

אלרוב (ישראל) בע"מ

מעקב שנתי | אוגוסט 2011

1

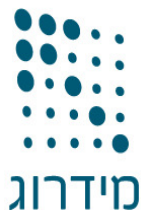
מחבר:

נדב גורן - אנליסט בכיר
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

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



אלרוב (ישראל) בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A2	דירוג סדרה
-------------------	-----------	------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג מ- A3 ל- A2 לסדרת אג"ח ז' שבמחזור של חברת אלרוב (ישראל) בע"מ (להלן: "אלרוב ישראל" או "החברה") ומותירה את אופק הדירוג יציב.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנת פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.3.11 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	עב ליום 31.3.11 (אלפי ₪)*	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2013	148,060	מדד	5.8%	125,000	30/8/2005	1460070	אג"ח ז'

* לאחר תאריך המאזן פרעה החברה תשלום אג"ח שוטף בסך של כ- 42 מיליון ₪ ע.נ..

העלאת דירוג ל- A2 באופק יציב נתמכת בהחזקה בחברת הבת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן"). המציגה גידול בפעילות המלונאית לצד נתוני פעילות טובים ויציבים במגזר המניב, אשר בעקבותיהם הועלה דירוגה ל- A2 באופק יציב. דירוג החברה תואם את דירוגה של אלרוב נדל"ן, המגבה את החזר אג"ח ז' באמצעות החזר הלוואה לחברת אלרוב ישראל, בהתאם למועדים ולסכומים לפירעון של האג"ח¹; לחברה חובות פיננסיים בהיקפים נמוכים ביחס להחזקותיה, ברמת הסולו המורחב². החזקות אלה כוללות, בנוסף לאלרוב נדל"ן, גם תיק ני"ע סחיר אשר שוויו עומד, נכון ליום 31.3.2011, על למעלה מ- 950 מיליון ₪ וכתוצאה מכך רושמת יחסי איתנות טובים ביותר; נזילות החברה הינה גבוהה ביחס לצורכי שירות החוב בשנים הקרובות.

2

¹ לצורך פירעון האג"ח של אלרוב ישראל, התחייבה אלרוב נדל"ן להגדיר לוח סילוקין ליתרת הלוואות הבעלים שניתנה לה ע"י אלרוב ישראל, במועדי פירעון קרן וריבית חופפים לאג"ח. היקף הלוואה עומד, נכון למועד הדו"ח, על כ- 100 מיליון ₪.

² פעילות הסולו המורחב כוללת את כלל פעילויות אלרוב ישראל, למעט אלרוב נדל"ן, המוצגת כחברה כולה

פירוט גורמי מפתח לדירוג

גידול מתון בפעילות המניבה של אלרוב נדל"ן לצד צמיחה בפעילות מגזר המלונאות הביאו לגידול בתזרים הפרמננטי

מפעילות (FFO) ולשיפור ביחסי כיסוי החוב; דירוג אלרוב נדל"ן הועלה ל- A2 באופק דירוג יציב

החברה הינה בעלת השליטה בחברת אלרוב נדל"ן (77%). החזקה זו מהווה את עיקר הפעילות של החברה. במהלך השנה האחרונה רשמה אלרוב נדל"ן צמיחה משמעותית בתזרים השנתי הפרמננטי מפעילות (FFO) אשר על בסיס הפעילות הנוכחית עולה, להערכת מידרוג, על 200 מיליון ₪. גידול זה הושג בעיקרו בזכות צמיחה של מגזר המלונאות, לצד גידול מתון בפורטפוליו הנכסים המניב של החברה, המאופיין בנתוני פעילות טובים.

הגידול בתזרים ה- FFO הביא לשיפור ביחסי כיסוי החוב. יחסים אלו כמו גם יחסי האיתנות של אלרוב נדל"ן תואמים את רמת דירוגה הנוכחית.

מידרוג מעריכה כי לצד הרחבת המגזר המניב, עיקר הגידול בפעילות צפוי לבוא בשנים הקרובות מתחום המלונאות. אלרוב נדל"ן פועלת להסבת נכסים מלונאיים באמסטרדם ובלונדון. במסגרת הדירוג לאלרוב נדל"ן נלקחה בחשבון פעילות זו והשפעתה האפשרית על גידול בחוב הפיננסי ועל רמות המינוף.

לאור האמור החליטה מידרוג להעלות את דירוגה של אלרוב נדל"ן מ- A3 ל- A2 באופק דירוג יציב. לפירוט נוסף לגבי הדירוג ראה דו"ח מעקב שנתי לאלרוב נדל"ן.

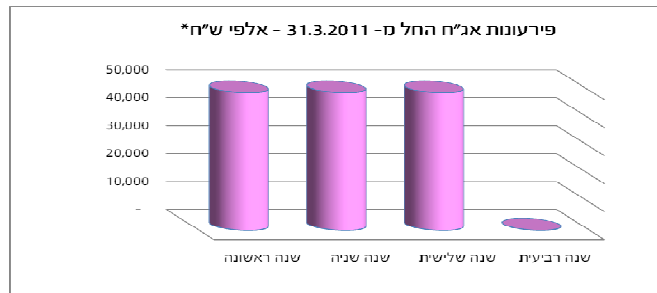
חוב פיננסי נמוך ביחס להיקף ההחזקות בני"ע סחירים ברמת הסולו המורחב

מלבד ההחזקה באלרוב נדל"ן, חלק ניכר מהפעילות של החברה ברמת הסולו המורחב כולל החזקה בתיק ני"ע סחירים וזמינים למכירה. שווי של תיק ני"ע עמד ליום 31.3.2011 על למעלה מ- 950 מיליון ₪ אל מול חובות ברמת הסולו המורחב בהיקף של כ- 690 מיליון ₪ בלבד. כתוצאה מכך רושמת החברה יחסי איתנות טובים ביותר ברמת הסולו המורחב ובכללם הון עצמי למאזן בשיעור של קרוב ל- 80% וחוב פיננסי נטו שלילי.

תיק ני"ע של החברה כולל בעיקר החזקה במניות בנק לאומי, בשווי מאות מיליוני ₪ וכן השקעה בחברות טכנולוגיה שונות, הן באופן ישיר והן באמצעות קרן הון סיכון. במהלך שנת 2010 והרבעון הראשון של 2011 רשמו מניות בנק לאומי יציבות יחסית לצד תנודתיות בשווי חברת פרטליקס, המהווה אחת מההשקעות המשמעותיות של החברה בתחום הטכנולוגי.

גמישות פיננסית גבוהה ביחס לצורכי שירות החוב

נכון ליום 31.3.2010 לחברה, כאמור, חוב פיננסי נמוך ברמת הסולו המורחב העומד על כ- 690 מיליון ₪. עיקר החוב הפיננסי מורכב מניצול חלקי של מסגרת אשראי חתומה, שניתנה כנגד שיעבוד תיק ני"ע וכן חוב אג"ח של כ- 150 מיליון ₪. לאחר תאריך המאזן נפרע תשלום אג"ח ראשון מביני 3 תשלומים שווים לשנים 2011-2013. במועדי פירעונות האג"ח מושכת החברה חזרה חלק מהלוואת בעלים שנתנה לאלרוב נדל"ן - בגובה הסכום לפירעון. מעבר לכך, חילקה אלרוב נדל"ן ביוני 2011 דיבידנד בסך של כ- 30 מיליון ₪, אשר היווה מקור תזרימי נוסף לחברה. לאור זאת, מעריכה מידרוג את גמישותה הפיננסית של החברה כגבוהה ביחס לצורכי שירות החוב בשנים הקרובות.



* נכון למועד הדו"ח פרעה החברה את הסכום לתשלום בשנה הראשונה

אלרוב (ישראל) בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

אלרוב ישראל סולו מורחב*				אלרוב ישראל מאוחד				
31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.3.2011	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.3.2011	
-	-	-	-	156,265	142,331	291,907	77,165	הכנסות מהפעלת מלון
19,759	20,210	21,008	6,087	230,102	282,552	300,508	79,700	הכנסות משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
18,163	32,493	5,220	5,463	68,994	105,771	60,142	51,408	הכנסות ממכירת דירות
37,922	52,703	26,228	11,550	455,361	530,654	652,557	208,273	סה"כ הכנסות מפעילות
-	-	-	-	71,001	32,869	90,642	11,143	רווח מהפעלת מלון**
1,000	1,638	2,560	703	172,623	223,397	238,135	61,787	רווח משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
8,587	12,963	854	2,091	26,495	36,083	9,956	22,503	רווח ממכירת דירות
9,587	14,601	3,414	2,794	270,119	292,349	338,733	95,433	רווח מפעילות
-387,479	483,503	250,679	39,583	-328,410	511,873	439,103	73,833	רווח תפעולי
-410,987	464,804	230,737	32,511	-424,877	473,986	254,587	34,338	רווח (הפסד) נקי
3,606	3,372	4,352	5,063	91,450	63,837	65,668	87,273	מזומן ושווי מזומנים
435,251	988,216	1,070,991	958,198	505,152	1,105,412	1,189,468	1,064,448	ני"ע סחירים וני"ע זמינים למכירה
766,325	686,632	707,425	691,207	4,041,631	4,291,137	4,731,055	4,846,157	חוב פיננסי
327,468	-304,956	-367,918	-272,054	3,445,029	3,121,888	3,475,919	3,694,436	חוב פיננסי נטו
2,149,756	2,852,786	3,545,192	3,461,458	5,954,831	6,965,420	8,389,847	8,459,159	CAP
1,710,899	1,861,198	2,469,849	2,498,197	5,358,229	5,796,171	7,134,711	7,307,438	CAP נטו
1,372,482	2,150,304	2,800,287	2,756,389	1,504,965	2,295,748	2,960,260	2,920,132	הון עצמי
2,196,936	2,890,980	3,579,272	3,498,255	6,381,967	7,370,566	8,841,590	8,893,916	סך מאזן
2,185,667	2,879,711	3,568,002	3,486,986	6,259,289	7,309,207	8,788,604	8,869,545	מאזן בניטרול מקדמות מלקוחות
35.6%	24.1%	20.0%	20.0%	67.9%	61.6%	56.4%	57.3%	חוב ל- CAP
19.1%	-16.4%	-14.9%	-10.9%	64.3%	53.9%	48.7%	50.6%	חוב נטו ל- CAP
62.5%	74.4%	78.2%	78.8%	23.6%	31.1%	33.5%	32.8%	הון עצמי למאזן
62.8%	74.7%	78.5%	79.0%	24.0%	31.4%	33.7%	32.9%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
-32,583	-32,185	-17,207	10,591	-11,710	110,367	180,124	52,445	FFO
				55,890				FFO מתוקן***
שילי	שילי	שילי	16.3	שילי	38.9	26.3	23.1	חוב ל- FFO
שילי	שילי	שילי	שילי	שילי	28.3	19.3	17.6	חוב נטו ל- FFO
				72.3				חוב ל- FFO מתוקן

* עיבוד מידרוג באישור החברה המציג את אלרוב נדל"ן בחברה כלולה ** לא כולל פחת *** בנטרול הפרשה בכך כ- 67 מיליון ₪ בגין פסק

בורר משנת 2008

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

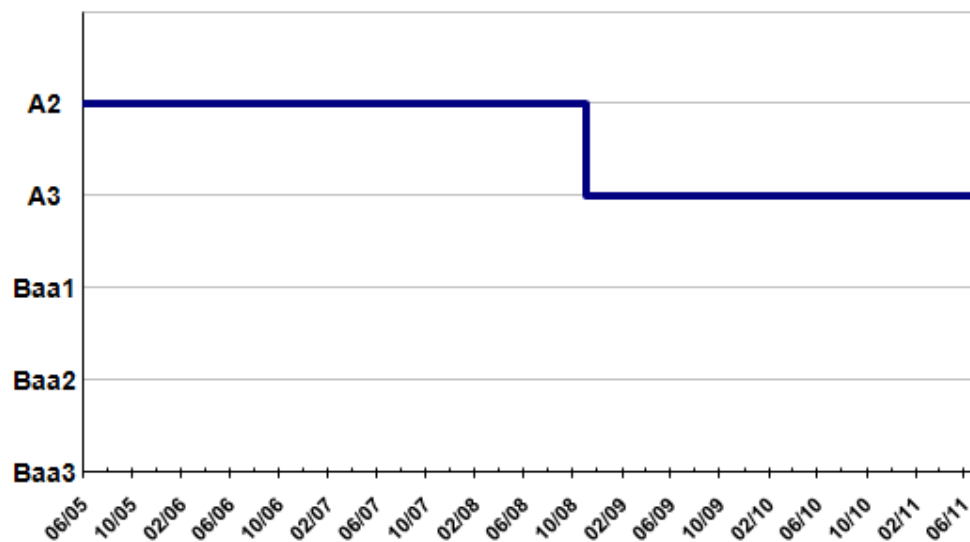
- שיפור בתזרים המזומנים מפעילות פרמננטית;
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים;

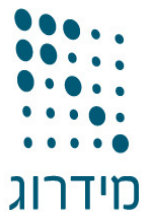
גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות ברמת הקבוצה במיוחד, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה;
- שינוי משמעותי בתמהיל הפעילות ברמה המאוחדת, אשר יביא לגידול בפרופיל הסיכון הכולל;
- גידול משמעותי בחוב הפיננסי אשר יביא להרעה ביחסי הכיסוי והאיתנות של הקבוצה וגריעה משמעותית מהגמישות הפיננסית והנזילות;
- הגדלת החשיפה של החברה לנגזרים פיננסיים והשקעות בני"ע.

היסטוריית דירוג

5





פרופיל החברה

אלרוב (ישראל) בע"מ פועלת בעצמה ובאמצעות אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (חברה-בת של החברה, המוחזקת בשיעור של כ- 77%) בתחומי הנדל"ן להשקעה ומלונאות בארץ ובחול, ע"י ייזום או רכישה של נכסי נדל"ן מניב וכן בייזום ומכירה של דירות יוקרה למגורים. כמו כן, פועלת החברה בתחום של השקעות בהון סיכון, במסגרתו עוסקת החברה בהשקעות בחברות טכנולוגיה, הן באמצעות השקעה ישירה והן באמצעות השקעות בקרנות הון סיכון שונות. החברה הינה בבעלותו של מר אלפרד אקירוב, אשר מחזיק, באמצעות חברות שבשליטתו, בכ- 75% מהחברה.

מחקרים מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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 שאלה 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: CREI110811000M

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 לסיכוני 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 ביעוץ 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.