

# אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

מעקב | אפריל 2019

## אנשי קשר:

### אורית תשובה

ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית  
[Orit.teshuva@midroog.co.il](mailto:Orit.teshuva@midroog.co.il)

### רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@midroog.co.il)

---

## אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרות ח'-'י) שהנפיקה אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ. אופק הדירוג יציב.

## אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
24/02/2023	יציב	Aa3.il	3900271	ח'
28/02/2027	יציב	Aa3.il	3900354	ט'
28/02/2027	יציב	Aa3.il	3900362	י'

## שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך, בין היתר, באיכות המוחזקות ופרופיל סיכון האשראי של המוחזקות הבולט לחיוב, ובעיקרן אמות השקעות בע"מ (להלן: "אמות") המדורגת בדירוג Aa2.il, Aa3.il, PSP Swiss Property AG (להלן: "PSP") המדורגת בדירוג A3 ע"י Moody's וחברת CARR (להלן: "אמות") המדורגת בדירוג Aa3.il, באופן התומך ביכולתן לחלק דיבידנדים לחברה בעתיד ובהתאם לתחזיות החברה; יחסי איתנות יציבים לאורך זמן, נכון ליום ה-31.12.2018 יחס המינוף LTV<sup>1</sup> עומד על כ-28% נטו ו-33% ברוטו, יחסים הולמים את רמת הדירוג. במסגרת הדירוג, מידרוג בחנה תרחיש רגישות, לפיו שחיקה אפשרית בשווי ההשקעות, עשויה להוביל לעלייה ביחס המינוף ברוטו של החברה, לטווח של 34%-41%; הדירוג לוקח בחשבון גמישות פיננסית ונזילות נאותה הכוללת, בסמוך למועד הדוח, מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של 500 מ' ש ומניות סחירות לא משועבדות בהיקף משמעותי ביחס להתחייבויות החברה. כמו כן, להערכת מידרוג, לחברה ולחברות בהן היא מחזיקה, נגישות טובה למקורות גיוס הון וחוב; יחס כיסוי ריבית של 3.6-3.7 הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג ויחס שירות החוב (DSCR+CASH) צפוי להיות בטווח של 2.9-2.3, יחסים אשר בולט לחיוב לרמת הדירוג.

מנגד, פיזור המוחזקות בולט לשלילה ביחס לרמת הדירוג כך ששווי המוחזקת הגדולה (CARR) מהווה כ-35% מתיק ההשקעות ושווי שלוש המוחזקות העיקריות (אמות, PSP, CARR) מהוות יחד כ-84% מהתיק. בנוסף, הקורלציה בין ענפי פעילות המוחזקות גבוהה יחסית, למרות היותן פעילות בכלכלות שונות; וכן קיימת חשיפה לפעילות ייזום, בעיקר ב-CARR.

תרחיש הבסיס<sup>2</sup> של מידרוג לוקח בחשבון מספר הנחות מרכזיות, ביניהן, השקעה משמעותית בחברת BROCKTON EVERLAST LTD (להלן: "BE") בהיקף של כ-300 מ' ליש"ט במהלך השנתיים הקרובות וכן השקעות שוטפות נוספות במוחזקות קיימות. נציין כי, מתחילת שנת 2019 רכשה BE שלושה בנייני משרדים בלונדון תמורת 415 מ' ליש"ט כאשר לצורך רכישות אלו השקיעה החברה בהון BE סך של כ-172 מ' ליש"ט.

כלומר, יתרת ההשקעה שנתרה במהלך השנתיים הקרובות בחברת BE הינה כ-130 מ' ליש"ט נוספים. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי לצורך השקעה זו, החברה תגייס הון וחוב או תממש השקעות, כך שרמת המינוף של החברה תשמר. בנוסף, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח היקף דיבידנדים והכנסות אחרות של כ-516 מ' ש ו-517 מ' ש בשנת 2019-2020, בהתאמה וחלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-268 מ' ש בשנת 2019. נציין כי תרחיש הבסיס של מידרוג מניח יחסי מינוף ברוטו הנעים בטווח של 34%-41%, זאת לאור תרחיש רגישות ביחס לשחיקה אפשרית בשווי ההשקעות, יחסים אשר אינם הולמים את רמת הדירוג מעבר לכך, תרחיש הבסיס מניח

<sup>1</sup> חוב פיננסי לשווי מוחזקות

<sup>2</sup> תרחיש הבסיס כולל את הערכות מידרוג לגבי המנפיק, ולא דווקא תואם את הערכות המנפיק. תרחיש הבסיס הינו ל-24-12 חודשים.

כי יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי להיות בטווח של 3.6-3.7, ויחס שירות החוב (DSCR+CASH) צפוי להיות בטווח של 2.3-2.9, יחסים אשר בולטים לחיוב ברמת הדירוג.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי בטווח הקצר-בינוני לא יחולו שינויים מהותיים בהיקף ושווי ההשקעות, וכי החברה תמשיך לשמור על שיעורי המינוף ויחסי הכיסוי שלה. כמו כן, ביצועי החברות המוחזקות יישמרו על יציבותן, הכוללים בין היתר, שמירה על שיעורי התפוסה, שיעור המינוף ותמהיל הפעילות.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי לאורך זמן ביחסי האיתנות וגידול בהיקף ההון העצמי
- שיפור בפרופיל הפיננסי, לרבות עלייה בשווי האחזקות של החברה לאורך זמן
- הגדלת פיזור תיק האחזקות

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- ירידה בגמישות הפיננסית ובנזילות החברה
- שחיקה ביחסי המינוף
- גידול בסיכון העסקי והפיננסי של החברה, לרבות עליה משמעותית בשיעור הייזום

**נתונים פיננסיים עיקריים**

**אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ - נתונים עיקריים, מאזן סולו:**

אש"ח	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
חוב פיננסי ברוטו	3,340,271	3,721,339	3,340,184	3,688,783
יתרות מזומן	208,665	98,946	135,717	562,709
חוב פיננסי נטו בניכוי מזומנים	3,131,606	3,622,393	3,204,467	3,124,023
הון עצמי חשבונאי	4,548,430	4,906,767	5,358,083	5,851,503
שווי שוק השקעות סחירות	5,040,149	5,746,634	6,765,485	6,587,752
סה"כ שווי השקעות (לא סחירות וסחירות) לפי שווי שוק (להלן: שווי שוק מותאם)	7,794,162	9,469,539	10,929,993	11,284,049
שווי מאזני של סך ההשקעות	7,788,007	8,727,327	8,748,687	9,407,719
מאזן	8,147,729	8,888,144	8,984,542	9,989,476
הון עצמי למאזן	56%	55%	60%	59%
הון עצמי למאזן בהתחשב בשווי שוק החזקות	56%	59%	68%	65%
חוב פיננסי ברוטו לשווי מאזני של סך השקעות	43%	43%	38%	39%
חוב פיננסי נטו לשווי מאזני של סך השקעות	40%	42%	37%	33%
חוב פיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם	43%	39%	31%	33%
חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם	40%	38%	29%	28%
סה"כ שווי השקעות מותאם לחוב פיננסי נטו	2.49	2.61	3.41	3.61
סה"כ שווי השקעות מותאם לחוב פיננסי ברוטו	2.33	2.54	3.27	3.06

אש"ח	31.12.2015	31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018
דיבידנד מחברות מוחזקות	277,557	343,810	461,827	511,507
דמי ניהול והכנסות אחרות	14,961	11,744	11,795	12,242
סה"כ הכנסות תפעוליות שוטפות	292,518	355,554	473,622	523,749
הנהלה וכלליות	27,616	27,640	25,160	26,191
הוצאות אחרות				
מימון תזרימינטו	72,140	100,425	113,625	114,723
מס	19,770	9,400	15,811	8,970
סה"כ הוצאות תזרימיות	119,526	137,465	154,596	149,884
סה"כ עודף תזרימי	172,993	218,089	319,026	373,865
יחס כיסוי תפעולי שוטף	2.45	2.59	3.06	3.49

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### ריכוזיות תיק האחזקות לצד פרופיל עסקי ומיצוב גבוה של החברות המוחזקות הפועלות בכלכלות חזקות, וכן נראות גבוהה של הכנסות מדבידנדים, הממתנים את רמות הסיכון

אלוני חץ הינה חברת אחזקות החשופה בעיקרה לתחום הנדל"ן המניב ובפרט בתחום המשרדים. נציין לחיוב כי, החברות המוחזקות על ידי החברה הינן בעלות מאפיינים כלכליים חזקים ופעילות המפוזרת על פני מספר כלכלות שונות, אשר רובן בעלות דירוג מדינה גבוה. אלוני חץ מתמקדת בהחזקה המקנה השפעה מהותית בחברות הפועלות בתחום הנדל"ן המניב בישראל ובמדינות מערביות. נכון ליום ה-31.12.2018 כ-61% מתיק ההשקעות של החברה ממוקם במדינות בעלות דירוג Aa1-Aaa, ביניהן; ארה"ב ושוויץ.

אחזקות החברה כוללות את חברת אמות הנסחרת בישראל (שיעור אחזקה של 56.7%, בסמוך למועד הדוח), ומדורגת בדירוג מקומי Aa2.il באופק יציב ע"י מידרוג<sup>3</sup> נתונים פיננסיים נוספים מופיעים בטבלה מטה. נכון למועד הדוח, לחברה קיימת אחזקה של כ-61.9% בחברת אנרג'יקס אנרגיות מתחדשות בע"מ (להלן: "אנרג'יקס") הנסחרת בישראל העוסקת בייזום, הקמה, ניהול ותפעול של מערכות פוטו וולטאיות ואנרגיית רוח לייצור חשמל בישראל, פולין וארה"ב.

מדינת ישראל מדורגת בדירוג A1 באופק חיובי על ידי Moody's, ומאופיינת בכלכלה חזקה ובעלת מאפיינים מאקרו כלכליים יציבים. בהתאם לנתוני הלמ"ס, המשק הישראלי צמח בשנת 2018 בשיעור של 3.2% ושיעור האבטלה בחודש דצמבר הסתכם בכ-4.3% בלבד. ענף המשרדים בישראל ממשיך להראות יציבות לאורך השנים האחרונות, כאשר שיעורי התשואה בענף נותרים יציבים יחסית גם בעת עליות ריבית בנק ישראל.

כך גם, החברה הינה בעלת האחזקות הגדולה ביותר בחברת PSP (שיעור אחזקה של כ-10%), חברת נדל"ן מניב מהמובילות והגדולות בשוויץ. PSP נסחרת בשוויץ, ומדורגת בדירוג בינלאומי A3 באופק יציב ע"י Moody's. בהתאם לדוח הדירוג של Moody's, נציין לחיוב את יציבות תיק הנכסים, האיכות הגבוהה של נכסי המשרדים והמסחר הממוקמים באזורי ביקוש, המדיניות הפיננסית וההשקעה השמרנית וחוזק הכלכלה השוויצרית. עם זאת, PSP מושפעת לשלילה ממח"מ חוב קצר יחסית המתמתן באופן חלקי ע"י נגישות טובה להון, בנוסף, 63% מהנכסים בתיק הנכסים של PSP הינם בתחום המשרדים שבו קיימים לחצים לירידת מחירים. להלן נתונים פיננסיים נוספים בטבלה מטה.

שוויץ מדורגת בדירוג Aaa באופק יציב על ידי Moody's, ומאופיינת בנתוני צמיחה טובים, שיעור הצמיחה בתוצר המקומי גולמי בשנת 2018 של 5.4%, וירידה בשיעור האבטלה העומד על 2.6% בשנת 2018. תחום המסחר נפגע בשל חוזק הפרנק השוויצרי, אשר הביא את תושבי המדינה לרכוש מוצרים מחוץ לשוויץ. בנוסף, ממשיך הבנק המרכזי, SNB, במדיניות שיעור ריבית שלילית עבור פיקדונות בפרנק שוויצרי. הדבר אפשר עלויות מימון נמוכות והזרמות הון לענף הנדל"ן המניב בשוויץ אשר הגדילו את ההיצע בענף המשרדים בשוויץ. נציין כי, התשואה על בנייני משרדים פרימיים ירדה בשנה האחרונה, שיעורי התפוסה והמחירים נותרו יציבים במרבית האזורים.

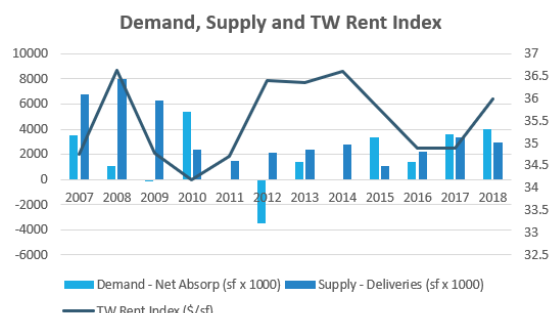
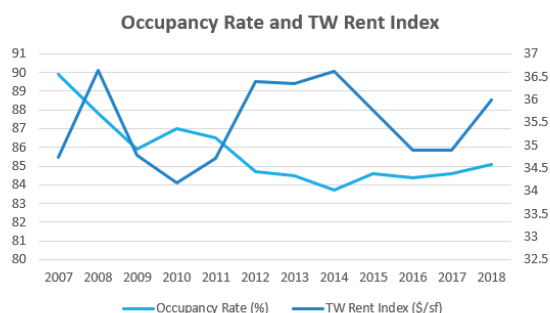
בנוסף, לחברה קיימת שליטה משותפת עם JP Morgan Chase Bank, N.A בחברת CARR (שיעור האחזקה של החברה ב-CARR הינו כ-43.65%) הפועלת בתחום המשרדים בווינגטון די.סי, כאשר ל-CARR קיימת הנהלה מקומית שאחראית על ניהול ותפעול הנכסים. חברת CARR אינה מדורגת. יחד עם זאת, נציין כי בהתאם לדוחות הכספיים של החברה, שווי השוק של השקעת החברה ב-CARR מוערך בכ-3.6 מיליארד \$ נכון ליום ה-31.12.2018. נציין כי, לחברה ארבעה נכסים בייזום בעלות בניה משוערת של 1.3 מיליארד דולר (מתוכם הושקע סך של כ-0.3 מיליארד דולר נכון ליום ה-31.12.2018), אשר משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של CARR ומתמתן על ידי השכרה מראש של למעלה מ-50% מהשטחים. נכון ל-31.12.2018 שיעור תפוסת הנכסים עומד על כ-90.9%, יחס חוב CAP-עומד על כ-37% וה-FFO עומד על כ-71.2 מ' דולר. נתונים פיננסיים נוספים מופיעים בטבלה מטה.

<sup>3</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<sup>4</sup> בהתאם לדוח דירוג של Moody's

מטרופולין וושינגטון די.סי (מדורגת בדירוג Aa1 באופק יציב על ידי Moody's) ובוסטון (מדורגת בדירוג Aaa באופק יציב על ידי Moody's) המאופיינים בנתוני צמיחה טובים, שיעור הצמיחה בתוצר המקומי גולמי בשנת 2018 (2.85%-ו-3.2%, בהתאמה), וירידה בשיעור האבטלה (2.9%-ו-2.4%, בהתאמה). במטרופולין וושינגטון די.סי מלאי המשרדים גדל באופן יציב ומאופיין בביקושים גבוהים עם תנודות בשנים מסוימות. כמו כן, ענף זה מאופיין בתפוסות גבוהות לאורך השנים עם ירידה מסוימת במחירים. שיעורי ה-CAP הינם כ- 5% באזורי CBD וכ- 6.5% באזורי Suburban.

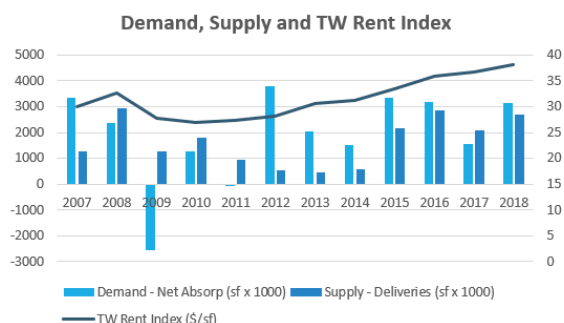
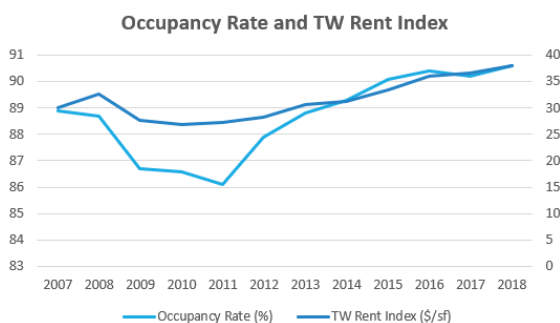
**תרשים 1: משרדים בושינגטון די.סי, ארה"ב**



מקור: CBRE – Office Outlook, Washington DC, Q4 2018. עיבוד: מידרוג.

בנוסף, לחברה שלושה נכסים בבוסטון המוחזקים בשותפות עם חברת Oxford Properties Group (חלקה של החברה 55%). במטרופולין בוסטון פועלות אלפי חברות הייטק, מאות מכוני מחקר, חברות ביוטק ונמצא בו הריכוז הגבוה ביותר של בתי חולים מובילים בכלל ארה"ב וכן העיר מובילה בפרמטרים נוספים. במטרופולין בוסטון מלאי המשרדים גדל באופן יציב והביקושים גבוהים (למעט בשנת המשבר העולמי ב-2009), התפוסות גבוהות מאוד לאורך השנים עם יציבות מחירים. שיעורי ה-CAP נעים סביב 5% באזורי CBD וסביב 7% באזורי Suburban.

**תרשים 2: משרדים בבוסטון, ארה"ב**



מקור: CBRE – Office Outlook, Boston, Q4 2018. עיבוד: מידרוג.

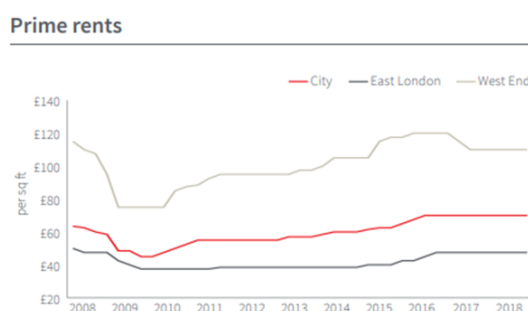
כמו כן, לחברה אחזקה בקרנות ברוקטון בבריטניה המשקיעות בנדל"ן מניב בבריטניה.

בנוסף, במהלך חודש פברואר 2018 התקשרה החברה עם שותפים בכירים של Brockton Capital LLP להקמת חברה חדשה, BE, שתעסוק ברכישה, ייזום, השבחה, ניהול ותחזוקה של נדל"ן מניב מסחרי בבריטניה תוך התמקדות באזור מטרופולין לונדון. נכון ליום 31.12.2018 החברה מחזיקה 77% מהזכויות ב-BE. מתחילת שנת 2019, רכשה BE שלושה בנייני משרדים בלונדון תמורת כ-415 מיליון ליש"ט. לצורך רכישות אלו השקיעה החברה, לאחר תאריך המאזן, בהון BE סך של כ-172 מיליון ליש"ט. בעקבות כך, עלה חלקה

של החברה בזכויות BE ל-94.4%. נציין כי, החברה הצהירה על כוונתה להשקיע 340 מיליון ליש"ט במצטבר עד לתום שנת 2020 כך שיתרת ההשקעה הצפויה בסמוך לפרסום דוח זה הינה כ-130 מיליון ליש"ט.

בריטניה מדורגת בדירוג Aa2 באופק יציב על ידי Moody's, ומאופיינת בנתוני צמיחה חלשים יחסית, שיעור הצמיחה בתוצר המקומי גולמי בשנת 2018 של 1.4%, וירידה בשיעור האבטלה העומד על 4% בשנת 2018. ההאטה בכלכלת בריטניה משקפת את ההשפעה של הירידה בביקושים ממקורות זרים בשילוב עם אי הוודאות בנוגע לברקזיט הצפויה לרדת בהתאם להתקדמות בקביעת עתיד היחסים המסחריים בין בריטניה לאיחוד האירופי בחודשים הקרובים. שיעורי התשואה על נכסי פריים נותרו יציבים, כ-3.5% באזור ה-West End וכ-4.25% באזור ה-City. שוק המשרדים מאופיין בשיעורי תפוסה ומחירים יציבים, במרבית האזורים במטרופולין.

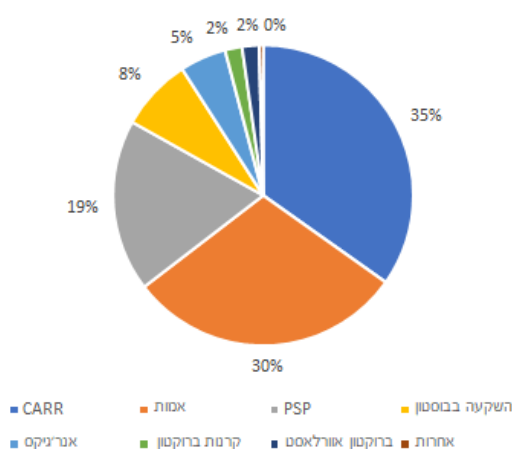
**תרשים 3: משרדים בלונדון, בריטניה**



מקור: JLL – London Office Market, 2018

יחד עם זאת, נציין כי, תיק האחזקות של החברה הינו ריכוזי כך ששלושת החברות העיקריות מהוות 84% משווי ההשקעות כפי שמופיע בדוחות הכספיים של החברה. כך, אמות מהווה כ-30% משווי האחזקות של החברה, CARR מהווה כ-35% משווי אחזקות החברה ו-PSP מהווה כ-19% משווי אחזקות החברה, נכון ליום ה-31.12.2018. בנוסף כ-93% מתקבולי הדיבידנד הצפויים לשנת 2019, הינם משלושת אחזקות מהותיות אלה. כך, בהתאם להחלטת דירקטוריון החברות המוחזקות והתאם לתחזית החברה לשנת 2019, היקף הדיבידנד הצפוי מאמות הינו כ-251 מ' ש, והיקף תקבולי הדיבידנד הצפוי מחברת CARR הינו כ-135 מ' ש מהווה כ-52% וכ-28% מהיקף תקבולי הדיבידנד הצפויים בשנת 2019, בהתאמה.

להלן פילוח המוחזקות של החברה בהתאם לשווי בספרים, נכון ליום ה-31.12.2018:



החברות המוחזקות הינן בעלות נכסים מניבים במדינות בעלות איתנות פיננסית ומיצוב בולט ביחס לשווקי פעילותן ומראות יציבות לאורך זמן. תוצאותיהן והפרופיל הפיננסי האיתן של חברות הבנות המרכזיות, מקנה לחברה גמישות פיננסית ותפעולית ביחס לחברות

מדורגות אחרות. מידרוג מציינת לחיוב את הפרמטרים הפיננסיים וכן את היקף פעילותן של החברות הנ"ל, באופן המגדיל את הוודאות לקבלת דיבידנדים עתידיים. במהלך השנים האחרונות, החברות המוחזקות שילמו דיבידנד לחברת אלוני חץ באופן יציב ורציף, כאשר לאמות, CARR ו-PSP קיימת מדיניות דיבידנדים מוצהרת המחזקת את נראות ההכנסות מהן. סך ההכנסות התפעוליות השוטפות בשנת 2018 עומדות על כ-524 מ' ש"ח לעומת 474 מ' ש"ח בשנת 2017, הגידול בהכנסות נובע בעיקר מהכנסות דיבידנד מ-CARR ואמות שעמדו בשנת 2018 על כ-132 מ' ש"ח וכ-248 מ' ש"ח, זאת לעומת כ-112 מ' ש"ח וכ-226 מ' ש"ח בשנת 2017, בהתאמה. החברות המוחזקות העיקריות של החברה מציגות יחסי איתנות ויחסי כיסוי טובים, כפי שניתן לראות בטבלה לעיל, באופן המחזק את נראות הכנסת החברה מדיבידנדים.

להלן מספר פרמטרים עיקריים של החברות הבנות המרכזיות\*:

ש"ח	פרנק שוויצרי		ארה"ב \$		ש"ח	
	PSP		CARR			
אמות	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2017	31.12.2018
שיעור החזקה	59.6%	58.2%	12.2%	10.0%	50.6%	43.7%
נדל"ן להשקעה מניב	9,112,142	9,786,501	6,348,932	6,742,220	1,744,954	2,715,234
נדל"ן להשקעה בפיתוח	493,173	803,438	614,700	624,550	986,548	439,489
חוב פיננסי	5,076,057	5,330,296	2,491,087	2,011,212	1,052,568	1,201,029
יתרת נזילות ללא מסגרות אשראי	314,149	297,703	33,428	23,123	48,115	38,653
יתרות נזילות ומסגרות אשראי	1,092,350	1,097,703	1,301,123	953,123	379,542	266,953
הון עצמי ז.ז. מיעוט	4,297,519	4,836,823	3,988,560	4,156,908	1,704,383	2,012,154
חלק אלוני בהון	2,561,321	2,815,998	486,604	415,691	772,305	748,838
סך מאזן	10,497,183	11,438,872	7,384,195	7,619,282	2,974,622	3,439,850
NOI	601,837	646,382	243,738	249,571	93,667	111,274
שיעור תפוסת נכסים	97.0%	97.2%	91.8%	95.0%	92.0%	90.9%
חוב ל-CAP	49.6%	47.9%	34.3%	28.6%	38.2%	37.4%
חוב ל-CAP נטו	48.0%	46.4%	34.0%	28.4%	37.1%	36.6%
FFO	379,961	413,108	183,509	190,742	64,405	71,274
הון עצמי ז.ז. מיעוט לסך מאזן	41%	42%	54%	55%	57%	58%
חוב פיננסי ל-FFO	13.4	12.9	13.6	10.5	16.3	16.9
חוב פיננסי נטו ל-FFO	12.5	12.2	13.4	10.4	15.6	16.3

\* חישוב ה- FFO וה- NOI הינם בהתאם לתחשיבי מידרוג ושונה מחישוב החברה כפי שמוצגים בדוחותיה הכספיים

**יחסי כיסוי ריבית בולט לחיוב לרמת הדירוג לצד יחסי מינוף אשר אינו הולם לרמת הדירוג, בפרט, לאור תרחישי רגישות ביחס לשווי האחזקות**

החוב הפיננסי ברוטו של החברה (ברמת הסולו המורחב) עומד על כ-3,689 מ' ש"ח, נכון ליום ה-31.12.2018, כאשר כ-90% הינו אגרות חוב והיתרה - חוב בנקאי המגובה בשעבודים. נכון ליום ה-31.12.2018, יחס המינוף, חוב פיננסי נטו לשווי שוק מוחזקות ברמת הסולו המורחב עומד על כ-28%, ויחס ההון למאזן עומד על כ-59%, יחסים ההולמים את רמת הדירוג. יחד עם זאת, נציין כי תרחיש הבסיס של מידרוג מניח יחסי מינוף ברוטו הנעים בטווח של 34%-41%, זאת לאור תרחיש רגישות ביחס לשחיקה אפשרית בשווי ההשקעות, יחסים אשר אינם הולמים את רמת הדירוג בנוסף, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי לנוע בטווח של 3.6-3.7 ולבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. כמו כן, יש לציין לחיוב את הגידול בהיקף ההון העצמי של החברה תוך שמירה על רמות מינוף נמוכות.



### גמישות ונזילות בולטות לחיוב ביחס לרמת הדירוג לצד נגישות גבוהה למקורות מימון, התורמות לפרופיל הסיכון של החברה

להערכת מידרוג, לחברה גמישות פיננסית טובה, הנובעת מאחזקה במניות סחירות נקיות משעבודים ששווין ליום ה-31.12.2018 עומד על כ-5.6 מיליארד ש"ח (PSP, אמות ואנרג'יקס) וכ-4.7 מיליארד ש"ח השקעות נוספות שאינן סחירות ונקיות משעבוד (בעיקר CARR, השקעות בקרנות ברוקטון ו-BE), היקף המצביע על גמישות פיננסית גבוהה. כמו כן, מידרוג מעריכה את נגישות החברה לשוק ההון כגבוהה לאור גיוסי הון וחוב שבוצעו במהלך השנים האחרונות. כמו כן, נכון ליום ה-31.12.2018 לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ-565 מ' ש"ח ומסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-500 מ' ש"ח בסמוך למועד הדוח. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח היקף דיבידנדים והכנסות אחרות של כ-516 מ' ש"ח ו-517 מ' ש"ח בשנת 2019-2020, בהתאמה. בהתאם לכך, יחס שירות החוב (DSCR+CASH) צפוי להיות בטווח של 2.3-2.9 בשנת 2019-2020, יחס הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. פירעונות האג"ח הצפויים בשנים 2021-2020 עומדים על כ-350 מ' ש"ח בכל אחת מהשנים. בנוסף, נציין כי, בשנת 2021 קיים פירעון משמעותי של כ-360 מ' ש"ח עבור הלוואה מסיטי בנק אשר תרחיש הבסיס מניח את מימונה מחדש. לאור האמור, להערכת מידרוג, לחברה נזילות וגמישות פיננסית מספקות ביחס לפירעונות האג"ח השנתיים, לרבות התזרים השוטף היציב אותו היא מקבלת כדיבידנדים מהחברות המוחזקות.

להלן לוח סילוקין של קרן האג"ח, בסמוך למועד הדוח:



### שיקולים נוספים לדירוג

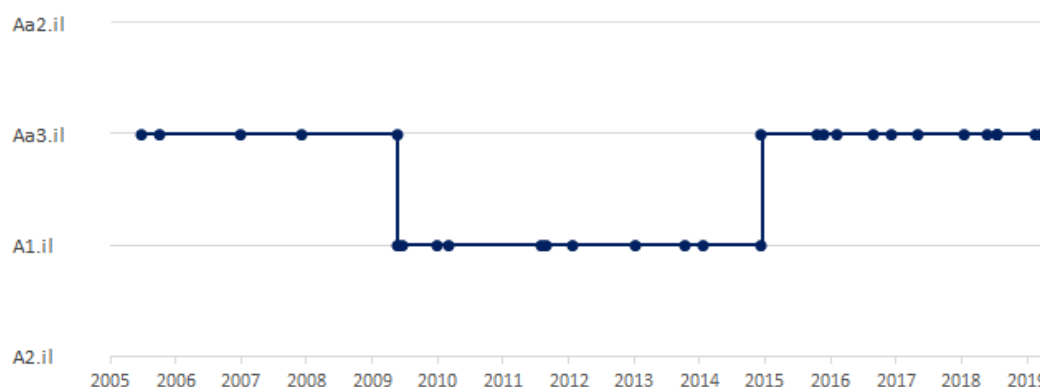
כחלק משיקולי הדירוג מידרוג רואה לחיוב את המדיניות הפיננסית השמרנית של החברה לאורך זמן תוך גידול עקבי בתיק ההשקעות. כמו כן, אסטרטגיית ההשקעה של החברה הינה בחברות הפועלות במדינות יציבות בעלות כלכלות חזקות, אשר רובן בעלות דירוג מדינה גבוה.

בנוסף, נציין כי חלק משיקולי הדירוג הינם עמידת החברה בתחזיות לאורך זמן באופן המשליך לחיוב על פרופיל הסיכון האשראי שלה.

## אודות החברה

חברת אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ מתמקדת בעיקר בהשקעות ארוכות טווח בתחומי הנדל"ן המניב בישראל, לרבות פיתוח והשבחה של נדל"ן ובהשקעות בחו"ל, במספר מדינות. נכון למועד דו"ח דירוג זה, פועלת החברה במספר מדינות ביניהן - ישראל, שוויץ, ארה"ב ובריטניה. החברה מחזיקה בחברת אמות השקעות בע"מ (שיעור החזקה של כ-56.7%), המהווה את זרוע הנדל"ן המניב של הקבוצה בישראל. אמות עוסקת בהשכרה, ניהול, ייזום ופיתוח של נכסים, במישרין ובאמצעות תאגידים שבשליטתה. במסגרת בחינת אלוני חץ, נבחנים נתוני החברה על בסיס פעילותה העצמאית ובנטרול חברת אמות (סולו מורחב). בנוסף, נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה בכ-61.9% ממניות אנרג'יקס אנרגיות מתחדשות בע"מ אשר פועלת בתחום אנרגיות מתחדשות (PV ורוח) בישראל ובפולין. בנוסף, פועלת החברה במספר מדינות בחו"ל באמצעות השקעה במספר חברות, ביניהן: בשוויץ מחזיקה החברה בכ-10% ממניות PSP Swiss Property AG, החברה הציבורית הגדולה ביותר בתחום הנדל"ן המניב, הרשומה למסחר בשוויץ. החברה מהווה את בעל המניות הגדול ביותר ב-PSP. החל מהרבעון השלישי של שנת 2013 החלה החברה גם לפעול בארה"ב, החברה מחזיקה כ-43.65% ב-Properties Partnership LP CARR, חברה פרטית בתחום הנדל"ן המניב - בעיקר משרדים, באזור וושינגטון ובוסטון. החל מחודש דצמבר 2015 לחברה פעילות בתחום הנדל"ן המניב גם בבוסטון. בבריטניה מחזיקה החברה בשיעורים שונים בקרנות ברוקטון. בנוסף, החברה מחזיקה בכ-94.4% בחברת Brockton Everlast שהחלה לפעול ברבעון הרביעי של שנת 2018 ועוסקת ברכישה, ייזום, השבחה, ניהול ותחזוקה של נדל"ן מניב מסחרי בבריטניה תוך התמקדות באזור מטרופולין לונדון.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[דירוג חברות אחזקה - דוח מתודולוגי, נובמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

**מידע כללי**

18.04.2019	תאריך דוח הדירוג:
26.03.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
27.06.2005	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**מידע מן המנפיק**

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>