



ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

מעקב ו ספטמבר 2011

1

מחברת:

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

אנשי קשר:

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

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

ישאל אמלט השקעות (1993) בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Ba1	דירוג סדרות
-------------------	-----	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרה ה') שהנפיקה ישאל אמלט השקעות (1993) ("ישאל" או "החברה"), מ-Baa3 ל-Ba1, תוך הותרת אופק הדירוג השלילי.

סדרות האג"ח הכלולות במעקב דירוג זה:

פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים 30.6.2011 במיליוני ש"ח	יתרת ע.ג. 9/11 במיליוני ש"ח	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	סדרה
שנתי	2011-2017	103.0	88.0	מדד	4.7%	ה'

הורדת הדירוג מקבוצת ההשקעה לקבוצת הדירוג הספקולטיבית נובעת מהימשכות החולשה הנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה במידה שאינה תואמת עוד את דרגת ההשקעה. חולשה זו נובעת מכך ששירות החוב נסמך בעיקר על מימוש אחזקות ביניהן נכסי ליבה, מכך שהחברה אינה עומדת לאורך תקופה מתמשכת באמות מידה פיננסיות כלפי תאגידים מממנים ומכך שכל נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים. בנוסף, עומס הפירעונות של החברה (סולו מורחב - הכולל את החברה הבת קמן תעשיות) גדל במידה משמעותית בשנת 2013 ולהערכתנו שירות החוב נסמך על פריסת הלוואות בנקאיות ו/או מימוש נכסים. רמת המינוף של החברה (סולו מורחב) נותרה גבוהה בטווח של 80% (בהתבסס על שווי אחזקות בספרים) ועד 90% (בהתבסס על שווי שוק מותאם) יחס חוב פיננסי נטו לשווי נכסים. רמת המינוף הגבוהה מעיבה אף היא על גמישותה הפיננסית.

ברבעונים האחרונים מימשה החברה שלוש מאחזקותיה: שנפ, פרנץ קאלף ו-אמפייר. חלק מהתמורה בגין מימוש האחזקות שימשה לפירעון התשלום התקופתי של אגרות החוב, להקטנת החוב הבנקאי ולמימון הפעילות השוטפת. יתרות המזומנים הקיימות בחברה (סולו) תומכות בשירות החוב ובמימון השוטף עד לתום שנת 2012 (האמור לוקח בחשבון את התמורה ממימוש יתרת האחזקה באמפייר לאחר מועד המאזן האחרון). מנגד, התחייבויות החברה לז"א בהיקף של כ-204 מיליון ₪ מוינו כהתחייבויות לז"ק נוכח אי עמידתה של קמן תעשיות (חברת בת 94%) וחברות מאוחדות אחרות באמות מידה פיננסיות בקשר עם אשראים בהיקף כולל של כ-316 מיליון ₪ ליום 30.6.2011. יש לציין כי במהלך שנת 2011 קיבלה החברה תוספת אשראי מאחד מהבנקים המממנים כנגד הגדלת שעבודים. החברה פועלת מול הבנקים לקבלת ארכה לעמידה באמות המידה הפיננסיות ו/או לשינוי אמות המידה הפיננסיות. בשיקולי הדירוג כיום ובעבר נלקחה בחשבון נחיתות מבנית של האג"ח לחוב הבנקאי.

במחצית הראשונה וברבעון השני של שנת 2011 רשמה החברה במאוחד הפסד לתקופה בסך של כ-15 מיליון ₪ וכ-25 מיליון ₪, בהתאמה. ההפסד ברבעון השני נבע, בין היתר, מהפסד הון בגין מימוש השקעתה באמפייר בסך של כ-7 מיליון ₪ ומהפסד בסך של כ-5.5 מיליון ₪ בגין מימוש קרן הון עקב המרת הלוואה דולרית לשקלית.

אחזקותיה של החברה מתמקדות כיום בתחום עיבוד המתכות (באמצעות האחזקה בפינקלשטיין ובקבוצת החברות אביגדור, גליל ואגם תפן) ובתחום התעופה (באמצעות האחזקה בקבוצת תאת). פרופיל סיכון האשראי של המוחזקות הינו נמוך עד בינוני ומושפע בעיקר מהאחזקות בפינקלשטיין ובקבוצת תאת. חברת פינקלשטיין הפועלת בענף המאופיין בתנודתיות מחירי המתכות, מציגה יציבות בתוצאות לאורך השנים, תוך שיפור ברווחיות במהלך חציון ראשון 2011, כל



זאת על רקע רמת מינוף נמוכה. קבוצת תאגיד אשר פועלת בענף בעל סיכון עסקי גבוה, הציגה שחיקה בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית במהלך השנים 2009-2010, עם זאת, יש לציין כי תאגיד מציגה מגמת שיפור בתוצאותיה במהלך המחצית הראשונה של שנת 2011.

להערכת מידרוג, מקורות המימון השוטפים של החברה הינם חלשים יחסית ונשענים כיום בעיקר על האחזקה בפינקלשטיין. האחזקה המשמעותית הנוספת בתאגיד, להערכתנו אינה צפויה לתרום תזרימים שוטפים בטווח הזמן הבינוני.

בהקשר של החברה האם קמן אחזקות בע"מ יש לציין שיפור בנזילות עם גיבוש מתווה של הסדר חוב שנועד להסיר את דרישת העמדת הפירעון המיידי מצד מחזיקי אגרות החוב נוכח אי עמידה באמת מידה פיננסית באמצעות הזרמת הון מצד בעלי המניות, העלאת שיעור הריבית ויצירת כרית מזומנים לטובת שירות הריבית.

תחזית הדירוג השלילית נותרת נוכח הנזילות החלשה והגמישות הפיננסית הנמוכה. הרעה בפרמטרים אלו תוביל להורדה נוספת בדירוג. שיפור שיתמוך במידה משמעותית ברמת הנזילות של החברה עשוי להוביל לשיפור הדירוג.

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

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/6/2010	30/06/2011	
399	403	425	442	374	חוב פיננסי (**)
68	33	30	51	40	מזומנים ושווי מזומנים
331	370	395	391	334	חוב פיננסי נטו (**)
559	539	456	544	416	שווי אחזקות בספרים
176	152	55	139	45	הון עצמי המיוחס לחברה
59%	69%	86%	72%	80%	חוב פיננסי נטו/שווי אחזקות
32	22	4	4	0	דיבידנדים מחברות מוחזקות
25	18	16	7	9	הוצאות ריבית
7	6	9	5	4	הנהלה וכלליות
3	6	5	2	1	דמי ניהול מחברות מוחזקות
4	14	(24)	(9)	(15)	רווח (הפסד) נקי
23	10	0	0	0	דיבידנדים לבעלי המניות
1.01	0.91	0.36	n/a	n/a	יחס כיסוי ריבית

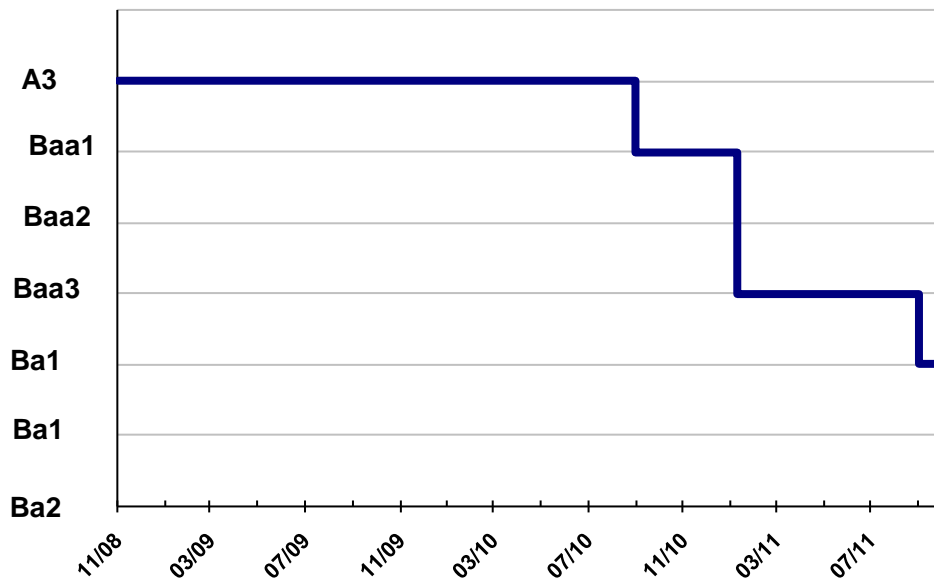
(*) נתוני סולו מורחב הנם נתונים פנימיים שהתקבלו מהחברה. נתוני סולו מורחב כוללים את נתוני החברה והחברה הבת קמן תעשיות בע"מ.

(**) כולל סכום של כ- 12,500 אלפי ש"ח ערבות אשר ניתנה ע"י ישאל לחברת הבת קמין נדל"ן

אודות החברה

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 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-60% ממניותיה. האחזקות המהותיות של ישאל למועד דוח זה הינן: מתכות פינקלשטיין בע"מ ("פינקלשטיין"), חברה פרטית, המוחזקת בשיעור של כ-84% 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 מר עמוס ספיר. במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2010, הודיעה החברה על כניסתה לתפקיד של הגברת רגינה אונגר כמנכ"לית החברה. במהלך החציון הראשון של שנת 2011, מימשה החברה את אחזקותיה בחברות: שנפ, פראנץ קאלף ואמפייר.

היסטוריית הדירוג



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.

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 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 (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.