

# אלביט הדמיה בע"מ

אישור מחדש של פעולת דירוג מחודש יולי 2010 - אוקטובר 2010

1

## מחבר:

נדב גורן, אנליסט  
[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	A2	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

**מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק שלילי לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אלביט הדמיה בע"מ (להלן: "אלביט" ו/או "החברה"). כמו כן, בהמשך לדוח פעולת הדירוג מחודש יולי 2010, מאשרת מידרוג דירוג A2 באופק שלילי, לביצוע הרחבה של אג"ח סדרה ד' או סדרה ז' בהיקף של עד 400 מיליון ₪ ערך מתואם (פארי), כנגד החלפת סדרה ג' או סדרה ו' - באמצעות הצעת רכש. יחס ההחלפה הצפוי (במונחי פארי) לא יעלה על 1.15.**

החל מדו"ח פעולת הדירוג האחרון, שפורסם לחברה במהלך חודש יולי 2010, בו הוצב אופק דירוג שלילי, לא השתנתה רמת הסיכון של הפרופיל הפיננסי של החברה. רמת נזילות החברה נותרה טובה, כפי שבאה לידי ביטוי ברמת היתרות הנזילות של החברה אשר עמדו, נכון ליום 30.06.2010, על היקף של כ- 1.8 מיליארד ₪ ברמת החברה המאוחדת וכ- 827 מיליון ₪ ברמת הסולו המורחב (בפעילות המאוחדת, ללא איחוד החברה הבת - פלאזה סנטרס והפעילות בארה"ב).

החברה ממשיכה לפעול בהתאם לאסטרטגיה שהתוותה להורדת המינוף הפיננסי, בין היתר, באמצעות מימוש נכסים והנפקת פעילויות בבורסה. בהקשר זה יש לציין את מימוש מניות פלאזה סנטרס, בהיקף של כ- 98 מיליון ₪, שביצעה החברה במהלך חודש אוגוסט 2010, וכן רכישת השלד הבורסאי - אנטר הולדינגס - בחודש ספטמבר 2010 והעברת הפעילות הרפואית-טכנולוגית של החברה (באמצעות החזקה בחברות אינסייטק וגמידה סל) אליו. רכישה זו, שהחליפה את הניסיון שלא צלח, להנפיק ישירות את הפעילות הרפואית-טכנולוגית, תסייע לחברה לנסות ולבצע בשלב מאוחר יותר גיוסי הון מהציבור.

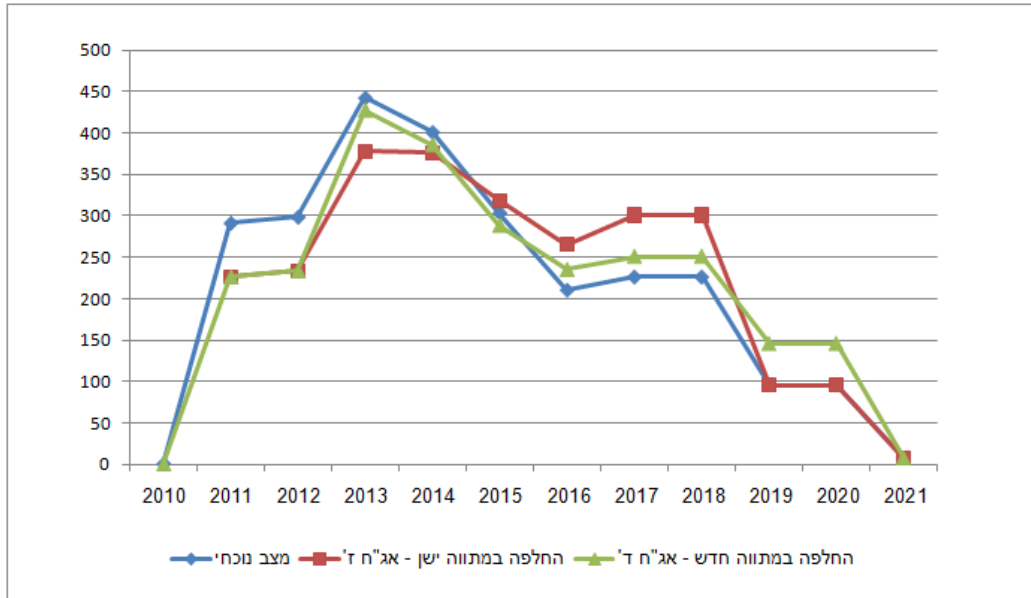
2

ברבעון השני של שנת 2010 רשמה החברה רווח חד פעמי בסך כ- 385 מיליון ₪, בעקבות השלמת העסקה לרכישת חברת MDT, באמצעות קרן ההשקעות האמריקאית שהקימה החברה, בשיתוף פלאזה סנטרס ומספר שותפים נוספים. רווח זה נוצר בעקבות רכישת MDT בסכום הנמוך מהונה העצמי בספרים.

בהתאם לאסטרטגיית הפעילות, מקור עיקרי עבור החברה ליצירת תזרים מזומנים הינו הקמה ומכירה של מרכזים מסחריים ע"י פלאזה סנטרס. אופק הדירוג השלילי משקף את הגריעה המתמשכת ביחסי איתנות החברה ותזרים שלילי מפעילות שוטפת, זאת - על רקע העדר מימושים בהיקף משמעותי של מרכזים מסחריים בשנתיים האחרונות, בעקבות המשבר הכלכלי במדינות הפעילות של פלאזה סנטרס במזרח אירופה.

ביצוע ההחלפה בין סדרות אג"ח ג' או ו' לסדרות ד' או ז' משפר את לוח הסילוקין של החברה, בכך שהוא מקטין את היקף הפירעונות הצפוי לחברה בשנים הקרובות ובמיוחד בשנים 2011-2012.

**פריסת פירעונות האג"ח בשנים הבאות לפי סוג המתווה (מיליוני ₪)**



**אלבית הדמיה - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)**

על בסיס סולו מורחב*				על בסיס דוח מאוחד				
31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.6.2010	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.6.2010	
				3,498,561	1,098,317	693,377	723,583	הכנסות
				1,066,533	(68,254)	(441,603)	273,359	רווח (הפסד) תפעולי
				140,926	(63,995)	261,523	151,040	הוצאות (הכנסות) מימון, נטו
				919,607	(24,061)	(651,005)	105,051	רווח (הפסד) נקי
1,536,708	1,186,396	1,137,218	827,363	2,060,569	2,176,387	2,072,020	1,826,615	יתרות נזילות
3,979,450	4,028,709	4,255,769	4,144,398	4,424,788	5,651,404	6,699,063	8,556,355	חוב פיננסי
2,442,742	2,842,313	3,118,552	3,317,035	2,364,219	3,475,017	4,627,043	6,729,740	חוב פיננסי נטו
6,214,376	5,613,292	5,482,881	5,070,262	7,708,929	8,154,301	8,889,208	10,767,713	CAP
4,677,667	4,426,897	4,345,663	4,242,899	5,648,360	5,977,914	6,817,188	8,941,098	CAP נטו
2,179,786	1,519,470	1,185,137	899,219	3,229,002	2,437,783	2,148,171	2,184,712	הון עצמי
6,504,145	5,720,317	5,644,063	5,297,059	8,447,648	8,691,712	9,408,190	11,395,363	סאזן
64.0%	71.8%	77.6%	81.7%	57.4%	69.3%	75.4%	79.5%	חוב ל- CAP
52.2%	64.2%	71.8%	78.2%	41.9%	58.1%	67.9%	75.3%	חוב נטו ל- CAP נטו
33.5%	26.6%	21.0%	17.0%	38.2%	28.0%	22.8%	19.2%	הון עצמי למאזן

\* ההחזקה בחברת פלאזה סנטרס והפעילות בארה"ב על בסיס אקוויטי

## אופק הדירוג

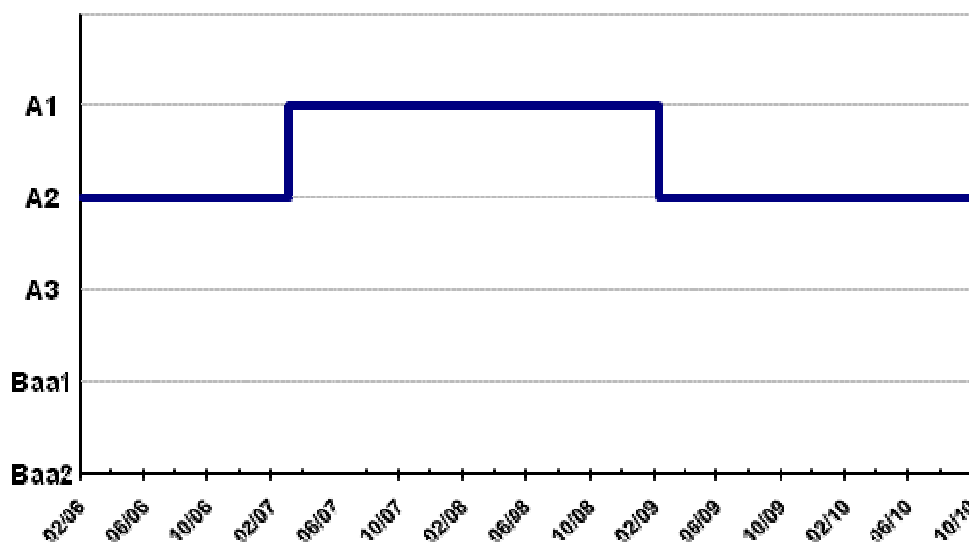
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים מפעילות הליבה של החברה וביחסי האיתנות, לאורך זמן

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה באסטרטגיית החברה להקטנת מינוף
- הרעה בנזילות החברה ואי יצירת מקורות תזרימיים משמעותיים
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית

## 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 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.
- בעל השליטה באלביט הדמיה הינו מר מוטי זיסר, המחזיק בחברה בשיעור של כ- 48.16% ישירות ובאמצעות החזקה מלאה בחברת אירופה ישראל בע"מ. נכון למועד הדו"ח, מחזיקה החברה בכ- 62.4% מחברת הבת - Plaza Centers והיתרה מוחזקת בידי הציבור.

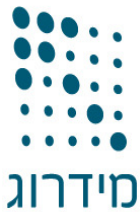
**רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:**

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.



דו"ח מספר: CRE111010400M

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") 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](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. 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.