



# אלרוב (ישראל) בע"מ

מעקב תקופתי | ינואר 2013

1

**מחבר:**

נדב גורן - אנליסט בכיר  
[nadav@midroog.co.il](mailto:nadav@midroog.co.il)

**איש קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[ran@midroog.co.il](mailto:ran@midroog.co.il)



## אלרוב (ישראל) בע"מ

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

**מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק דירוג יציב לסדרת אג"ח ז' שבמחזור של חברת אלרוב (ישראל) בע"מ (להלן: "אלרוב ישראל" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה כדירוג המנפיק.**

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.9.12 מיליוני ₪	יתרת שנת פירעון האג"ח
אג"ח ז'	1460070	30/08/2005	5.80%	מדד	51	2013

\* נכון למועד הדוח, יתרת אג"ח ז' עומדת על כ- 30 מיליון ₪

**אישור מחדש של הדירוג ושל אופק הדירוג** נתמכים בהחזקה בחברה הבת - אלרוב נדל"ן ומלונאות (להלן: "אלרוב נדל"ן"), אשר הינה אחת מחברות הנדל"ן המובילות בישראל ומדרגת ע"י מידרוג בדירוג 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"ח<sup>1</sup>; פעילות החברה ברמת הסולו המורחב<sup>2</sup> כוללת החזקה בחברות (בעיקר באלרוב נדל"ן ובבנק לאומי) אשר ממעטות לחלק בשנים האחרונות דיבידנדים. כך לדוגמה - אלרוב נדל"ן חילקה לראשונה דיבידנד בשנת 2011. כתוצאה מכך רושמת החברה תזרים נמוך מפעילות. עם זאת, רמת המינוף הנמוכה של החברה ברמת הסולו המורחב והיקף חובות נמוך מפחיתים מאוד את צורכי החברה בדיבידנד; לחברה גמישות פיננסית, הכוללת מסגרות אשראי בנקאיות בלתי מנוצלות שיתרתן ליום 30 בספטמבר 2012 עומדת על כ- 100 מיליון ₪ וכן החזקה בלתי משועבדת במניות אלרוב נדל"ן, ששוויין למועד הדוח עומד על למעלה מ- 1.3 מיליארד ₪. גמישות פיננסית זו הינה טובה ביותר ביחס לצורכי הנזילות ושירות החוב של החברה ברמת הסולו המורחב, שהינם נמוכים ביותר וכוללים בשנת 2013 בעיקר את פירעון יתרת אג"ח סדרה ז' בהיקף של כ- 30 מיליון ₪ בלבד;

<sup>1</sup> 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 הדוח, על כ- 50 מיליון ₪.

<sup>2</sup> פעילות הסולו המורחב כוללת את כלל פעילויות אלרוב ישראל, למעט אלרוב נדל"ן, המוצגת כחברה כלולה

**דירוג החברה נתמך בראש ובראשונה מהחזקתה העיקרית במניות אלרוב נדל"ן, המציגה יציבות בפעילות ואשר רמת דירוגה אושרה מחדש על A2 באופק דירוג יציב**

הנכס העיקרי של אלרוב ישראל (ברמת המאוחד) הינו החזקותיה במניות אלרוב נדל"ן. שווי האקוויטי של החזקה זו (אשר מאוחדת באופן מלא בדוחות החברה) עומד, נכון ליום 30.9.2012, על קרוב ל-2 מיליארד ₪ - רובו המכריע משווי כלל הפעילות. בשל כך, דירוג החברה נתמך בראש ובראשונה מהיציבות בפעילותה וברמת הסיכון של אלרוב נדל"ן, כפי שבא לידי ביטוי בדירוגה, אשר אושר מחדש על A2 באופק דירוג יציב (להרחבה - ראה דוח פעולת דירוג לאלרוב נדל"ן מיוחדת ינואר 2013).

**עם מימוש בית האופרה והשלמת מכירת הדירות במגדלי אלרוב, פעילות החברה מסתכמת בהחזקת מניות בחברות בתחומי הנדל"ן, הבנקאות והטכנולוגיה, וללא פעילות סולו משמעותית**

בהתאם לאסטרטגיה שנקבעה, מרכזת אלרוב ישראל את פעילותה בתחומי הנדל"ן השונים באמצעות החזקותיה באלרוב נדל"ן. עם מימוש מגדל האופרה במהלך שנת 2011 ומכירת 2 הדירות האחרונות במגדלי אלרוב ת"א במהלך הרבעון השלישי של 2012, אין עוד לחברה פעילות ישירה, נדל"נית או אחרת, והיא מתפקדת כחברת אחזקות. מעבר להחזקות החברה באלרוב נדל"ן, המהווה את מרבית ה-NAV של החברה, מחזיקה החברה באופן ישיר גם במניות בנק לאומי בשווי של כ-450-550 מיליון ₪, בהתאם למחיר המניה ואף במספר חברות טכנולוגיה אשר המהותיות מביניהן הן פרטליקס ואפוסנס (בשווי שוק של מספר עשרות מיליוני ₪). מכיוון שהן אלרוב נדל"ן (אשר חילקה בשנת 2011 לראשונה דיבידנד) והן בנק לאומי מיעטו לחלק בשנים האחרונות דיבידנדים, רושמת החברה, ברמת המטה, תזרים גירעוני מפעילות שוטפת. עם זאת, רמת מינוף נמוכה ביותר ונזילותן של החזקותיה ממתנות עד מאוד את צורכי הדיבידנד של החברה. כך, נכון ל-30 בספטמבר 2012, מציגה החברה ברמת הסולו המורחב הון עצמי למאזן של כ-85% וחוב פיננסי נטו (החוב הפיננסי פחות יתרות נזילות וני"ע זמינים למכירה) שלילי.

**לחברה גמישות פיננסית טובה מאוד, הכוללת מסגרות אשראי בלתי מנוצלות וכן החזקה במניות אלרוב נדל"ן שאינן משועבדות**

בדומה לאלרוב נדל"ן, גם החברה מממנת את פעילותה בעיקר באמצעות מסגרות אשראי בנקאיות חתומות לז"ק. לטובת מסגרות האשראי משעבדת החברה את החזקותיה במניות בנק לאומי, על פי יחס LTV של 75%. סוג הבטוחה, המאופיין בתודתיות בשווי, מביא לשינויים תכופים בגובה המסגרת המאושרת, ובהתאם - בגובה המסגרת הלא מנוצלת. כך, לדוגמא, נכון למועד 30.9.12, עמדה המסגרת הבלתי מנוצלת על כ-42 מיליון ₪ בלבד, בעוד שנכון למועד הדוח היא עומדת על כ-100 מיליון ₪.

מעבר לכך, החזקותיה של החברה במניות אלרוב נדל"ן - ששווי השוק שלהן עומד, נכון למועד הדוח, על כ-1.3 מיליארד ₪ - אינן משועבדות. לאור זאת, רואה מידרוג את גמישותה ונזילותה הפיננסית של החברה כטובה ותואמת את רמת הדירוג, בין היתר, לאור היקף חובותיה הנמוך ברמת הסולו המורחב - המסתכם, מלבד מסגרת אשראי מנוצלת של כ-425 מיליון ₪, בחוב אג"ח המיועד לפירעון סופי ביולי 2013, בהיקף של כ-50 מיליון ₪ בלבד.

**אלרוב (ישראל) בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)**

אלרוב ישראל לפי סולו מורחב*				אלרוב ישראל מאוחד				
31.12.09	31.12.10	31.12.11	30.9.12	31.12.09	31.12.10	31.12.11	30.9.12	
-	-	-	-	142,331	291,907	372,653	328,844	הכנסות מהפעלת מלון
20,210	21,008	20,455	10,001	282,552	300,508	339,410	261,705	הכנסות משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
32,493	5,220	27,488	8,377	105,771	60,142	91,185	41,041	הכנסות ממכירת דירות
<b>52,703</b>	<b>26,228</b>	<b>47,943</b>	<b>18,378</b>	<b>530,654</b>	<b>652,557</b>	<b>803,248</b>	<b>631,590</b>	<b>סה"כ הכנסות מפעילות</b>
-	-	-	-	32,869	90,642	89,051	51,169	רווח מהפעלת מלון**
1,638	2,560	1,856	794	223,397	238,135	268,318	211,168	רווח משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
12,963	854	11,122	3,091	36,083	9,956	36,426	15,601	רווח ממכירת דירות
<b>14,601</b>	<b>3,414</b>	<b>12,978</b>	<b>3,885</b>	<b>292,349</b>	<b>338,733</b>	<b>393,795</b>	<b>277,938</b>	<b>רווח מפעילות</b>
483,503	250,670	14,392	67,813	511,873	439,103	310,730	180,101	רווח תפעולי
<b>464,804</b>	<b>230,728</b>	<b>-3,682</b>	<b>54,061</b>	<b>473,986</b>	<b>254,587</b>	<b>29,549</b>	<b>57,245</b>	<b>רווח (הפסד) נקי</b>
3,372	4,352	2,075	3,082	63,837	65,668	79,091	175,108	מזומן ושויי מזומנים
988,216	1,070,991	628,080	635,219	1,105,412	1,189,468	698,251	713,408	ני"ע סחירים וני"ע זמינים למכירה
686,632	707,425	523,307	479,808	4,291,137	4,731,055	5,730,769	6,336,130	חוב פיננסי
-304,956	-367,918	-106,848	-158,493	3,121,888	3,475,919	4,953,427	5,447,614	חוב פיננסי נטו
2,646,350	3,075,141	2,627,623	2,642,097	6,965,420	8,389,847	9,461,570	10,190,945	CAP
1,654,762	1,999,798	1,997,468	2,003,796	5,796,171	7,134,711	8,684,228	9,302,429	CAP נטו
1,943,868	2,330,236	2,099,184	2,157,379	2,295,748	2,960,260	2,852,619	2,939,079	הון עצמי
2,684,544	3,109,221	2,644,414	2,655,449	7,370,566	8,841,590	9,886,694	10,535,227	סך מאזן
2,673,275	3,097,951	2,644,414	2,655,449	7,309,207	8,788,604	9,868,915	10,523,329	מאזן בנטרול מקדמות מלקוחות
25.9%	23.0%	19.9%	18.2%	61.6%	56.4%	60.6%	62.2%	חוב ל- CAP
-18.4%	-18.4%	-5.3%	-7.9%	53.9%	48.7%	57.0%	58.6%	חוב נטו ל- CAP נטו
72.4%	74.9%	79.4%	81.2%	31.1%	33.5%	28.9%	27.9%	הון עצמי למאזן
-32,799	-18,002	-3,760	-17,765	110,367	180,124	203,636	123,509	FFO
						193,336	133,809	FFO מתוקן***
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	38.9	26.3	29.6	35.5	חוב ל- FFO במונחים שנתיים
-	-	-	-	28.3	19.3	25.6	30.5	חוב נטו ל- FFO מתוקן*

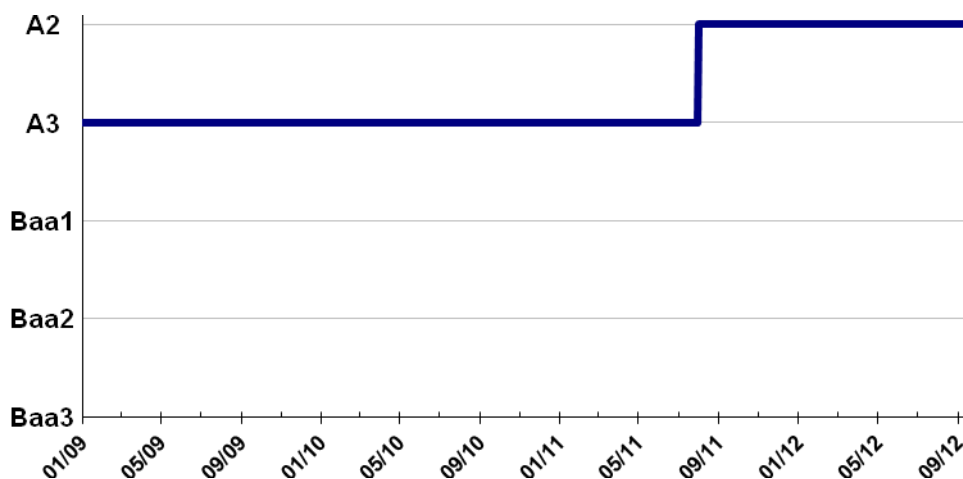
\* עיבוד מיידרוג באישור החברה המציג את אלרוב נדל"ן כחברה כלולה \*\* לא כולל פחת \*\*\* בתקנתן תשלום ריבית אג"ח ע"ס כ- 10.3 מיליון ש"ח  
 שאמור היה להיות משולם ב- 31.12.11 (יום שבת) ובוצע בפועל ב- 1.1.12

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים מפעילות פרמננטית ברמת הסולו;
- שיפור מהותי בפעילותה של אלרוב נדל"ן;

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות ברמת הקבוצה במיוחד, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישפיע 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 להשקעות בני"ע אשר מאופיינות בפרופיל סיכון גבוה.



## 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 ובחו"ל, 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](http://www.Midroog.co.il)

מועד פרסום הדוח: 13.1.2013

**מושגי יסוד**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> <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 שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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.



© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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](http://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 מניפק, 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.