



# ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

מעקב ו יוני 2012

1

**מחברת:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[Liatk@midroog.co.il](mailto:Liatk@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

רשימת מעקב	B2	דירוג סדרה
------------	----	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרה ה') שהנפיקה ישאל אמלט השקעות (1993) ("ישאל" או "החברה"), מ-Ba2 ל-B2 והעברת הדירוג לרשימת מעקב עם השלכות שליליות.

### סדרות האג"ח הכלולות במעקב דירוג זה:

יטרת שנות פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יטרות האג"ח ליום 31/03/2012 (במיליוני ₪) <sup>1</sup>	תנאי הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה מקורית	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2013-2017	65.6	מדד	4.7%	03/2007	1102854	ה'

### שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג הנוכחית נובעת מהיחלשות ברמת הנזילות של החברה. מאז מועד המעקב האחרון באפריל 2012, חלו התפתחויות שליליות נוספות בחברה.

ליום 31.3.2012 לחברה (סולו מורחב) מקורות נזילים חופשיים בסכומים נמוכים, המספיקים לצורך תשלום ריבית והוצאות הנהלה וכלליות במהלך שנת 2012, זאת לאחר שקרן האג"ח השנתית נפרעה ביום 1.4.2012. המשך יכולת שירות החוב בשנת 2013 (קרן וריבית) ויכולת העמידה בהתניות הפיננסיות כלפי הבנקים במהלך השנה הקרובה מותנת במימוש אחזקות. להערכת מידרוג, החברה תיאלץ לפעול בנמרצות על מנת להיערך לפירעון חלויות חוב אג"ח (סך של כ- 14 מיליון ₪ לפירעון במרץ 2013), פירעון הלוואה מחברת האם (סך של כ- 3.5 מיליון ₪ לפירעון במרץ 2013) ופריסת חוב בולט לבנק דיסקונט (יוני 2013). יטרת החוב ליום 31.03.2012 לבנק דיסקונט נאמדת לסך של כ- 191 מיליון ₪. החל מרבעון שלישי 2010, קמן תעשיות (חברה בת בבעלות מלאה של ישאל) אינה עומדת באמות מידה פיננסיות בקשר עם חוב זה. החברה קיבלה וויתור מהבנק אשר פקע במרץ 2012. בנוסף, בתחילת החודש, דיווחה תאג' תעשיות (מוחזקת בשיעור 79%) כי בהמשך לאי עמידתה באמת מידה פיננסית, סווגה לזמן קצר הלוואה בהיקף של כ- 12.43 מיליון דולר וכן הבנק מבקש כי מלוא הכספים בחשבון החברה בבנק ישמשו לפירעון ע"ח קרן ההלוואה.

מקורות לשירות החוב הקיימים לחברה הינו אופציה למכירת האחזקה (31.67%) בניופארם, מכוח הסכם עם המשביר לצרכן, המקנה לישאל זכות למכירת אחזקתה בתמורה למזומן או למניות המשביר לצרכן. אופן התשלום נתון להחלטת המשביר. בתקופה האחרונה חלה שחיקה במעמדה הפיננסי של המשביר ופגיעה ברמת הנזילות, דבר אשר מעלה את אי הוודאות לגבי אופן מימוש האחזקה בניו-פארם, עיתוייה והיקף התקבולים בנינה.

כל אחזקותיה של החברה משועבדות לטובת הבנקים. הגרעון בהון העצמי של החברה העמיק ברביע הראשון של 2012. כמו כן יחס המינוף של החברה הינו בטווח של 98% (על פי שווי אחזקות בספרים) עד 140% (על פי שווי שוק). החל מדוחותיה הכספיים ליום 31.12.2011 מציבים רואי החשבון הערת "עסק חי" לחברה, בעיקר, עקב הצגת גירעון בהון העצמי.

<sup>1</sup> יטרת קרן האג"ח ליום 31.03.2012 הנה בניכוי פירעון קרן אג"ח בסך כ- 13 מיליון ₪ שבוצע ביום 01.04.2012



במהלך החודש האחרון, הודיע בנק דיסקונט לראשונה לחברה כי, כתנאי להסכמתו להתקדמות בתהליך הסדר חובות ברמת חברת האם, קמן אחזקות, בכוונתו לבחון את האפשרות והתוחלת להגעה להסדר חוב ברמת קמן תעשיות. בכך לראשונה כרך הבנק את המצב בחברת האם, בעלת פרופיל פיננסי חלש, בחברת הבת ישאל. מהלך זה מוסיף להערכתנו אי ודאות גבוהה לגבי מצבה הפיננסי של החברה.

תחזית הדירוג השלילית נותרת נוכח הנזילות החלשה והגמישות הפיננסית הנמוכה. הרעה בפרמטרים אלו תוביל להורדה נוספת בדירוג.

**ישאל: נתונים פיננסיים עיקריים, סולו מורחב (מיליוני ש"ח)(\*)**

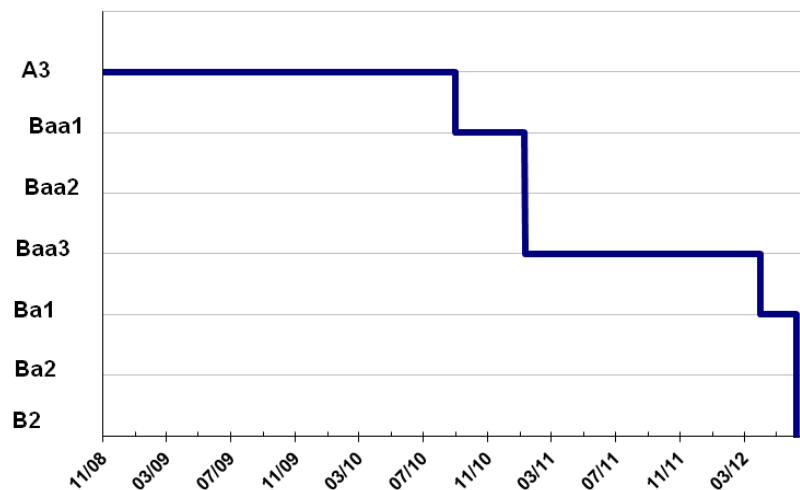
31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/03/2012	
399	403	423	361	343	חוב פיננסי **
64	29	26	33	14	מזומנים ושווי מזומנים
335	374	397	328	329	חוב פיננסי נטו
559	539	456	356	353	שווי אחזקות בספרים ***
176	152	45	(17)	(23)	הון עצמי המיוחס לחברה
59%	69%	90%	97%	98%	חוב פיננסי נטו/שווי אחזקות ****

(\*) נתוני סולו מורחב הנם נתונים פנימיים שהתקבלו מהחברה. נתוני סולו מורחב כוללים את נתוני החברה והחברה הבת קמן תעשיות בע"מ. (\*\*) כולל הלוואה מבעל שליטה אשר נתקבלה במהלך שנת 2010. (\*\*\*) בניכוי הלוואה שניתנה ע"י חברת בת בסך של כ-22 מיליון ש"ח ליום 31.03.2012 (\*\*\*\*) לצורך חישוב חוב פיננסי נטו/שווי אחזקות התווסף ליתרת החוב ערבות אשר ניתנה ע"י ישאל לחברת הבת קמן נדל"ן על פי אומדן החברה באשר לחשיפתה לגובה הערבות.

## אודות החברה

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ ("ישאל" או "החברה") עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות בהשקעה בתחומי התעשייה, הקמעונאות, התעופה והנדל"ן. ישאל מחזיקה כ- 94% בחברת קמן תעשיות בע"מ אשר מחזיקה במגזר התעופה דרך האחזקה בתאת תעשיות (79%) ובתאת טכנולוגיות ובמגזר המתכות דרך האחזקה באביגדור תעשיות (80%), הגליל (100%) אגם תפן (100%) ומתכות פינקלשטיין (84%). בעלת המניות העיקרית בישאל הנה קמן אחזקות אשר מחזיקה בכ-82% ממניות החברה. קמן הינה חברת אחזקות, שמניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב ונשלטת על ידי מר רון אלרואי, המחזיק כ-60% ממניותיה. האחזקות המהותיות של ישאל למועד דוח זה הינן: מתכות פינקלשטיין בע"מ ("פינקלשטיין"), חברה פרטית, המוחזקת בשיעור של כ-84% על ידי קמן תעשיות ועוסקת בייצור מוצרים חצי מוגמרים מסגסוגות נחושת ושיווקם לענפי תעשייה בישראל ובחו"ל. קמן תעשיות מחזיקה בכ-79% מהון המניות של ת.א.ת תעשיות בע"מ, העוסקת בעצמה ובאמצעות החברה הבת, ת.א.ת טכנולוגיות בע"מ וחברות הבת שלה, לימקו-פידמונט ובנטל תעשיות בע"מ, בשלושה תחומי פעילות עיקריים: תחום מוצרי החלפת חום ואביזרים תעופתיים, תחום מערכות הינע חשמליות ומתן שירותי תחזוקה, ותחום תיקון ושיפוץ של מכלולים תעופתיים, המותקנים בעיקר בכלי טיס אזרחיים. בנוסף, לחברה אחזקה בניו-פארם (31.67%). יו"ר הדירקטוריון של החברה הנו מר עמוס ספיר. מנכ"לית החברה, החל משנת 2010, הינה גב' רגינה אונגר. במהלך החציון הראשון של שנת 2011, מימשה החברה את אחזקותיה בחברות: שנפ, פראנץ קאלף ואמפייר.

## היסטוריית הדירוג



## דוחות קשורים

- ישאל אמלט (השקעות) בע"מ - מעקב, אפריל 2012

תאריך הדוח: 21.06.2012

## מונחים פיננסיים עיקריים

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

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CHM040612000M

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") 2012.

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 במישורין 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 צריכה 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.