



# אלביט הדמיה בע"מ

מעקב - אוגוסט 2011

1

**מחבר:**

נדב גורן, אנליסט בכיר  
[nadavg@midroog.co.il](mailto:nadavg@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 דין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אלביט הדמיה בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן "אלביט" ו/או "החברה") מ- A2 ל- A3 והותרת אופק דירוג שלילי. כמו כן, מודיעה מידרוג על הוצאת הדירוג מרשימת מעקב (Watch-list).

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

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	עג למועד הדוח (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה א'	1098789	295,999	6.00%	מדד	2011-2014
סדרה ב'	1098805	34,775	L+2.65%	דולר	2011-2014
סדרה ג'	1098797	363,273	5.30%	מדד	2011-2018
סדרה ד'	1106996	746,125	5.00%	מדד	2013-2020
סדרה ה'	1107226	64,565	6.30%	מדד	2012-2021
סדרה ו'	1107234	418,188	5.70%	מדד	2011-2015
סדרה ז'	1118629	466,472	5.08%	מדד	2014-2018
סדרה 1	1114768	112,005	6.25%	שיקלי	2013-2014

2

הורדת הדירוג הינה בהמשך לאופק השלילי שהוצב עוד בחודש יולי 2010 ונבעת משחיקה מתמשכת בפרמטרים עסקיים ופיננסיים מובילים של החברה, פגיעה משמעותית בנגישות החברה למקורות גיוס משוק ההון היוצרים אתגרים בשיפור המקורות הנזילים ואת החשיפה של החברה לצרכי הנזילות של חברת האם - אירופה ישראל בע"מ. מידרוג תבחן במהלך החודשים הבאים את מימוש תוכניתיה של החברה להגדלת מקורות נזילות והורדת המינוף.

### הרעה בנגישות החברה למקורות גיוס משוק ההון

לאורך השנים היווה שוק ההון מקור אשראי משמעותי עבור החברה. כך עומד, נכון למועד הדוח, חוב האג"ח של אלביט ברמת הסולו על כ- 2.8 מיליארד ₪. מזה מספר חודשים שלחברה קיימת רגישות גבוהה בנגישותה לשוק ההון המתבטאת בתשואות גבוהות באג"ח הנסחרות של החברה. משך הזמן ורמת התשואות אליהן הגיעו חלק מתשואות האג"ח מקשות על יכולת החברה לבצע גיוסי הון בטווח הקצר ואף יתכן הבינוני.

### שחיקה מתמשכת בפרמטרים עסקיים מובילים

המשבר הפיננסי הוביל להאטה במרבית שוקי פעילות החברה, במיוחד של חברת הבת - פלאזה סנטרס, אשר היוותה בעבר מחולל רווח ותזרים משמעותי לחברה. ההתאוששות האיטית בחלק מרכזי של שוקי פעילות החברה אף היא נתנה את אותותיה על פעילות החברה, והתבטאה בהאטת הקצב של ייזום פרויקטים חדשים והקשה על החברה לממש



## מידרוג

פרויקטים וליצור רווחים ותזרימים בהתאם. כפועל יוצא מכך, סבלה החברה משחיקה מתמשכת בפרמטרים הפיננסיים המובילים. מנגד, החברה השכילה לשמור על יתרות מזומן יחסית גבוהות, בין היתר, באמצעות גיוסי חוב תוך ניצול נגישותה לשוק ההון, אשר כאמור נפגעה באופן משמעותי.

### חשיפה לחברת האם

החברה האם, המחזיקה בשיעור של כ- 47% מהחברה, מצויה בהליך להגדלת מקורות נזילות על מנת לשרת את חובה מול מוסד פיננסי שהעמיד לה מימון. חשיפת החברה לתהליכים המתקיימים בחברה האם, משליכה, בין היתר, על נגישות החברה למקורות הון חיצוניים לשירות החוב וכן חושפת אותה כמקור תזרימי לצרכי נזילות חברת האם. עם זאת, להערכת מידרוג, היקף התרומה, ככל שתהיה, הינה תלויה ביכולת אלביט להגדיל את מקורותיה התזרימיים, וזאת לאור הצהרת החברה בקשר לאי חלוקת דיבידנדים.

**הורדת הדירוג בדרגה אחת** נתמכת ביתרות הנזילות הנוכחיות ובתוכניות אסטרטגית לשנתיים הקרובות להגדלת הנזילות באופן משמעותי, באמצעות מימוש נכסים תוך צמצום הצורך במחזור חוב ע"י גיוסים בשוק ההון.

החברה פועלת לשפר את נזילותה ואת איתנותה הפיננסית ע"י מימוש נכסים ופעילויות אשר ייצרו תזרים עודף ויביאו להצפת ערך. בכלל זאת פועלת החברה למימוש נכסי נדל"ן בעיקר בתחום בתי המלון ונכסים נוספים. על אף שמהלכים אלו חיוביים בכל הקשור ליצירת נראות למקורות פירעון חובות החברה, עם השלמתם צפויה פעילות החברה לכלול בעיקרה פעילות ייזום (באמצעות החזקותיה בפלאזה סנטרס) בשווקים ובמדינות אשר מאופיינים ברמות סיכון אשראי גבוהות יחסית וללא זרוע מניבה פרמננטית משמעותית.

3

**הותרת החברה באופק דירוג שלילי** נובעת מאתגרים עימם מתמודדת החברה על מנת לשפר את הנזילות. מהלכים אלו צפויים להתבצע בסביבת פעילות מאתגרת לאור מצב השווקים הפיננסיים והתמורות הכלכליות שחלו לאחרונה, אשר יתכן ויהיה בהם כדי להשפיע על יכולת החברה לממש תוכניותיה בהתאם למתווה אותה צפתה. אי השלמת מהלכים אלו עלולה להביא, להערכת מידרוג, להמשך המגמה השלילית בפעילות החברה ולהמשך השחיקה ביחסים הפיננסיים ועל כן יתכן ותגרור הרעה נוספת בדירוג.

אלביט הדמיה - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

על בסיס סולו מורחב*					על בסיס דוחות מאוחדים					
31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.3.11	31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.3.11	
					3,498,561	1,098,317	696,800	1,473,712	221,084	הכנסות
					1,066,533	-68,254	-445,026	334,696	-67,401	רווח תפעולי
					140,926	-63,995	261,523	372,769	35,538	הוצאות מימון נטו
					919,607	-24,061	-651,005	73,525	-41,418	רווח (הפסד) נקי
1,724,259	1,089,161	1,117,218	874,698	830,177	2,060,569	2,176,387	2,072,020	1,876,527	2,174,780	יתרות נזילות
3,979,450	4,028,709	4,255,769	3,843,894	3,894,021	4,424,788	5,651,405	6,699,063	8,072,958	8,526,318	חוב פיננסי
2,255,191	2,939,548	3,138,552	2,969,195	3,063,844	2,364,219	3,475,018	4,627,043	6,196,431	6,351,538	חוב פיננסי נטו
6,214,376	5,613,292	5,482,881	4,682,573	4,761,950	7,708,930	8,154,302	8,889,208	10,270,252	10,799,849	CAP
4,490,116	4,524,132	4,365,663	3,807,875	3,931,773	5,648,361	5,977,915	6,817,188	8,393,725	8,625,069	CAP נטו
2,179,786	1,519,470	1,185,137	818,906	839,379	3,229,003	2,437,783	2,148,171	2,177,521	2,244,981	הון עצמי זכויות מיעוט
6,505,570	5,720,317	5,644,063	4,692,730	4,887,562	8,447,648	8,691,713	9,408,189	10,702,713	11,279,400	סך מאזן
64.0%	71.8%	77.6%	82.1%	81.8%	57.4%	69.3%	75.4%	78.6%	78.9%	חוב ל-CAP
50.2%	65.0%	71.9%	78.0%	77.9%	41.9%	58.1%	67.9%	73.8%	73.6%	חוב נטו ל-CAP נטו
33.5%	26.6%	21.0%	17.5%	17.2%	38.2%	28.0%	22.8%	20.3%	19.9%	הון עצמי למאזן
45.6%	32.8%	26.2%	21.4%	20.7%	50.6%	37.4%	29.3%	24.7%	24.7%	הון עצמי למאזן בנטרול יתרות נזילות

\* פלאזה סנטרס והפעילות בארה"ב לפי אקוויטי



## אופק דירוג

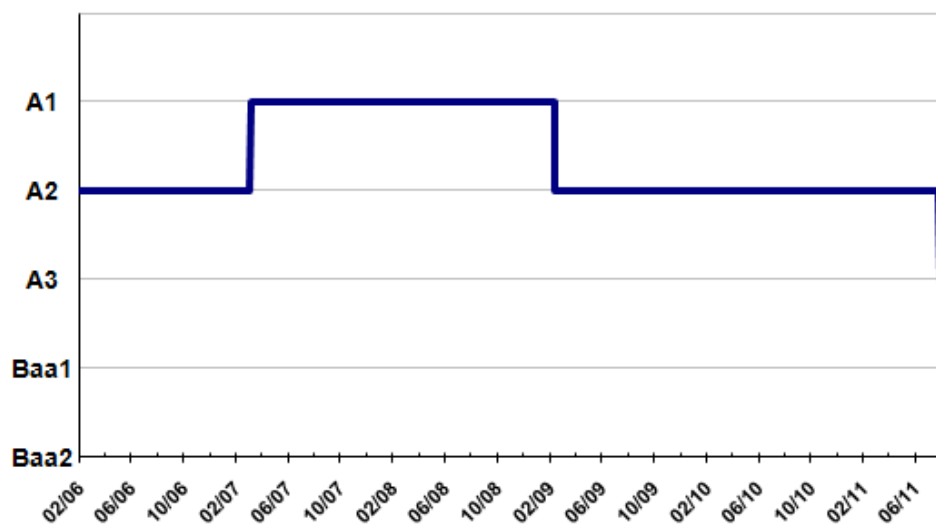
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- 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), באמצעות חברת הבת אלסינט בע"מ, 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 שותפת, 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)

**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>

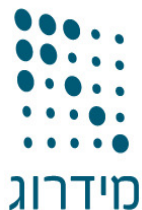
\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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: CRE110811000M

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

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

### © 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 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](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 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 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.