



ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

מעקב ו ינואר 2011

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, אנליסטית בכירה
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa3	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרה ה') שהנפיקה ישאל אמלט השקעות (1993) ("ישאל" או "החברה"), מ - Baa1 ל-Baa3, תוך הותרת אופק הדירוג השלילי.

סדרות האג"ח הכלולות במעקב דירוג זה:

פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 30.9.10 (מיליוני ש"ח)	יתרה ליום 30.9.10 ע.ג.	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	סדרת אג"ח
שנתי	2011-2017	126.0	112.0	מדד	4.7%	סדרה ה'

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

בחודש ספטמבר 2010 הורידה מידרוג את דירוג האג"ח של החברה מ- A3 ל-Baa1 תוך הצבת אופק שלילי. הורדת הדירוג דאז נבעה מהרעה מתמשכת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של האחזקות המהותיות והרעה ביחסי המינוף אשר קבלו ביטוי בתוצאות החברה לשנת 2009 ולחציון ראשון 2010.

במהלך חודש ינואר 2011 דווחה החברה על חתימת הסכם עם שותפות בשליטת קרן סקיי, למכירת מלוא אחזקותיה בחברת שנפ, בתמורה לסך של כ- 50 מיליון ש"ח וזאת - לאחר מכירת כ-3% בעסקאות מחוץ לבורסה, כך שהתמורה הכוללת הינה בסך של כ-54 מיליון ש"ח. כמחצית התמורה תשמש לפירעון התחייבויות בנקאיות. להערכת החברה יתרת התמורה תשמש לטובת פירעון קרן אג"ח קרובה.

הורדת הדירוג הנוכחית נובעת ממימוש האחזקות בשנפ ומעליית הסיכון הגלומה בתיק האחזקות בעקבות זאת, נוכח גריעתה של אחזקה סולידית ובעלת תרומה תזרימית יציבה. יש לציין עם זאת שתמורת המימוש תוביל לצמצום החוב הפיננסי (לרבות יתרת האג"ח), אך יחס המינוף, עדיין ייותר גבוה גם לאחר המימוש.

הורדת הדירוג נובעת גם מרמת הנזילות הנמוכה בחברה, תוך הסתמכות על מימוש אחזקות, אשר אינה תואמת עוד את רמת הדירוג הקודמת. ברבעון שלישי 2010 דווחה החברה במאוחד על אי עמידה באמות מידה פיננסיות בחברה בת קמן תעשיות (חברה המוחזקת ע"י ישאל בכ-94%) למול שני בנקים מממנים. מידרוג מציינת כי החברה ברמת הסולו עומדת באמות מידה פיננסיות. ההלוואה העיקרית של חברת הבת כאמור הינה בהיקף של כ- 200 מיליון ש"ח כנגדה, רשמה חברת הבת שעבודים על מניות תאת תעשיות ועל מניות חברות פינקלשטיין, אביגדור והגליל. כתוצאה מאי עמידה באמות מידה פיננסיות סיווגו רואי החשבון הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים במאוחד בסך של כ- 210 מיליון ש"ח, להתחייבויות זמן קצר. החברה פועלת מול הבנקים לקבלת ארכה לעמידה באמות המידה הפיננסיות ו/או לשינוי אמות המידה הפיננסיות. מידרוג מציינת כי מרבית יתרות הנזילות ברמת הסולו המורחב מצויות בקמן תעשיות. בשיקולי הדירוג כיום ובעבר נלקחה בחשבון נחיתות מבנית של האג"ח לחוב הבנקאי.



סיכוני האשראי של החברה כוללים חשיפה גבוהה לענף התעופה התנודתי בתיק השקעות (כ-33% מתיק האחזקות פרופורמה לאחר מימוש שנפ), רמת מינוף גבוהה, שנעה בין 75% לבין 90% (פרופורמה לאחר מימוש שנפ ומחצית מאחזקות אמפייר, היחס נע בין 70%-ל-85%), ויחס כיסוי תפעולי¹ נמוך.

תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששות מידרוג מפני אי שיפור בתוצאות של חברות מוחזקות, אשר יפגע בשווי תיק האחזקות, רמת המינוף והנזילות בטווח אופק הדירוג. במהלך הרבעון השלישי של שנת 2010, החברה עדכנה כלפי מטה את התחזיות לשנת 2011 בהיקף משמעותי בקשר עם דיבידנדים מחברות מוחזקות. רמת הנראות לתוצאות הרבעונים הקרובים הינה נמוכה עדיין. מידרוג בוחנת בנוסף את התוצאות הכספיות על רקע האתגרים מולם ניצבת חברת האם, לרבות אי עמידה באמות מידה פיננסיות מול המערכת הבנקאית ועל רקע קבלת דחייה לבחינת אמות מידה למול מחזיקי האג"ח. עם זאת, מידרוג מציינת כי חברת האם אינה נסמכת על דיבידנדים מחברת ישאל לשנים 2011-2012, ופועלת לשיפור הנזילות בדרך של עיבוי ההון.

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל להעלאת אופק הדירוג:

- שיפור ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית (לרבות עמידה באמות מידה פיננסיות במרווח מספק) למול צרכי שירות החוב ברמת סולו מורחב
- הורדת רמת המינוף ושיפור משמעותי ביחס הכיסוי
- הצגת יכולת קבלת תזרימי מזומנים בסכומים מהותיים ולאורך זמן מהחברות המוחזקות

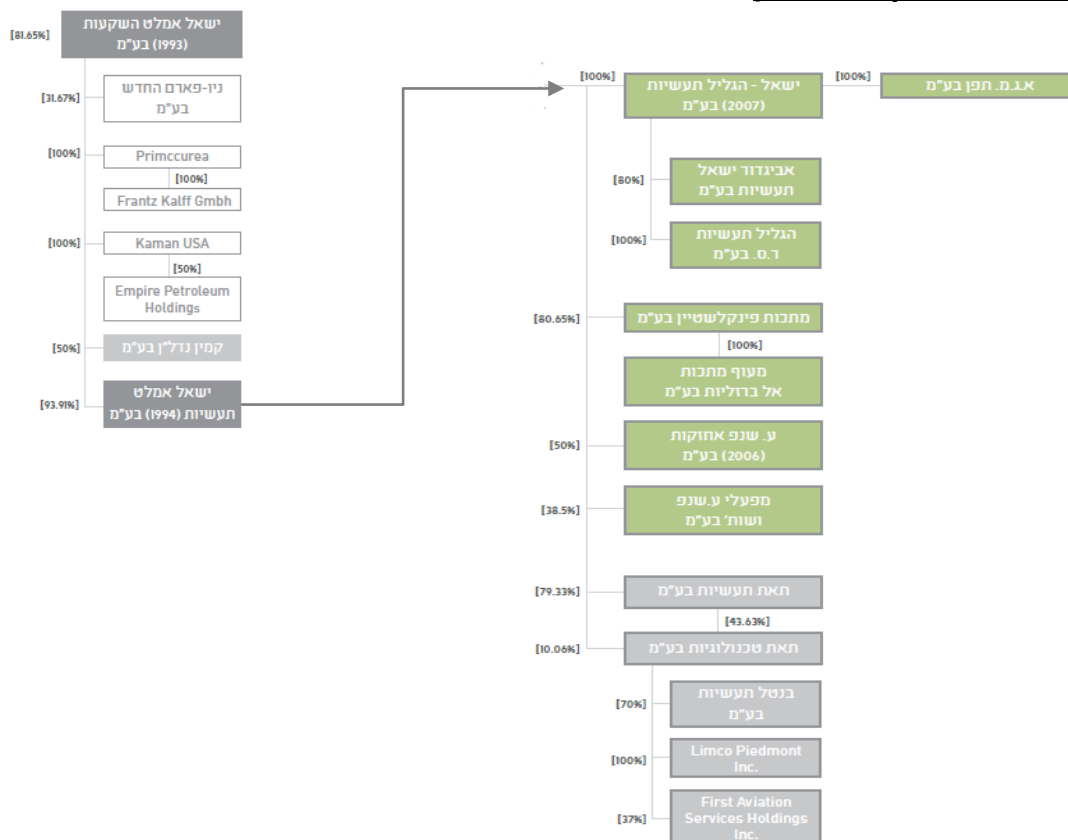
גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג:

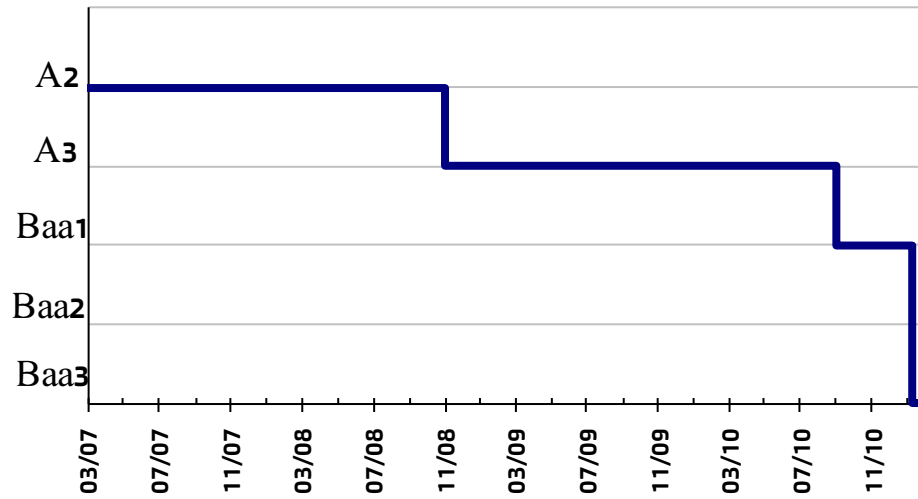
- פגיעה נוספת ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה
- הרעה ניכרת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של החברות המוחזקות ואי עמידה בתחזיות

¹ יחס הכיסוי השוטף אומד את המידה בה החברה מכסה את הוצאות המימון והמטה השוטפות ממקורות הכנסה פרמננטיים הכוללים: דיבידנדים שוטפים מחברות מוחזקות, הכנסות ריבית על הלוואות שניתנו למוחזקות והכנסות שוטפות אחרות.

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ ("ישאל" או "החברה") עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות בהשקעה בתחומי התעשייה, הקמעונאות, התעופה והנדל"ן. תיק האחזקות נבנה 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-62% ממניותיה. האחזקות המהותיות של ישאל למועד דוח זה הינן: מתכות פינקלשטיין בע"מ ("פינקלשטיין"), חברה פרטית, המחזקת בשיעור של כ-80% על ידי קמ"ן תעשיות, ועוסקת בייצור מוצרים חצי מוגמרים מסגסוגות נחושת ושיווקם לענפי תעשייה בישראל ובחו"ל. החברה 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. יו"ר הדירקטוריון של החברה הנו גיורא ענבר- במהלך רבעון 4 2010, הודיעה החברה על כניסתה לתפקיד של הגברת רגינה אונגר כמנכ"לית החברה. ברבעון 1 2011 דווחה החברה על הסכם למכירת מלוא אחזקותיה בחברת שנפ לשותפות בשליטת קרן סקיי.

ישאל מבנה אחזקות מעודכן





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 ושוי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו
	Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון
	Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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 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 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: CHM040111000M

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") 2011.

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 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 שבכונתו 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.