



אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

Aa3	דירוג Issuer
-----	--------------

פרופיל החברה

אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ, (להלן "החברה") מתמקדת בעיקר בהשקעות ארוכות טווח בתחומי הנדל"ן המניב במדינות מערביות ובישראל. החברה מחזיקה ב-6.9% בחברת Equity One (להלן "EQY"), שהינה REIT ציבורית אמריקאית הנסחרת בבורסה של ניו יורק ואשר עוסקת ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב. החברה מחזיקה גם בכ-14.8% ממניות חברת First Capital Realty (להלן "FCR") שהינה חברה ציבורית קנדית הנסחרת בבורסה של טורונטו אשר עוסקת אף היא בפיתוח וניהול נכסים מניבים בקנדה. שתי החברות, EQY ו-FCR עוסקות בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים ונשלטות על ידי חברת גזית גלוב (Aa3). החברה פועלת בישראל באמצעות החזקה של 43.7% בחברת עוגן נדל"ן מניב בע"מ (להלן "עוגן") אשר הינה חברה ציבורית ישראלית העוסקת בייזום, פיתוח, בנייה, רכישה והשכרה של נכסים מניבים. בנוסף, מחזיקה החברה ב-50% (בשליטה) בקניון חוצות אלונים. עד לסוף שנת 2004 החזיקה החברה בפורטפוליו של נכסים מניבים בבריטניה. מכירת פורטפוליו זה הושלמה ברבעון השני של שנת 2005 תמורת סך כולל של כ-1.8 מיליארד ₪ ואשר הקנו לחברה רווחי הון בסכום של כ-340 מיליון ₪ לפני מס. בעלי השליטה בחברה הינם מנכ"ל החברה נתן חץ (ובני משפחתו) אשר מחזיק ב-32.64% ומשפחת ורטהיים המחזיקים ב-30.15% וביניהם קיים הסכם שליטה.

נתונים פיננסיים עיקריים

2003	2004	Q1-2005	Q1-2005 פרופורמה	אלפי ₪
74,331	114,998	36,186	NA	סך הכנסות
57,515	72,120	24,249	NA	מזה, הכנסות מדיבידנדים וריבית אג"ח
79%	86%	78%	NA	שיעור רווח מפעולות
80%	90%	89%	NA	שיעור EBITDA
2.1	1.8	1.6	NA	יחס כיסוי תפעולי
710,812	848,947	838,891	838,891	חוב ללא פעילות מופסקת
600,532	529,183	527,831	234,944	חוב נטו ללא פעילות מופסקת
110,280	319,764	311,060	603,947	יתרות מזומן ללא יתרות מפעילות מופסקת
43%	41%	40%	40%	חוב כנגד אחזקות סחירות לשווי שוק השקעות
68%	56%	52%	23%	חוב נטו ללא פעילות מופסקת לעלות מופחתת רכוש קבוע ועלות השקעה בחברות מוחזקות
58%	39%	38%	17%	חוב נטו ללא פעילות מופסקת לשווי שוק נכסים סחירים ועלות מופחתת של הרכוש הקבוע
823,966	882,949	955,425	NA	השקעות בחברות מוחזקות ואחרות
420,943	532,523	529,360	529,360	חוב כנגד אחזקות סחירות

*הכנסות מדיבידנדים, ריבית אג"ח ושכר דירה לחלק להוצאות מימון והוצאות הנהלה וכלליות
** לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה

אביטל איגנר
אנליסטית
a.ignar@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

אסטרטגיה עסקית

- החברה בוחנת מספר חלופות להשקעה בנכסים מניבים תוך שימוש ביתרות המזומן אשר נצברו בעקבות מכירת פורטפוליו הנכסים המניבים בבריטניה. האסטרטגיה העסקית הינה כי לצורך רכישת הנכסים לא ילקח חוב בהיקף העולה על כ-75% מעלות הרכישה. חלופות ההשקעה אותן בוחנת החברה כוללות:
 - השקעה בפורטפוליו של נכסים במדינות מערב אירופה (כגון צרפת, ספרד, גרמניה וכד') בשיתוף עם חברות ניהול בינלאומיות אשר יפקדו על ניהול הנכסים.
 - השקעה בניירות ערך של חברות נדל"ן או REIT סחירות במערב אירופה.
- הגדלת הפעילות בתחום הנדל"ן המניב בישראל באמצעות רכישת חברות נדל"ן העוסקות בהשכרת נכסים מניבים או רכישה של נכסים מניבים כדוגמת קניונים. בחינת ההשקעות תתבצע תוך שימת דגש על יכולת השגת תזרים מזומנים יציב.

שיקולים עיקריים לדירוג

פעילות של השקעה פיננסית בנדל"ן מניב בישראל ובמדינות מערביות; יכולת מוכחת באיתור הזדמנויות עסקיות ומימוש אחזקות ברווחיות גבוהה; פעילות עסקית נוכחית מאופיינת בפיזור נמוך של ההשקעות (עיקר ההשקעה בשתי החברות EQY ו-FCR) וחשיפה לתנודתיות שוק ההון; לאחר מימוש נכסים בבריטניה לחברה יתרות נזילות משמעותיות בסך של כ-600 מליון ש"ח, בהתחשב ביתרות אלו ובשווי האחזקות האחרות של החברה, יחסי הכיסוי ויכולת פרעון החוב הינם מעולים; הדירוג מתייחס ליכולת פרעון החוב תחת הנחה כי עודפי המזומנים ישמשו כחלק מהמקורות לרכישת נכסים מניבים בטווח הקרוב; יישום מהלך של השקעה בנכסים מניבים יכול להשפיע על המיצוב העסקי והפיננסי; חשיפה לשינויים בשערי הריביות, כתוצאה מהלוואות בריביות משתנות; גמישות פיננסית גבוהה מאוד אשר נסמכת על יתרות מזומן גבוהות, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ושווי גבוה של אחזקות לעומת גובה החוב בגינם;

חוזקות

- החברה מתמחה באיתור, רכישה ומימוש של השקעות פיננסיות בתחומי הנדל"ן המניב. הנהלת החברה הוכיחה הצלחה בפעילות זו הבאה לידי ביטוי בריווחי הון, אשר נצברו כתוצאה ממימוש נכסים, או בשווי צומח של אחזקות סחירות. החברה החלה ברכישת נדל"ן מניב בבריטניה בשנת 1993. בנובמבר 2004 חתמה החברה על הסכמים למכירת כלל נכסי החברה בבריטניה בתמורה לכ-1.8 מיליארד ש"ח, אשר יקנו לה רווח הון של כ-340 מיליון ש"ח. עד ליום 31.3.2005 הושלמה מכירת 5 מבין 8 נכסים אשר היו בבעלות החברה. מכירת יתרת הנכסים הושלמה ברבעון השני של שנת 2005.
- ההשקעה העיקרית של החברה כיום הינה בחברות EQY ו-FCR, אשר פועלות במדינות בעלות יציבות כלכלית ופוליטית המדרגות Aaa. חברות אלו פועלות בתחום המרכזים המסחריים המעוגני סופרמרקטים, אשר חשופים במידה מועטה יחסית למחזוריות כלכלית ומדורגות בדרגת השקעה בינלאומית. שתי החברות EQY ו-FCR הציגו צמיחה גבוהה בכל השנים בהן הוחזקו על ידי החברה, הן בפעילות והן ברווחיות ובדיבידנדים המחולקים. מידרוג מעריכה כי ההשקעה

בחברות אלו תורמת באופן חיובי לפעילותה של החברה: החברה נהנית מקבלת דיבידנד באופן קבוע וצומח והשבחת האחזקות תורמת לפער גדל בין עלות הרכישה לבין שווי השוק של ההשקעות.

• מימוש נכסים בהיקף מהותי בבריטניה ומהלכים של השבחה ועליית ערך אחזקות סחירות (EQY ו-FCR) תורמים להצגת יחסי נזילות וגמישות פיננסית מעולים, איתנות פיננסית גבוהה ויחסי כיסוי בולטים לטובה:

○ גמישות פיננסית גבוהה המתבטאת ביתרות נזילות גבוהות בסך של כ-311 מיליון ₪ נכון ליום 31.3.2005, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בסכום של 20 מיליון דולר (כ-90 מיליון ₪) ושווי שוק אחזקות בסך של 1.315 מיליארד ₪ העומדים בפער ניכר למול החוב בגינם המסתכם בכ-529 מיליון ₪.

○ איתנות פיננסית גבוהה - יחס ההון העצמי לסך מאזן פרופורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה יעמוד על פי נתוני ה-31.3.2005 על כ-44% לעומת יחסי איתנות נמוכים יותר ליום 31.12.2004 ו-31.12.2003 שעמדו על 15% ו-12% בהתאמה. בהתחשב בשווי הסחיר של האחזקה ב-EQY ו-FCR, יחסי האיתנות הפיננסית גבוהים אף יותר. יחס החוב נטו ל-CAP פרופורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה יעמוד על פי נתוני ה-31.3.2005 על כ-15% והינו נמוך ומצביע על איתנות פיננסית גבוהה.

○ יחסי כיסוי חוב מעולים - לחברה יתרות כספיות (לאחר השלמת מימוש הנכסים בבריטניה) בסך מהותי של כ-604 מיליון ₪. בהתחשב ביתרות אלו ובשווי האחזקות האחרות, יחסי הכיסוי ויכולת פרעון החוב הינם מעולים: יחס החוב נטו, ללא חוב בגין פעילות מופסקת ל-FFO פרופורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה יעמוד על כ-5.5 ויחס החוב הפיננסי נטו ללא חוב בגין פעילות מופסקת ל-EBITDA יעמוד על 1.8.

○ תחת ההנחה כי החברה מתכוונת לרכוש נכסים תוך שימוש ביתרות הנזילות, עתידים חלק מיחסים אלו לרדת. הדירוג מתייחס ליכולת פרעון החוב תחת הנחה כי עודפי המזומנים ישמשו כחלק מהמקורות לרכישת נכסים מניבים בטווח הקרוב. מידרוג מעריכה כי מימון הרכישה בחוב חיצוני בהיקף שלא יעלה על כ-75% מסך ההשקעה, עתידים לפגוע ביחסי האיתנות.

גורמי סיכון עסקיים

סיכון ענפי

החברות המוחזקות על ידי החברה פועלות בתחום הנדל"ן המניב וחשופות לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן בארה"ב, קנדה וישראל וכוללות פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים. מידרוג מעריכה כי פיזור גבוה של נכסים ושוכרים והסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית עשויים להגן מפני מחזור שלילי של ענף הנכסים המניבים.

פיזור נכסים מצומצם יוצר חשיפה גבוהה לשתי אחזקות עיקריות EQY ו-FCR בהן לחברה אין שליטה

פיזור נכסי החברה הינו נמוך שכן השקעותיה העיקריות של החברה מרוכזות בשתי חברות EQY ו-FCR המהוות מעל 90% מסך השקעות החברה. כמו כן, שתי החברות אינן בלתי תלויות. מידרוג מעריכה כי פיזור נמוך זה חושף את החברה לביצועי שתי החברות. בנוסף, לאלוני חץ אין שליטה בחברות אלו ולכן היכולת להשפיע בתהליכי קבלת החלטות כדוגמת חלוקת דיבידנד הינה מוגבלת. יחד עם זאת, העובדה כי שתי החברות EQY ו-FCR פועלות כ-REIT, המחלקות את מרבית רווחיהן כדיבידנד לבעלי המניות, מצמצם אי ודאות באשר למקורות ההכנסה של החברה.

חשיפה לתנודתיות בשוק ההון

מרבית נכסיה של החברה הינם ניירות ערך של חברות אשר נסחרות בבורסות שונות בעולם, וכתוצאה מכך החברה חשופה לתנודתיות המאפיינת את שווקי ההון בהן היא פועלת (בורסת ת"א, בורסת ניו יורק והבורסה של טורונטו). יחד עם זאת, נכון ליום 31.3.2005 שווי השוק של אחזקותיה גבוה בכ-377 מיליון \$ מערכם בספרים – ערך אחזקותיה הסחירות של החברה בספרים עומד על כ-938 מיליון \$, שווי השוק של אחזקותיה העיקריות של החברה עומד על כ-1.3 מיליארד \$ והחוב אשר עומד כנגדם מסתכם בכ-529 מיליון \$.

החברה עומדת בפני מהלך השקעות בהיקפים מהותיים ביחס לפעילותה ומידרוג תבחן את השלכות של ההשקעות החדשות על הפרופיל העיסקי והפיננסי

החברה בוחנת כיום מספר חלופות השקעה תוך שימוש ביתרות המזומן שנצברו ממהלך מימוש הנכסים בבריטניה. מצב זה יוצר חוסר ודאות באשר לתמהיל הפעילות העסקית של החברה והשפעתו על המיצוב הפיננסי של החברה. מידרוג תיבחן את השלכות של ההשקעות החדשות על מצבה העיסקי והפיננסי של החברה. החברה קבעה קווים מנחים להשקעות עתידיות בין בישראל ובין בחו"ל בין היתר בחרה החברה שלא לעבור יחס חוב non recourse להשקעות בנכסים מניבים בחו"ל של 75% ביחס לעלות ההשקעה. כמו כן, החברה התחייבה כלפי בנק החל ממרץ 2005 לשמור על יחס הון עצמי לסך המאזן של החברה (הלא מאוחד) שלא יפחת מ-30% ושסך ההון עצמי של החברה לא יפחת בכל עת מ-100 מיליון דולר. בנוסף, החברה אימצה מדיניות בדבר יחסים פיננסיים כדלקמן: שיעור החוב ברוטו (כולל החוב non recourse) לסך המאזן לא יעלה על 70% ויחס החוב נטו במאוחד (כולל חוב non recourse) לתזרים תפעולי לא יעלה על 9 שנים. מידרוג מעריכה כי הדירוג הניתן לחברה משקף את רמת הסיכון הגלומה בשמירה על מגבלות אלו.

לחברה שני נכסים אשר אינם מושכרים במלואם והחברה רשמה/עתידה לרשום בגינם הפסדים

בעלות החברה שני נכסים אשר אינם מושכרים במלואם ואשר החברה רשמה הפסדים בגינם. שתי קומות המשרדים במגדל אביב ברמת גן מושכרים בשיעור תפוסה של 45% (אשר מתוכו כ-1/3 לשימוש משרדי החברה) והחברה נאלצה לרשום בגינם הפסדים של כ-6.4 מיליון \$. נכס נוסף אשר אינו מושכר מדצמבר 2000 הינו נכס המוחזק בשותפות (חלק החברה 22.5%) הממוקם בלוד ואשר היה מושכר בעבר למפעל ש.ה.ל של התעשייה האווירית. נכס זה מומן בהלוואת non recourse ואינו משרת את החוב. עד למועד כתיבת הדוח, הבנק לא תפס חזקה על הנכס. בספרי החברה, החוב כנגד הנכס עומד על כ-11.5 מיליון \$ כגובה העלות המופחתת.

גורמי סיכון פיננסיים

חשיפה מטבעית כתוצאה מפעילות במט"ח שונים

בשל העובדה כי מרבית פעילותה של החברה מתבצע במט"ח שונים ואין התאמה מלאה בין נכסי החברה להתחייבויותיה, נוצרת לחברה חשיפה מטבעית. נכון ליום 31.3.2005 עודף נכסי החברה על התחייבויותיה במט"ח כולל הפעילות המופסקת עמד כל כ-646 מיליון ₪ אשר גבוהים מההון העצמי של החברה. עודף נכסי החברה ללא הנכסים המיוחסים לפעילות שהופסקה עומד על כ-454 מיליון ₪. החברה עוקבת באופן שוטף אחרי החשיפה הנ"ל במידה שמתקיימות התפתחויות חריגות בשוקי המטבע, מבצעת החברה פעילות בנגזרים לגידור חלקי. באופן שוטף החברה חשופה לשינויים בשערי החליפין של השקל לעומת המטבעות (דולר, דולר קנדי, וליש"ט) אשר יכולים להשפיע באופן מהותי על רווחיה.

חשיפה לשינויים בשערי הריבית – חלק ניכר מהלוואות החברה הינן בריבית משתנה

סכום ניכר מהלוואות החברה במט"ח נלקח בריבית משתנה. נכון ליום 31.3.2005 סכום ההלוואות בריבית משתנה (ללא ההלוואות בגין נכסים בבריטניה) עמד על כ-487 מיליון ₪, מתוך סך החוב של כ-840 מיליון ₪. החברה נוהגת לבצע עסקאות SWAP להגנה מפני שינויים בשערי הריבית עבור חלק מהלוואותיה, כך שבפועל חשיפת החברה לשינויים בריבית הינה על סכום של כ-417 מיליון ₪. עסקאות ה-SWAP עבור ההלוואות הדולריות מתפלגות כך שכ-8 מיליון דולר מסך ההלוואות הדולריות מקובע על שער ריבית של 3%, בתוספת מרווח עד לנובמבר 2005 ואילו סך של 8 מיליון דולר נוספים מקובע על ריבית של 2.17% בתוספת מרווח לתקופה המסתיימת באוקטובר 2006. עסקאות גידור אלו אינן מלאות ומידרוג מעריכה כי נגרמת לחברה חשיפה לשערי הריבית.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ירידה ביחס הנכסים המשועבדים לסך הנכסים

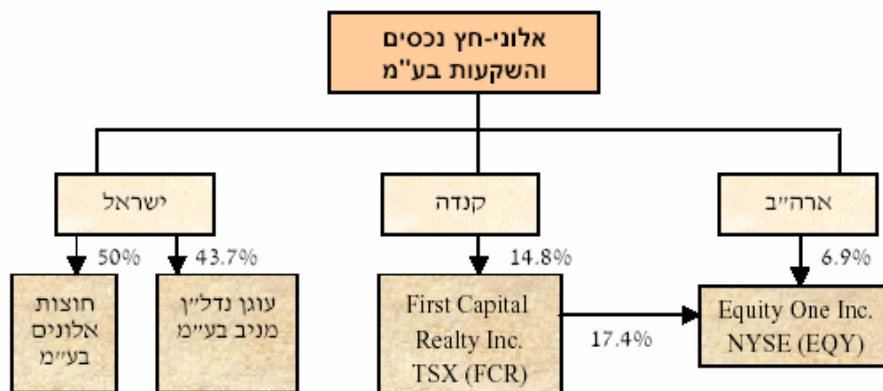
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- גידול בסיכון העסקי והפיננסי לאחר ביצוע השקעות חדשות
- התדרדרות ביחסי האיתנות הפיננסית אל מתחת לאלו הנגזרים ממגבלות ההשקעה אשר הוצגו באסטרטגיה העסקית

תיאור החברה

אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ, (להלן "החברה") מתמקדת בעיקר בהשקעות ארוכות טווח בתחומי הנדל"ן המניב במדינות מערביות ובישראל. החברה מחזיקה ב-6.9% בחברת Equity One (להלן "EQY"), שהינה חברה (REIT) ציבורית אמריקאית הנסחרת בבורסה של ניו יורק ואשר עוסקת ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב. החברה מחזיקה גם בכ-14.8% ממניות חברת First Capital Realty (להלן "FCR") שהינה חברה ציבורית קנדית הנסחרת בבורסה של טורונטו אשר עוסקת אף היא בפיתוח וניהול נכסים מניבים בקנדה. שתי החברות, EQY ו-FCR עוסקות בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים ונשלטות על ידי חברת גזית גלוב (Aa3). החברה פועלת בישראל באמצעות החזקה של 43.7% בחברת עוגן נדל"ן מניב בע"מ (להלן "עוגן") אשר הינה חברה ציבורית ישראלית העוסקת בייזום, פיתוח, בנייה, רכישה והשכרה של נכסים מניבים. בנוסף, מחזיקה החברה ב-50% (בשליטה) בקניון חוצות אלונים. עד לסוף שנת 2004 החזיקה החברה בפורטפוליו של נכסים מניבים בבריטניה. מכירת פורטפוליו זה הושלמה ברבעון השני של שנת 2005 תמורת סך כולל של כ-1.8 מיליארד ₪ ואשר הקנו לחברה רווחי הון בסכום של כ-340 מיליון ₪ לפני מס.

להלן מבנה האחזקות העיקריות של החברה:



פעילות החברה בצפון אמריקה

פעילות החברה בצפון אמריקה כוללת השקעה בשתי חברות אשר נשלטות על ידי חברת גזית גלוב – EQY ו-FCR.

Equity One

החברה מחזיקה בכ-5.1 מיליון מניות של חברת EQY המהוות 6.9% מהון המניות (לתאריך 31.3.2005). סך השקעתה של החברה ב-EQY עומדת נכון ליום 31.3.2005 על כ-272 מיליון ₪. ערך ההשקעה לפי שער המניה נכון ליום 31.3.2005 עמד על כ-458 מיליון.

EQY הינה חברת השקעות בנדל"ן בארה"ב אשר פועלת כ-REIT אשר נהנית מהטבות מיסוי. EQY פועלת בתחום המרכזים המסחריים מעוגני סופרמרקטים ובבעלותה נכון ליום 31.3.2005 כ-188 מרכזים מסחריים בשטח של כ-1.82 מיליון מ"ר המניבים הכנסות של כ-250 מיליון דולר (נתוני רבעון ראשון בגילום שנתי) ועלותם המופחתת בספרים עומדת על כ-1.86 מיליארד דולר. נכסי EQY ממוקמים בעיקר בדרום מזרח ארה"ב (בפלורידה, טקסס וג'ורג'יה). הפיזור הגיאוגרפי של נכסי EQY אינו גבוה כד שמרבית ההכנסות מתקבלות מנכסים אשר ממוקמים בפלורידה. שיעורי התפוסה בנכסי EQY הינם גבוהים

ועומדים על כ-95%. EQY נהנית מפיזור שוכרים גבוה יחסית, אף כי ניכרת תלות מסויימת בשוכר עוגן – Publix (בעל איתנות פיננסית גבוהה) אשר ההכנסות ממנו תורמות כ-8% מסך הכנסות EQY.

EQY נהנתה מצמיחה גבוהה בשנים האחרונות הן כתוצאה מרכישה ופיתוח נכסים והן כתוצאה מרכישה ומיזוג של חברות בעלות פעילות דומה. קצב צמיחת הכנסות החברה בשנים 2000-2004 עמד על 47% לשנה וקצב צמיחת הרווח הנקי עמד על כ-67% לשנה. איתנותה הפיננסית של EQY הינה גבוהה יחסית והחברה הצליחה לשמור על איתנות זו על אף הצמיחה הגבוהה בשנים האחרונות. יחס ההון העצמי לסך המאזן נע סביב כ-47% בשנים האחרונות ויחס החוב ל-CAP נע סביב כ-32%-35% בשנים האחרונות. יחסי כיסוי החוב והריבית של EQY הינם טובים. יחס החוב הפיננסי ל-FFO ברבעון הראשון של שנת 2005 עמד על 8.1 וחס החוב הפיננסי ל-EBITDA עמד על 5.9. יחס כיסוי הוצאות הריבית, EBITDA להוצאות מימון, הינו גבוה ועמד נכון לרבעון הראשון של שנת 2005 על כ-3.5 והחברה התחייבה כלפי הבנקים שלא לרדת מיחס של 1.9. הגמישות הפיננסית של EQY הינה גבוהה ומתבטאת במסגרות אשראי בלתי מנוצלות בסכום משמעותי ונגישות גבוהה לשוק ההון, כמו כן, ל-EQY נכסים בלתי משועבדים.

נתונים פיננסיים עיקריים של EQY

31.12.2003	31.12.2004	31.3.2005	אלפי דולר ארה"ב
180,295	229,857	62,110	הכנסות
117,521	152,854	42,173	EBITDA
65%	66%	68%	שיעור EBITDA
63,647	97,804	21,790	רווח נקי
35%	43%	35%	שיעור רווח נקי
89,870	113,471	30,649	FFO
1,617,299	1,873,687	1,866,326	רכוש קבוע
795,321	1,010,920	999,063	חוב
843,224	932,785	944,799	הון עצמי וזכויות מיעוט
50%	47%	47%	הון עצמי לסך מאזן
32%	35%	34%	חוב ל-CAP
8.8	8.9	*8.1	חוב ל-FFO
6.8	6.6	*5.9	חוב ל-EBITDA
3.2	3.3	3.5	EBITDA להוצאות מימון

* בגילום שנתי

EQY מדורגת בדירוג Baa3 על ידי מודי'ס העולמית

EQY מדורגת Baa3 ע"י מודי'ס ארה"ב, אשר מדגישה את ההתבססות על מרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, אשר מספקים יציבות ברווחיות על פני זמן, יכולת כיסוי עלויות קבועות טובה והצלחה במיזוג החברות והנכסים הנרכשים על ידה. החולשות המוזכרות כוללות את הרמה הגבוהה של החוב המובטח מסך החוב, פיזור גיאוגרפי במונחים בינלאומיים נמוך יחסית (כמחצית מן הפעילות מתבצעת בפלורידה) ומגמת המעבר לרכישה ב-super centers כדוגמת Wal-Mart כתחליף למרכזים המסחריים מעוגני הסופרמרקטים.

EQY פועלת כ-REIT ומוטלת עליה החובה לחלק את מרבית רווחיה לבעלי המניות

מאז 1995 פועלת EQY כ-REIT ונוהגת לחלק דיבידנדים על בסיס רבעוני בהתאם לדרישות המוטלות על REIT, אשר קובעות כי יחולק דיבידנד בסכום של לפחות 90% מהכנסתה החייבת במס בשנת היווצרות הרווח. קיימת מגבלה של הבנקים המממנים את EQY בחו"ל על חלוקת דיבידנד ע"י EQY מעבר לסכום

העולה על 95% מה- FFO. המגבלה רלוונטית בתנאי שלא תפגע במעמדה כ- REIT או שתגרום חבות במס בגין מכירת נכסים.

בשנים האחרונות חילקה EQY דיבידנדים כדלקמן:

דיבידנד שחולק לאלוני חץ (אלפי דולרים)	דיבידנד שחולק (אלפי דולרים)	תקופה
1,500	19,630	Q1-2005
5,762	80,904	2004
5,609	70,677	2003
3,703	35,773	2002
2,351	18,622	2001

First Capital

החברה מחזיקה ב-9.4 מיליון מניות של חברת FCR אשר מהוות כ-14.8% מהון המניות (לתאריך 31.3.2005) וב-10.7 מיליון ע.נ. אגרות חוב הניתנות להמרה במניות מסדרה אחת של FCR. סך השקעתה של החברה ב-FCR נכון ליום 31.3.2005 עומדת על כ-524 מיליון ₪. ערך ההשקעה לפי שער המניה נכון ליום 31.3.2005 עמד על 680 מיליון ₪.

FCR הינה חברת השקעות בנדל"ן בקנדה אשר פועלת בתחום המרכזים המסחריים מעוגני סופרמרקטים ובעלותה נכון ליום 31.3.2005 כ-110 מרכזים מסחריים בשטח של כ-1.26 מיליון מ"ר המניבים הכנסות של כ-245 מיליון דולר קנדי (לפי נתוני הרבעון הראשון של שנת 2005 בגילום שנת) ועלותם המופחתת בספרים עומדת על כ-1.94 מיליארד דולר קנדי. בנוסף, מחזיקה FCR בכ-17.4% ממניות EQY (נכון ליום 31.3.2005). נכסי FCR ממוקמים במספר מדינות ברחבי קנדה ובעיקר במדינת אונטריו אשר ההכנסות מנכסים במדינה זו מהווים כ-50% מסך הכנסותיה. שיעורי התפוסה בנכסי FCR הינם גבוהים ועומדים על כ-94%. ל-FCR תלות מסויימת בשלושה שוכרי עוגן עיקריים אשר ההכנסה מהם מהווה כ-22% מהכנסות FCR. שניים משוכרים אלו מדורגים בדרגת השקעה ואילו שוכר אחד מדורג בדרגה ספקולטיבית.

FCR נהנתה מצמיחה גבוהה בשנים האחרונות הן כתוצאה מרכישה ופיתוח נכסים והן כתוצאה מרכישה ומיזוג של חברות בעלות פעילות דומה. קצב צמיחת הכנסות החברה בשנים 2002-2004 עמד על כ-30% לשנה לעומת זאת, ברווח הנקי ניכרת ירידה בעקבות שינוי בשיטה חשבונאית בשנת 2005 אשר לפיה מסווגים ריביות של אג"ח להמרה כהוצאות מימון ולא כשינויים בהון העצמי כפי שסווגו בעבר. האיתנות הפיננסית של FCR גבוהה יחסית אך נמוכה מזו של EQY. יחס ההון העצמי למאזן בשנים האחרונות עמד על כ-42% בשנים 2003-2004 וירד לכ-37% נכון ליום 31.3.2005. יחס החוב ל-CAP עלה מכ-53% נכון ליום 31.12.2003 לכ-59% נכון ל-31.3.2005. יחסי כיסוי החוב והריבית של FCR הינם טובים אף כי נמוכים מ-EQY. יחס החוב הפיננסי ל-FFO נע בין 11.5 ל-13.7, יחס החוב ל-EBITDA נע בין 7.6 ל-8.7 בין השנים 2003-2005. יחס כיסוי הריבית ועמד על כ-1.7 ברבעון הראשון של שנת 2005.

נתונים פיננסיים עיקריים של FCR

31.12.2003	31.12.2004	*31.3.2005	אלפי דולר קנדי
157,572	221,502	61,061	הכנסות
90,198	127,659	34,604	EBITDA
57%	58%	57%	שיעור EBITDA
44,026	37,287	6,351	רווח נקי
28%	17%	10%	שיעור רווח נקי
60,053	86,855	19,296	FFO
1,186,792	1,489,250	1,577,945	רכוש קבוע
786,301	1,002,965	1,054,495	חוב
664,994	794,682	741,998	הון עצמי
43%	42%	37%	הון עצמי לסך מאזן
53%	56%	59%	חוב ל-CAP
13.1	11.5	**13.7	חוב ל-FFO
8.7	7.9	**7.6	חוב ל-EBITDA
2.1	2.4	1.7	EBITDA להוצאות מימון

*סווג מחדש בעקבות שינוי בתקן חשבונאות קנדי

** בגילום שנתי

על אף כי FCR אינה פועלת כ-REIT, היא נוהגת לחלק את מרבית רווחיה כדיבידנד לבעלי המניות ולעיתים אף משלמת דיבידנד אשר גבוה מן הרווח הנקי. בשנים האחרונות חילקה FCR דיבידנדים (לא כולל ריבית אג"ח) כדלקמן:

דיבידנד שחולק לאלונני חץ (אלפי דולרים קנדיים)	דיבידנד שחולק (אלפי דולרים קנדיים)	תקופה
4,108	27,671	Q1-2005
8,184	54,771	2004
4,773	30,507	2003
2,914	18,698	2002
2,902	15,223	2001

פעילות החברה בישראל

עוגן נדל"ן

החברה מחזיקה ב-43.7% בחברת עוגן נדל"ן (להלן "עוגן") אשר הינה חברה ציבורית אשר ניירות הערך שלה נסחרים בבורסה של תל אביב. סך השקעת החברה בעוגן מסתכמת ליום 31.3.2005 בכ-86 מיליון ₪ ואילו ערכן ליום זה עמד על כ-102 מיליון ₪.

עוגן נדל"ן עוסקת בייזום, פיתוח, בניה ורכישה של מבני משרדים ומבנים מסחריים והשכרתם על ידי כנכסים מניבים. עוגן מוחזקת על ידי אוסיף השקעות ופיתוח בע"מ (להלן "אוסף") ועל ידי אלונני חץ בשיעור של כ-43.7% כל אחת והיתרה בידי הציבור.

פיזור נכסים נמוך – שני מתחמים עיקריים בתל אביב וברחובות

פרויקט רמת החייל - עד למועד כתיבת הדוח עוגן הקימה 3 מבנים בני 7 קומות במתחם רמת החייל בתל אביב בשטח כולל של כ-22 אלף מ"ר עילי וכ-30 אלף מ"ר תת קרקעי. שני בניינים מהשלושה הושכרו במלואם לתקופה של 10 שנים החל מיולי 2002 לחברת BMC Software. הבניין השלישי מושכר בחלקו לשני שוכרים לתקופות של כ-5-6 שנים. נכסים אלו מניבים הכנסות של כ-5 מיליון דולר לשנה.

החברה יזמה וקיבלה אישור לתכנית חדשה למתחם זה אשר מגדילה את היקף זכויות הבניה הקיימות על פי התב"ע התקפה מ-200% ל-300% זכויות בניה לשטח עיקרי, כך שתתאפשר בניית 85 אלף מ"ר שטח ברוטו (מתוכו, 60 אלף מ"ר שטח עיקרי), אשר מתוכם עד 50 אלף מ"ר מרכז רפואי בבניינים עד 19 קומות.

החברה שינתה את יעוד החלקות באופן שיותר שימושים למסחר (בקומת הקרקע), תעשיית היי טק, מרכז רפואי אשפוזי ומשרדים.

ביתרת שטח הקרקע שבידי עוגן, מתוכנן להבנות פרויקט של בניית בית חולים אשפוזי לאסותא בשטח ברוטו של כ-50 אלף מ"ר, דמי השכירות השנתיים צפויים לעמוד על כ-10 מיליון דולר לשנה ל-25 שנה בתום 45 יום ממועד אישור האיכלוס.

פרויקט רחובות - עוגן נמצאת כיום בשלבים ראשוניים בבניית פרויקט משרדים בפארק ת.מ.ר. ברחובות בשיתוף עם אביב ושות' בע"מ, אשר הינו הקבלן המבצע (65% עוגן ו-35% אביב ושות', להלן "השותפות"). בבעלות השותפות מקרקעין בשטח של כ-22 אלף מ"ר אשר נרכשו בשנת 2000. על פי התב"ע התקפה ליום כתיבת הדוח, ניתן לבנות על המקרקעין בשטח של כ-20.6 אלף מ"ר ביעוד לתעשייה עתירת ידע ב-5 קומות. השותפות נמצאות היום בשלב אישור תוכנית חדשה על פיה סך השטח הבנוי יעמוד על כ-85 אלף מ"ר שטח ברוטו (כ-60 אלף מ"ר שטח עיקרי). נכון למועד כתיבת הדוח, הוחל בבניית מרתפי חניה. היזמים החליטו להתאים את קצב הבניה לקצב שווק השטחים כך שהוקטן קצב ביצוע הפרויקט.

לעוגן תלות בשוכר יחיד אשר תורם כיום כ-90% מסך הכנסות החברה משכירות

מרבית שטחי הנכסים ברמת החייל מושכרים לחברת BMC אשר הינה חברת תוכנה בינלאומית. ההכנסות משכירות הנובעות משוכר זה מהוות כ-90% מסך הכנסות החברה משכירות ומידרוג מעריכה כי לחברה תלות בשוכר זה. בעתיד, עם סיום בניית השלבים הנוספים במתחם רמת החייל, צפוי כי שני השוכרים הגדולים, BMC ואסותא יתרמו כ-90% מסך ההכנסות משכירות.

הכנסות ב-2003		הכנסות ב-2004		סיום חוזה	שוכר
%	אלפי ₪	%	אלפי ₪		
100%	17,619	91%	17,893	2012	BMC
-	-	9%	1,784	NA	שני שוכרים נוספים
100%	17,619	100%	19,677		סה"כ

עוגן תחלק דיבידנד בהיקף של 50% מהרווח הנקי השנתי

על פי החלטת הדירקטוריון מנובמבר 2004, עוגן תחלק דיבידנד בהיקף של 50% מהרווח השנתי כל עוד חלוקת הדיבידנד אינה פוגעת בתזרים המזומנים של החברה ותוך התחשבות בתכניות ההשקעה העתידיות. בשנת 2004 חילקה עוגן דיבידנד בסכום של כ-2.6 מיליון ₪ המהווים כמחצית מרווחי החברה לשנת 2004.

איתנות פיננסית סבירה אך יחסי כיסוי חוב גבוהים הושפעו מהגידול בחוב

הכנסות עוגן הינן במגמת עליה אך שיעורי הרווחיות ברבעון הראשון של שנת 2005 ירדו. הסיבה לירידה ברווחיות נובעת מהגידול החד בהוצאות המימון כתוצאה מפיחות בשער החליפין מול הדולר (לעוגן מרכיב גבוה של חוב דולרי כנגד חוזי שכירות דולריים). יחד עם זאת לא ניכרת הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית שכן יחד עם גיוס החוב גייסה עוגן גם הון כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן נשאר ברמה של כ-20%. יחס החוב ל-CAP הינו סביר ועמד על כ-58% ליום 31.3.2005. יחס החוב נטו ל-CAP עמד נכון ליום זה על 34% שכן מרבית החוב שגוייס הופקד בפקדונות והשקעות לזמן קצר. עוגן מדווחת על יחסי כיסוי חוב גבוהים הנובעים מכך שתמורת גיוס החוב וההון טרם הושקע בנכסים אשר תורמים לתזרימי המזומנים ובכך שלעוגן נכסים בהקמה אשר עדיין אינם מניבים הכנסות...

נתונים פיננסיים עיקריים של עוגן נדל"ן

אלפי ₪	FY 2003	FY 2004	Q1-2005
הכנסות	19,687	21,169	5,997
EBITDA	15,749	16,611	5,110
שיעור EBITDA	80%	78%	85%
רווח נקי	987	5,125	94
שיעור רווח נקי	5%	24%	2%
FFO	8,137	8,258	1,033
רכוש קבוע	306,980	348,095	367,572
חוב	237,615	244,307	378,221
הון עצמי וזכויות מיעוט	65,689	68,814	106,383
הון עצמי לסך מאזן	21%	19%	20%
חוב ל-CAP	62%	57%	58%
חוב ל-FFO	29.2	29.6	*91.5
חוב ל-EBITDA	15.1	14.7	*18.5
EBITDA להוצאות מימון	3.3	3.1	1.4
חוב נטו ל-CAP	62%	57%	34%
חוב נטו ל-FFO	29.1	29.6	*53.8
חוב נטו ל-EBITDA	15.0	14.7	*10.9

*בגילום שנתי

לאוני חץ מספר נכסים בהחזקה ישירה הממוקמים בישראל

החברה מחזיקה בהחזקה ישירה בשלושה נכסים בישראל. הנכס המרכזי הינו קניון חוצות אלונים הממוקם ליד קיבוץ אלונים בו החברה מחזיקה בשותפות עם קיבוץ אלונים כך שלחברה 49% בבעלות ו-50% בזכויות הניהול. שטח הקניון הבנוי הינו 6,200 מ"ר והוא מושכר בתפוסה מלאה ומניב הכנסות של כ-10 מיליון ₪ לשנה (חלקה של אוני חץ מסתכם בכ-5 מיליון ₪ לשנה). נכס נוסף אשר מניב לחברה הכנסות הינו השכרת שתי קומות משרדים בשטח כולל של 2,900 מ"ר במגדל משה אביב אשר ממוקם במתחם הבורסה ברמת גן. סך השטח המושכר עומד על כ-1,300 מ"ר אשר בחלקו משמשים את משרדי החברה. בנוסף, לחברה בעלות חלקית (22.5%) על מקרקעין של מפעל ש.ה.ל של התעשייה האווירית הממוקם באזור התעשייה של לוד אשר עליו מבנים בשטח של 20 אלף מ"ר. נכסי מקרקעין אלו אינם מושכרים החל מדצמבר 2000 ואינם משרתים את החוב בגינם. חלק החברה ביתרת החוב הבנקאי שמימן את רכישת נכסי המקרקעין עומדת על סך של כ-19.4 מיליון ₪ אך החוב העומד בספרי החברה עומד על סך של כ-11.5 מיליון ₪ כגובה העלות המופחתת של הנכס מכיוון שהנכס מומן באמצעות הלוואת non recourse (ללא זכות חזרה ללווה). עד למועד כתיבת הדוח, הבנק המממן לא תפס חזקה על הנכס.

פירוט נכסים המוחזקים על ידי החברה

שם נכס	מיקום	סוג נכס	שטח במ"ר	שיעור תפוסה	שיעור החזקה	הכנסות ב-2004 (חלק החברה)	שותפים נוספים	עלות מופחתת בספרים מ' ₪
קניון חוצות אלונים	ליד קיבוץ אלונים	קניון (מסחרי)	6,200	100%	49% (50%) בשליטה	5 מ' ₪	קיבוץ אלונים 51%	20
מפעל ש.ה.ל	אז"ת בלוד	מסחרי תעשייתי	20,000	0%	22.5%	0	STG 10% אוני מלחה, גרנד סנטר, מולד מולדבסקי (22.5% כ"א)	11.5
מגדל אביב	רמת גן	2 קומות משרדים	2,900	45%	100%	0.3 מ' ₪	-	27.4 לאחר הפחתה של 6.4

פעילות החברה בבריטניה

החברה מכרה את פורטפוליו הנכסים המניבים בבריטניה תמורת סך של כ-1.8 מיליארד ₪ אשר הקנו לה רווח הון של כ-340 מיליון ₪ לפני מס

החברה החלה את פעילותה בחו"ל באמצעות רכישת נכסים מניבים בבריטניה החל משנת 1993. בשנת 1997 רכשה החברה פורטפוליו של 8 נכסים מניבים נוספים בבריטניה בהיקף השקעה כולל של כ-1 מיליארד ₪. בנובמבר 2004 חתמה החברה על הסכמים למכירת יתרת נכסיה בבריטניה, (8 נכסים) בתמורה לכ-216 מיליון ליש"ט, כ-1.8 מיליארד ₪. עד ליום 31.3.2005 הושלמה מכירת 5 מבין 8 הנכסים. מכירת יתרת שלושת הנכסים הושלמה ברבעון השני של שנת 2005. סך רווח ההון ממכירת הנכסים בבריטניה צפוי לעמוד על כ-340 מיליון ₪ לפני מס ותשלום המס צפוי לעמוד על כ-40 מיליון ₪.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

מניותיה של אלוני חץ נסחרות בבורסה של תל אביב. נתן וקלרה חץ מחזיקים בשיעור הגבוה ביותר של מניות החברה (32.64%) ובינם לבין משפחת ורטהיים המחזיקה ב-30.15% ממניות החברה ישנו הסכם שליטה אשר נחתם בשנת 1996. על פי הסכם זה, התחייבו הצדדים להצביע באסיפות הכלליות של בעלי המניות בחברה באופן שעליו יחליטו הצדדים באסיפה מוקדמת. בנוסף, במידה ואחד הצדדים ירצה למכור מניות מתוך כמות מינימלית שנקבעה, יחוייב להציעם קודם לצד השני. תוקף ההסכם הוא לתקופה של 10 שנים או כל עוד אחד מהצדדים יחזיק מניות המהוות 5% מההון המונפק והנפרע של החברה.

בעלי עניין נוספים כוללים את כלל אחזקות עסקי ביטוח אשר מחזיקה בכ-5.17% ואבירם ורטהיים אשר מחזיק בכ-3.17%. אפרילון בע"מ (חברה בבעלות מלאה של אלוני חץ) יתרת המניות, כ-25.36% מוחזקות על ידי הציבור.

בעלי מניות נכון ליום 15.6.2005

שם מחזיק	שיעור בעלות	שיעור בעלות בדילול מלא
נתן וקלרה חץ	32.64%	27.88%
מ. ורטהיים (אחזקות) בע"מ	30.15%	25.36%
כלל החזקות עסקי ביטוח	5.17%	4.88%
אבירם ורטהיים	3.17%	2.76%
ציבור	25.36%	39.12%
אפרילון בע"מ (חברה בבעלות מלאה של אלוני חץ)	3.52%	0%
סה"כ	100%	100%

צוות ניהולי מצומצם – תלות במנכ"ל החברה מר נתן חץ

מספר העובדים בחברה עומד על כ-7 אשר מתוכם שני בעלי תפקידים – מנכ"ל וסמנכ"ל כספים. מר נתן חץ אשר הקים את החברה, משמש כמנכ"ל וממלא תפקיד חשוב בניהול היומיומי של עסקי החברה. מידרוג מעריכה כי התפתחות החברה תלויה באופן מהותי במנכ"ל החברה. יו"ר הדירקטוריון הינו מר אבי ורטהיים אשר מחזיק באופן אישי בכ-3.17% ממניות החברה.

בעלי תפקידים בחברה

תפקיד	שם
יו"ר הדירקטוריון	מר אבי ורטהיים
מנכ"ל	מר נתן חץ
סמנכ"ל כספים	גב' ורדה לוי

מדיניות דיבידנד שאינה פוגעת באיתנותה הפיננסית של החברה

החברה נוהגת לחלק דיבידנד רבעוני לבעלי המניות ומודיעה בתחילת כל שנה על הדיבידנד הרבעוני הצפוי. הדיבידנד שחולק בשנת 2004 עמד על כ-115 מיליון ₪ וכלל סכום מיוחד של כ-80 מיליון ₪ בעקבות מכירת הנכסים בבריטניה. בשנת 2003 עמד הדיבידנד על כ-18.5 מיליון ₪. בשנת 2005, החליט דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד בסך של כ-48 אגורות למניה, כ-34 מיליון ₪ ובנוסף, הוחלט על חלוקת דיבידנד מיוחד בסך של כ-41.3 מיליון ₪ מרווחי מימוש נכסי החברה בבריטניה. מידרוג מעריכה כי מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה הינה סבירה ואינה פוגעת באיתנותה הפיננסית.

להלן פירוט האסטרטגיה העסקית של החברה

- החברה בוחנת מספר חלופות להשקעה בנכסים מניבים תוך שימוש ביתרות המזומן אשר נצברו בעקבות מכירת פורטפוליו הנכסים המניבים בבריטניה. האסטרטגיה העסקית הינה כי לצורך רכישת הנכסים לא ילקח חוב בהיקף העולה על כ-75% מעלות הרכישה. חלופות ההשקעה אותן בוחנת החברה כוללות:
 - השקעה בפורטפוליו של נכסים במדינות מערב אירופה (כגון צרפת, ספרד, גרמניה וכד') בשיתוף עם חברות ניהול בינלאומיות אשר יופקדו על ניהול הנכסים.
 - השקעה בניירות ערך של חברות נדל"ן או REIT סחירות במערב אירופה.
- הגדלת הפעילות בתחום הנדל"ן המניב בישראל באמצעות רכישת חברות נדל"ן העוסקות בהשכרת נכסים מניבים או רכישה של נכסים מניבים כדוגמת קניונים. בחינת ההשקעות תתבצע תוך שימת דגש על יכולת השגת תזרים מזומנים יציב.

ניתוח פיננסי

גידול בסך ההכנסות ובעיקר בהכנסות מדיבידנד וריבית אג"ח מחברות מוחזקות

הכנסות החברה מפעילויות נמשכות (ללא הפעילות בבריטניה) גדלו בשנים האחרונות בקצב מהיר מאוד מכ-74 מיליון ₪ בשנת 2003 לכ-115 מיליון ₪ בשנת 2004. ההכנסות ברבעון הראשון של שנת 2005 עמדו על כ-36.2 מיליון ₪ ומגלמות אף הן עלייה שנתית. מרבית הכנסות החברה מפעילויות נמשכות מקורן בהכנסות מדיבידנדים וריבית אג"ח מחברות מוחזקות ובעיקר מ-FCR ומ-EQY אשר תורמות כ-90% מהכנסות החברה. סך ההכנסות מדיבידנדים וריבית אג"ח הסתכמו ברבעון הראשון של שנת 2005 לכ-24.2 מיליון ₪ לעומת 72.1 מיליון ₪ בשנת 2004 ו-57.5 מיליון ₪ בשנת 2003. הגידול בהכנסות אלו מקורו בצמיחה המהירה בפעילות החברות FCR ו-EQY המוזכרת לעיל.

חלק משמעותי מהגידול בהכנסות בשנת 2004 נבע מרווחים ממימוש השקעות בסך של כ-30.7 מיליון ₪ אשר נבעו ממכירת ניירות ערך של חברות נדל"ן אנגליות. ברבעון הראשון של שנת 2005 היו לחברה רווחים בסך של כ-7.8 מיליון ₪ ממימוש אג"ח להמרה סדרה D של חברת FCR. סך הכנסות החברה מושפעות גם מתנודות ברווח/הפסד של בטוחות סחירות המוחזקות על ידי החברה. בשנת 2003 עמד הרווח מבטוחות סחירות על כ-12 מיליון ₪ ובשנת 2004 עמד רווח זה על כ-2 מיליון ₪. ברבעון הראשון של שנת 2005 עמד הרווח מבטוחות סחירות על כ-2.4 מיליון ₪.

דוח רווח והפסד

אלפי ₪	Q1-2005	2004	2003	2002	Q1-2005	2004	2003	2002
סה"כ הכנסות	36,186	114,998	74,331	44,177	100%	100%	100%	100%
הוצאות תפעוליות	7,912	15,831	15,626	12,876	22%	14%	21%	29%
רווח מפעולות	28,274	99,167	58,705	31,301	78%	86%	79%	71%
הוצאות מימון	8,370	28,197	16,268	20,413	23%	25%	22%	46%
הוצאות אחרות	0	0	0	2,023	0%	0%	0%	5%
רווח לפני מס	19,904	70,970	42,437	8,865	55%	62%	57%	20%
מס הכנסה	1,866	4,626	6,499	3,638	9%	7%	15%	41%
רווח מפעולות נמשכות	18,038	66,344	35,938	5,227	50%	58%	48%	12%
רווח מפעולות מופסקות	148,937	5,764	39,333	42,822				

התפלגות הכנסות החברה

אלפי ₪	הכנסות באלפי ₪				שיעור מסך הכנסות			
	2002	2003	2004	Q1-2005	2002	2003	2004	Q1-2005
דמי שכירות ואחזקה	1,497	4,709	5,681	4,290	4%	6%	5%	10%
דיבידנד מחברות אחרות כולל ריבית אג"ח	24,249	72,120	57,515	39,887	67%	77%	63%	90%
רווחים ממימוש השקעות אחרות	7,844	30,698	425	0	22%	1%	27%	0%
אחרות, נטו	2,596	6,499	11,682	0	7%	16%	6%	0%
סה"כ הכנסות	36,186	114,998	74,331	44,177	100%	100%	100%	100%

שיעורי רווחיות גבוהים ויחס כיסוי תפעולי סביר

שיעורי הרווחיות של החברה הינם גבוהים יחסית. הרווח מפעולות הנובע מהפעילויות הנמשכות בלבד עמד בשנת 2004 על כ-99.2 מיליון ₪ (כ-86% מסך ההכנסות), וברבעון הראשון של שנת 2005 על כ-28.3 מיליון ₪ (כ-78% מסך ההכנסות). הרווחיות החריגה בשנת 2004 מקורה ברווחים הגבוהים ממימוש השקעות בשנה זו אשר לא לוו בהגדלת ההוצאות. מרבית ההוצאות התפעוליות הינן הוצאות הנהלה וכלליות אשר היו יציבות בשנים 2003-2004 ברמה של כ-13 מיליון ₪ ומגלמות עלייה בנתוני הרבעון הראשון של שנת 2005 בו עמדו הוצאות אלו על כ-4.5 מיליון ₪. הוצאות הנהלה והכלליות כוללות הוצאה של דמי ניהול ומענקים לבעלי עניין אשר הסתכמו בשנים 2003-2004 ב כ-4.6 מיליון ₪ וברבעון הראשון של שנת 2005 בכ-2.7 מיליון ₪ (כולל הפרשה למלוא המענק השנתי בגין שנת 2005).

שיעורי רווחיות ויחס כיסוי תפעולי

2003	2004	Q1-2005	
79%	86%	78%	שיעור רווח מפעולות
80%	90%	89%	שיעור EBITDA
48%	58%	50%	שיעור רווח נקי מפעולות נמשכות
2.1	1.8	1.6	יחס כיסוי תפעולי*

*הכנסות מדיבידנדים ושכר דירה לחלק להוצאות מימון והוצאות הנהלה וכלליות

הוצאות המימון של החברה הושפעו עד לשנת 2003 משחיקות אשר נבעו מהתאמה למדד של ההתחייבויות הכספיות ואשר הקטינו באופן משמעותי את הוצאות המימון. החל משנת 2004, בעקבות יישום תקן 12 בוטלה השפעתו של סעיף זה וכתוצאה מכך גדלו הוצאות המימון. בפועל, לא הורגשה עליה ניכרת בהוצאות המימון (באופן יחסי) שכן לחברה פקדונות והלוואות שניתנו, אשר הריבית המתקבלת בגינם היתה בעלת השפעה מקזזת לתקן 12.

יחס הכיסוי התפעולי אשר מחושב כהכנסות מדיבידנד (ורביית אג"ח FCR) להוצאות הנהלה וכלליות והוצאות המימון הינו סביר לסוג זה של פעילות ועמד על 1.6 ברבעון הראשון של שנת 2005, על 1.8 בשנת 2004 ו-2.1 בשנת 2003.

ירידה בסך המאזן ובהתחייבויות וגידול משמעותי בהון העצמי כתוצאה ממימוש פעילות החברה בבריטניה

סך המאזן הכולל של החברה ירד באופן משמעותי בין ה-31.12.2004 ל-31.3.2005 (מכ-2.75 מיליארד ₪ לכ-1.8 מיליארד ₪) בעקבות מימוש חלק מנכסי החברה בבריטניה. סך המאזן צפוי לרדת לכ-1.65 מיליארד ₪ לאחר שישתיים סופית תהליך מימוש פעילות החברה בבריטניה. כאמור, החל מסוף שנת 2004 החברה החלה במימוש פעילותה בבריטניה כך שבסוף התהליך, סך רווחי ההון הצפויים לחברה יעמדו על כ-340 מיליון ₪ לפני מס. תשלום המס צפוי להסתכם, לאחר הסכם עם מס הכנסה, בסך של כ-40 מיליון ₪.

הסעיף המשמעותי ביותר בצד הנכסים (המיוחסים לפעילות נמשכת בלבד) הינו ההשקעה בחברות מוחזקות ואחרות אשר עמד נכון ליום 31.3.2005 על כ-955 מיליון ₪ ועלה ביחס לסכום של 883 מיליון ₪ ב-31.12.2004. הגידול נובע בעיקר מהגדלת ההשקעה ב-FCR בסך של כ-30 מיליון ₪, השקעה בבסר אירופה של כ-24 מיליון ₪ ותוספת השקעה בעוגן של כ-13 מיליון ₪.

סעיף משמעותי נוסף הינו יתרות הנזילות הגבוהות שעמדו נכון ל-31.3.2005 על כ-311 מיליון ₪ ונכון ליום 31.12.2004 על כ-319 מיליון ₪ כתוצאה ממימוש חלקי של הפעילות בבריטניה. לאחר סיום מימוש הנכסים בבריטניה יעמדו יתרות הנזילות על כ-604 מיליון ₪. יתרות אלו מושקעות בעיקר בפקדונות לזמן קצר אך חלקן גם בבטוחות סחירות.

נתונים מן המאזן

31.12.2003	31.12.2004	31.3.2005	31.3.2005 פרופורמה לאחר השלמת המכירה	אלפי ₪
				נכסים
101,998	273,446	223,970	516,857	מזומנים ושווי מזומנים
8,282	46,318	87,090	87,090	פקדונות ובטוחות סחירות
71,879	73,238	85,705	85,705	חברות מוחזקות
752,087	809,711	869,720	869,720	אחרות
61,178	56,688	56,930	56,930	מבנים להשכרה
1,405,580	1,472,635	435,640		נכסים המיוחסים לפעילות מופסקת
26,419	25,981	31,960	31,960	סעיפים אחרים
2,427,423	2,758,017	1,791,015	1,648,262	סך נכסים
				התחייבויות
62,184	82,366	191,939	191,939	אשראי לזמן קצר
114,931	92,150	90,714	90,714	אגרות חוב הניתנות להמרה
90,046	191,720	191,795	191,795	אגרות חוב
406,254	476,083	362,991	362,991	הלוואות ומתאידיים בנקאיים
1,410,161	1,470,240	331,785	0	התחייבויות המיוחסות לפעילות מופסקת
59,484	31,165	40,104	81,372	סעיפים אחרים
284,363	414,293	581,687	729,451	הון עצמי
2,427,423	2,758,017	1,791,015	1,648,262	סך המאזן

צד ההתחייבויות מורכב בעיקר מהתחייבויות פיננסיות לתאגידיים בנקאיים ואג"ח. עד לשנת 2004 היו לחברה הלוואות לתאגידיים בנקאיים בסך של כ-1.4 מיליארד ₪ בגין פורטפוליו הנכסים בבריטניה. נכון ליום 31.3.2005 ירדו התחייבויות אלו לכ-286 מיליון ₪ והן צפויות להתבטל ברבעון השני של שנת 2005 לאחר סיום תהליך המימוש.

סך החוב הפיננסי של החברה בחישוב פרופורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה יעמוד לפי נתוני ה-31.3.2005 על כ-838 מיליון ₪ ומורכב מהלוואות מבנקים בסכום של כ-554 מיליון ₪ ואגרות חוב בסכום של כ-284 מיליון ₪. מתוך סך החוב, ישנו חוב לזמן קצר של כ-191 מיליון ₪ אשר כמעט כולו חלויות שוטפות של הלוואות בלון אשר צפויות להיפרע בשנת 2006.

חשיפה לשינויים בשערי הריבית – חלק ניכר מהלוואות החברה הינן בריבית משתנה

סכום גבוה מהלוואות החברה במט"ח נלקח בריבית משתנה. נכון ליום 31.3.2005 סכום הלוואות בריבית משתנה (ללא הלוואות בגין נכסים בבריטניה) עמד על כ-487 מיליון ₪. החברה נוהגת לבצע עסקאות SWAP להגנה מפני שינויים בשערי הריבית עבור חלק מהלוואותיה, כך שבפועל חשיפת החברה לשינויים בריבית הינה על סכום של כ-417 מיליון ₪. עסקאות ה-SWAP עבור הלוואות הדולריות מתפלגות כך שכ-8 מיליון דולר מסך הלוואות הדולריות מקובע על שער ריבית של 3% בתוספת מרווח עד לנובמבר 2005 ואילו סך של 8 מיליון דולר נוספים מקובע על ריבית של 2.17% בתוספת מרווח לתקופה המסתיימת באוקטובר 2006. עסקאות גידור אלו אינן מלאות ומידרוג מעריכה כי לחברה חשיפה לשינויים בשערי הריבית.

חשיפה לשינויים בשערי הריבית

הלוואה בליש"ט אלפי ₪	הלוואה בליש"ט אלפי ₪	הלוואה בדולר אלפי ₪	הלוואה בדולר קנדי אלפי ₪
286.4	149.0	338.3	יתרה ליום 31.3.2005
286.4	69.8	-	עסקאות SWAP
-	79.2	338.3	סה"כ חשיפה לשינויים בריבית

ירידה משמעותית בחוב הפיננסי נטו ללא פעילות מופסקת כתוצאה מצבירת יתרות נזילות גבוהות

החוב הפיננסי נטו של החברה הינו נמוך משמעותית מן החוב הפיננסי ברוטו בשל יתרות הנזילות הגבוהות בסך של כ-311 מיליון ₪ (נכון ליום 31.3.2005). החוב הפיננסי נטו ללא פעילות מופסקת ירד מכ-600 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2003 ל-529 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2004 ולכ-527 מיליון ₪ נכון ל-31.3.2005. לאחר סיום תהליך מימוש הנכסים בבריטניה, עמוד החוב הפיננסי נטו על סכום נמוך של כ-235 מיליון ₪.

שנים הקרובות צפויים החזרים גבוהים של הלוואות בלון אשר אותן מתכוונת החברה למחזר

הלוואות החברה הינן הלוואות בלון לתקופות ממוצעות של כ-5 שנים כאשר הבלון מהווה בדרך כלל כ-75% מסך הלוואה. כתוצאה מכך, לוחות הסילוקין לשנים הקרובות כוללים החזרים משמעותיים. בכוונת החברה לבצע מיחזור של שיעור גבוה מסך הפירעונות במקביל לפירעון תשלומי הבלון. מידרוג מעריכה כי לאור יתרות המזומן הגבוהות הקיימות במועד זה, החברה לא תתקשה בהחזר או מחזור פירעונות הקרן.

להלן פירוט לוחות הסילוקין של חובות החברה:

תקופה	סכום פירעון
חלות שוטפת עד 3/2006	193.3
פרעונות קרן עד 3/2007	119.3
פרעונות קרן עד 3/2008	101.1
פרעונות קרן עד 3/2009	88.0
פרעונות קרן עד 3/2010	173.8
פרעונות קרן עד 3/2011	43.2
פרעונות קרן 4/2011 ואילך	120.2
סה"כ	838.9

גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מהחזקה ביתרות נזילות משמעותיות, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות

והחזקה בנכסים סחירים שהחוב בגינם נמוך מאוד

הגמישות הפיננסית של החברה הינה גבוהה כתוצאה מהחזקת יתרות מזומן גבוהות, בטוחות סחירות, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות והחזקה בנכסים סחירים אשר חלקם אינו משועבד. כאמור, נכון ליום 31.3.2005, לחברה יתרות נזילות בסך של כ-311 מיליון ₪ ולאחר סיום מכירת הנכסים בבריטניה יעמדו יתרות הנזילות על כ-604 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בסכום של 20 מיליון דולר. על אף כי מרבית מניירות הערך הסחירים המוחזקים על ידי החברה הינם משועבדים, החוב בגינם הינו נמוך באופן משמעותי משווים (חוב כנגד אחזקות סחירות לשווי שוק השקעות עמד נכון ליום 31.3.2005, על 40%), כך שלחברה יכולת להגדיל את הלוואותיה לבנקים על סמך שווים הנוכחי. מאידך, יחס החוב המובטח מסך החוב הינו גבוה יחסית ועמד נכון ליום 31.3.2005 על כ-66% (פרופורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה).

חוב ואיתנות פיננסית

אלפי ₪	31.3.2005 פרופורמה לאחר השלמת המכירה	31.3.2005	31.12.2004	31.12.2003
סה"כ חוב פיננסי	838,891	1,125,296	2,250,672	2,058,981
סה"כ חוב פיננסי נטו	234,944	802,590	1,885,830	1,912,809
חוב כנגד החזקות סחירות	529,360	529,360	532,523	420,943
חוב ללא פעילות מופסקת	838,891	838,891	848,947	710,812
חוב נטו ללא פעילות מופסקת	234,944	527,831	529,183	600,532
חוב מובטח לסך החוב	66%	75%	87%	88%
הון עצמי לסך מאזן	44%	32%	15%	12%
חוב ל-CAP	53%	66%	84%	88%
חוב נטו ל-CAP	15%	47%	71%	82%
שווי מאזני השקעות	955,425	955,425	882,949	823,966
שווי שוק השקעות	1,315,000	1,315,000	1,288,000	973,000
יחסים פיננסיים בנטרול פעילות מופסקת				
חוב כנגד אחזקות סחירות לעלות השקעות בספרים	55%	55%	60%	51%
חוב כנגד אחזקות סחירות לשווי שוק השקעות	40%	40%	41%	43%
חוב נטו ללא פעילות מופסקת לעלות מופחתת רכוש קבוע ועלות השקעה בחברות מוחזקות	23%	52%	56%	68%
חוב נטו ללא פעילות מופסקת לשווי שוק נכסים סחירים ועלות מופחתת של הרכוש הקבוע	17%	38%	39%	58%

שיפור ניכר ביחסי האיתנות הפיננסית כתוצאה ממימוש הנכסים בבריטניה וכתוצאה מגידול בשווי האחזקות הסחירות

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה נכון ליום 31.3.2005 וכן בחישוב פרופורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה הינם גבוהים יחסית. יחס ההון העצמי לסך מאזן עמד נכון ל-31.3.2005 על כ-32% והיחס פרופורמה עומד על כ-44% ביחס ליחסי איתנות נמוכים נכון ליום 31.12.2004 ו-31.12.2003 שעמדו על 15% ו-12% בהתאמה. כמו כן יחסי החוב ל-CAP פרופורמה וחוב נטו ל-CAP פרופורמה עמדו נכון ל-31.3.2005 על 53% ו-15% בהתאמה והינם נמוכים ומצביעים על איתנות פיננסית טובה. השיפור הניכר ביחסי האיתנות הפיננסית הינם תוצאה של מכירת פעילות החברה בבריטניה אשר אופיינה ברמות מינוף גבוהות כמקובל במימון עסקאות נדל"ן מסוג זה בבריטניה.

החברה התחייבה כלפי בנק החל ממרץ 2005 לשמור על יחס הון עצמי לסך המאזן של החברה (הלא מאוחד) שלא יפחת מ-30% ושסך ההון עצמי של החברה לא יפחת בכל עת מ-100 מיליון דולר. כמו כן החברה אימצה מדיניות בדבר יחסים פיננסיים כדלקמן: שיעור החוב ברוטו (כולל החוב non recourse) לסך המאזן לא יעלה על 70% ויחס החוב נטו במאוחד (כולל חוב non recourse) לתזרים תפעולי לא יעלה על 9 שנים.

שווי השוק של האחזקות הסחירות גבוה באופן מהותי משוויים בספרים ומהחוב בגינם

הטבלה שלהלן מפרטת את שווי האחזקות הסחירות של החברה ביחס לעלותן בספרים. נכון ליום 31.3.2005 שווי ההשקעות הסחירות בספרים עמד על כ-938 מיליון ₪ ושווי השוק ליום זה עמד על כ-1.3 מיליארד ₪ המגלם שווי עודף של השקעות החברה בסך של כ-377 מיליון ₪. לעומת זאת, סך החוב המיוחס לאחזקות הסחירות הינו נמוך ועמד נכון ליום 31.3.2005 על כ-530 מיליון ₪. יחס החוב בגין

האחזקות הסחירות לשווי השוק עמד נכון ליום 31.3.2005 על כ-40%. סך החוב נטו ללא פעילות מופסקת לשווי השוק של האחזקות והעלות המופחתת של נכסי הנדל"ן באחזקה ישירה עמד נכון ליום 31.3.2005 על שיעור נמוך של כ-23% ויחס זה פרפורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה יעמוד על כ-17%. יחסים נמוכים אלו מצביעים על איתנות פיננסית גבוהה.

השקעות סחירות

שם חברה	סחירות בבורסה	ערך בספרים ליום 31.3.2005 במיליוני ₪	שווי שוק ליום 31.3.2005 במיליוני ₪	חוב בגין האחזקה
עוגן	תל אביב	86	102	42
EQY	NYSE (ניו יורק)	272	458	149
FCR	TSX (טורונטו)	524	681	338
אחרות		56	74	
סה"כ		938	1,315	529

חשיפה מטבעית כתוצאה מפעילות במט"ח שונים

בשל העובדה כי מרבית פעילותה של החברה מתבצע במט"ח שונים ואין התאמה מלאה בין נכסי החברה להתחייבויותיה, נוצרת לחברה חשיפה מטבעית. נכון ליום 31.3.2005 עודף נכסי החברה על התחייבויותיה במט"ח כולל הפעילות המופסקת עמד על כ-646 מיליון ₪ אשר גבוהים מההון העצמי של החברה. עודף נכסי החברה ללא הנכסים המיוחסים לפעילות שהופסקה עומדים על כ-454 מיליון ₪. החברה עוקבת באופן שוטף אחרי החשיפה הנ"ל, ובמידה שמתקיימות התפתחויות חריגות בשוקי המטבע, מבצעת החברה פעילות בנגזרים לגידור חלקי. אך באופן שוטף החברה חשופה לשינויים בשערי החליפין של ה-₪ לעומת המטבעות (דולר, דולר קנדי, וליש"ט) אשר יכולים להשפיע באופן מהותי על רווחיה.

תזרימי המזומנים הינם תנודתיים ומושפעים מפעילות הרכישה והמימוש של נכסים והן מההשקעות בחברות המוחזקות

תזרימי המזומנים של החברה הינם תנודתיים ומושפעים מפעילות ההשקעה והמימוש של החברה בנכסים המניבים ובחברות המוחזקות. בשנה האחרונה הושפעו תזרימי המזומנים בעיקר ממימוש הנכסים בבריטניה אשר תרמו לסך הגידול ביתרות המזומן של החברה. השפעה נוספת על תזרימי המזומנים מפעילויות נמשכות מקורה בדינאמיות של ההשקעה בחברת FCR אשר בה החברה השקיעה בשנים האחרונות סכום נטו של כ-186 מיליון ₪. בשנת 2003 השקיעה החברה סכום של כ-83 מיליון ₪, בשנת 2004, סכום של כ-88 מיליון ₪ וכ-16 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2005.

שיפור ביחסי הכיסוי של הפעילות הנמשכת

בשנים האחרונות חל שיפור ביחסי כיסוי החוב המיוחסים לפעילויות נמשכות על ידי ה-FFO מפעילות נמשכת. יחס החוב הפיננסי **ברוטו** ללא פעילות מופסקת ל-FFO ירד מכ-33 בשנת 2003 לכ-22 בשנת 2004 וכ-20 ברבעון הראשון של שנת 2005. יחס החוב הפיננסי **נטו** ל-FFO מפעילות נמשכת ירד מכ-28 בשנת 2003 לכ-14 בשנת 2004 ולכ-12 ברבעון הראשון של שנת 2005. יחס החוב הפיננסי **נטו** פרפורמה לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה ל-FFO יעמוד על כ-5.5 אשר משקף יחסי כיסוי חוב טובים מאוד. השיפור ב-FFO הינו בעיקר תוצאה של הגידול בדיבידנדים מהחברות המוחזקות העיקריות, EQY ו-FCR, וביחד עם הירידה בחוב נטו כתוצאה ממימוש הנכסים בבריטניה, תרמו לשיפור הניכר ביחסי הכיסוי.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

2003	2004	Q1-2005	Q1-2005 פרופורמה	אלפי ש"ח
21,784	35,909	7,862	NA	תזרים מפעילות שוטפת ללא פעילות מופסקת
50,262	66,497	-19,592	NA	תזרים מפעילות שוטפת
-213,498	-38,241	-98,013	NA	תזרים מפעילות השקעה ללא פעילות מופסקת
-174,196	-39,178	1,067,661	NA	תזרים מפעילות השקעה
206,202	176,760	-7,122	NA	תזרים מפעילות מימון ללא פעילות מופסקת
158,630	152,230	-1,105,110	NA	תזרים מפעילות מימון
21,557	38,164	10,689	NA	FFO ללא פעילות מופסקת
יחסי כיסוי				
33.0	22.2	19.6	19.6	חוב פיננסי ללא פעילות מופסקת ל-FFO
27.9	13.9	12.3	5.5	חוב פיננסי נטו ללא פעילות מופסקת ל-FFO
11.9	8.2	6.5	6.5	חוב פיננסי ללא פעילות מופסקת ל-EBITDA
10.1	5.1	4.1	1.8	חוב פיננסי נטו ללא פעילות מופסקת ל-EBITDA
3.7	3.7	3.8	NA	EBITDA להוצאות מימון

יחסי החוב ללא פעילות מופסקת **ברוטו** ל-EBITDA השתפר אף הוא מכ-11.9 בשנת 2003 לכ-8.2 בשנת 2004 ולכ-6.5 ברבעון הראשון של שנת 2005. השיפור נובע הן מהגידול בהכנסות מדיבידנדים כאמור, והן מהרווחים מממוש השקעות בשנים 2004 וברבעון הראשון של שנת 2005. יחס החוב ללא פעילות מופסקת **נטו** ל-EBITDA ירד באופן משמעותי מכ-10.1 בשנת 2003 לכ-5.1 בשנת 2004 ול-4.1 ברבעון הראשון של שנת 2005 בעיקר כתוצאה מגידול ביתרות המזומן בעקבות מכירה חלקית של הנכסים בבריטניה. יחס זה צפוי לרדת ליחס נמוך של כ-1.8 לאחר השלמת מכירת הנכסים בבריטניה ומשקף יחס כיסוי חוב מעולה.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
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 - מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
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 (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר

סולם הדירוג

<p>למנפיקה מיוחסת האיכות הטובה ביותר ורמת הסיכון בהשקעה היא הקטנה ביותר. למרות שהגורמים המגנים על המנפיקה יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	דרגת השקעה
<p>המנפיקה איכותית על פי כל אמת מידה. דירוגה נמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון נמוכה במידת מה בהשוואה למנפיקה המדורגות Aaa. מנפיקה המדורגות בדירוג זה, יחד עם מנפיקות המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל בעלי דרגה גבוהה (high investment grade). קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך במנפיקה המדורגות Aa גדול במידת מה מאשר במנפיקה המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>למנפיקה יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותה כשייכת לחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון למנפיקה כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>המנפיקה נחשבות כבעלת איכות בינונית. המנפיקה נראית מוגנת לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים, בכל פרק זמן ארוך. למנפיקה זו חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש לה גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>למנפיקה מאפיינים ספקולטיביים ומשום כך אי אפשר לומר שעמידה מובטח. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
<p>למנפיקה חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של עמידה בהתחייבויות ובקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידה בהתחייבויותיה. סיכויי המנפיקה להשיג מעמד של השקעה אמיתית נמוכים.</p>	Caa	
<p>למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידתה בהתחייבויותיה בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות מנפיקות המדורגות בדירוג זה אינן עומדות בהתחייבויותיהן. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים מאוד.</p>	Ca	
<p>מנפיקה המדורגת בדירוג C מדורגת בדרגה הנמוכה ביותר ומכאן שהסיכוי כי המנפיקה תעמוד בהתחייבויותיה נמוכה ביותר. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : IRAH030605

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה. כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינייה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.