



ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2008

1

מחברת:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
rang@midroog.co.il

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

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מורידה את דירוג האג"ח (סדרה ה') של ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ ("ישאל" או "החברה"), מדירוג A2 לדירוג A3 באופק שלילי.

האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 30.6.08 (מיליוני ש"ח)	הצמדה	שיעור ריבית שנתי	סדרת אג"ח
שנתי	2010-2017	157.0	מדד	4.7%	סדרה ה'

הערה: בפברואר 2008 ביצעה החברה עסקת SWAP מול תאגיד בנקאי לכ- 77.7 מיליון ₪ כך ששיעור הריבית על סך זה הוא כ- 7.2% למשך כל חיי האג"ח, ללא הצמדה.

הורדת הדירוג נובעת מעלייה ברמת החוב, שהובילה לירידה ביחסי הכיסוי ובאיתנות הפיננסית של החברה. לצד זאת, נרשמה פגיעה בגמישות הפיננסית נוכח שיעבוד מניות החברות המוחזקות לטובת חוב בנקאי. העלייה בהיקף החוב נועדה בעיקר למימון רכישת קבוצת ת.א.ת. להערכת מידרוג, יכולתה הפיננסית של קבוצת ת.א.ת. לשרת את החוב שניטל לרכישתה דורשת בחינה לאורך זמן, בין השאר, לאור תוכניות ההשבחה של ההנהלה.

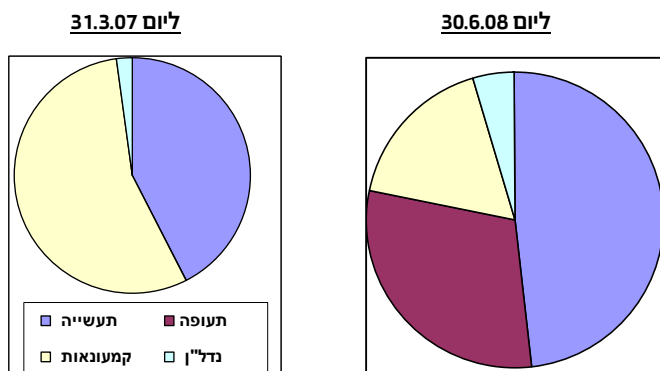
הצבת האופק השלילי נובעת מחשיפה גבוהה של תיק האחזקות לענפי המתכות והתעופה אשר נפגעו כתוצאה משינויים במחירי הסחורות, תנודות בשערי המט"ח והגברת אי הוודאות הכלכלית. המשך מגמות אלה יש בהן כדי להשליך על ביצועי המוחזקות בעתיד. בבחינת הדירוג נלקח בחשבון עומס פירעונות החוב הפיננסי - במידרוג מציינים כי מצב הנזילות של החברה הינו טוב, בשל עומס פירעונות נוח יחסית בטווח הקצר ויתרות מזומנים משמעותיות.

שיקולים עיקריים נוספים לדירוג: שווי תיק האחזקות (ספרים) הוכפל מאז מועד הדירוג הראשוני; שינויים בתמהיל הענפים של תיק המוחזקות: קיטון משמעותי בתחום הקמעונאות, עיבוי האחזקות בחברות תעשייה, והוספת אחזקות בתחום התעופה; אחזקות שליטה אשר נרכשו על פי רוב ממייסדי המוחזקות; תוכניות השבחה של הפעילות הנרכשות, תוך מתן דגש למנועי צמיחה; האחזקות בתחום תעשיית המתכות מאופיינות בוותק, מוניטין, איתנות פיננסית טובה, ולהערכת החברה נמנות בין הגורמים המובילים בישראל בתחום פעילותן; החברות בתחום התעופה מאופיינות במיצוב עסקי גבוה, התמחות, לקוחות וותיקים, מינוף נמוך מאוד ואיתנות טובה כשבתוך כך אחת החברות אף מחזיקה ביתרות נדילות משמעותיות.

התפתחויות עיקריות¹

גידול תיק האחזקות ושינוי בתמהיל הענפי מגדיל את פוטנציאל תזרימי המזומנים לחברה

פיזור ענפי של תיק האחזקות לפי שווי ספרים



שווי בספרים של תיק האחזקות ליום 30.6.08 הוא כ-565 מיליון ש"ח, לעומת כ-262 מיליון ש"ח למועד דוח הדירוג הראשוני¹. הגידול בסך שווי התיק בספרים נובע מהרחבת אחזקות החברה בתחום המתכות, מימוש חלק מהאחזקות בתחום הקמעונאות ורכישת אחזקות בתחום התעופה. להערכת מידרוג, הגידול בתיק האחזקות ותמהיל האחזקות הנוכחי הגדילו את פוטנציאל תזרימי המזומנים מהמוחזקות לעומת מועד הדירוג הראשוני.

ישאל סולו מורחב, הרכב תיק הנכסים, במיליוני ש"ח

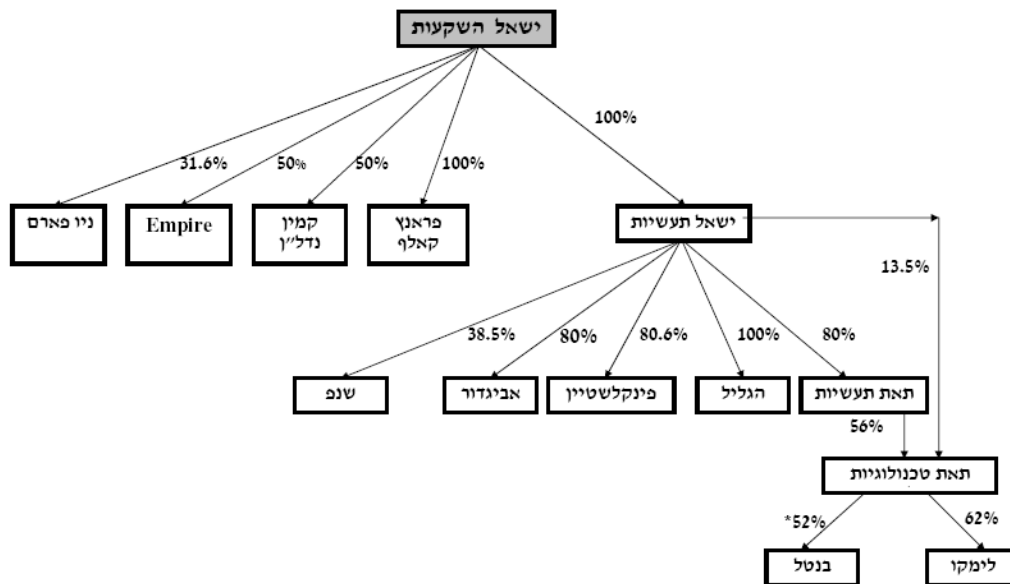
ענף	החברה המוחזקת	% אחזקה	שווי ספרים (מיליוני ש"ח)	% אחזקה	שווי ספרים (מיליוני ש"ח)
תעשייה	שנפ	38.5%	41.1	50%	41.2
	פינקלשטיין	80.6%	118.0	60%	64.1
	אביגדור	80%	28.0	-	-
	הגליל	100%	61.0	-	-
תעשייה			248.1		105.3
תעופה	ת.א.ת טכנולוגיות	58%	164.4	-	-
	לימקו	36%		-	-
	בנטל*	30%		-	-
תעופה			164.4		-
קמעונאות	ניו פארם	31.6%	69.4	90%	70.7
	אמפייר	50%	26.5	-	0
	פראנץ קאלף	100%	22.6	100%	27.4
	דלק US	-	-	(1%)	38.3
קמעונאות			118.5		136.4
נדל"ן	קמין נדל"ן	50%	23.8	50%	5.7

¹ התפתחויות שחלו מאז פרסום דוח דירוג ראשוני במרץ 2007. ניתן לצפות בדוח באתר מידרוג www.midrog.co.il

14.4		9.7			ענפים אחרים
<u>262</u>		<u>565</u>			תיק אחזקות
<u>125</u>		<u>**60</u>			תיק נזיל
<u>404</u>		<u>625</u>			סך נכסים

* בינואר 2009 תכנס לתוקפה אופציה המאפשרת לחברה להגדיל אחזקותיה בבנטל לכ-41% בשרשור
 ** כולל תקבולים בסך 36 מיליון ₪ בגין עסקת ניו פארם שהתקבלו עד תום הרבעון השלישי

ישאל, מבנה אחזקות עדכני (סכמטי)



גידול בסך החוב הוביל להרעה ביחסי המינוף והאיתנות ולירידה ביחס כיסוי החוב באמצעות הנכסים

סך החוב הפיננסי סולו מורחב ליום 30.6.08 עומד על כ-401 מיליון ₪, לעומת כ-175 מיליון ₪ במועד הדירוג הראשוני (פרופורמה לאחר גיוס האג"ח). הגידול נובע מתוספת חוב בנקאי כדלקמן: כ-190 מיליון ₪, לצורך רכישת השליטה בקבוצת ת.א.ת. עד ליום 30.6.08 (מרביתו נקוב במט"ח) ואשראי בנקאי נוסף בסך 36 מיליון ₪. שיעור החוב לקאפ בדוחות הסולו המורחב עלה מכ-43% לסוף שנת 2007 לכ-67% לתום החציון הראשון של שנת 2008. שיעור ההון העצמי בסולו המורחב ירד מכ-37% לכ-30%, בהתאמה. היחס בין שווי הנכסים בספרים לבין החוב הפיננסי הינו כ-1.56 ליום 30.6.2008.

ישאל, מאזן סולו מורחב

<u>31.12.07</u>	<u>31.3.08</u>	<u>30.6.08</u>	
19	25	17	מיליוני ש"ח
25	12	7	מזומנים ושווי מזומנים
60	44	66	השקעות לזמן קצר/ ני"ע סחירים
528	601	566	רכוש שוטף אחר
2	2	8	השקעות במוחזקות
1	0	1	חוב אחר לזמן ארוך
634	685	665	רכוש קבוע
33	38	26	סך נכסים
20	30	55	זכאים אחרים
153	154	157	הלוואות מבנקים ואחרים
	190	189	אגרות חוב לפרעון 2010-2017
194	61	36	התחייבויות פיננסיות לז"א
233	211	202	התחייבויות אחרות לז"א אחר
634	685	665	הון עצמי
			סך התחייבויות והון עצמי

ישאל סולו מורחב, יחסי איתנות ומינוף

<u>31.12.07</u>	<u>31.3.08</u>	<u>30.6.08</u>	
20	220	244	מיליוני ₪
153	154	157	חוב לבנקים ואחרים
173	374	401	אגרות חוב
44	37	24	סך חוב פיננסי
129	337	377	תיק נזיל
			חוב נטו
406	585	603	קאפ
43%	64%	67%	חוב לקאפ
37%	31%	30%	הון למאזן

יחסי הכיסוי של החוב שנלקח למימון רכישת קבוצת ת.א.ת. מושפעים ממבנה האחזקה המשורשר

מידרוג ביצעה תחשיב ליחס כיסוי החוב הבנקאי שנטלה ישאל תעשיות בע"מ (המוחזקת ע"י החברה בשיעור 100%) למימון רכישת קבוצת ת.א.ת, באמצעות תזרימי המזומנים המשורשר מקבוצת ת.א.ת, כדלקמן:

- נאמד תזרים המזומנים התפעולי של כל אחת מהחברות התפעוליות בקבוצת ת.א.ת לשנת 2007 (תזרים מפעילות שוטפת, לפני שינויים בהון החוזר). בהקשר זה נציין כי חלק מהנתונים הינם בבחינת אומדנים בשל היעדר נתונים מלאים או היעדר נתוני השוואה לשנים קודמות. כמו כן, יש לציין כי לגבי לימקו - החברה התפעולית המהותית בקבוצת ת.א.ת, נערך האומדן על בסיס נתוני 2007 ואילך, עקב מיזוג עם חברה נוספת לפני כן.

- נלקח חלקה התיאורטי של ישראל בתזרים זה על בסיס איחוד יחסי, בהתאם לחלקה המשורשר בכל אחת מהחברות, שהוא: בלימקו כ- 36%, בטכנולוגיות כ-58%, ובבנטל כ-41% (בהנחה למימוש אופציה שניתנה לטכנולוגיות להרחבת השליטה בבנטל, שיעור האחזקה המשורשר בבנטל כיום 30%). יש לציין כי זהו חישוב תיאורטי, מכיוון שבפועל ישאל, כחברת החזקות, ניזונה מדיבידנדים מקבוצת ת.א.ת, ולא מתזרימים תפעוליים.
 - על בסיס האמור לעיל, אומדן ה- FFO המשורשר מהחברות התפעוליות בקבוצת ת.א.ת: טכנולוגיות, לימקו ובנטל הינו כ-4.6 מיליון דולר.
 - מתזרים זה נוכה אומדן הוצאות המימון השנתיות לחוב נטו בסך כ- 1.6 מיליון דולר (לפי ריבית והצמדה בשיעור 6%, ומגן מס בשיעור 25%) והתקבל תזרים משורשר, נטו בסך כ-3.0 מיליון דולר.
 - לצורך חישוב יחס הכיסוי, נלקח החוב כדלקמן: החוב הבנקאי, שנטלה ישאל תעשיות בע"מ למימון רכישת קבוצת ת.א.ת, הוא כ-50.5 מיליון דולר, ומורכב מחוב נקוב במט"ח בסך 40.0 מיליון דולר, ועוד חוב נקוב בש"ח שווה ערך ל-10.5 מיליון דולר (לפי $1\$ = 3.8$ ש"ח). חלקה של ישאל ביתרות הנזילות של טכנולוגיות, לימקו ובנטל הוא כ-15.2 מיליון דולר (לפי שיעורי השרשור האמורים לעיל) ומכאן שסך החוב נטו הוא כ-35.3 מיליון דולר.
- יחס כיסוי החוב הבנקאי שנטלה ישאל תעשיות בע"מ למימון רכישת קבוצת ת.א.ת, באמצעות תזרים המזומנים המשורשר נטו, מקבוצת ת.א.ת. נע בין כ-12 שנים לחוב נטו וכ-17 שנים לחוב ברוטו. יש לציין כי הנהלת ישאל מעריכה כי קיימת יכולת ממשית להגדלת היקפי פעילות החברות, וכן פוטנציאל התייעלות מהותי בחברות קבוצת ת.א.ת, אשר לא נלקחו בחישובים, מטעמי שמרנות.

עומס פירעונות בחברה בשנים 2010 ו-2012

החוב הפיננסי של החברה לתאריך 30.6.08 מורכב מכ-55 מיליון ש"ח חוב לז"ק והיתרה, בסך כ-346 מיליון ש"ח, חוב לז"א אשר נפרעת כדלקמן: אג"ח סדרה ה', הנפרע לשיעורין בשנים 2010-2017; חוב שנלקח למימון רכישת קבוצת ת.א.ת. בשני חלקים: הלוואת בולט, בסך (קרן) של 40 מיליון דולר, שמועד פירעונה חל בשנת 2012 בתשלום יחיד, וכן אשראי בסך כ-40 מיליון ש"ח נוספים אשר נפרע בשנת 2010. לפיכך, קיים עומס פירעונות בשנים 2010 וכן ביתר שאת בשנת 2012.

ישאל (סולו מורחב), לוח סילוקין חוב ז"א, נתונים במיליוני ש"ח, הנתונים למועד הדוח

<u>2010-2018</u>	<u>2018</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>	<u>2010</u>	<u>2009</u>	<u>2008</u>	
150		19	19	19	19	19	19	19	19			אג"ח - סדרה א'
												הלוואת בולט נקובה
152							152					במט"ח (1\$=3.8 ש"ח)
80									50	30		חוב לתאגידים בנקאיים
<u>382</u>	<u>0</u>	<u>19</u>	<u>19</u>	<u>19</u>	<u>19</u>	<u>19</u>	<u>171</u>	<u>19</u>	<u>69</u>	<u>30</u>	<u>0</u>	<u>סה"כ חוב ז"א</u>
25											25	חוב ז"ק
<u>407</u>												<u>סה"כ חוב סולו מורחב</u>

ירידה בגמישות הפיננסית עקב שעבוד האחזקות להבטחת חובות בנקאיים, ושעבודים צולבים להבטחת אשראי מתאגידים בנקאיים. לחברה תיק נזיל בהיקף משמעותי

להבטחת האשראי שניטל למימון רכישת קבוצת ת.א.ת. שיעבדה החברה את אחזקותיה בת.א.ת. תעשיות, ת.א.ת. טכנולוגיות, פינקלשטיין, הגליל ואביגדור, תוך הטלת התניות פיננסיות על ישאל תעשיות בע"מ, ועל ת.א.ת. תעשיות. אחזקות החברה בשנפ ובקמין נדל"ן משועבדות לבנקים עם התניות פיננסיות. כמו כן קיימים שעבודים ספציפיים לטובת בנקים על חלק מנכסי המוחזקות, להבטחת אשראי תפעולי שנטלו. מרבית מניות החברה המוחזקות ע"י קמון אחזקות משועבדות להבטחת חובות החברה האם. במידרוג מציינים כי מצב הנזילות של החברה הינו טוב, בשל עומס פירעונות נוח יחסית בטווח הקצר ויתרות מזומנים משמעותיות, העומדות למועד הדוח, על כ-90 מיליון ₪ בסולו המורחב, לפי מידע שנמסר מהחברה.

החברה מימשה חלק מהאחזקות תוך רישום רווח הון

החברה מימשה מספר אחזקות, בתמורה תזרימית כוללת עד לתום ספטמבר 2008 בסך כ- 103 מיליון ₪, כדלקמן: 49 מיליון ₪ ממכירת אחזקות פיננסיות בדלק US בחודש יוני 2007, תוך רישום רווח הון בסך 11 מיליון ₪; ירידה בשיעור האחזקה בניו פארם, מכ- 90% במועד הדירוג הראשוני לכ-32% כיום, תמורת כ-54 מיליון ₪; מזה 36 מיליון ₪ ששולמו עד לתום ספטמבר 2008. כל התמורה נרשמה כרווח הון עקב מנגנון העסקה אשר כלל גם הקצאות מניות, והמחאת פעילויות, שהגדילו מהותית את שווי ניו פארם במתכונתה הנוכחית, לעומת עלות הרכישה לפני כשלוש שנים (כ-18 מיליון דולר, שהיו כ-80 מיליון ₪ באותו מועד); ירידה בשיעור האחזקה בשנפ מכ-50% במועד הדוח הראשוני לכ-38.5% כיום, בעקבות רישום מניות שנפ למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב. בתוך כך נבע לחברה רווח הון בסך 2.5 מיליוני ₪.

אמדן הכנסות תזרימיות מהמוחזקות

מידרוג ביצעה אמדן תשלומי הדיבידנד לגבי החברות בתחום המתכות, תחת ההנחה שהיקפי ההכנסות יקטנו ביחס לאלו שנרשמו בשנת 2007, עקב הירידה במחירי המתכות בחודשים האחרונים, לגבי שיעורי הרווחיות הנוחו שיעורים דומים למחצית ראשונה 2008. יש לציין כי, להנהלת החברה תוכניות השבחה והתייעלות אשר להערכתה יסייעו למוחזקות להתמודד עם תנאים אלה. לגבי קבוצת תאת נלקחו אומדנים לפי שנת 2007. קיימות שתי יצרניות פוטנציאליות של דיבידנד בסכומים משמעותיים: לימקו ופינקלשטיין. יתר האחזקות צפויות לחלק דיבידנדים בהיקפים נמוכים יותר: טכנולוגיות, בנטל, גליל, שנפ, ואביגדור. סך ההכנסות המצרפי מדיבידנד לפי הנחות שתוארו לעיל ומהכנסות מימון מהלוואות למוחזקות, מכסה את סך ההוצאות למימון החוב ולהנהלה וכלליות.

החברה נוהגת לחלק דיבידנדים מדי שנה

החברה לא קבעה מדיניות דיבידנד. בשנים 2006-2008 חילקה החברה דיבידנד בסך מצטבר של כ-65 מיליון ₪, המהווים כ- 80% מהרווח המצטבר בתקופות האמורות, שמיוחס לבעלי מניות החברה בדוח המאוחד (כלומר בניכוי חלקו של המיעוט מסך הרווח במאזן המאוחד).

ישאל סולו, נתוני תזרים תפעולי, באלפי ₪

<u>2007</u>	<u>Q1 08</u>	<u>Q2 08</u>	
(9,051)	(1,729)	(1,564)	באלפי ש"ח
(1,387)	(2,955)	(2,780)	הוצאות הנהלה וכלליות
(10,326)	(2,707)	(4,383)	הוצאות מימון בנקים
(20,764)	(7,391)	(8,727)	הוצאות מימון אג"ח
			סך הוצאות
2,132	736	649	דמי ניהול ממוחזקות
11,500	2,310	2,311	דיבידנד ממוחזקות (לאחר סטרס)
695	209	9,759	הכנסות מימון מנוסטרו ומהגנות פיננסיות
14,327	3,255	12,719	הכנסות מימון מהלוואות למוחזקות
			סך הכנסות
(6,437)	(4,136)	3,992	תזרים (גירעון) לפני דיבידנד לבעלי המניות

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל להעלאת אופק הדירוג:

- הצגת יכולת קבלת תזרימי מזומנים בסכומים מהותיים ולאורך זמן מהחברות המוחזקות
- שמירה על איתנות פיננסית נאותה של החברות המוחזקות
- הורדה משמעותית ברמת המינוף של החברה

גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה ניכרת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של חברות מוחזקות מהותיות
- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית שתפגע ביחסי האיתנות של החברה
- גידול נוסף ברמת המינוף בסולו המורחב, כתוצאה מרכישת חברות נוספות
- השקעות חדשות, שיש בהן להגדיל במידה ניכרת את רמת הסיכון העסקי ו/או הפיננסי של הפרטפוליו ואינן עומדות בקנה אחד עם האסטרטגיה הכוללת של החברה

אחזקות בתחום התעופה: קבוצת ת.א.ת.

רכישת שליטה בקבוצת ת.א.ת, הכוללת שלוש חברות תפעוליות בתחום התעופה

החל מנובמבר 2007 נרכשה השליטה, במספר שלבים, בחברת האחזקות הציבורית ת.א.ת תעשיות בע"מ² (80% בשרשור) תמורת כ-152 מיליון ₪. כמו כן, נרכשו ע"י ישאל אחזקות ישירות, בחברה הבת של ת.א.ת תעשיות, הנשלטת על ידה, ת.א.ת טכנולוגיות בע"מ^{3,2} ("טכנולוגיות") תמורת סכום נוסף של כ-54 מיליון ₪. לפיכך, מחזיקה ישאל ליום 30.6.08 בשרשור בכ-58% מהון המניות של טכנולוגיות. לטכנולוגיות פעילות עסקית משלה ובנוסף היא שולטת בשתי חברות בעלות פעילות עסקית בתחומים משיקים: לימקו ובנטל. טכנולוגיות עוסקת בייצור ומכירת אביזרים וחלפים לכלי טיס צבאיים ואזרחיים באמצעות מפעל בגדרה. LIMCO PIEDMONT³ ("לימקו", 36% בשרשור ע"י ישאל) עוסקת בעיקר במתן שירותי תחזוקה וגם במכירת חלפים לכלי טיס, באמצעות ארבעה מרכזי שירות בהפעלתה ושני מפעלים בארה"ב. בנטל תעשיות בע"מ ("בנטל") עוסקת בעיקר בייצור מנועים חשמליים לתעשייה הביטחונית, באמצעות מפעל בקיבוץ מרום גולן. טכנולוגיות רכשה את השליטה בבנטל במהלך הרבעון השני והשלישי בשנת 2008 מאת: מייסדי החברה, ת.א.ת תעשיות וכן מבטח שמיר, בתמורה לסך כולל במט"ח שווה ערך לכ-25 מיליון ש"ח. למועד הדוח ישאל מחזיקה בשרשור בכ-30% מהון המניות של בנטל.

ענף ה-Aerospace & Defence אופיין בצמיחה בשנים האחרונות, המתבטאת בצבר הזמנות נוכחי משמעותי

ענף ה-Aerospace & Defence מאופיין בתקינה ענפה ופיקוח רגולטורי, התומכים ביציבות תהליכי הייצור וההרכבה בקרב החברות הפעילות בתחום - שהן לקוחות קבוצת ת.א.ת. - מרביתם ממוקמים בארה"ב ואירופה. מידרוג לא בחנה את קווי המוצרים אליהם מספקת קבוצת ת.א.ת. לרבות מחזור חייהם. מידרוג מציינת לטובה את הגיוון בהכנסות בין לקוחות צבאיים ואזרחיים; גיוון מקורות ההכנסה בין אספקת חלקים לכלי טיס חדשים ולמתן שירותי תחזוקה לכלי טיס בשימוש. במודי"ס מציינים כי בקרב החברות הגדולות בענף ה-Aerospace & Defence קיימת יציבות בכושר פירעון האשראי עקב המאפיינים הפיננסיים הטובים וצבר הזמנות משמעותי, לאחר שבשנים האחרונות צמח הענף. עם זאת, מציינים במודי"ס, כי משבר האשראי עלול להעלות סיכון לביטול הזמנות, בייחוד בסביבה של האטה בכלכלה.

ירידה ברווחיות לימקו, החברה המהותית בקבוצת ת.א.ת, בעיקר עקב יישום תוכנית התייעלות

הכנסות לימקו נובעות משני תחומים - מתן שירותי תחזוקה ותיקונים MRO (Maintenance Repair & Overhall) מהם מגיעות מרבית ההכנסות (70%) ומגזר מכירת חלפים חדשים. במחצית הראשונה של שנת 2008 חלה ירידה בהכנסות במגזר מכירת החלפים לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הדבר נובע מהעדפת לקוחות לתיקון חלפים משומשים במקום רכישת חדשים. בהכנסות מגזר MRO חל גידול קל בהכנסות אך שיעורי הרווחיות היו נמוכים לעומת התקופה המקבילה. הנהלת ישאל מסרה כי השינוי נובע ממחיקות מלאי שנצבר בעבר, וכן מגידול בהוצאות הנה"כ בעיקר מהחלפת בעלי תפקידי ניהול בהנהלת לימקו. לפיכך הירידה ברווחיות היא חד פעמית. אין נתוני השוואה לשנה 2006 עקב מיזוג לימקו עם חברה נוספת מהתחום בשנה זו.

² חברה ציבורית שמניותיה רשומות למסחר בבורסה לני"ע בתל אביב

³ חברה ציבורית שמניותיה רשומות למסחר בבורסת נאסד"ק

אחזקות החברה בתחום תעשיית המתכות: פינקלשטיין, הגליל, אביגדור

הרחבה ניכרת של תיק האחזקות בתחום תעשיית המתכות. אופציות להגדלת שיעורי האחזקה בשנים הקרובות ישאל הרחיבה את השקעותיה בענף המתכות בסך מצרפי של כ-118 מיליון ₪, שהושקעו כדלקמן: (1) כ-26 מיליון ₪ ברכישת השליטה באביגדור תעשיות בע"מ⁴ ("אביגדור", 80%), העוסקת בעיבוד שבבי (2) כ-55 מיליון ₪ ברכישת מלוא המניות של הגליל תעשיות ר.ס. בע"מ⁴ ("הגליל"), העוסקת בייצור בתחומי המתכות, וכן (3) כ-37 מיליון ₪ בהרחבת השליטה באחזקת הליבה מתכות פינקלשטיין בע"מ⁴, מכ-60% לכ-81% כיום ("פינקלשטיין").

השליטה בחברות נרכשה ממייסדי החברות במנגנון שכלל בד"כ, חלוקת דיבידנד גדולה למייסדי החברה טרם העסקה, בנוסף לתשלומים מאוחרים יותר עבור המניות הנרכשות, במספר שלבים הכוללים אופציות Put ו-Call שהעניקה החברה לצד השני. חלק מהאופציות מומשו או שונו בינתיים וחלקן עומדות בעינין, כך שצפוי שחלקה של ישאל במוחזקות יגדל בתמורה לתשלומים נוספים במהלך השנים הקרובות. קיימות אופציות למייסדי פינקלשטיין שמועד מימושן פג בשנת 2013 העשויות לחייב את ישאל בתשלום בסך 37 מיליון ₪. קיימת אופציות Put למייסד אביגדור בסך כ-7 מיליון ₪. מצד שני קיימת לחברה אופציה למימוש יתרת אחזקותיה בניו פארם, ששוויה בספרים כ-68 מיליון ש"ח.

פרופיל החברות בתחום תעשיית המתכות

החברות וותיקות בתחומן ומאופיינות בהתמחות. כל החברות עוסקות בייצור ושיווק מוצרים חצי מוגמרים, כגון: מוטות, לוחות, פחים וגלילים. הייצור נעשה בארבעה מפעלים בארץ, המנצלים בממוצע כ-80% מכושר הייצור (עיבוד שבבי, חיתוך, כרסום והשחזה). החברות מתמחות בייצור מוצרי נישה, המשמשים כחומר גלם במגוון ענפי תעשייה. המוצרים משווקים לכ-800 לקוחות, בעיקר בישראל וכ-30 לקוחות בחו"ל (גרמניה, איטליה, אנגליה, ארה"ב). צבר ההזמנות אינו משמעותי. לחלק מהחברות שיטת שיווק המבוססת על מלאי מוצרים מגוון וזמין המאפשר אספקה בזמן קצר (Just In Time). המוצרים הינם ברובם סגסוגות, שהמרכיב העיקרי בהן הוא נחושת ובנוסף: פלדה, ברזל, אלומיניום, נירוסטה, גומי, ניקל, בדיל, אבץ ועוד. לחברות מספר מועט של לקוחות מהותיים (בעיקר לפינקלשטיין) וספק גדול ממנו נרכשים כ-12% מהגלם. התחרות העיקרית למוצרים שמייצרות חברות הקבוצה בישראל הינה מוצרים שמייצרים מתחרים בחו"ל. בפעילות החברות בחו"ל הן אינן מהוות נתח משמעותי מהשוק.

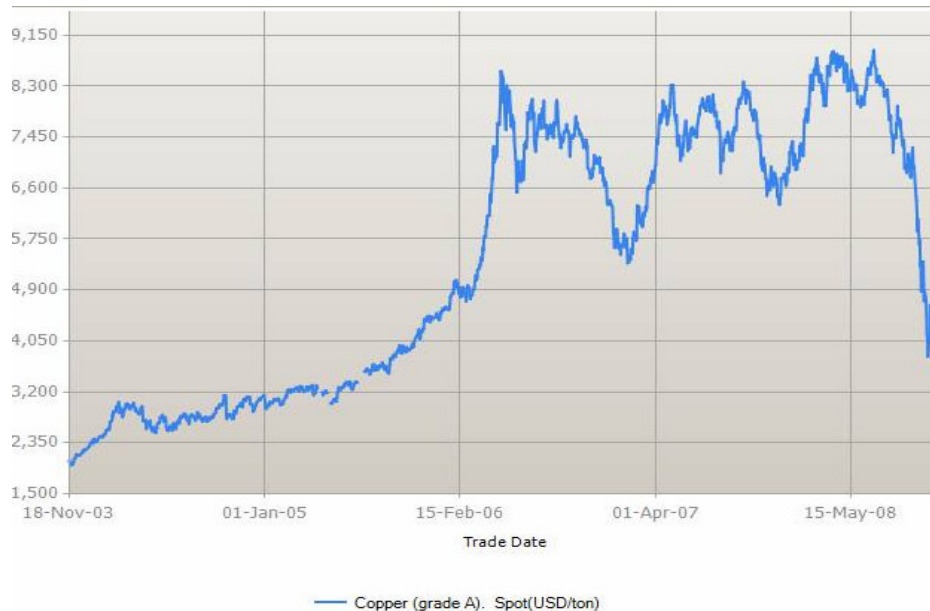
חשיפה לשינויים במחירי המתכות, שינויים בשערי חליפין, ושינויים בהיקפי ההזמנות מלקוחות מהותיים

להערכת ישאל, החברות המוחזקות בתחום המתכות הן מהגורמים המובילים בישראל בתחום פעילותן, ונהנות ממיצוב עסקי גבוה. ישאל אינה יכולה להעריך את נתח השוק של החברות. מחירי הקניה מספקים ומחירי המכירה ללקוחות מושפעים משינויים במחירי המתכות, כפי שהם נקבעים ב-LME ולפיכך - החברות חשופות לשינויים במחירי המתכות וגם לשינויים בשערי החליפין, בהם נקובים מחירי המתכות. החשיפה נובעת מהיקף המלאי ואופן ניהולו בחברות, וכן מהשפעת שינויים במחירים ובשע"ח על היקפי ההכנסות וצרכי ההון החוזר והמימון. יש לציין כי, מגמות המחירים בטווח הקצר משפיעות על שיעורי הרווחיות, כתוצאה מפרק הזמן שבין רכישת הגלם לאספקת המוצר. בשנים האחרונות אופיינו מחירי המתכות במגמה כללית של עלייה מתמשכת. לאחרונה ירדו מחירי המתכות לרבות ירידה חדה במחירי הנחושת. להערכת מידרוג, היקפי הכנסות החברות עשויים לקטון, כאשר בתקופת ההתאמה עשויים שיעורי הרווחיות

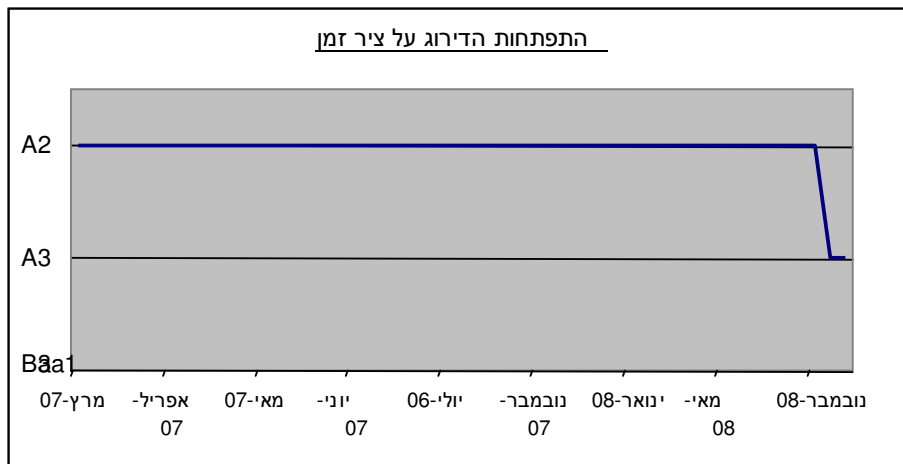
להיפגע גם מקיטון שווי המלאי. החשיפה לשערי החליפין של האירו, הדולר, והליש"ט מתעצמת גם לנוכח תקבולים מיצוא במטבעות אלה, לעומת מקורות המימון של החברות אשר מרביתן המוחלטת נקובה בש"ח, והוצאות שכן עבודה בש"ח.

רווחיות פינקלשטיין, החברה המהותית מבין האחזקות בתחום המתכות, נפגעה עקב תנאים בסביבתה העסקית בשנים האחרונות רשמה פינקלשטיין גידול בהכנסות אשר נבע בחלקו מעלייה במחירי הנחושת בשנים האחרונות, וגם מגידול בכמויות המכירה, כתוצאה מאיחוד עם חברה נוספת בתחום במהלך שנת 2005. שיעורי הרווחיות בפינקלשטיין ירדו בהדרגה ביחס לשיעורי הרווחיות בשנת 2006. לפי מידע שמסרה הנהלת החברה, מנגנון התמחור הוא קוסט פלוס. בשנת 2007 נובעת הירידה ברווחיות מהירידה בשער הדולר במחצית השניה של שנת 2007. כמו כן מסרה הנהלת ישאל כי הירידה ברווחיות בשנת 2008 נובעת משחיקה בשערי המטבע ומירידה במחירי הנחושת אשר החריפה ברבעון השלישי וברבעון הרביעי (עד כה). הנהלת ישאל מסרה כי אותן מגמות השפיעו גם על רווחיות חברת הגליל ואביגדור. כמו כן נמסר כי, הירידה בהכנסות הגליל נובעת בין היתר ממיזוג בין שני לקוחותיה: נור ו-HP, שעברו לקו ייצור אחד. הגליל ביצעה מהלכי התייעלות ושוקדת על גיוון בלקוחות נוספים.

מחירי הנחושת (ספוט) מנובמבר 2003 ועד כה (דולר לטון)



היסטוריית הדירוג



אודות החברה

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ ("ישאל" או "החברה") עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בת בהשקעה בתחומי התעשייה, הקמעונאות, התעופה והנדל"ן. תיק האחזקות התהווה מאז נרכשה השליטה בישראל, במהלך 2005, ע"י קמ"ן אחזקות (קבוצת מנדלסון) בע"מ ("קמ"ן"). קמ"ן מחזיקה כיום בכ-82% ממניות החברה, יתר המניות מוחזקות על ידי משקיעים מוסדיים והציבור. קמ"ן הינה חברת אחזקות שמנייתה נסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב ומשקיעה, מלבד ישאל, בעיקר בתחומי המסחר ונשלטת על ידי מר רון אלרואי המחזיק כ-76% ממניותיה. האחזקות המהותיות של ישאל למועד דוח זה הינן: מתכות פינקלשטיין בע"מ ("פינקלשטיין"), חברה פרטית המוחזקת בשיעור של כ-81% ע"י ישאל, ועוסקת בייצור מוצרים חצי מוגמרים מסגסוגות נחושת ושיווקם לענפי תעשייה בישראל ובח"ל. אחזקה מהותית נוספת הינה Limco-Piedmont Inc ("לימקו") חברה ציבורית העוסקת בעיקר באספקת שירותי תחזוקה לכלי טייס ללקוחות בארה"ב ובאירופה. לימקו נסחרת בבורסת נאסד"ק לאחר הנפקתה ביולי 2007. 62% ממניות לימקו מוחזקות ע"י ת.א.ת. טכנולוגיות בע"מ חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב ובבורסת נאסד"ק ומוחזקת ע"י ישאל בשיעור של כ-58% בשרשור. בתפקיד יו"ר דירקטוריון החברה מכהן גיורא ענבר ובתפקיד מנכ"ל ישאל מכהן מר ערן סער.

מושגי יסוד

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	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	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation	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 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 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: CHA041108000M

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 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 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 מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.