

ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

Baa2	דירוג סדרה
------	------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב בסך של עד 150 מיליון ש"ח שתנפיק ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ. לפחות מחצית מתמורת הגיוס להשבת נכסים קיימים של החברה, כדוגמת הקמת מרכז לוגיסטי בצריפין שימש את חברות הרכב מקבוצת שלמה, והיתרה מיועדת לפעילות יזום חדשה. אגרות החוב יהיו צמודות למדד המחירים לצרכן (קרן וריבית) ויפרעו בשישה תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2010 (מח"מ של כ-5 שנים). הריבית תשולם בתשלומים חצי שנתיים. הדירוג ניתן בכפוף לעמידה בתנאים הבאים:

(1) ממועד גיוס החוב ועד להשלמת האכלוס המלא של מתחם הארגז תשמור החברה על כרית מזומנים לצורך הבטחת שירות החוב. כרית המזומנים תמומן מתמורת האג"ח שיגויסו, ותשועבד לטובת מחזיקי האג"ח (להלן - "כרית המזומנים"). סכום כרית המזומנים ישתנה לפי המתווה כדלקמן:

- א) ממועד הגיוס ועד ליום 30.4.2008 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 18 מיליון ש"ח.
 - ב) מיום 1.5.2008 ועד ליום 31.10.2008 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 14 מיליון ש"ח.
 - ג) מיום 1.11.2008 ועד 30.4.2009 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 10 מיליון ש"ח.
 - ד) מיום 1.5.2009 ועד 31.10.2009 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 6 מיליון ש"ח.
 - ה) מיום 1.11.2009 ועד להשלמת האכלוס המלא של מתחם הארגז, או עד להכנסות של כ-20 מיליון ש"ח לשנה, כמאוחר שבניהם, כרית המזומנים לא תפחת מסך של 3 מיליון ש"ח.
- במידה וסכום גיוס האג"ח יהיה נמוך מסך של 150 מיליון ש"ח, יותאם סכום הכרית לפי יחס של 12% מסכום הגיוס בפועל, בהתאם למתווה המתואר לעיל.

(2) החברה תשעבד לטובת מחזיקי האג"ח בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה את הנכס ברחוב היצירה 23 בפתח תקווה (בית אפקון) או את הנכס ברח' היצירה 22 בפתח תקווה. החברה תהיה רשאית להסיר את השעבוד לאחר שהכנסותיה יעמדו על סך של כ-20 מיליון ש"ח לשנה לפחות.

(3) החברה תשמור על יחס חוב ל-CAP שלא יעלה על 52% עד להשלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ("מתחם הארגז") ואכלוסו המלא. יחס זה ייבחן מחדש עם השלמת אכלוס מתחם הארגז.

(4) החברה תתחייב בפני מחזיקי האג"ח שלא לחלק דיבידנדים עד לאכלוס מלא של מתחם הארגז.

(5) עד ליום 31.3.2008 תשלם החברה את רישום הזכויות במקרקעין בנכסים ברח' היצירה 22, ברח' היצירה 23, ביגיע כפיים, בחיפה ובצריפין על שמה¹. מידרוג תבחן את עמידת החברה בתנאי זה על בסיס דו"ח שתעביר החברה למידרוג לא יאוחר מיום 31.03.2008, המפרט את זכויותיה במקרקעין.

(6) החברה מתחייבת כי עד להשלמת ההקמה של מתחם הארגז דמי הניהול הקבועים שתשלם החברה לבעלי השליטה לא יעלו על סך של 2.0 מיליון ש"ח לשנה. יובהר כי החברה רשאית לצבור את הזכאות לדמי הניהול, לטובת בעלי השליטה, בסכומים שמעבר ל-2.0 מיליון ש"ח לשנה, אולם אלו לא יושלמו בפועל לבעלי השליטה טרם השלמת ההקמה של מתחם הארגז.

לצורך העמידה בתנאים לעיל, יוגדרו: "אכלוס מלא" - תפוסה בפועל של לפחות 90% מסך שטחי ההשכרה המתוכננים במתחם; "הכנסות שנתיות של 20 מיליון ש"ח" - כאשר דוחות החברה לשני רבעונים רצופים יצביעו על הכנסות בהיקף שנתי שלא יפחת מכ-20 מיליון ש"ח, וכי הכנסות אלו מגובות בהסכמי שכירות לתקופה של שלוש שנים לפחות.

מחברות:
לורי ונציה
אנליסטית

lauriev@midroog.co.il

סיגל יששכר

ראש צוות בכיר

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, 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

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 17.10.2007. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

¹ לחברה הועבר גם נכס באשקלון הכולל כיום הסכם פיתוח בלבד ללא זכויות במקרקעין. לפיכך התנאי לא יחול על נכס זה.

פרופיל החברה

ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ ("שיר נדל"ן" או "החברה") הוקמה ביום 22.3.2007 כזרוע נדל"ן של קבוצת שלמה. פעילות זו כוללת תפעול ויזום של נכסים מניבים בישראל ובחול"ל. פעילות החברה מתבצעת ישירות על ידה וכן על ידי שתי חברות בת ייעודיות המרכזות את פעילות החברה בחול"ל. במסגרת הקמת החברה הועברו ביום 29.3.2007 שישה נכסי מקרקעין בישראל מהחברה האם ש.י.ר שלמה - יבוא רכב בע"מ ("שלמה יבוא רכב" או "החברה האם"), לחברה וכן הועברו החזקותיה של החברה האם בחברות הבת הייעודיות². בנוסף, שלמה יבוא רכב המחיתה לחברה את זכויותיה בהלוואות בעלים בסך של כ- 1 מיליון אירו לחברות הבנות³. החברה החלה את פעילותה ביום העברת הנכסים. נכון ליום 30.6.2007 לשיר נדל"ן ארבעה נכסים בישראל בשטח של כ-19 אלף מ"ר התורמים כ-5 מיליון ₪ הכנסות לשנה ותפוסתם מלאה, וחמישה מגרשים המיועדים לפיתוח – שניים מהם בחול"ל.

ש.י.ר נדל"ן: נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ש"ח*

30.06.2007	
197,957	נדל"ן להשקעה נטו
7,701	זכויות מיעוט בחברות מאוחדות
166,151	הון עצמי
200,516	סך מאזן
-	חוב
186,748	**CAP
86.7%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן

* החברה מדווחת על פי תקינה ישראלית. החברה מיישמת את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה וישמה את מודל השווי ההוגן. CAP** מוגדר כחוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים

החברה מוחזקת בבעלות מלאה על ידי ש.י.ר. – יבוא רכב בע"מ, חברה בבעלות ובשליטה מלאות של מר שלמה שמלצר ועתליה שמלצר. מר שמלצר הינו בעל השליטה בקבוצת שלמה - אחת מקבוצות ההשקעה הפרטיות הגדולות בישראל, המחזיקה בחברת הליסינג המובילה בישראל - ניו קופל, בחברת השכרת הרכב הגדולה בישראל שלמה SIXT, וכן בפעילויות בתחומי האלקטרו-מכניקה, הספנות והלוגיסטיקה. מר שלמה שמלצר הינו יו"ר שיר נדל"ן ומנכ"ל החברה הינו ישראל רייף. מר רייף עוסק בתחום הנדל"ן מספר שנים והיה מעורב בכל התקשרויות הקבוצה בנוגע לנדל"ן. מר אייל בן יוסף מכהן כמשנה למנכ"ל של החברה והוא מועסק בקבוצה מזה 12 שנה ומכהן כמנהל כספים בחברה ששייכת לקבוצה. מר עופר גל מכהן כסמנכ"ל כספים ובנוסף מכהן כמנהל כספים בחברות אחרות בקבוצה.

החברה משלמת לבעלי השליטה דמי ניהול בסך של כ-1.6 מיליון ש"ח לשנה (130 אלף ₪ בחודש) הכוללים שירותי יו"ר דירקטוריון, שירותי מנכ"ל, מנהל פיתוח עסקי, סמנכ"ל כספים, הנהלת חשבונות, משרדיות וכלליות. התשלום החודשי מתעדכן בהתאם ליחס שבין עלות רכישת הנכסים בסוף השנה הרלוונטית לעלות רכישת הנכסים בתחילת השנה הרלוונטית, זאת בהתעלם מהתאמות לשווי הוגן ו/או הוצאות פחת. עוד מוסכם בין הצדדים, כי שיעור הגידול או הקיטון בתשלום החודשי לא יעלה או ירד ביותר מ-20% מהתשלום החודשי שהיה בתוקף קודם למועד העדכון. בנוסף, לצורך חישובו התשלום החודשי, לא יילקח בחשבון גידול בשווי הנכסים הנובע מעליית ערכם. מעבר לכך,

² נכון למועד הדו"ח, הזכויות במרבית הנכסים המיוחסים לחברה טרם הועברו לבעלות החברה. החברה מעריכה כי עד לתום שנת 2007 יושלם תהליך העברת הנכסים ורישום הזכויות.

³ העברת הנכסים בוצעה לפי סעיף 104א לפקודת מס הכנסה. העברה האמורה נעשתה ללא תמורה למעט הקצאת 964,192 מניות רגילות בנות 1 ₪ ע.נ. כל אחת של החברה לשלמה יבוא רכב. העברת המניות ונכסי המקרקעין המועברים לחברה בהתאם להוראות סעיף 104א לפקודה תהא פטורה ממס הכנסה וממס שבח בידי החברה המעבירה (שלמה יבוא רכב), וחייבת במס רכישה בידי החברה בגין ששת נכסי מקרקעין בישראל המועברים בשיעור של 0.5%, כפוף, בין היתר, לקיומם של מספר הגבלות רבות החזקה של שלמה יבוא רכב בכ-90% מהזכויות בחברה לתקופה של שנתיים מיום ההעברה והשלמת בניית הקרקעות שהועברו תוך 4 שנים ממועד ההעברה.

זכאית חברת הניהול למענק שנתי בגובה 10% מהגידול בשווי הנכסי הנקי של החברה (שווי נכסי המקרקעין של החברה בארץ ובחו"ל כולל המוחזק באמצעות מניות) העולה על גידול של 7%⁴. אין התחייבות של בעל השליטה שלא להתחרות בפעילות החברה או בבעל השליטה בחברה, בין בעצמו ובין באמצעות תאגידים בהם יש לו עניין כלשהו.

תחום הנכסים המניבים

הנכסים המניבים של החברה מושכרים בתפוסה מלאה לחברות מקבוצת שלמה בחווי שכירות שחלקם מסתיים בשנים 2007-2009 וחלקם בשנת 2013 והם כוללים אופציות להארכה. החברה פועלת להקמת מרכז לוגיסטי בצריפין המתוכנן לשמש את פעילות הליסינג וההשכרה של קבוצת שלמה (ראה להלן). השלמת המרכז, הצפויה בשנת 2010, תוביל להעברת שימושים מפתח תקווה למרכז בצריפין. להערכת החברה, לפחות מחצית מהשטחים המושכרים בנכס ברח' היצירה 22 יתפנו בעקבות המעבר הנ"ל.

נכסים מניבים ליום 30.06.2007 (נתונים כספיים במיליוני ש"ח)

הנכס	% בעלות	שימוש	שטח השכרה, מ"ר	שיעור תפוסה	השוכר	הכנסה שנתית / NOI	שכ"ד לחודש (בש"ח)	עלות השקעה/שווי הוגן בספרים	% NOI
היצירה 22 (פתח תקווה)	100%	משרדים, חנייה ומחסנים	5,847	100%	השכרות רכב שלמה וניו קופל	2.4	34.2	27.2	8.82%
היצירה 23 (פתח תקווה)	100%	משרדים	5,522	100%	אפקון תעשיות	*2.1	31.7	31.7	6.62%
חיפה	100%	מוסך	679	100%	ניו קופל	0.3	36.8	3.5	8.57%
יניע כפיים (פתח תקווה)	100%	משרדים וחנייה	7,029	99.6%	השכרות רכב שלמה	0.7	8.3	14.3	4.90%
			19,077			5.5	24.0	76.7	7.17%

* החברה מצויה בתהליך חתימה על הסכם מחדש המעדכן את שכ"ד לכ-2.6 מיליון ש"ח לשנה.

להלן התפלגות הכנסות השכירות לשנת 2006 ולחציון הראשון של שנת 2007 לפי שוכרים עיקריים:

שם השוכר	שיעור מסך הכנסות שכ"ד		יתרת נוכחי חוזה	תקופת אופציה
	2006	H1 07		
השכרות רכב שלמה (1987) בע"מ	44%	35%	03/2013	72 חודשים
שלמה רשת מוסכים ושירותי דרך בע"מ	4%	4%	03/2013	72 חודשים
ניו קופל החזקות בע"מ (לשעבר: ניו קופל בע"מ)	13%	15%	11/2009	מתחדש כל שנה
אפקון תעשיות בע"מ	39%	42%	9/2008	מתחדש כל שנה

השכרות רכב שלמה (1987) בע"מ הינה חברה פרטית העוסקת בהשכרת כלי רכב בישראל והיא אחת החברות הגדולות בתחום. לחברה כ-18 סניפים בישראל וצי של כ-11,000 כלי רכב. בין לקוחותיה משרדי ממשלה וגופים ציבוריים ופרטיים מהמובילים בישראל. החברה מצויה בבעלות מלאה של מר שלמה שמלצר.

שלמה רשת מוסכים ושירותי דרך בע"מ הינה חברה פרטית העוסקת במתן שירותי פחחות, גרירה ושירותי דרך. לחברה שני מרכזי תיקון והתקשרות עם כ-50 מרכזים לתיקון רכב ברחבי הארץ. על לקוחותיה העיקריים נמנים השכרות רכב שלמה (1987) בע"מ ו- ניו קופל רכב החזקות בע"מ.

ניו קופל רכב בע"מ (מדורגת AI) עוסקת בעיקר בתחום הליסינג התפעולי של כלי רכב בישראל. ליום 30.6.2007 מונה צי הרכב של החברה כ-44,435 כלי רכב (41,472 ליום 31.12.2006). בשנים 2005-2006 החלה להרחיב את פעילותה בתחום הרכב גם מחוץ לישראל וכן להיכנס לתחומי פעילות נוספים. בחודש ספטמבר 2006 קיבלה ניו קופל אישור עקרוני להקמת חברת ביטוח כללי. שווי השוק שלה ליום 11.10.2007 הינו כ-419 מיליון ש"ח.

⁴ יובהר כי רווחים שנבעו מהתאמות לשווי הוגן בגין נכס כלשהו ישולמו בפועל רק בעת מימוש נכס כאמור.

אפקון תעשיות בע"מ הינה חברה ציבורית העוסקת ביצור לוחות חשמל ובתחום קבלנות מערכות חשמל ומיזוג אוויר. לחברה גם פעילות סחר של ייצוג חברות, שיווק והפצה בתחומי החשמל. המפעל העיקרי של החברה נמצא באשדוד. החברה מעסיקה כ-765 עובדים. צבר ההזמנות ליום 31.6.2007 הסתכם בכ- 377 מיליון ש"ח. עיקר ההכנסות והרווח שלה נובעים מפרויקטים בתחום קבלנות החשמל. במחצית הראשונה של 2007 הסתכמו הכנסותיה בכ-360 מיליון ש"ח (לעומת כ-253 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה). הגידול נרשם בשל פרויקט גדול ועלייה בהכנסות מחו"ל. הרווח הנקי עמד על כ-24 מיליון ש"ח (כ-3 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה). בעל השליטה (55.8%) הינה השכרות רכב שלמה (1987) בע"מ. שווי השוק של אפקון תעשיות ליום 9.9.2007 הינו כ-198 מיליון ש"ח.

תחום הייזום

נתונים על קרקעות לפיתוח ליום 30.06.2007 (נתונים כספיים במיליוני ש"ח)

הנכס	% בעלות	ייעוד	פרויקט מתוכנן	שטח קרקע כולל, מ"ר	עלות השקעה	שווי הוגן
יגיע כפיים	100%	תעשייה	NA	8,156	13.8	13.8
אשקלון	50%	NA	NA	*15,581	1.7	1.7
צריפין	100%	תעשייה	מרכז לוגיסטי	53,000	73.0	73.0
רומניה	100%	NA	NA	75,000	4.2	16.2
צ'כיה	48%	NA	NA	47,908	3.8	15.4
סה"כ				199,645	96.4	120.1

* חלקה של החברה 50%

להלן תיאור תמציתי של הנכסים העיקריים בפיתוח:

מתחם הארגז

הנכס הינו מקרקעין בשטח כולל של כ-53 דונם בחכירה מהמינהל הממוקם בסמוך למתחם השוק הסיטונאי של תנובה בצריפין. ייעוד השטח הינו לתעשייה ומלאכה והוא כולל זכויות בניה של כ-64 אלף מ"ר. הפרויקט יכלול שטח בנוי של כ-35 אלף מ"ר שעליו יוקמו מבני משרדים ומתקן לוגיסטי, יתר השטח יישמש בעיקר לחנייה. המרכז הלוגיסטי מיועד לשרת עסקי הרכב של חברות מקבוצת שלמה. החברה החלה בתכנון הפרויקט והגישה תוכנית לאישור הוועדה המקומית. בחודש יולי 2007 הוגשה בקשה להיתר בנייה. החברה צופה קבלת היתר בנייה בסוף שנת 2007, התחלת הבנייה בשנת 2008 ואת סיום הפרויקט תוך שנתיים. אומדן עלות התכנון והפיתוח של הפרויקט הינו כ-22-27 מיליון דולר. החברה צופה כי הנכס יניב לה הכנסות שכ"ד של כ-14.3 מיליון ש"ח החל בשנת 2010 (על בסיס הנחת 10 דולר למ"ר עבור 28 דונם שיושכרו). נכון למועד כתיבת הדו"ח זכויות החכירה בנכס רשומות של שם שלמה יבוא רכב והשלמת רישום זכויותיה של החברה בנכס כפופה לתשלום מס רכישה בשיעור של 0.5% בגין העברת הנכס שמתכנס לסך של כ-356 אלפי ₪. בכוונת החברה להשלים רישום זה עד לסוף שנת 2007.

יגיע כפיים

החברה מחזיקה בזכויות חכירה במגרש בשטח של כ-15,185 מ"ר ברחוב יגיע כפיים בפתח תקווה. בהתאם לתב"ע ניתן לבנות על המגרש מבנה בשטח של כ-12 אלף מ"ר למטרות תעשייה. החברה בוחנת את אפשרויות הפיתוח של הנכס. נכון למועד כתיבת הדו"ח זכויות החכירה בנכס אינן רשומות על שם החברה. השלמת רישום זכויותיה של החברה בנכס כפופה לתשלום מס רכישה בשיעור של 0.5% בגין העברת הנכס בסך של כ-140 אלפי ₪. בכוונת החברה להשלים רישום זה עד לסוף שנת 2007.

מקרקעין בצ'כיה

החברה מחזיקה ב-48% מזכויות ההון וב-51% מזכויות ההצבעה בחברה רשומה בצ'כיה המחזיקה בזכויות הנכס מקרקעין בשטח כולל של כ-48 דונם בחלקה הצפוני של העיר Olomouc, העיר החמישית בגודלה בצ'כיה. תוכנית המתאר של הקרקע הינה לפיתוח מגורים ומסחר⁵. יתר המניות בחברה מוחזקים על ידי חברה בבעלות מר דוד ויינצקי (19.5%), חברה בבעלות מר יאיר לוי (19.5%) ועו"ד צ'כי המטפל בענייני הקרקע במדינה (10%). טרם נקבע התכנון המיועד לקרקע.

מקרקעין ברומניה

החברה מחזיקה ב-100% מהון המניות של SIVAN – חברה פרטית רשומה ברומניה. החברה הינה הבעלים של 4 חלקות בשטח כולל של כ-75 דונם בעיר Popesti-Leordeni שבמחוז אילפוב המוקם בדרום מזרח בוקרשט, כ-14 ק"מ מלב העיר. החברה הרומנית מצויה בתהליך רישום הקרקע כקרקע שאינה חקלאית. טרם נקבע התכנון המיועד לקרקע.

אסטרטגיה

יעדי החברה בטווח הזמן הקרוב והבינוני הינם להתמקד בייזום ובפיתוח הקרקעות שבידה, תוך המשך הפעלת הנכסים המניבים הקיימים. החברה לא ציינה בפני מידרוג תוכניות פרטניות להרחבת הפעילות בישראל או בחו"ל מעבר לנכסים הקיימים.

איתנות פיננסית

לחברה אין חוב פיננסי ליום 30.06.2007 ונכסיה – נדל"ן להשקעה המוערך בשווי הוגן של כ-198 מיליון ש"ח, ממומנים בהון עצמי

ערב גיוס האג"ח לחברה אין חוב פיננסי, זאת משום שהנכסים הועברו אליה מהחברה האם ללא תמורה כספית והחברה טרם החלה בפיתוח של הנכסים. יתר הדברים קבועים, גיוס אג"ח בסך של 150 מיליון ש"ח יעלה את יחס החוב לשיעור של כ-45% ויוריד את יחס ההון העצמי לסך המאזן לשיעור של כ-50%.

שיר נדלו: מאזן מאוחד ליום 30.06.2007, במיליוני ש"ח

<u>התחייבויות והון עצמי:</u>		<u>נכסים:</u>	
12.6	התחייבויות שוטפות	197.9	נדל"ן להשקעה
1.1	אחר	1.7	רכוש שוטף
13.0	מסים נדחים	0.9	אחר
7.7	זכויות מיעוט		
166.1	הון עצמי		
200.5	סך התחייבויות והון עצמי	200.5	סך נכסים

⁵ הקרקע הינה קרקע חקלאית מוגנת, כך שבמידה שיעשה בה שימוש לא חקלאי יש צורך בהסרת רישום הנכס במרשם הצ'כי המגן על קרקעות חקלאיות. להערכת החברה ויועציה המשפטיים, הגופים הרלוונטיים צפויים לאשר את הסרת רישום הנכס ממרשם הקרקעות החקלאיות.

להלן התפלגות השווי ההוגן של הנכסים במאזן ליום 30.06.2007:

הנכס	שיעור מסך		אלפי ש"ח
	השווי	בסיס	
היצירה 22	14%		27,230
היצירה 23	16%		31,692
חיפה	2%		3,461
יגיע כפיים 1004	7%		14,286
יגיע כפיים 1003	7%		13,778
מגרש אשקלון	1%		1,689
מגרש צריפין	37%		72,933
מגרש רומניה	8%		16,283
מגרש צ'כיה	8%		15,426
סה"כ	100%		196,778
סך מיוחס לנכסים מניבים	39%		76,669
סך מיוחס לקרקעות	61%		120,109
סה"כ	100%		196,778

להלן תחזית תזרימי המזומנים מהנכסים על בסיס הערכות החברה, ובניתוח רגישות ביחס לתחזית החברה:
בתחזית התזרים החברה מניחה כי ההכנסות מהנכסים המניבים יעמדו על כ-6 מיליון ₪, הנכסים בצריפין וביגיע כפיים יחלו להניב הכנסות חלקיות החל בשנת 2009 והכנסות מלאות החל בשנת 2010. כמו כן הונחו הוצאות ניהול בהתאם להסכם הקיים עם התייקרות מסוימת. עוד הונחו הוצאות מימון בסכום של כ-11.25 מיליון ₪ בשנה המשקפות ריבית של 7.5% על חוב בסך של 150 מיליון ש"ח. תחת הנחות אלו, לחברה תזרים נטו שלילי בשנת 2008 ותזרים של כ-5 מיליון ₪ בשנת 2009 והחל משנת 2010, כאשר הנכס בצריפין והנכס ביגיע כפיים יאוכלסו במלואם, התזרים נטו עומד על כ-16 מיליון ₪ לשנת 2009 וכ-17 מיליון ₪ לשנת 2010.

תחזית תזרים, הערכת החברה (נתונים באלפי ₪):

אלפי ש"ח	2007	2008	2009	2010	2011
שכ"ד נכסים קיימים	3,975	5,900	5,900	5,900	5,900
שכ"ד מתחם הארגז*			7,140	14,280	14,280
שכ"ד יגיע כפיים**			2,576	10,302	10,302
שכ"ד מנכסים אחר			1,913	3,825	3,825
סך הכל הכנסות שכ"ד	3,975	5,900	17,528	34,307	34,307
דמי ניהול	1,170	1,560	1,872	1,872	1,872
הוצאות אחרות	450	600	600	600	600
הוצאות מימון נטו***	917	7,500	10,000	11,250	9,375
מסים על הכנסה	195	-	-	4,407	5,302
תזרים נטו - FFO	1,394	-3,760	5,056	16,178	17,158

* הכנסות לפי 28,000 מ"ר מתוך 65,000 בתעריף \$10 למ"ר. ** לפי 18,000 מ"ר בתעריף \$12 למ"ר *** הוצאות המימון נאמדו על פי שיעור ריבית של 7.5% על אג"ח בסך של 150 מיליון ש"ח. הוצאות המימון נטו כוללת הוצאות מימון בניכוי הכנסות מימון על פיקדונות.

מידרוג ערכה ניתוחי רגישות לתזרים החברה, בהנחות הבאות, שנלקחו בחלקן לצורך שמרנות:

- הכנסות מהנכסים הקיימים ירדו לכ-5.6 מיליון ₪ בשנה החל משנת 2010
- הנכס במתחם הארגז יחל להניב הכנסות בשנת 2010 (עבור מחצית השנה) ונלקח מקדם של 85% על תחזית הכנסות החברה
- הנכס ביגיע כפיים יחל להניב הכנסות בשנת 2011 עבור שנה מלאה ונלקח מקדם של 85% על ההכנסות
- בתחזית לא נלקחו בחשבון הכנסות מימון על יתרות המזומן שיוותרו בחברה במהלך תקופת ההשקעה

תחזית תזרים, ניתוח רגישות של מידרוג (נתונים באלפי ₪):

2011	2010	2009	2008	2007	אלפי ש"ח
5,605	5,605	5,605	5,900	3,975	מרוץ-דצמבר
12,138	6,069	-	-	-	נכסים קימים
8,757	-	-	-	-	מתחם הארגז
3,825	3,825	1,913	-	-	יגיע כפיים
30,325	15,499	7,518	5,900	3,975	אחר
1,872	1,872	1,872	1,560	1,170	סך הכל הכנסות
600	600	600	600	450	דמי ניהול
9,375	11,250	11,250	11,250	1,875	הוצאות אחרות
5,302	4,407	-	-	195	הוצאות מימון
13,176	-2,630	-6,205	-7,510	435	מסים על הכנסה
					תזרים נטו - FFO

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה הינה חלק אינטגרלי מקבוצת שלמה, אחת מקבוצות ההשקעה הפרטיות הגדולות בישראל, ובחלקה הגדול משרתת את פעילותה של קבוצת שלמה. במידרוג מעריכים כי קבוצת שלמה תפעל לשמירה על איתנותה הפיננסית; בעל השליטה בקבוצה הינו בעל ניסיון עסקי עשיר המסייע לפיתוח פעילות החברה; פרויקט הייזום המרכזי, מתחם הארגז בצרפין, מיועד לשימוש חברות מקבוצת שלמה, גורם המצמצם במידת מה את הסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפיתוחו; עלייה ברמת הביקושים למרכזים לוגיסטיים במיקומים אסטרטגיים תורמת לפוטנציאל הצלחתו של המתחם בצרפין; יחסי מינוף סבירים גם לאחר הגיוס המתוכנן. החברה נדרשת לשמור על רמת מינוף מרבית לצורך שמירה על רמת הדירוג; היעדר ניסיון רחב בתחום הייזום והפיתוח של נכסים מניבים; תיק הנכסים הינו מצומצם וריכוזי יחסית; חלק ניכר מתמורת הגיוס מיועד לפיתוח נכס אחד בהיקף השקעה משמעותי; תחום ייזום הנדל"ן הינו בעל סיכון עסקי גבוה. יחד עם זאת, תחום המרכזים הלוגיסטיים בתחום יזום נדל"ן נחשב לבעל סיכון עסקי ופיננסי נמוך יחסית; תלות בקבוצת שלמה ששוכרת את מרבית הנכסים המניבים. החברות בקבוצה קשורות בינן לבין עצמן בקשרי בעלות ובקשרים עסקיים ומסחריים ותלות זו יוצרת ריכוזיות שוכרים; לחברה אין נכסים נזילים אך יחד עם זאת כל נכסיה חופשיים משעבוד. כרית הביטחון לה התחייבה החברה מחזקת את יכולתה לעמוד בפרעון החזרי הריבית בשנים בהן היא תשקיע בפיתוח הנכסים המניבים.

חוזקות

שייכות לקבוצת שלמה ובעל שליטה אסטרטגי שהינו בעל תרומה לפיתוח העסקי

קבוצת שלמה הינה אחת מקבוצות ההשקעה הפרטיות הגדולות בישראל, המחזיקה בחברת הליסינג המובילה בישראל - ניו קופל, בחברת השכרת הרכב הגדולה בישראל שלמה SIXT, וכן בפעילויות בתחומי האלקטרו-מכניקה, הספנות והלוגיסטיקה. בעל השליטה בחברה, מר שלמה שמלצר, הוא בעל ניסיון עסקי רב ותורם תרומה ניכרת לפיתוח העסקי של החברה באמצעות קשריו העסקיים הענפים ויכולותיו בבחירת פורטפוליו הנכסים. מאידך, עובדה זו יוצרת תלות בבעל השליטה.

מתחם הארגז מיועד לשימוש חברות מקבוצת שלמה, גורם המצמצם במידת מה את הסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בייזום נכסי נדל"ן

פרויקט הפיתוח העיקרי של החברה – מתחם הארגז, ישמש שוכרים מקבוצת שלמה. עובדה זו מצמצמת את סיכוני הביקוש האופייניים לשלבים המוקדמים של פרויקטים מסוג זה, בפרט נוכח ההשקעה הגבוהה הצפויה בפרויקט.

בישראל קיימים ביקוש גדל למרכזים לוגיסטיים מודרניים, בפרט באזורים מרכזיים דוגמת מתחם הארגז

בישראל קיים מחסור במרכזים לוגיסטיים מודרניים באזורים מרכזיים. במקביל, קיים צורך גובר מצד החברות גדולות, בעיקר קמעונאיות, להתייעל בשרשרת הלוגיסטיקה ולכן חלה עלייה בביקושים למרכזים לוגיסטיים. מיקומו של הנכס הלוגיסטי מהווה אספקט חשוב מאוד בהצלחתו של מתחם לוגיסטי. כאשר שוכרים פוטנציאליים מסתכלים על העלות הכוללת של אכלוס המתחם הם מתחשבים, בין היתר, בנגישות ועלות כוח העבודה בסביבה, קווי תחבורה קרובים, סמיכות לעורקי תחבורה ראשיים ונגישות של המקום עבור לקוחות, בנוסף לבחינת מחירי השכירות. שיקולים אלו בד"כ עולים על שיקולי מחיר בבחירת מתחם לוגיסטי. להערכת מידרוג, הביקושים למרכזים לוגיסטיים בישראל מצויים בצמיחה, מצב המציב לפרויקט מתחם הארגז פוטנציאל ביקושים חיובי, בפרט לאור מיקומו האסטרטגי.

תחום המרכזים הלוגיסטיים מאופיין בסיכון עסקי נמוך יחסית לענף הנדל"ן

בתחום היזום נדל"ן, מתחמים לוגיסטיים נחשבים להשקעה בטוחה יחסית בגלל מספר גורמים: זמן בניית הנכס לרוב הינו יותר קצר שכן רמת התכנון הנדרשת פחותה יחסית לבנייני משרדים או מגורים, חוזים לטווחים שבין 5 עד 7 שנים ושערי עזיבה יותר נמוכים בגלל שלרוב הנכס מותאם ספציפית לצרכיה של חברה מסוימת וקיימת השקעה גדולה ברכוש קבוע שקשה להעבירו.

איתנות פיננסית סבירה לחברות מסוגה גם לאחר הגיוס

ערב הגיוס, לחברה אין חוב פיננסי, הונה העצמי מסתכם בכ-166 מיליון ₪ ויחס ההון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן עומד על כ-87%. לאחר הגיוס לחברה יהיה חוב בסך של 150 מיליון ₪, יחס חוב לקאפ שעומד על שיעור של כ-44.5% ויחס של הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן שעומד על כ-49.6%. נכון למועד דוח זה, נכסי החברה נקיים מכל שעבוד. לצורך שמירה על רמת הדירוג, נדרשת החברה לשמור על יחס מינוף מרבי.

גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

תחום יזמות הנדל"ן מאופיין בסיכון עסקי גבוה

פעילות היזום מאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית, הנובע מפער הזמן מהממושך שבין מועד רכישת הנכסים ועד להשלמת הפיתוח והאכלוס. תהליך הפיתוח הינו מורכב וכולל בין השאר סיכונים הקמה נובעים מתהליך ההשבחה של הקרקעות, הכולל שינוי ייעוד ותב"ע – תהליכים שקיימת אי וודאות גבוהה לגבי משכם ומידת היתכנותם. סיכונים הקמה נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים ואיכות הבנייה והגימור הנדרשת.

וותק פעילות קצר מאוד בתחום יזום והפעלת נכסים מניבים בישראל או בחו"ל

לחברה ניסיון מועט בתחום הנדל"ן המסתכם בניהול ורכישת נכסי הנדל"ן של קבוצת שלמה. היעדר ניסיון רחב בתחום מגדיל את הסיכון העסקי בפעילות בפרט בפעילות היזום. יש לציין עם זאת כי היקף הפעילות של החברה בשלב זה אינו רחב, והיא מתמקדת בעיקר בפיתוח מתחם הארגז. החברה מינתה את מר עודד שטמר לניהול פיתוחו של פרויקט זה. למר שטמר תואר בהנדסה תעשייה וניהול והוא כיהן בעבר כמנהל מערכות הנדסה ותהליכים בפרויקט נתב"ג 2000 וכסמנכ"ל שירות ותפעול בחברת ניו קופל. מר שטמר עובד מזה 5 שנים בקבוצה ולכן מכיר היטב את מערך הלוגיסטיקה של חברות שונות בקבוצה.

פורטפוליו נכסים קטן עם מרכיב גבוה של קרקעות לפיתוח. קיימת תלות בפרויקט עיקרי שפיתוחו טרם החל

סך שווי נכסי החברה הקיימים עומד על כ-197 מיליון ₪ מזה כ-120 מיליון ₪ (61%) הינם קרקעות. בתוך כך, שווי של המגרש בצרפיץ הינו כ-73 מיליון ₪ (כ-37% משווי סך הנכסים). לחברה תלות בפרויקט מתחם הארגז, אשר מהווה פרויקט מהותי. חלק משמעותי מתמורת הגיוס תשמש את פרויקט זה, שעלויות ההשקעה בו עומדות על כ-

22-27 מיליון דולר. נכון למועד כתיבת הדו"ח, החברה החלה בתכנון הפרויקט והגישה תוכניות לאישור הוועדה המקומית, אך עדיין לא קיים היתר בנייה לפרויקט.

מרבית הנכסים הקיימים מושכרים לחברות הקבוצה, הקשורות בין לבין עצמן בקשרי בעלות ובקשרים עסקיים ומסחריים

לחברה תלות בקבוצת שלמה השוכרת את מרבית הנכסים המניבים. תלות זו יוצרת אפקט של שוכר בודד בשל התלות העסקית והפיננסית בין חברות הקבוצה. יש לציין עם זאת כי חלק מהחברות השוכרות הינן חברות רווחיות ומובילות בתחומן; חברת ניו קופל הינה חברת הליסינג הגדולה בישראל, והשכרות רכב שלמה היא אחת החברות הגדולות בתחום השכרת הרכב. ריכוזיות קיימת גם ברמה הגיאוגרפית, עם ריכוז של נכסים מניבים באזור בתעשייה בפתח תקוה.

שירות החוב והחזר הקרן מבוססים בעיקר על תזרימים עתידיים מנכסים בפיתוח. תחזית תזרימי המזומנים של החברה מבססת את החזר החוב על מחזור חוב

תחזית תזרימי המזומנים של החברה מהנכסים המניבים ומפיתוח המקרקעין הקיימים אינה תומכת בהחזר החוב, הנשען על עסקים עתידיים ו/או על מחזור חוב. לחברה אין יתרות נזילות או נכסים נזילים. עם זאת חלק מנכסי הנדל"ן שלה יהיו חופשיים משעבוד. אחד התנאים לדירוג הינו שמירה על כרית מזומנים המבטיחה את יכולת החברה לשרת את החוב המגויס עד להשלמה ואכלוס של פרויקט הארגז.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- השלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ואכלוסו
- גידול בהכנסות החברה בעקבות הרחבת הפעילות במידה ניכרת

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס החוב ל-CAP מעבר לשיעור של 52% עד להשלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ואכלוסו המלא (לצורך דירוג זה, אכלוס מלא משמעו תפוסה בפועל של 90% ומעלה מסך שטחי ההשכרה המתוכננים במתחם)
- חלוקת דיבידנדים לפני השלמת הנכס בצריפין ואכלוסו המלא
- גידול חד בהוצאות הנחלה וכלליות ובדמי הניהול
- שעבוד נכסים

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמש 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.



דו"ח מספר : CRS11007150M

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

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

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 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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