרקעות בפולין ובצ'כיה בסכומים של מיליוני יורו בודדים. הקרקעות ישמשו לבניית מרכזים מסחריים בשטח כולל של כ-50 אלף מ"ר.

התקדמות מואצת בבניה של פרויקט ההיפודרום בהונגריה וכן הרחבת הקניון בשטח שימש לשוק טורקי

החברה החלה בבניית פרויקט ההיפודרום בבודפשט הונגריה. הפרויקט כולל בניית קניון בשטח של כ-67 אלף מ"ר, אשר מועד סיום הבניה מתוכנן לסוף 2007. בנוסף לקניון, מתכננת החברה הרחבה של הקניון בשטח נוסף אשר ישמש כשוק טורקי.

קבלת אישור לתכניות האי אובודה

באפריל 2006, קיבלה החברה המחזיקה את פרויקט האי אובודה (אשר אלביט הדמיה מחזיקה בה בשיעור של כ-30%) אישורים מקדמיים לבנייה לבניית מבנים בשטח של כ-346 אלף מ"ר הכוללים: 8-10 מלונות של 3-5 כוכבים, 4 מלונות דירות, שטחי ספורט, מרינה ליאכטות, קזינו, חנויות, מרכזי כנסים לכ-3,500 איש וכן מרכזי תצוגה. החברה מתכוונת להתחיל בבניה בסוף שנת 2006 והבניה צפויה להמשך כ-5-6 שנים. סך עלות הקמת הפרויקט צפויה לעמוד על כ-1.5 מיליארד יורו. בכוננת החברה שלא להשקיע מקורות עצמיים נוספים בסכומים מהותיים לפיתוח הפרויקט.

ביצוע Refinance להלוואות בגין בתי המלון באנגליה

במרץ 2006, ביצעה החברה Refinance להלוואות אשר מממנות שלושה בתי מלון בלונדון בסכום של כ-195 מיליון ליש"ט. ההלוואה היא לתקופה של כ-5 שנים עם אפשרות להארכתה ל-7 שנים ונושאת ריבית בשיעור של 3%+Libor. במקרה שיחולק עודף כתוצאה ממכירה או Refinance נוסף, יחולק לבנק המממן 15% מההפרש שבין שווי השוק של המלונות והשווי הנוכחי על פיו נעשה ה-Refinance. חלקה של החברה בתוספת ההלוואה לאחר החזר ההלוואה הקודמת עמד על כ-290 מ' ש.

מחבר:

אביטל איגנר

אנליסטית בכירה

a.ignar@midroog.co.il

איש קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידים

ומסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 13.8.2006. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

חלוקת דיבידנד לבעלי המניות

החברה חילקה ברבעון הראשון של שנת 2006 דיבידנד בסכום של כ-130 מ' ₪, עליו הכריזה בשנה הקודמת. אין החלטת דירקטוריון לגבי מדיניות חלוקת דיבידנד. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי בכוונת החברה לחלק דיבידנדים בכפוף למימוש נכסים ורווחיות.

התפתחויות פיננסיות עיקריות

רווח והפסד

אלפי ₪	2005	Q1-2006	Q1-3 2005
הכנסות:			
מכירת מרכזים מסחריים נטו	281,661	39,040	205,863
הפעלת מרכזים מסחריים	142,957	24,535	119,654
ניהול ותפעול מלונות	270,057	76,322	187,614
מכירת מערכות רפואיות	75,713	18,989	47,831
הכנסות תפעוליות אחרות	44,409	12,333	25,693
הכנסות אחרות	1,958	29,387	1,958
סה"כ הכנסות	816,755	200,606	588,613
הוצאות:			
תפעול מרכזים מסחריים	157,640	33,851	125,911
ניהול ותפעול מלונות	259,293	73,803	182,293
מכירת מערכות רפואיות	50,374	15,078	30,758
הוצאות תפעוליות אחרות	46,793	16,002	29,136
הוצאות מחקר ופיתוח נטו	59,796	15,058	43,285
הוצאות הנהלה וכלליות	36,939	13,314	31,867
חלק בהפסדי חברות כלולות נטו	12,028	2,272	9,054
הוצאות מימון נטו	122,321	37,652	91,287
הוצאות אחרות	57,106	1,910	49,033
רווח (הפסד) לפני מס	14,465	-8,334	-4,011
מיסים על ההכנסה	7,798	2,905	12,219
רווח לאחר מס	6,667	-11,239	-16,230
חלק המיעוט בתוצאות חברות בנות	73,287	4,080	55,143
רווח מפעילות נמשכת	79,954	-7,159	38,913
רווח מפעולות מופסקות	5,917	15,255	-1,358
שינוי מצטבר לתחילת השנה בגין שינוי שיטה חשבונאית	-622	0	-622
רווח נקי	85,249	8,096	36,933

סך הכנסות החברה ברבעון הראשון של שנת 2006 עמדו על כ-200 מ' ₪.

מכירת מרכזים מסחריים - PC

ההכנסות נטו ממכירת מרכזים מסחריים ברבעון הראשון של שנת 2006 עמדו על כ-39 מ' ₪ וכללו הכנסות שלב ראשון של מכירת מרכזים מסחריים לקלפייר בעסקת המכירה השניה.

הפעלת נכסים מניבים

ההכנסות מהפעלת מרכזים מסחריים ירדו לכ-24 מ' ₪ בעקבות מכירת מרכזים מסחריים שונים לקלפייר ולדאוני דיי. נכון לרבעון הראשון של שנת 2006, מרבית ההכנסות מסעיף זה הינן הכנסות מקניון ארנה בהרצליה והכנסות מנכסים מניבים קטנים נוספים אשר לא נמכרו בעסקאות המכירה לקלפייר.

החברה המשיכה לרשום הפסדים לפני מימון מהפעלת מרכזים מסחריים שכן ההוצאות המיוחדות לפעילות זו כוללות לא רק את ההוצאות הישירות מתפעול המרכזים המסחריים אלא גם הוצאות הנהלה

וכלליות של כלל הפעילות של plaza centers וקניון ארנה. ההפסד לפני מימון מהפעלת המרכזים המסחריים עמד על כ-9.3 מ' ש' ברבעון הראשון של שנת 2006 לעומת כ-14.6 מ' ש' נכון לשנת 2005 כולה.

ניהול, הפעלת והקמת בתי מלון

ההכנסות בתחום ניהול ותפעול מלוונות עמדו על כ-76 מ' ש' ועלו ביחס להכנסות ברבעון המקביל אשתקד אשר עמדו על כ-54 מ' ש'. עיקר העלייה נובעת מהגידול בהכנסות ממלון River Bank באנגליה אשר החל את פעילותו במהלך שנת 2005. בנוסף, גדלו ההכנסות ממלון בוקורשטי ברומניה ברבעון הראשון של שנת 2006. במקביל, הגידול בעלויות נבע בין היתר מעלויות הרצה של בתי המלון החדשים.

מכירת מערכות רפואיות

החברה המשיכה לרשום הפסדים מפעילות המערכות רפואיות בשל הוצאות מחקר ופיתוח גבוהות של אינסייטק כך שההפסד מפעילות זו עמד על כ-11 מ' ש' ברבעון הראשון של שנת 2006. אינסייטק נמצאת כיום בשלבים מתקדמים של פיתוח והשגת אישורים לאפליקציות נוספות של המערכות ועל כן, משקיעה סכומים גבוהים יחסית במו"פ. ברבעון הראשון של שנת 2006 השקיעה אינסייטק במו"פ סכום של כ-15 מ' ש'.

הכנסות אחרות

סעיף ההכנסות האחרות ברבעון הראשון של שנת 2006 כולל הכנסות חד פעמיות לא תזרימיות בסכום של כ-30 מ' ש' אשר נבעו מהפרשי שער ממימוש קרן הון בגין הלוואות בעלות אופי של השקעה עקב ה-Refinance משלושת המלוונות בלונדון.

הוצאות המימון של החברה היו גבוהות יחסית ועמדו נכון לרבעון הראשון של שנת 2006 על כ-37 מ' ש'. מתוך סך זה, כ-7 מ' ש' אינן הוצאות תזרימיות ונבעו משינויים בשערי המטבעות ובשינוי במדד המחירים לצרכן.

מעצם פעילותה של החברה במספר מדינות ובמספר מטבעות פעילות נוצרת חשיפה מטבעית, ובעיקר כתוצאה מכך שהיקף מהותי ממקורות המימון של המטה בישראל הינם אג"ח שקלי צמודי מדד המשמשים למימון פעילות במט"ח (בעיקר ביורו), מקורות מט"ח אלו משמשים להחזר האג"ח השקלי. החברה מבצעת עסקאות הגנה במטרה לצמצם את החשיפה המטבעית וליצור הגנה על מקורות החזר של האג"ח השקלי.

הרווח הנקי ברבעון הראשון של שנת 2006 הושפע מרווח חד פעמי שהיה לחברה מפעילות מופסקת אשר כלל רווח מפטנטים שרשמה חברת בת של החברה.

הגידול במקורות המימון ישמש לפעילות השקעה תוך ירידה צפויה ביתרת המזומן הגבוהה

החוב הפיננסי של החברה עלה בכ-0.8 מיליארד ש' מספטמבר 2005 למרץ 2006 הן כתוצאה מהנפקת אג"ח בסך של כ-462 מ' ש' והן כתוצאה מקבלת הלוואות non recourse למימון נכסים בבניה. סך החוב של החברה נכון ל-31.3.2006 עומד על כ-3.2 מיליארד ש' כנגד לחברה יתרות מזומן של 1.1 מיליארד ש"ח אשר כוללים את יתרת תמורת המכירה של המרכזים המסחריים, תמורת גיוס האג"ח. עד למועד כתיבת הדוח, הנפיקה החברה אג"ח בסכום של כ-575 מ' ש' מתוך סך של כ-630 מ' ש' שהוא הדירוג בפברואר 2006. על בסיס המודל העיסקי של החברה יתרות המזומן מיועדות למימון תוכנית ההשקעות של החברה. יחד עם זאת, החברה פועלת לשמירה על יתרות מזומן בהיקף מהותי אשר מאפשרות גמישות בניצול הזדמנויות עסקיות.

יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי עומד נכון ליום 31.3.2006 על כ-22%. מידרוג מעריכה כי קיים שווי עודף בנכסים כך שיחס ההון עצמי לסך המאזן הכלכלי בהתחשב בשווי העודף הגלום בנכסי החברה

הינו גבוה באופן משמעותי. יחס החוב ל-CAP החשבונאי עומד על 77% ויחס החוב נטו ל-CAP על 50%. יש לציין כי לצורך בחינת השווי העודף בנכסי החברה, שנעשה על ידי מדרוג, לא נלקח בחשבון עודף השווי בגין החזקות החברה בחברות היי טק וביוטכנולוגיה.

חוב ויחסי איתנות פיננסית

אלפי ₪	31.3.2006	31.12.2005	30.9.2005
חוב פיננסי	3,170,116	2,424,820	2,350,554
יתרות נזילות	1,120,630	729,416	812,226
חוב פיננסי נטו	2,049,486	1,695,404	1,538,328
רכוש קבוע	2,958,819	2,758,465	2,789,157
זכויות מיעוט	9,387	11,449	386,781
הון עצמי	955,250	1,054,224	746,077
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	22%	28%	29%
חוב ל-CAP חשבונאי	77%	69%	67%
חוב נטו ל-CAP חשבונאי	50%	49%	44%

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בפרמטרים פיננסיים עיקריים בהם השווי הכלכלי הגלום בפרויקטים, יחסי הכיסוי ויחסי האיתנות
- שיפור בגמישות הפיננסית, לרבות באמצעות הנפקה של חברות מוחזקות, שחרור נכסים מהותיים משעבוד.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות.
- עליה ביחסי המינוף באופן בו יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP יעלה על טווח של 75%-77%.
- משיכות דיבידנד משמעותיות אשר יפגעו באיתנות הפיננסית של החברה.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
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-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.

סולם הדירוג

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

מידרוג משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CREMI060806484M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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. 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