

אלביט הדמיה רפואית בע"מ

אופק: יציב	A1	דירוג כל סדרות אג"ח שבמחזור
------------	----	-----------------------------

מידרוג מדרגת בדירוג A1 גיוס אגרות חוב בסכום של עד כ-620 מ' ש. גיוס החוב יתבצע באמצעות הנפקת אג"ח סדרה ד'. סדרת אג"ח ד' תהיה צמודה למדד המחירים לצרכן ותיפרע בשמונה תשלומים שווים בין השנים 2013-2020.

לאור השיפור בפעילות העסקית והפיננסית של החברה מידרוג מעלה את הדירוג הניתן לכל סדרות האג"ח שבמחזור של אלביט הדמיה ל-A1.

התפתחויות אחרונות¹

הנפקת חברת Plaza Centers בבורסה הראשית בלונדון לפי שווי של כ-1.0 מיליארד דולר. הנפקה זו תורמת, הגדלת הנזילות, הצפת ערך בפעילות הקניונים, הגדלת הגמישות הפיננסית בשל ההחזקה במניות חברה סחירה והגדלת השקיפות

החברה הנפיקה ב-27.10.2006 את חברת המרכזים המסחריים Plaza Centers (להלן "PC"), בבורסה הראשית של לונדון. התמורה נטו שהתקבלה ל-PC (לאחר עלויות הנפקה וחיתום) עמדה על כ-253 מ' יורו ומשקפת שווי לחברה של כ-1 מיליארד דולר. לאחר ההנפקה, אלביט הדמיה ירדה באחוז ההחזקה ב-PC לכ-68.4%.

אלביט הדמיה התחייבה במסגרת התשקיף של PC כי כל פעילות עתידית של החברה בתחום הקניונים במזרח אירופה, תיעשה דרך PC וכל פעילות אחרת תיעשה באלביט הדמיה. אלביט הדמיה מתכוונת להעביר כל פרויקט עתידי בתחום הקניונים ל-PC.

מדיניות הדיבידנד המוצהרת של PC הינה חלוקת דיבידנד שנתי של כ-25% מהרווח הנקי עד לרווח נקי של 30 מ' יורו, ומעבר לכך יחולקו בין 20-25% מהרווח הנקי מעל ל-30 מ' יורו.

מידרוג מעריכה כי הנפקתה של PC הביאה להצפת השווי בפעילות הקניונים, תורמת באופן משמעותי לגמישות הפיננסית של אלביט הדמיה הן באמצעות גידול ביתרות המזומן והן בעקבות ההחזקה במניות חברה סחירה וכן להגדלת השקיפות של החברה כלפי בעלי מניותיה ומחזיקי אגרות החוב. כיום, מניות PC אינן משועבדות, מצב אשר תורם אף הוא להגדלת הגמישות הפיננסית.

מחבר:
אביטל בר דיין, סמנכ"ל
אנליסטית בכירה
a.ignier@midroog.co.il

איש קשר:
אביטל בר דיין, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידים
ומוסדות 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 22.3.2007. 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 המציתו של דוח הדירוג.

רכישת קרקע ברומניה, Casa Radio אשר עליו יבנה מגה פרויקט בשטח כולל של כ-360 אלף מ"ר והמשך פעילות רכישת קרקעות לבניית קניונים במזרח אירופה

בנובמבר 2006, רכשה PC 75% מהזכויות בחברה המחזיקה בקרקע, Casa Radio במרכז בוקרשט בשטח של 90 דונם. שותף נוסף בפרויקט הינה ממשלת רומניה המחזיקה ב-15% מהזכויות. על שטח זה מתכננת PC בניית קומפלקס הכולל מרכז מסחרי בשטח של כ-132 אלף מ"ר, מגורים, מלון, קזינו, היפרמרקט, מרכז כנסים ושני מגדלי משרדים בשטח של 53 אלף מ"ר כל אחד. היקף השטחים הבנויים צפוי לעמוד על כ-360 אלף מ"ר. תחילת הבניה מתוכננת ל-2007 וכל השלבים מתוכננים להבנות באותו מועד. רכישת המגה פרויקט Casa Radio הינו בהמשך למגמה של החברה לרכוש ולבנות מגה פרויקטים דוגמת האי אובודה בבודפשט וקניון ההיפודרום בבודפשט. בנוסף, המשיכה החברה לרכוש קרקעות לבניית קניונים ברומניה, צ'כיה, ופולין.

תחילת פעילות בהודו – השקעה ראשונית במספר פרויקטים בהודו

החברה החלה בפעילות יזום בהודו באמצעות רכישה של מספר פרויקטים המפורטים להלן:

1. שני פרויקטים בפונה - פרויקט Koregaon, מרכז קניות ובידור כולל משרדים בשטח כולל של כ-110 אלף מ"ר ופרויקט Kharadi – הכולל מרכז קניות ובידור, משרדים ומלון דירות בשטח כולל של כ-240 אלף מ"ר.
2. פרויקט Kochi בעיר Cochin – כולל מגדל מגורים, מלון ומרינה בשטח כולל של כ-800 אלף מ"ר.
3. חתימה על הסכם שיתוף פעולה עם חברה מקומית גדולה לבניית רשת בתי חולים בהודו. הפרויקט הראשון יהיה בכלכותה בהשקעה של כ-230 מ' דולר (1000 מיטות, כ-250 אלף מ"ר). כל הפרויקטים של החברה בהודו נעשים באמצעות שותפים מקומיים. עד ליום 31.12.2006 השקיעה החברה סך של כ-13 מ' דולר בפרויקטים בהודו.

תוספת הכנסות מעסקאות קלפייר, שלבים א ו-ב' בגין התאמות מחירים והתאמות שיעורי תשואה.

במהלך התקופה הנסקרת, הצליחה החברה להגדיל את התמורה מעסקאות קלפייר. הגדלת התמורה נעשתה הן באמצעות התאמות מחירים בעקבות הגדלת ההכנסות מן הקניונים שנרכשו והן באמצעות שינוי תנאי החוזה עם קלפייר אשר כלל הורדת שיעור התשואה על פיו ירכשו הקניונים בבניה.

מכירת קניון ארנה בהרצליה תמורת כ-130 מ' דולר

החברה חתמה הסכם למכירת קניון ארנה בהרצליה תמורת כ-130 מ' דולר (כ-546 מ' ש"ח) לחברת מנופים. החברה לא צפויה לרשום רווח הון בגין מכירה זו. תזרים המזומנים הצפוי נטו בעקבות המכירה יעמוד על כ-80 מ' דולר.

התפתחויות פיננסיות עיקריות

להנפקת PC השפעה משמעותית על נזילותה של החברה ועל יחסי האיתנות הפיננסית שלה

נזילותה של החברה במאוחד הינה גבוהה מאוד כיום שכן יתרות הנזילות של החברה הכוללות את יתרות המזומן והפקדונות וההשקעות לזמן קצר עמדו על סך כולל של כ-2.5 מיליארד ₪ (לפי מאזן ה-30.9.2006 לאחר ההנפקה). נזילותה של אלביט הדמיה הינה גבוהה גם ברמת הסולו המורחב לפיו PC מוצגת כהשקעה בחברת בת. סך יתרות הנזילות של אלביט הדמיה סולו מורחב עמדו נכון ל-30.9.2006 פרופורמה לאחר הנפקת PC (להלן ה-30.9.2006 פרופורמה) על כ-1.2 מיליארד ₪. הנפקת PC תרמה גם לגמישות הפיננסית של אלביט הדמיה באופן משמעותי, שכן החברה מחזיקה במניות סחירות בשווי של כ-3.4 מיליארד ₪ (נכון למועד כתיבת הדוח) ואשר אינן משועבדות.

מידרוג מעריכה כי הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה לאחר ההנפקה הינם טובים מאוד וצפויים אף להשתפר בטווח הקרוב עם סיום מכירת ההיפודרום בהונגריה וקניין ארנה בהרצליה. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי בטווח הארוך, החברה לא תשמור על רמת נזילות כה גבוהה שכן בכוונתה לעשות שימו בחלק מיתרות המזומן לביצוע השקעות. לחברה מדיניות לשמירה על יתרות מזומן סבירות אשר יאפשרו לה גמישות בביצוע השקעות.

שיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית במאוחד לאחר הנפקת PC

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה במאוחד לאחר הנפקת PC השתפרו באופן משמעותי. יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי במאוחד, עלה ביחס לנתוני ה-31.3.2006 (על פיהם נעשה הדירוג האחרון) מכ-22% לכ-36% נכון לנתוני ה-30.9.2006 פרופורמה. יחס החוב ל-CAP החשבונאי ירד מכ-77% נכון ל-31.3.2006 לכ-61%. יחסים אלו אינם לוקחים בחשבון את עודף השווי בגין PC או עודף השווי הגלום בפעילויות האחרות של אלביט הדמיה. התחשבות בעודף השווי משפרת את יחסי האיתנות הפיננסית במידה ניכרת.

יחסי איתנות פיננסית - מאוחד

אלפי ₪	פרופורמה כולל חוב נוסף	30.9.2006 לאחר הנפקת PC	31.3.2006
סה"כ חוב פיננסי	4,423,212	3,415,212	3,170,116
יתרות מזומן ופקדונות לזמן קצר	2,520,034	2,520,034	1,120,630
חוב נטו	1,903,178	895,178	2,049,486
CAP	6,598,118	5,590,118	4,134,753
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן	31%	36%	22%
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך המאזן מותאם בהתחשב בשווי עודף נכסים	43%	48%	36%
חוב ל-CAP	67%	61%	77%
חוב נטו ל-CAP	29%	16%	50%
חוב ל-CAP כלכלי	55%	49%	62%

ניתוח של נתוני הסולו המורחב אשר בהם מוצגת PC כהשקעה בחברה מוחזקת מצביעים על איתנות פיננסית טובה. יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי עמד נכון ליום ה-30.9.2006 פרופורמה על כ-32% ויחס החוב ל-CAP עמד על כ-66%. בחינת יחסי האיתנות כוללת בחינה של יחס החוב לשווי השקעות אשר הינו יחס הנבחן בדירוג של חברות אחזקה. לאחר הנפקת PC יחס החוב לשווי השקעות מותאם (שווי החזקות לא סחירות בספרים ושווי שוק החזקות סחירות) הינו נמוך יחסית ועומד על כ-45%. יחסי האיתנות פרופורמה, לאחר הגדלת חוב, צפויים להרעה מסוימת, להערכת מידרוג, אך יישארו ברמה אשר

תואמת את דירוג החברה. אם לוקחים בחשבון את השווי של מניות PC לפי שווי שוק יחסים אלו משתפרים באופן משמעותי כך שעדיין תואמים את הדירוג.

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 כך שיחס החוב ל-CAP במאוחד יעלה על 66%-68% (היחס יבחן מחדש כאשר החברה תעבור לדיווח כספי לפי תקני ה-IFRS)
- עליה ביחסי המינוף על פי נתוני הסולו המורחב
- 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.

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



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 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. 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