



אלביט הדמיה בע"מ

מעקב - פברואר 2013

1

מחבר:

ניר יוסף, אנליסט
niry@midroog.co.il

אנשי קשר:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadav@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן
ran@midroog.co.il

אלביט הדמיה בע"מ

שילי	Ca	דירוג סדרה (Issue)
------	----	--------------------

בהמשך לרשימת המעקב מתחילת חודש ינואר 2013, מידרוג מודיעה על הורדת דירוג נוספת לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן "אלביט" ו/או "החברה") מ-B2 ל-Ca. כמו כן, מוציאה מידרוג את סדרות האג"ח שבמחזור מרשימת מעקב ומציבה אופק שלילי.

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
		2,306			

2

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

במסגרת דוח הדירוג האחרון¹, הורידה מידרוג את דירוג סדרות האג"ח שבמחזור של החברה לדירוג B2 ואף הכניסה את הסדרות לרשימת מעקב. הורדת הדירוג נעשתה לאור הערכת מידרוג, כי גברו עד מאוד הסיכונים בפניהם עומדת החברה, בין היתר, לאור קשיים שהתגלו בקבלת דיבידנדים מחברת הבת - פלאזה סנטרס, לצד המשך העיכובים בפעילות בהודו וירידת שווי האחזקות הסחירות. במקביל, הכנסת החברה לרשימת מעקב גילמה את ההערכה כי המצב שתואר לעיל עלול להביא את החברה לכשל פירעון כבר בטווח הזמן הקצר.

ביום 06.02.2013 הודיעה החברה, כי דירקטוריון החברה פנה לנאמני סדרות א' ו-ב' לדחיית מועד תשלום רכיב קרן האג"ח. בנוסף, בימים האחרונים החליט דירקטוריון החברה על הקפאת תשלומי הריבית לסדרות האג"ח זאת בהמשך לתהליך הידברות שמקיימת החברה על מנת לגבש מתווה מוסכם להסדר מול בעלי האג"ח בסדרות השונות. על פי מידרוג, מהלך זה, אשר מביא לאי עמידה בהתחייבויות החברה במועדן, מוגדר ככשל פירעון לכל דבר ועניין. לאור זאת וכפי שצויין בדוח הדירוג הקודם, מודיעה מידרוג על הורדת דירוג נוספת אשר משקללת את ההפסד הצפוי לבעלי האג"ח, בהינתן כשל פירעון (LGD) בתרחיש של RUN-OFF.

¹ דוח מעקב דירוג מיום 07.01.2013



תרחיש ה-RUN-OFF בוחן כיצד, להערכת מידרוג, צפויים מימושי כלל נכסיה של החברה תחת הנחה של מימוש מהיר ותרחישי רגישויות לשרת את חוב האג"ח, תוך התחשבות בשימושים נוספים ורמות הנדחות השונות. מקורות החברה העיקריים שנלקחו בחשבון הינם שוויין הסחיר של מניות פלאזה סנטרס ואלביט מדיקל, חילוץ תזרים ממימוש מלונות החברה בבליה ורומניה ומימוש פעילות החברה בהודו. על פי תרחיש ה-RUN-OFF, מידרוג מעריכה, כי שיעור ההפסד הצפוי לבעלי האג"ח תואם את רמת הדירוג Ca, המשקף הסתברות גבוהה ששיעור ההפסד הצפוי ינוע בין 30%-50%, כאשר מידרוג מעריכה, כי קיימת סבירות גבוהה לשיעור הפסד גבוה בתוך הטווח האמור. ראוי לציין, כי קיימת תנודתיות רבה בין תרחישי הרגישות, המשקפת שינויים בשווי שוק של מניות סחירות, יכולת לחלץ תזרים בגין פרמיית שליטה בפלאזה סנטרס וכדומה.

הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מהעובדה כי ככל שיתגלו קשיים נוספים, בין אם בכל הקשור למימוש המקורות ובין אם בגין קשיים הקשורים בהגעה להסכמות עם הצדדים הקשורים בפעילות החברה, יתכן שיעור הפסד גבוה אף יותר, אשר ישקף דירוג נמוך יותר.



* נכון ליום 31.12.2012, ללא ניטרול של אחזקות עצמיות

אופק דירוג

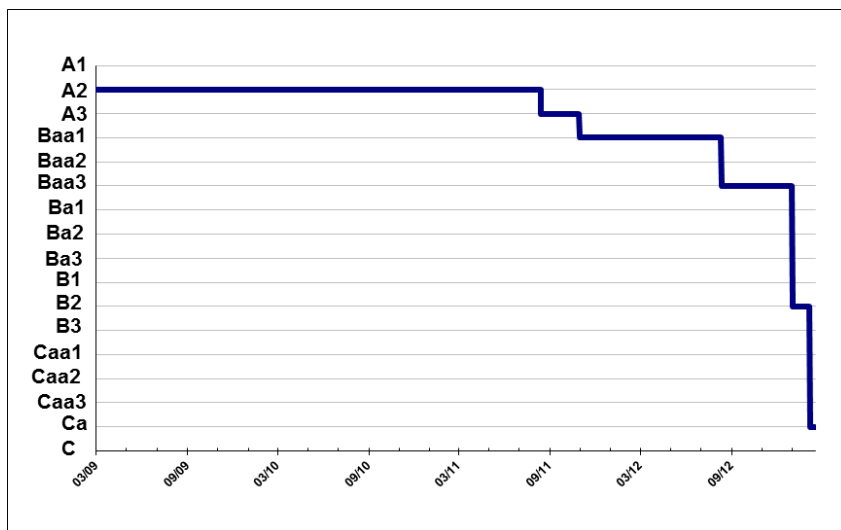
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- 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

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.

[דירוג חוב בהינתן כשל פירעון - דוח מיוחד](#), נובמבר 2009.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח מעקב ינואר 2013

תאריך דוח: 21.02.2013

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 בציוד, 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, 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.

הגדרות מידרוג עפ"י ההגדרות של מודיס ²	דירוג - Speculative Grade
ההפסד הצפוי יכול להגיע לטווח של 0%	B1 ומעלה
ההפסד הצפוי יכול להגיע לטווח של 0%-5%	B2
ההפסד הצפוי יכול להגיע לטווח של 0%-10%	B3
בהסתברות גבוהה יגיע ההפסד הצפוי לטווח של 0%-10%	Caa1
בהסתברות גבוהה יגיע ההפסד הצפוי לטווח של 10%-15%	Caa2
בהסתברות גבוהה יגיע ההפסד הצפוי לטווח של 15%-30%	Caa3
בהסתברות גבוהה יגיע ההפסד הצפוי לטווח של 30%-50%	Ca
בהסתברות גבוהה יגיע ההפסד הצפוי לטווח של 50%-100%	C

² מידרוג מבססת את שיטות העבודה על חברת מודיס. שינוי בהגדרות של מודיס יכול שיובילו לשינוי בהגדרות של מידרוג.



© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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. 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 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. 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.