

אלביט הדמיה בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - מרץ 2010

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אלביט הדמיה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2 באופק דירוג יציב, להנפקת סדרת אג"ח חדשה - אג"ח ז', ע"י חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן "אלביט" ו/או "החברה"), בהיקף של עד 100 מיליון ₪ אשר תמורתו תשמש למחזור קרן חוב אג"ח, שמועד פרעונו חל ב- 2010. לצורך הבטחת ייעוד כספי הגיוס ועד לשימוש בכספים אלו בהתאם לייעוד הכספים על-פי דוח הדירוג, התחייבה החברה להפקיד את כספי הגיוס בפקדון ייעודי בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 או באג"ח מדינת ישראל.

כמו-כן, הדירוג חל על הגדלת סדרה ז', בהיקף של עד 400 מיליון ₪ נוספים, כנגד החלפת סדרות קיימות באמצעות הצעת רכש. במסגרת הליך ההחלפה, יוחלף ערך פארי של הסדרות הנ"ל (ע.ג., בתוספת ההצמדה וריבית שנצברה), כנגד הנפקת הסדרה החדשה. האג"ח החדשה תהיה צמודה למדד ותישא ריבית אפקטיבית קבועה אשר לא תעלה על 6.5%. פירעון האג"ח יחל בשנת 2014 ויפרס לשיעורין על פני 5 תשלומים שנתיים.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 15.03.2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה 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 דו"ח הדירוג.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרה	מס' נייר	יתרת ע.ג. לתאריך 31.12.09 (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית	יתרת לכולל 31.12.09 (אלפי ₪) הצמדה (אלפי ₪)	יתרת שנת פירעון הקרן
סדרה א'	1098789	537,868	מדד	6.00%	601,082	2010-2014
סדרה ב'	1098805	62,595	דולר	L+2.65	50,010	2010-2014
סדרה ג'	1098797	412,745	מדד	5.30%	452,442	2010-2018
סדרה ד'	1106996	620,000	מדד	5.00%	694,557	2013-2020
סדרה ה'	1107226	66,375	מדד	6.30%	72,023	2012-2021
סדרה ו'	1107234	507,825	מדד	5.70%	551,036	2010-2015
סדרה 1	1114768	112,005	שיקלי	6.25%	112,005	2013-2014
		<u>2,319,413</u>			<u>2,533,155</u>	

דירוג החברה נתמך ביתרות הנזילות הגבוהות של החברה, הן ברמת הסולו, כ- 1.1 מיליארד ₪, והן ברמת המאוחד, למעלה מ- 2 מיליארד ₪, אשר הינן בהיקף מספק, בטווח הקצר והבינוני, לענות על צרכי המימון של הפעילות השוטפת ופירעון הלוואות; נגישות החברה למקורות מימון הינה גבוהה ויש בה כדי לאפשר לחברה מיחזור של חלק מהלוואותיה ובכך לצמצם את היקף השימוש במקורות הנזילים; הפעילות העיקרית של החברה מתבצעת באמצעות חברת הבת פלאזה סנטרס, אשר הינה בעלת יתרות מזומנים משמעותיות וגמישות פיננסית טובה.

עיקר הכנסותיה של החברה נבעו בשנים האחרונות ממכירת קניונים ומרכזים מסחריים אשר הוקמו ע"י חברת הבת - פלאזה-סנטרס. המשבר הפיננסי הנמשך במרבית המדינות בהן פועלת פלאזה סנטרס משפיע באופן מהותי על פעילותה אשר בא לידי ביטוי בהקפאת מרבית הפרויקטים שתוכננו וכן על יכולת מימוש הקניונים שהוקמו. העדר תזרימים משמעותיים מהפעלת ומכירת מרכזים מסחריים, העלייה בחוב הפיננסי בחברת פלאזה סנטרס, בשל המשך



מידרוג

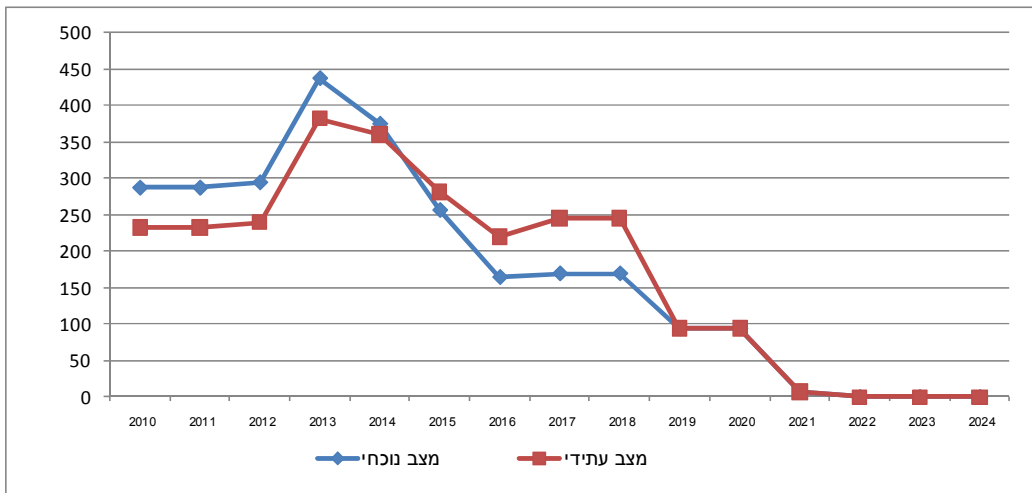
פעילות הביצוע והעדר מקורות הכנסה רווחיים נוספים, הובילו לשחיקה באיתנותה הפיננסית של החברה במאחד, לאורך התקופה. שחיקה זו עלולה להימשך במהלך השנה הקרובה וזאת לאור מצבם התכנוני וביצועי של הפרויקטים בתהליך. יש לציין, כי מצב השווקים בהם פועלת החברה מקשה על הנחזות של מימוש הפרויקטים בתהליך, בהתאם לתחזית החברה.

החברה פועלת להורדת המינוף, בין היתר, באמצעות מימוש חלק מהנכסים הממונפים שברשותה זאת כחלק מהאסטרטגיה העסקית שלה. הורדת המינוף תבוא לידי ביטוי על ידי פירעון ההלוואות הקיימות בגין הנכסים והצפת שווי עודף שאינו בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים וביחסי האיתנות הנגזרים מהם, בשל היותם רשומים על בסיס עלות (החברה אינה משערכת את נכסיה). מימוש הנכסים כאמור אף צפוי להגדיל את יתרות המזומנים של החברה, אם כי, באופן מתון יחסית.

אופק הדירוג היציב מתבסס על רמת נזילותה של החברה, אשר אמורה להיותר ברמה גבוהה בטווח הקצר והבינוני ולאפשר התמודדות נאותה גם בתרחיש של המשך האטה בביקוש למרכזים מסחריים במרכז מזרח אירופה. עם זאת, דירוג החברה ו/או אופק הדירוג, עלולים להיות מושפעים לשלילה מהעדר שינוי מגמה בשווקי הפעילות אשר יוביל להמשך השחיקה בנזילות ובאיתנות הפיננסית, מאי יכולת ליצור מקורות תזרימיים משמעותיים ויישום פעילות מימוש נכסים, אשר טמון בה פוטנציאל להורדת רמת המינוף מבלי לפגוע בתזרים השוטף. כך גם, ביצוע השקעות משמעותיות, אשר יקטינו את היקף יתרות המזומן באופן אשר יש בו כדי להעלות את רמת הסיכון של החברה, עלול להשפיע לשלילה.

גיוס החוב באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה, בהיקף של עד 100 מיליון ₪, ולאחר מכן החלפה סדרות אג"ח בהיקף של עד 400 מיליון ₪ נוספים, אשר נועדו למחזר חוב ולהקטין את עומס הפירעונות בשנים הקרובות, תוך פריסת החוב בצורה יותר מאוזנת.

השפעת החלפת הסדרות על פריסת חובות האג"ח של הקבוצה החל משנת 2010, באלפי ₪



אלביט הדמיה - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

על בסיס דוחות מאוחדים				נתונים פיננסיים עיקריים - אלפי ₪
31.12.2007	31.12.2008	*31.3.2009	**31.12.2009	
3,498,561	1,098,317	215,847		הכנסות
1,066,533	-68,254	1,660		רווח (הפסד) תפעולי
140,925	-63,995	-22,618		הוצאות (הכנסות) מימון, נטו
925,608	-4,259	24,278		רווח (הפסד) לאחר מימון
919,608	-24,061	8,657		רווח (הפסד) נקי
2,060,569	2,099,152	1,972,496		יתרות נזילות
4,424,788	5,651,405	6,058,355		חוב פיננסי
1,363,738	1,149,981	4,085,859		מזה: חוב פיננסי בגין המלונות
2,364,219	3,552,253	8,732,306		חוב פיננסי נטו
7,708,930	8,154,302	6,759,810		CAP
5,648,361	6,055,150	2,594,566		CAP נטו
3,229,003	2,437,783	9,290,004		הון עצמי זכויות מיעוט
8,447,648	8,691,712			סך מאזן
57%	69%	69%	75%	חוב ל-CAP
42%	59%	60%	68%	חוב נטו ל-CAP נטו
38%	28%	28%	23%	הון עצמי זכויות מיעוט למאזן

* דו"ח הדירוג האחרון התבסס על הנתונים לתאריך זה.

** דוח הדירוג הנוכחי התבסס על נתונים כספיים משוערים ליום 31/12/2009 שנמסרו על ידי החברה.

ירידה בהכנסות והפסד תפעולי

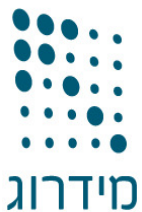
עיקר הכנסות החברה נובעות ממימוש מרכזים מסחריים ע"י פלאזה סנטרס. מכיוון שבשנת 2009 לא בוצעו מימושים כאלו, חל קיטון חד בהכנסות החברה ביחס לשנים קודמות. הכנסות החברה במאוחד בשנת 2009 נבעו בעיקר מהכנסות בתחום המלונאות ובתחום האופנה. החברה צפויה להציג הפסד תפעולי משמעותי לשנת 2009.

שחיקה ביחסי האיתנות של החברה

הפסדי החברה, שינויים בשע"ח, אשר התבטאו בקרן הון שלילית מהפרשי מטבע, בעיקר בשנת 2008, עם החלשות המטבעות הזרים ביחס לש"ח, וחלוקת דיבידנד שבוצעה בשנת 2008 היו הגורם העיקרי לקיטון בהון העצמי משנת 2007 לשנת 2009. במקביל חל גידול בחוב הפיננסי נטו באותן שנים בעיקר עקב גידול בהלוואות בנקאיות בעיקר בגין פרויקטים בהקמה של פלאזה סנטרס וגידול בהיקף חוב האג"ח נטו. כתוצאה מכך חלה שחיקה ביחסי האיתנות של החברה הן ביחס הון עצמי למאזן אשר ירד מ- 38% בשנת 2007 ל- 23% בשנת 2009 והן ביחס החוב נטו ל- CAP נטו אשר עלה מ- 42% בשנת 2007 ל- 68% בשנת 2009.

התקדמות בפעילות החברה בהודו

מלבד פעילות החברה באמצעות חברת פלאזה סנטרס, לחברה 2 פרויקטים למגורים בהודו אשר הינם בתהליך תכנון מתקדם ותחילת ביצוע - פרויקט ורטור שבבנגלור ופרויקט בצ'נאי. פרויקט ורטור כולל חטיבת קרקע הסמוכה למרכז העיר אשר בה צפויה החברה להקים, יחד עם שותף מקומי, כ- 2,100 יח"ד צמודות קרקע למעמד הביניים. פעילות ההקמה והשיווק צפויה להתחיל בחודשים הקרובים. הפרויקט בצ'נאי כולל חטיבת קרקע הסמוכה לפארק תעשייתי גדול, אשר בו



עתידה החברה להקים כ- 5,500 יח"ד, מהן כ- 250 יח"ד צמודות קרקע והיתר בנייה רוויה. החברה נמצאת בהליכים לקבלת היתרי בנייה ולהערכתה הבנייה והשיווק יחלו במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2010.

פעילות החברה בארה"ב

בפברואר 2010 הודיעה החברה, כי במסגרת שיתוף פעולה בינה ובין פלאזה סנטרס הגיעו הנ"ל להסכמה, באמצעות חברת בת, עם צד ג' להקמת קרן להשקעות בנדל"ן מניב בארה"ב. ככל שהקרן תבצע השקעות, היקף ההשקעה מצד החברה ומצד פלאזה סנטרס יעמוד על סכום כולל של עד 100 מיליון דולר ארה"ב, בחלקים שווים. עם תחילת התבססות פעילות זו, מידרוג תבחן את הפרמטרים הפיננסיים של ההשקעה והשפעתם על רמת הסיכון של החברה ובהתאם - על דירוגה.

אופק הדירוג

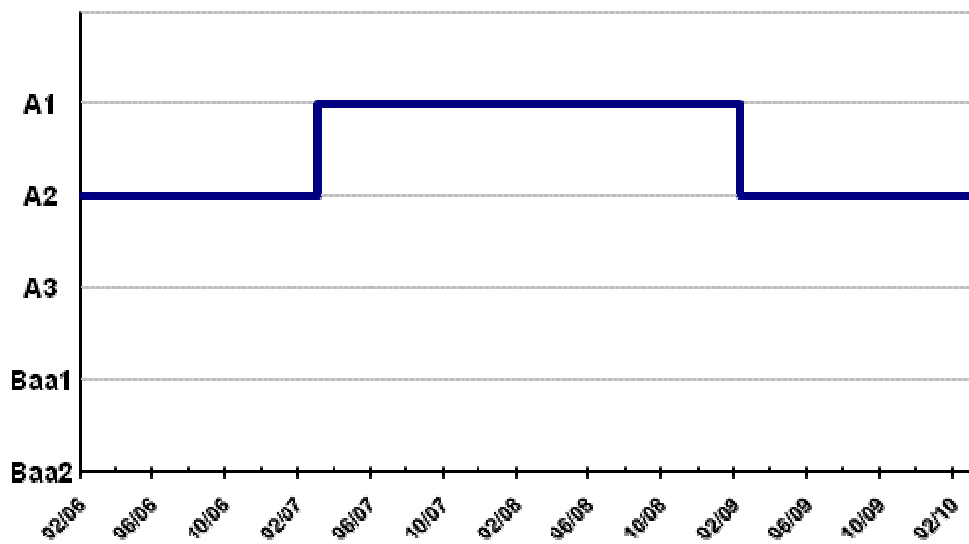
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור בתזרימים מפעילות הליבה של החברה וביחסי 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 בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית
- שינויים במבנה הבעלות ועזיבת אנשי מפתח

היסטוריית הדירוג



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 ופרויקטי נדל"ן מעורבים אחרים הממוקמים במזרח אירופה ובהודו.
 - מלונות - בעלות, תפעול וניהול של 8 מלונות במרכז, מערב ומזרח אירופה (אנגליה, הולנד, בלגיה ורומניה), באמצעות חברת הבת אלסינט בע"מ, תחת המותגים Radisson ו- Park Plaza.
 - 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". בנוסף, לחברה השקעות הון סיכון ופעילות ייזום בשלבים הראשונים בתחום בתי החולים והחקלאות.
- אלביט הדמיה בע"מ מוחזקת, נכון למועד דו"ח זה, על ידי אירופה ישראל בע"מ בשיעור של כ - 47.7%. המחזיקה העיקרית, חברת אירופה ישראל בע"מ, מוחזקת במלואה על ידי מר מוטי זיסר. סך אחזקותיו של מר זיסר, ישירות ובאמצעות חברה בשליטתו, עומד על כ - 50%. נכון למועד דו"ח זה, מחזיקה החברה כ - 68% מחברת הבת, Plaza Centers, כאשר שאר מניות החברה מוחזקות בידי הציבור.

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

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

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 שאלוהיה 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") 2010.

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 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. דירוגי 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.