

אלביט הדמיה בע"מ

אופק: שלילי	דירוג: A1	דירוג Issue, סדרות א' - ו'
-------------	-----------	----------------------------

מידרוג מודיעה על שינוי אופק הדירוג של כל סדרות האג"ח במחזור, סדרות א' - ו' (כולל), אותן הנפיקה חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "החברה"), מדירוג A1 באופק יציב לדירוג A1 באופק שלילי. הצבת האופק השלילי נובעת בעיקרה בעקבות החרפת אי הוודאות הכלכלית בסביבה העסקית בה פועלת החברה וחברת הבת, Plaza Centers N.V. (להלן: "PC"), וכתוצאה מההרחבה בפעילות החברה לרבות PC בהודו.

מחבר:
אמיר ארז
אנליסט
amira@midroog.co.il

להלן פירוט סדרות האג"ח הקיימות במחזור

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד תשלום הקרן האחרון	מועד תשלום הקרן הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 30.06.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	יתרה לתאריך 30.06.08 ע.ג. (אלפי ₪)	סדרה
10	20/02/2014	20/08/2009	6.00%	מדד	614,183	567,631	סדרה א'
10	20/02/2014	20/08/2009	5.72%	דולר	50,353	69,550	סדרה ב'
10	01/09/2018	01/09/2009	5.30%	מדד	484,848	458,605	סדרה ג'
8	01/04/2020	01/04/2013	5.00%	מדד	666,424	620,000	סדרה ד'
10	01/07/2021	01/07/2012	6.30%	מדד	70,343	66,375	סדרה ה'
6	01/10/2015	01/10/2010	5.70%	מדד	381,978	366,261	סדרה ו'
					2,268,129	2,148,422	

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

אביטל בר דיין
סמנכ"ל בכיר, ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

שינוי האופק לשלילי נובע, בעיקר, בשל:

- השקעה עתידית של החברה בפרויקטים בעלי היקף נרחב בהודו, אשר צפויה להגיע להיקף מהותי. ההשקעה בהודו כוללת שלושה פרויקטים שונים אשר עיקרם בנייה למגורים, זאת בנוסף על השקעות בפרויקטים עצמאיים בהודו המבוצעים על ידי החברה הבת - PC. להערכת מידרוג, המשבר הפיננסי הגלובלי עלול להשפיע אף על הודו - וכתוצאה מכך גדלה גם רמת החשיפה והסיכון של תמהיל ההשקעות של החברה בכלל ורמת הסיכון והחשיפה בפרויקטים אלו בפרט.
- חשיפת פעילות החברה הבת, PC, לכלכלות המדינות במזרח אירופה אשר עלולות, לאור ההרעה הכלכלית בסביבה העסקית הגלובלית, להשפיע על התוצאות הפיננסיות של החברה. כך גם חשיפה של פעילות החברה ברמת הסולו (ללא פעילות PC) למשבר הכלכלי בשוקי העולם, אשר עלול להשפיע על פעילות החברה.

הותרת דירוג סדרות האג"ח ברמה A1 על כנו וקביעת אופק שלילי בלבד, נתמכת:

- ברמת הנזילות הגבוהה של החברה, הן ברמת החברה סולו והן ברמת האיחוד - כולל PC.
- ברמת המינוף הנמוכה, יחסית, של החברה המורכבת בעיקר מאג"ח והיקפי מימון נמוכים לפרויקטים בבנייה.
- ביכולת החברה לווסת את הוצאותיה על ידי עיכוב התקדמות בפרויקטים הממומנים מהון עצמי.

לחברה, נכון לתאריך 30.6.2008, יתרות מזומנים, סולר¹, בהיקפים משמעותיים של כ- 1.1 מיליארד ₪. יתרות אלו, היקף חוב נמוך בחברת הבת העיקרית – PC ופעילות בתי המלון (במסגרת חברת אלסינט) התומכת בעצמה, מגדילים להערכת מידרוג, את יכולת החברה לעמוד בפני הזעזועים המשפיעים על חברות רבות בשוק הגלובאלי בכלל ובתחום הנדל"ן בפרט. בתקופה של חוסר וודאות, היקף חוב נמוך יחסית, כמו גם יתרות המזומנים – הן בחברת אלביט הדמיה והן בחברת PC, מקנים יתרון בקביעת לוחות הזמנים לביצוע הפרויקטים ובהתנהלות בזמן המשבר. יתר על כן, החברה הצהירה על מדיניות במסגרתה מתחייבת החברה לשמור על קופת מזומנים נזילה, ברמת החברה סולו והמאוחד, בהיקף של כ- 10% מסך חובותיה הפיננסיים (להלן: "כרית המזומנים"), מדיניות זו, להערכת מידרוג, תורמת לשיפור הגמישות הפיננסית של החברה בשנים הקרובות.

יצוין כי, פריסת האג"ח של החברה ברמת הסולו הינה סבירה והתשלומים העתידיים על הקרן צפויים להתחיל בשנת 2009, בהיקפים נמוכים של כ- 110 מיליון ₪ בלבד בשנת 2009 ובהיקף של כ- 230 מיליון ₪ בשנת 2010, כך שלחברה לא צפוי עומס תזרימי משמעותי בשל חובותיה הקיימים במהלך השנתיים הקרובות, זאת בהתחשב ביתרות המזומן אשר ברשותה.

יחסי האיתנות של החברה במאוחד עומדים על יחס חוב ל- CAP של 64% בהתחשב בניכוי כרית מזומנים של 10% מהחוב הפיננסי וה- CAP, בהתאמה. יצוין, כי אופק הדירוג של החברה מתחשב בכך כי החברה לא תעלה ביחס איתנות זה מעל ל- 60%. היה וכרית המזומן לא תהא מספקת, על החברה (ברמת הסולו והמאוחד) לשמור, בנוסף, על יתרת מזומנים לשם שמירה על יחס זה.

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת²

הגדלה משמעותית של פעילות החברה בהודו מגדילה, להערכת מידרוג, את הסיכון הטמון בפעילות החברה לאור השקעה משמעותית נדרשת של הון.

במהלך שנת 2007 העמיקה החברה, לרבות חברת PC, את המשאבים המושקעים בהודו. החברה יחד עם חברת הבת PC צפויה במהלך השנתיים הקרובות להשקעות בהיקף מהותי במספר פרויקטי נדל"ן, המשותפים לשתי החברות. בנוסף, לחברה פעילות ראשונית בהיקף מצומצם לתחומים נוספים בהודו – כדוגמת תחום המחלבות האולטרה-מודרניות ובתי החולים. מלבד יתרות המזומן שבקופת החברה, סולו, מקורותיה התזרימים של החברה ברמת הסולו נתמכים על ידי תזרים חיובי ופעילות רווחית של חברת הבת אלסינט, המציגה גידול ברווחי בתי המלון של החברה ועל ידי חלוקת דיבידנדים מחברת הבת, PC, אשר הציגה רווחים משמעותיים עם מכירת מספר קניונים בשנים 2006-7 ואף, לאחרונה, עם השלמת מכירתו של קניון פילזן בצ'יכה ברווח משמעותי.

במהלך שנת 2007 קידמה החברה שלושה פרויקטי נדל"ן בהודו בהיקף השקעה מהותי, במהלך שנת 2008 נטלה על עצמה חברת הבת, PC, חלק שווה במיזמים אלו ולפיכך צפוי להתחלק נטל ההשקעה בין שתי החברות. להערכת מידרוג, סכום משמעותי זה מגדיל את רמת הסיכון של החברה כתוצאה מהעמקת ההתחייבות הפיננסית של החברה בהודו, המדורגת בדירוג Baa2. עם זאת, ראוי לציין כי העובדה שהחברה, בניגוד לחברות אחרות בתחום, כבר פועלת, באמצעות חברת PC, במספר פרויקטים פעילים בתהליכי בניה ברחבי הודו, מצמצמת את הסיכון הכרוך בזמן הלימוד הנדרש בכניסה לשוק חדש. כך גם היות הפרויקטים מבוצעים בשותפות עם שותפים מקומיים - חברות נדל"ן הודיות, יזמיות אשר כל אחת מחברות אלה הקימה מספר יח"ד בהיקפים משמעותיים, מקטינים את רמת הסיכון של הפרויקטים.

¹ בדוח זה אלביט הדמיה ברמת הסולו הינה בניטרול PC.

² מינואר 2007

להלן פירוט פעילות החברה בהודו:

פירוט פרויקטי הנדל"ן בהודו – Cochin, Chennai ו-Bangalore :

שם הפרויקט	מיקום	% החזקה	שטח קרקע מוערך (אלפי מ"ר)	הערכת שטח בנוי (בסיום אלפי מ"ר)	סטטוס
Cochin	Cochin, Kerala State, India	50%	166	575	Planning Stage
Chennai	Chennai, Tamil Nadu State, India	80%	546	1,300	Planning Stage
Bangalore Project	Bangalore, Karnataka State, India	50%	1,780	2,000	Planning Stage

פרויקט Chennai

במהלך חודש דצמבר 2007, חתמה החברה על הסכם למיזם משותף (חלק החברה 80%) לרכישת חטיבות קרקע בהיקף של עד 135 אקר בציני (Chennai), הודו. במידה ואכן תרכוש החברה את כל השטח, נאמדת עלות הרכישה הכוללת בכ – 108 מיליון דולר והיקף השטח הבנוי צפוי לעמוד על כ – 1.3 מיליון מ"ר, בכפוף להשגת אישורי הבנייה. ההסכם צפוי להתבצע בשלבים והוא כפוף למספר תנאים מתלים ובדיקת נאותות לשביעות רצונה של החברה. נכון לתאריך 30.6.2008 העבירה החברה סך כולל של כ – 43.3 מיליון דולר (חלק החברה) בתמורה לכ – 54 אקר. בכוונת החברה להקים פרויקט משולב אשר יתבסס על דירות מגורים (הן בבנייני מגורים רבי קומות והן בוויילות), במקביל, בתוכנית החברה שטחים מסחריים, בריכות שחייה ומתקני ספורט שונים. מימון הפרויקט בשלב הראשוני צפוי להתבצע ממשאביה העצמיים של החברה ולאחר מכן ממקדמות המתקבלות מרוכשי השלבים השונים בפרויקט, כך שפרט למימון הקרקע ועלויות התכנון והפיתוח, לא תיאלץ החברה למצוא מקורות נוספים למימון הבנייה.

פרויקט Cochin

במהלך חודש ספטמבר 2006, רכשה החברה באמצעות מיזם משותף עם חברה הודית את הזכויות בקרקע בהיקף של 41 אקר בקוצ'ין (Cochin), הודו. בכוונת החברה להקים פרויקט משולב אשר צפוי לכלול מספר גדול של בנייני מגורים, בית מלון, שטחי משרדים ומרינה בשטח בנוי הצפוי להגיע לכ – 575 אלף מ"ר. נכון לתאריך 30.6.2008 השקיעה החברה סך של כ 10 מיליון דולר ברכישה חלקית של קרקע בהיקף של כ – 13 אקר בתמורה כוללת צפויה של כ- 19 מיליון דולר (חלק החברה).

פרויקט Bangalore

במהלך חודש מרץ 2008, חתמה החברה על הסכם עקרוני לשיתוף פעולה עם אחת מהחברות היוזמות הגדולות בהודו במטרה לקדם פרויקט משולב בקנה מידה נרחב, אשר יוחזק על ידי החברות השותפות בחלוקה שווה (50-50) בשטח של עד 440 אקר בבנגלור. השטח, המוחלק לשבע חטיבות קרקע שונות נרכש בשני אופנים שונים – שטח של 230 דונם ירכשו באופן מלא על ידי החברות. במידה וירכשו כל שבע חטיבות הקרקע יעמוד חלקה של החברה תמורה הכוללת על סך של כ – 266.5 מיליון דולר. שטח נוסף של 210 דונם ירכשו באמצעות עסקת קומבינציה והיקף ההשקעה הנדרש לצורכי מימון היטלים שונים בשטח זה צפוי לעמוד על כ – 18.7 מיליון דולר בלבד. בכוונת החברה להקים על השטח בנייני מגורים בשילוב שכונות ווילות למגורים אקסקלוסיביים, בתי מלון ושטחי הארחה שונים כמו גם בית חולים ומבני שירות וקהילה נוספים. סך השטח הבנוי צפוי לעלות על 2 מיליון מ"ר, בכפוף להשגת אישורי הבנייה המתאימים. בנייתו של השלב הראשון בפרויקט צפויה להתחיל במהלך 12 החודשים הקרובים ושלבי הבנייה השונים צפויים להימשך פרק זמן שבין שלוש לעשר שנים לאחר התחלת הבנייה. נכון לתאריך 30.6.2008 שילמה החברה סך של 72 מיליון דולר בתמורה לרכישת חלק מהקרקע בהיקף של 54 אקר. בנוסף, שילמה החברה מקדמה בעבור כ – 36 אקר נוספים בסך של 47.2 מיליון דולר.

הקמת מחלבה אולטרא-מודרנית בהיקף של כ – 10,000 פרות ומפעל למוצרי חלב מהווה כניסה לתחום חדש עבור החברה וכרוכה בנטילת הסיכונים היזמיים (והרווח האפשרי בצידם) בפעילות שוק החלב הקיים כיום בהודו
במהלך חודש פברואר 2008, חתמה החברה על הסכם עם גורמים ממשלתיים בהודו לפיו תקים החברה חוות חליבה מודרנית בעלת כ – 10,000 פרות ומפעל חליבה ומוצרי חלב אולטרה – מודרני אשר יספק מוצרי חלב ברמות שונות. החווה והמפעל יוקמו על שטח אדמה המיועד לפרויקט, בהיקף של כ – 500 אקר, אשר יוקצה לטובת החברה על ידי הממשלה. הפרויקט יבוצע במספר שלבים. תוכנית הפעילות של החווה כוללת הסתמכות על המומחיות והטכנולוגיה הישראלית בתהליכי ניהול הרפת ובתהליכי הייצור במפעל הסמוך. נכון למועד דו"ח זה לא השקיעה החברה סכום משמעותי בפרויקט ואין בכוונת החברה להשקיע סכום משמעותי זה ללא מענקי סיוע המתקבלים מן הבנק העולמי או ממשלת הודו לפרויקטים מסוג זה, דבר אשר יקטין באופן משמעותי את סכום החשיפה של החברה בפרויקט.

הקמת רשת בתי חולים באזורי המטרופולין הגדולים בהודו מהווה כניסה לתחום חדש עבור החברה המגדילה את רמת הסיכון של החברה

מתחילת שנת 2007 עובדת החברה עם מספר שותפים מקומיים במטרה ליזום רשת של בתי חולים שלישוניים³ מרובי התמחויות בהודו במטרה לענות על הצרכים הנוכחיים והעתידיים למרכזים מתמחים בטיפולים רפואיים שונים. בכוונת החברה ליצור רשת בתי חולים באזורי המטרופולין הגדולים בהודו – בכלכותה, עיר הבירה של בנגל המערבית, בית חולים בעל 500 מיטות בשלב הראשון, נמצא כבר בשלבים מתקדמים של תכנון על ידי חברת הבת "Neotia Elbit Hospital Venture Ltd" (להלן: "NEHVL") – מיזם משותף של החברה עם שותף מקומי המוחזק על ידי החברה בהיקף של 50%.

מטה החברה ממוקם בבנגאלור ומורכב מצוות מקצועי ישראלי ומקומי. בנוסף, פעילותה רבת השנים והמתמשכת של החברה בתחום המכשירים הרפואיים והביוטכנולוגיה עם מרכזים רפואיים בארץ ובעולם אפשרה הרכבה של צוות מייעץ ותומך אשר יסייע לחברה במיזם.

באמצעות NEHVL, נמצאת החברה בשלבים מתקדמים של בחינה של פיתוח בית חולים שניוני בעל 200 מיטות בעיר סיליגורי, אשר הפכה להיות מרכז סחר בצפון-מזרח הודו והעיר המקשרת בין בהוטן, בנגלדש ונפאל. בכוונת החברה לפתח בית חולים דומה בעל 500 מיטות בשלב הראשון (עם אפשרות להרחבה של עד 1000 מיטות) בפרויקט המשולב בבנגאלור. בנוסף, פועלת החברה עם מספר שותפים מקומיים שונים במטרה ליזום ולהקים בתי חולים במתכונת דומה באזורי מטרופולין אחרים ברחבי הודו.

פעילות המרוכזת תחת חברת הבת - אלסינט:

מכירת קניון ארנה במהלך חודש יולי בוצעה במטרה להנזיל את הנכס ובסופו של דבר רשמה החברה הפסד הון לאחר המכירה

במהלך חודש יולי 2007, חתמה החברה הבת, אלסינט בע"מ (להלן: "אלסינט"), על הסכם למכירת מלוא זכויותיה בקניון הממוקם במרינה של הרצלייה, ישראל (להלן: "קניון ארנה") לידי חברת מנופים פיננסיים לישראל בע"מ בתמורה, נטו בסך של 331 מיליון ₪. כתוצאה מהעסקה דיווחה החברה על הפסד בהיקף של 19.6 מיליון ₪.

מכירת נכס בבודפשט, הונגריה

במהלך חודש יוני 2007, חתמה החברה על הסכם למכירת חלקה (50%) מנכס בבודפשט, הונגריה, לידי צד ג'. תמורת העסקה הסתכמה בכ – 30 מיליון אירו, חלקה של החברה עמד על 15 מיליון אירו ובעקבות העסקה רשמה החברה רווח הון של כ – 10 מיליון אירו.

³ בתי חולים שלישוניים הינם בתי חולים ברמה הגבוהה ביותר פרט לבתי חולים המבצעים השתלות איברים, דהיינו – קיום האמצעים לביצוע מגוון רחב של פעולות כירורגיות וניתוחים שונים אחרים.

החברה מתכננת הקמתו של בית מלון חדש בטבריה שפתיחתו צפויה עד לחודש יולי 2010
במהלך חודש ינואר 2008, חתמה החברה על הסכם עם מינהל מקרקעי ישראל להחכרת שטח, בהיקף של כ- 45 אלף מ"ר, בטבריה, בתמורה לסך של כ- 30.6 מיליון ₪. בכוונת החברה להקים בית מלון או מלון דירות על השטח. להערכת החברה, פעולות הבניה צפויות להסתיים עד לחודש יולי 2010.

במהלך השנה רכשה החברה בית מלון בבלגיה ונכס היסטורי בהולנד במטרה לבצע שיפוץ והסבה בנכסים אלה ולהתאימם לבתי מלון ברמה של ארבעה כוכבים

Atlanta Hotel

במהלך חודש ינואר 2008, רכשה החברה נכס הידוע כ- Atlanta Hotel באנטוורפן, בלגיה, בעלות כוללת של כ- 26.3 מיליון ₪. בכוונת החברה לשקם את המבנה למלון ארבעה כוכבים בהיקף של כ- 60 חדרים.

Victoria Monument, Amsterdam, Holland

לחברה פרויקט בשותפות מלאה עם חברת Park-Plaza, במסגרת הפרויקט רכשו החברות בניין משרדים היסטורי בן 75 שנים המיועד לשימור באמסטרדם, הולנד. מבנה המשרדים ממוקם בלב מרכז העסקים באמסטרדם ובסמוך למלון פארק פלאזה ויקטוריה אשר הינו מלון ארבעה כוכבים. מטרת המיזם המשותף הינה הסבה של המבנה ליצירת תוספת של כ- 100 חדרים למלון הקיים בכפוף לקבלת כל ההיתרים הנדרשים. עלות הרכישה הכוללת עמדה על 14 מיליון אירו והיא מומנה במלוואה באמצעות הלוואה בנקאית. להערכת החברה, עלות השיפוץ והשחזור צפויה להגיע לכ- 10 מיליון אירו.

פעילות בתחום הביוטכנולוגיה:

במהלך השנה השקיעה החברה כ- 22.5 מיליון דולר בחברות ביוטכנולוגיה. הנפקת חברות הביוטכנולוגיה מהווה פוטנציאל להצפת ערך ושיפור משמעותי בתזרים המזומנים ובגמישות הפיננסית, פוטנציאל זה לא היווה בעבר ואינו מהווה בדוח מעקב שנתי זה חלק מעוגני הדירוג של החברה

במהלך חודש מרץ 2007, אישר מינהל המזון והתרופות האמריקאי (FDA) את מודל התהודה המגנטית (MRI) החדש של החברה הבת - InSightec. כמו כן, במהלך חודש מאי 2007, קיבלה החברה אישורים מאת מנהל התרופות האירופאי לשני טיפולים שונים של חברות בהן השקיעה החברה.

בנוסף, במהלך שנת 2007, השקיעה החברה סכומי כסף נוספים כהשקעת הון-סיכון. בעלי המניות של חברת InSightec, החברה, חברת General Electric וחברה נוספת, השקיעו באופן פרופורציונאלי לאחוזי ההחזקה סכומי כסף נוספים. חלק החברה בהשקעה הסתכם בכ- 20 מיליון דולר.

השקעות נוספות של החברה בשתי חברות נוספות - Gamida Cell Ltd ו- Varcode Ltd הסתכמו בשנת 2007 לסך כולל של כ- 2.5 מיליון דולר.

פעילות במסגרת החברה הבת – PC :

חברת הבת, Plaza Centers, ממשיכה בהקמה של קניונים ברחבי מזרח ומרכז אירופה ומהווה תומך משמעותי לתזרים ההכנסות הצפוי של החברה ולמוקד רווח. במהלך שנת 2007 ו- 2008 המשיכה החברה הבת להציג רווחיות גבוהה ולספק תזרים חזק כתוצאה ממכירת סדרה של קניונים לגורמים שונים.

במהלך שנת 2007 מכרה מספר נכסים במספר עסקאות שונות,

- במהלך חודש מאי 2007 מכרה PC שני מרכזים מסחריים בפולין בתמורה כוללת של כ- 505 מיליון ש"ח ורשמה רווח הון בהיקף של כ- 116 מיליון ש"ח.

- במהלך חודש יולי 2007 מכרה החברה מרכז מסחרי בפולין בתמורה לסך של כ- 442 מיליון ש"ח ורשמה רווח הון בהיקף של כ- 56.7 מיליון ש"ח.

- באוגוסט 2007 מכרה PC את Arena Plaza בבודפשט, הונגריה בתמורה לסך של כ- 2,156 מיליון ש"ח ורשמה רווח הון בהיקף של כ- 1,145 מיליון ש"ח.

במהלך חודש מאי 2008, קיבלה PC היתר ראשון מסוגו להפעלת בית קזינו גדול מימדים בהונגריה. PC השיגה היתר בלעדי לתקופה של 20 שנים עבור פרויקט "אי החלומות" שלה באי אובודה בהונגריה. לחברה, באמצעות PC, החזקה של 30% בפרויקט.

בנוסף, במהלך חודש אוגוסט 2008, נכנסה PC כשותפה שווה בשלושת הפרויקטים העיקריים של חברת האם, אלביט, כתוצאה מכך צפויה PC להשקיע מחצית מסכום ההשקעה הכולל בפרויקטים.

PC ממשיכה בפיתוח, בשלבים שונים של התקדמות, של 32 פרויקטים נוספים, בחלקם פרויקטים הכוללים מרכזים מסחריים וחלקם פרויקטים המשלבים מרכזים מסחריים, משרדים ומגורים.

התפתחויות נוספות :

כניסה של החברה לתחום הביטוח באמצעות שיתוף פעולה בינה ובין חברת כלל לרומניה ולמדינות נוספות במזרח אירופה

במהלך חודש יוני 2008, חתמה החברה על הסכם למיזם משותף (JV), עם חברת כלל החזקות עסקי ביטוח בע"מ (להלן: "כלל"), במטרה להרחיב את תחום פעילותה העסקית לתחום הביטוח. על פי הסכם זה, תרכוש החברה 50% מהונה המונפק של חברת C.I.E Holdings B.V. (להלן: "CIE"), בתמורה לסך של 17.76 מיליון דולר. CIE, חברה בבעלות משותפת של כלל ושל החברה, תפעל בתחום הביטוח ברומניה (בה יש לחברת CIE חברה בת פעילה – כלל רומניה) ובמדינות נוספות במזרח ובמרכז אירופה, כפי שהוגדרו בהסכמים, הן בדרך של פיתוח עסקי הביטוח של כלל רומניה והן בדרך של הקמת ו/או רכישת חברות ביטוח במדינות מטרה נוספות. העסקה כפופה לקבלת אישורים רגולאטורים שונים, לרבות אישור רשויות הפיקוח על הביטוח ברומניה אישור רשויות ההגבלים באירופה, והיא צפויה להתבצע בתוך מספר חודשים, אם וכאשר יושגו האישורים הנחוצים.

רכישת זיכיון חדש על ידי החברה, במקביל למותג "Mango MNG"

במהלך חודש ספטמבר 2007, חתמה החברה, באמצעות חברה בת, על הסכם לקבלת זיכיון G-STAR. תוקף הזיכיון לתקופה של 10 שנים.

התפתחות התוצאות הכספיות

אלביט הדמיה בע"מ (מאוחד) – מאזן לתאריך 30.6.2008, אלפי ₪ :

GAAP	IFRS	IFRS	IFRS	מאזן מאוחד - אלפי ₪
31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	30.6.2008	
489,344	2,150,871	1,416,710	1,796,077	מזומנים ושוי מזומנים
240,072	387,065	700,055	857,866	פקדונות והשקעות לזמן קצר
35,404	74,974	1,521,521	379,082	לקוחות
76,680	98,459	451,431	220,891	חייבים ויתרות חובה
24,132	24,491	25,492	30,078	מלאי
	923,634	1,738,213	2,192,242	trading property
				השקעות וחייבים לזמן ארוך
62,139	130,525	109,114	782,709	פקדונות אגרות חוב הלוואות וחייבים לזמן ארוך
56,798	55,460	58,062	50,371	השקעות בחברות מוחזקות ואחרות
2,758,465	2,161,184	2,215,973	2,357,674	רכוש קבוע (נכסי נדל"ן + נדל"ן להשקעה + זכויות חכירה)
30,476	7,272	51,820	48,525	רכוש אחר
	254,210	148,137	132,983	הוצאות נדחות
	4,997	-		מיסים נדחים
12,607	12,483	11,120	10,890	נכסים המתייחסים לפעילות מופסקת
3,786,117	6,285,625	8,447,648	8,859,388	סך נכסים
				התחייבויות
460,270	688,553	166,469	197,684	אשראי לזמן קצר
82,013	155,008	181,226	156,285	ספקים ונותני שירותים
149,995	217,609	557,493	484,002	זכאים ויתרות זכות
1,902,391	2,683,595	4,123,904	5,184,971	הלוואות מתאגידים בנקאיים ומוסדות פיננסיים (ללא חלויות שוטפות)
62,159				אג"ח להמרה
	133,970	104,292	85,700	התחייבויות ארוכות מועד אחרות
62,430	40,514	30,123	26,877	התחייבויות המתייחסות לפעילות מופסקת
	72,145	55,139	51,761	מיסים נדחים
1,186				אופציות בחברת בת
11,449	649,515	1,193,565	1,103,702	זכויות המיעוט
1,054,224	1,644,716	2,035,438	1,568,406	הון עצמי
3,786,117	6,285,625	8,447,649	8,859,388	סך התחייבויות

אלביט הדמיה בע"מ (מאוחד) – יחסים עיקריים לתאריך 30.6.2008, אלפי ₪ :

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	30.6.2008	נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד) - אלפי ₪
816,755	1,641,479	3,498,561	691,477	הכנסות
136,786	580,629	1,066,533	54,657	רווח תפעולי
122,321	118,585	140,925	5,460	הוצאות מימון נטו
14,465	462,044	925,608	49,197	רווח לאחר מימון
85,249	499,494	919,608	52,460	רווח נקי
3,786,117	6,285,625	8,447,648	8,859,388	סך מאזן
2,425,091	3,546,632	4,424,788	5,495,232	חוב פיננסי
729,416	2,537,936	2,116,765	2,653,943	יתרות נזילות
1,695,675	1,008,696	2,308,023	2,841,289	חוב פיננסי נטו
1,065,673	2,294,231	3,229,003	2,672,108	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,490,764	5,908,011	7,708,930	8,219,101	CAP
2,761,348	3,370,075	5,592,165	5,565,158	CAP נטו
69%	60%	57%	67%	חוב ל-CAP
61%	30%	41%	51%	חוב נטו ל-CAP נטו
28%	36%	38%	30%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
			549,523	כרית נזילות על פי התחייבות החברה
			4,945,709	חוב פיננסי בניכוי כרית נזילות
			64%	חוב ל-CAP מתואם בניכוי נזילות

כללי :

הכנסות החברה מושפעות ממרכיב היזמות בפעילותה ולפיכך הכנסותיה תנודתיות בעלות פער רב בין השנים. במהלך שנת 2007 ביצעה חברת הבת, PC, מכירה של מספר קניונים אשר הניבה לה הכנסות ורווחי הון בהיקפים משמעותיים (הכנסות החברה הבת במהלך 2007 עמדו על היקף של כ- 500 מיליון אירו כתוצאה ממכירת קניונים). הוצאות המימון של החברה קטנו באופן משמעותי כתוצאה מיתרות המזומן שנוצרו לחברה, בין היתר, כתוצאה מהמכירות אשר יצרו לחברה הכנסות מימון במהלך שנת 2007 ו- 2008 אשר התקזזו כנגד הוצאות המימון.

לחברה יתרות מזומנים גבוהות, כאשר, להערכת מידרוג, יתרות מזומנים אלו מקטינות את חשיפת החברה להיקלעות לקושי תזרימי בשנתיים הקרובות

בעקבות מכירת קניון ארנה בהרצליה וגיוס אגרות חוב במהלך שנת 2006 ומחצית 2007 לחברה ברמת הסולו יתרות מזומנים גדולות – בהיקף של למעלה ממיליארד ₪ נכון לתאריך 30.6.2008. יתרות נוספות של מזומנים, בהיקף של כ- 300 מיליון יורו, קיימות בחברת הבת – PC. על סמך הערכות החברה, יתרות מזומנים אלו צפויות לממן באופן מלא את צרכי ההשקעה של החברה למשך השנתיים הקרובות ולהותיר בידי החברה (כולל היתרות ב- PC) מזומנים למימון פעילותה השוטפת ולשימוש ככרית ביטחון.

עלייה מתמדת בהכנסות וברווח הנקי של פעילות בתי המלון לצד הגידול בסיכון בתחום

עלייה מתמדת ניכרת בפעילות ובהכנסות המתקבלות מתחום בתי המלון. להערכת מידרוג קיימת סכנה בפעילות בתי המלון, אשר נמצאים ברמת הסיכון הגדולה ביותר מבין אפיקי הפעילות של החברה בחשיפה למצב המקרו הכלכלי השורר כיום במדינות בהן פועלת החברה. לקראת סוף שנת 2008 ובתחילת שנת 2009 צפויות הכנסות מאפיק פעילות זה לגדול בעקבות פתיחת שני בתי מלון נוספים לאחר הסבה ושיפוץ בהיקף של כ- 9 מיליון אירו ל EBIDTA.

חלוקת דיבידנדים בעקבות התוצאות הכספיות לשנת 2007

במהלך חודש יוני 2008, בעקבות מכירת קניון ארנה בבודפשט, הונגריה ברווח הון משמעותי, חילקה החברה הבת, Plaza Centers N.V, דיבידנד בשווי כולל של 57 מיליון אירו, חלק החברה בדיבידנד עמד על כ- 39 מיליון אירו (כ- 220.7 מיליון ₪). במקביל, חילקה החברה במהלך אותו חודש דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ- 168 מיליון ₪.

החברה ממשיכה להציג רווחיות ותזרים חיובי מפעילות החברות הבנות

גם בשנת 2007 הציגה החברה תזרים חיובי מפעילות החברות הבנות התומכות בפעילותה היזמית – אלסינט (בתי המלון) ו- PC (באמצעות מכירת הקניונים במזרח אירופה). במהלך הרבעון השני לשנת 2008 הציגה החברה רווח בהיקף של 52.5 מיליון ₪, כתוצאה מהשלמת מכירת קניון פילזן בהונגריה בתמורה כוללת של כ- 60 מיליון אירו וקבלת התמורה. על פי תחזיות החברה ולהערכת מידרוג יפגע תזרים המזומנים של החברה ויהפוך שלילי כתוצאה מההשקעות המרובות הנדרשות בהודו במהלך השנה הקרובה ואולם, כאמור, תזרים שלילי זה אופייני לחברת ייזום וייתמך באמצעות יתרות המזומנים הקיימות בחברה.

שחיקה ביחסי האיתנות כתוצאה מגידול משמעותי בחוב החברה בשנת הפעילות האחרונה

גיוס איגרות חוב בהיקפים משמעותיים הביא לשחיקה ביחסי האיתנות של החברה, הן בנתוני הסולו המורחב והן במאוחד. יחס החוב ל- CAP, במאוחד, שעמד בסוף שנת 2006 על כ- 60% ירד בסוף שנת 2007 לכ- 57% כתוצאה מהנפקת חברת הבת, PC, וכתוצאה ממכירה של מספר קניונים אשר הניבה רווח הון משמעותי. גיוס אגרות החוב, במסגרת חברת הבת PC, הביאה את החברה, במאוחד, למינוף של כ- 67% חוב ל- CAP. כאשר החברה אמורה לשמור על כרית מזומן ויתרות נזילות נוספות במטרה לעמוד ביחס של 60%. להערכת מידרוג לא צפויה הרעה משמעותית נוספת ביחסי האיתנות של החברה היות ובידי החברה יתרות מזומנים הצפויים לענות על צרכיה התזרימיים למשך השנתיים הקרובות.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג : *

- השלמת הפרויקטים היזמיים בשילוב תזרים מזומנים חיובי לאורך זמן.
- הקטנת שיעור המינוף באופן משמעותי.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג :

- המשך הגדלת החוב ללא הגדלת ההון העצמי תוך הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס החוב ל – CAP (במאוחד) בניכוי יתרות מזומנים אותם התחייבה החברה להחזיק במסגרת מדיניות החברה לכרית נזילות (בין 10% - 7%, בסולו ובמאוחד), לא יעלה על 60%; היה וכרית המזומן לא תהא מספקת, תשמור החברה בנוסף, על היקף יתרות מזומנים מתאימה לשם שמירה על יחס זה.
 - הגדלת היקף ההשקעות בצורה משמעותית במקביל לכניסה לתחומי פעילות חדשים אשר לא היוו עד כה חלק מפעילויות הליבה של החברה.
 - מדיניות חלוקת דיבידנדים חריגה.
 - הידרדרות במצבה העסקי והפיננסי של חברת פלאזה סנטרס.
 - הרעה מתמשכת בשווקי פעילות החברה אשר עלולה להשפיע על פעילותה העסקית של החברה.
 - ירידה משמעותית ברמת הנזילות של החברה (בסולו ובמאוחד)
- * אין באמור בגורמים המפורטים כדי להוות התחייבות כלשהי של החברה לפעול בהתאם לאמור באותם גורמים.

אודות המנפיק

אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "החברה") 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 :

- ייזום, בנייה וניהול של מרכזי בידור וסחר במזרח ובמרכז אירופה, הודו ובעבר גם בישראל, בעיקר על ידי חברת הבת – Plaza Centers.
 - ייזום, בנייה, תפעול, החכרה וניהול של 9 מלונות במרכז, מערב ומזרח אירופה (אנגליה, הולנד, בלגיה, רומניה והונגריה), באמצעות חברת הבת אלסינט בע"מ, תחת המותגים Park Plaza ו – Radisson.
 - פורטפוליו של השקעות הון במספר תחומים, בעיקר בתחום טיפול רפואי מונחה באמצעות חברת InSightec העוסקת בתחום הניתוחים הלא פולשניים. השקעה בחברת Gamida Cell אשר עוסקת בשכפול תאי גזע לטיפול בסרטן.
 - בנוסף, עוסקת החברה במגוון פעילויות העוסקות בהפצה ושיווק של מוצרי אופנה ומוצרים נלווים באמצעות חברה בת המשמשת כמשווקת הבלעדית של המותג "מנגו" ומספטמבר 2007 גם של המותג "G-STAR". ובפעילות בתחום הביטוח ברומניה, החל משנת 2007, באמצעות מיזם משותף עם חברת כלל.
- 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 – 50.8%.
- נכון למועד דו"ח זה, מחזיקה החברה כ – 68% מחברת הבת, Plaza Centers, כאשר שאר מניות החברה מוחזקות בידי הציבור.
- למידע נוסף ומפורט אודות פעילות החברה ניתן לפנות לדו"ח האנליטי אשר פורסם בחודש פברואר 2006, במסגרת הדירוג הראשוני של החברה.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
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-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
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.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

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

דו"ח מספר : CRE07231008000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 בעינינו 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 מודייס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.