

# אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

דו"ח מעקב | נובמבר 2008

1

## מחברת:

ענבל כהן, רו"ח - אנליסטית  
[inbal@midroog.co.il](mailto:inbal@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

**מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרת אג"ח א' מדירוג A2 לדירוג A3 וקביעת אופק שלילי. להן פירוש סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:**

פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 30.6.08 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	סדרת אג"ח
שנתי	2012-2017	192,206	מדד	4.8%	סדרה א

**הורדת הדירוג בסימן דירוג אחד בלבד מ-A2 ל-A3 נתמכת, בין היתר, בשל קיום תזרים פרמננטי יציב** מנכסיה המניבים אשר צפוי לגדול לאחר השלמת המתחם המסחרי בממילא ומנכסים מניבים נוספים שנרכשו, בעיקר בחו"ל; פיזור נכסיה המניבים אשר חלקם מושכרים לתקופות ארוכות על ידי שוכרים בעלי יציבות פיננסית; המיצוב הגבוה של חלק מנכסיה המהותיים התורמים הן לתזרים הפרמננטי של החברה והן ליכולת החברה למנוף או לממש נכסים אלו; יכולת עמידת החברה בהיקף הפירעונות הצפוי לה בשנתיים הקרובות, בהתייחס לעומס פירעונות החל על החברה ולתזרים הצפוי של החברה מנכסיה; על פי הערכת החברה, לחברה שווי עודף של נכסים, אשר לא נזקף בדוחותיה, אשר יש בו כדי להגדיל את הגמישות הפיננסית של החברה ולשפר את יחסי איתנותה.

**הורדת הדירוג והצבת האופק השלילי** הינה נוכח חשיפת החברה למשבר הכלכלי העולמי; גידול בחוב הפיננסי של החברה ועליה צפויה בחוב הפיננסי של החברה, כתוצאה מהשקעה משמעותית בפרויקטים יזמיים עתידיים וגריעה ביחסי הכיסוי, כתוצאה מעליה בחוב הפיננסי מפרויקטים יזמיים שטרם מניבים תזרים; חשיפה משמעותית של החברה לתנודתיות שע"ח שקל מול דולר ארה"ב, במסגרת השקעותיה בנגזרים פיננסיים, אשר עלולה לגרום להפסדים חשובנאיים ותזרימיים וכן חשיפתה להשקעה בתיק ני"ע אשר ספג ירידות ערך, לחברה אין מדיניות מוצהרת של היקף השקעתה בתחום הנגזרים וני"ע הנסחרים; עיקר תזרים החברה נובע מנכסים המצויים בירושלים, המבטאים ריכוזיות מסוימת באזור המושפע באופן מהותי ממצבים פוליטיים וכלכליים משתנים, שיש בהם כדי להשפיע במיוחד בתחום המלונאות.

**מימוש קניין השרון ונכס בצרפת, בשנת 2007, תרמו להגדלת הרווחים, החברה הרחיבה השקעותיה במהלך שנת 2007**

ביוני 2007 מימשה החברה את קניין השרון בנתניה, בתמורה לסכום של כ-350 מיליון ₪ ובניין משרדים בצרפת, בתמורה לסך של כ-70 מיליון ש"ח. כתוצאה ממכירת הקניין והבניין רשמה החברה רווח לאחר מס של כ-167 מיליון ₪. בנוסף, במהלך שנת 2007, רכשה החברה מרכז הפצה, בניין משרדים ומרכז לוגיסטי בשווייץ, בסך של כ-254 מיליון ₪ ושני נכסים נוספים בשווייץ, הנמצאים בשלבי בנייה ומיועדים למסחר ומשרדים, בסכום של כ-86.5 מיליון ₪. ביולי 2007 הנפיקה החברה אג"ח בסך של כ-187 מיליון ₪, ששימש בעיקר לפירעון חוב בנקאי וחוב לחברת האם.

**החברה נמצאת בתהליכים לרכישת שני נכסים בעיר טוקיו שביפן**

חברת *PIH*, שהינה חברה בת של החברה, נכנסה למספר השקעות בנכסים ביפן: 1. החברה התקשרה בהסכם עם חברה יפנית במחצית השנייה של 2007 לרכישה של בניין משרדים בטוקיו, בשטח של כ-1,000 מ"ר. על פי ההסכם, העמידה *PIH* הלוואה לחברה היפנית, בסך השווה לכ-35 מיליון ₪, כאשר החברה היפנית רכשה בניין משרדים בטוקיו בתמורה לכ-33 מיליון ₪. החברה היפנית הינה חברה ייעודית לצורך החזקת הנכס והינה אחראית לניהול הנכס כאשר ל-*PIH* אין זכות בהחלטות עסקיות הנוגעות לנכס. חלקה של *PIH* ברווחים ובהפסדים של החברה היפנית הינו 99%. הבניין הינו בתפוסה מלאה וצפוי להניב כ-2 מיליון ₪ הכנסות לשנה. 2. החברה התחייבה, באמצעות חברה ייעודית, לממן רכישת שני נכסים ביפן, הנמצאים בשלבי בנייה. ובתמורה למימון, חברת *PIH* תהיה זכאית ל-99% מהרווחים ולהחזר ההשקעה כאשר הנכס ימומש. סך ההשקעה הצפויה בנכסים תסתכם בכ-144 מיליון ₪.

**החברה רכשה את בית אסיה בתל אביב**

במאי 2008 החברה רכשה את בית אסיה שברחוב וייצמן בת"א. הבניין הינו בניין משרדים בשטח של 23,800 מ"ר ובו 34 שוכרים. תמורת הנכס שילמה החברה 61 מיליון דולר (כ-211 מיליון ₪, 217 מיליון ₪ כולל הוצאות הרכישה). דמי השכירות בנכס (בניכוי הוצאות ניהול) מוערכים בכ-16 דולר למ"ר וכיום כ-80% מחוזי השכירות מוצמדים לדולר. תקופת השכירות הממוצעת בבניין עומדת על כ-9 שנים. על פי חוזי השכירות הקיימים כיום, דמי השכירות השנתיים בנכס עומדים על כ-14.2 מיליון ₪ ומשקפים תשואה של כ-6.5% על העלות. להערכת החברה, תעריף דמי השכירות למ"ר המקובל היום, גבוה מתעריף דמי השכירות למ"ר, הקיים בחוזים חתומים.

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח המעקב האחרון שנעשה ביוני 2007

### הרחבת פעילות החברה, בשנת 2008, בצרפת ובשווייץ

בתחילת השנה רכשה חברת *PIH* שני בנייני משרדים בצרפת, בסך כולל של כ- 61 מיליון ש"ח וחתמה על חוזים לרכישת שני בנייני משרדים נוספים בצרפת, בעלות כוללת של כ- 53 מיליון ש"ח. בנוסף, חתמה *PIH* על הסכם לרכישת מרכז מסחרי בשווייץ, בעלות של כ- 30 מיליון ש"ח. נכון למועד פרסום דוח זה, שולמה כל התמורה בגין נכסים אלו.

### הרחבת פעילות בתחום המלונאות

החברה מעוניינת להקים רשת לבעלות וניהול של בתי מלון באירופה ובישראל, שתכלול כ-1,500 חדרים. על מנת לקדם את מהלך זה, הקימה החברה חברה בת בחו"ל - *Locka Holding B.V.* (להלן: "לוקה"), אשר תרכז את הפעילות המלונאית בחו"ל. לוקה תעסוק ישירות ברכישה, בניה, התאמה, והשכרה של נכסי הנדל"ן בתחום המלונאות. החברה מחזיקה כ-80% בחברת לוקה והיתרה מוחזקת על ידי מר ג'ורגי אקירוב (בנו של בעל השליטה) ובעל מניות ב- *PIH*. במטרה להרחיב פעילות זו, רכשה החברה בחודש מרץ 2007 נכס במיקום מרכזי באמסטרדם, שימש בעבר כקונסרבטוריום. החברה קיבלה אישור לשינוי ייעוד הנכס למלון. הנכס יכלול מלון בשטח של כ- 11 אלף מ"ר, שטח של 1,840 שימש למסחר ו-500 מ"ר לשימושי הסעדה. עלות רכישת הנכס הסתכמה בכ-50 מיליון יורו, אשר מומנה באמצעות מסגרות האשראי השוטף של החברה, ועלות הסבתו למלון מוערכת בכ- 40 מיליון יורו נוספים. החברה החלה בעבודות הסבת המלון בספטמבר 2008.

### החברה רכשה נכס בלונדון במטרה להפכו לבית מלון

באוגוסט 2008 חתמה החברה, עם נציגים הממונים על נכסי המלכה בלונדון, על הסכם לרכישת נכס, בדרך של חכירה ל-125 שנה, הממוקם ברחוב *Regent St.* במרכז לונדון והינו בשטח של כ-24 אלף מ"ר. כיום מתנהל לגבי הנכס הליך שינוי ייעוד למלון. המלון יהיה מלון בוטיק בן 160 חדרים ויכלול גם שטחי מסחר בהיקף של כ-1,600 מ"ר. עבור הנכס החברה תשלם סך של כ-89 מיליון ליש"ט. נכון להיום, שילמה החברה פיקדון בסך של כ-4.5 מיליון ליש"ט ותשלם את החלק העיקרי של התמורה בהתקיים התנאי המתלה, לפינוי הדיירים מהמתחם. אם לא יתקיימו התנאים הקבועים בהסכם, יוחזרו כספי הפיקדון וסכומים אחרים ששולמו על ידה, לחברה. לפי הערכות החברה, פינוי הדיירים יבוצע במהלך חודש ינואר 2009.

החברה יישמה לראשונה את תקני החשבונאות הבינלאומיים ברבעון הראשון של שנת 2008.

**שיפור בהכנסות החברה כתוצאה מהגדלת מצבת נכסיה המניבים של החברה**

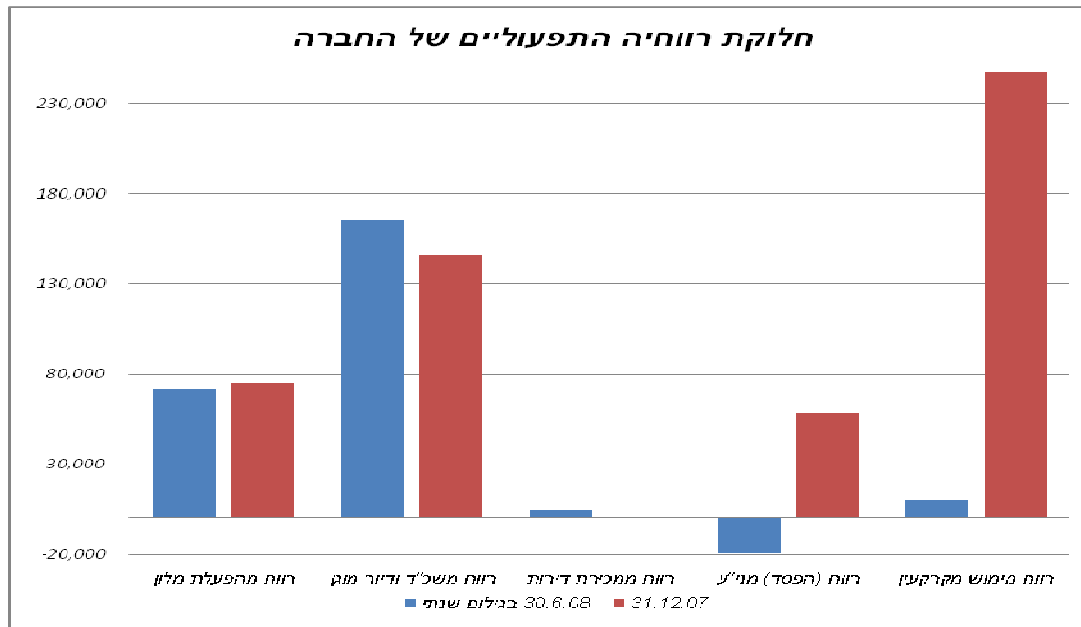
הרווח הגולמי של החברה במחצית הראשונה של שנת 2008 הסתכם בכ-116 מיליון ₪, זאת לעומת כ-101 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הרווח הגולמי של החברה משכ"ד, גדל מכ-73 מיליון ₪, במחצית הראשונה של שנת 2007, לכ-83 מיליון ₪, במחצית הראשונה של השנה כמו כן, קיים שיפור ברווח הגולמי מהפעלת מלון מצודת דויד בירושלים כאשר החברה צופה כי הרווח התפעולי מהמלון יסתכם בסוף השנה לכדי 70 מיליון ₪. במחצית הראשונה של השנה הסתכם הרווח התפעולי מהמלון לכ-36 מיליון ₪. נציין, כי עיקר התזרים הפרמננטי של החברה הצפוי, על פי תחזיות החברה, נובע מהפעלת מתחם ממילא, הכולל הפעלת מלון מצודת דויד, ודמי שכירות מהמתחם המסחרי בממילא, ירושלים.

**מימוש נכסים ורווח מתיק ני"ע של החברה, הובילו לעלייה משמעותית בהכנסות וברווח בשנת 2007, אם זאת, בשנת 2008 נוצרו לחברה הפסדים מני"ע.**

לחברה רווח ממימוש נכסים בשנת 2007 המסתכם בכ-247 מיליון ₪, שמקורו ממימוש קניין השרון בנתניה וממכירת בניין בצרפת. בנוסף, רשמה החברה בשנת 2007, רווח בסכום של כ-58 מיליון ₪ בשל עלייה בשווי תיק ניירות הערך. בנטרול הרווחים ממימוש נכסים ורווחים משוק ההון מסתכמים רווחיה התפעוליים של החברה בשנת 2007 לכ-128 מיליון ₪. נכון למחצית הראשונה של שנת 2008, לחברה הפסד מתיק ניירות הערך של כ-10 מיליון ₪ וצפוי הפסד נוסף ברבעון השלישי של השנה, בהיקף של כ-30 מיליון ₪, על פי הערכת מידרוג.

**הגדלת מצבת הנכסים של החברה, יחד עם פיחות בשער הדולר, הובילו לגידול בהוצאות המימון של החברה**

במחצית זו של השנה, חל גידול ניכר בהוצאות המימון, שנבע מהגדלת האשראי מתאגידים בנקאיים בחו"ל, עלייה של כ-1% בשיעור הריבית בשוויץ ובצרפת, והפסד של כ-101 מיליון ₪ (מתוכם 88 מיליון ₪ תזרימי) מעסקאות במכשירים פיננסיים, שנבע מפיחות של הדולר לעומת השקל. עם זאת, בעקבות העלייה בשער החליפין של הדולר, לאחר תאריך המאזן ועד למועד פרסום דוח זה, לחברה רווח מעסקאות עתידיות של כ-100 מיליון ₪.



### לחברה חשיפה לשע"ח דולר שקל ולנגזרים פיננסיים

לחברה יש חשיפה לשע"ח של דולר ארה"ב בעיקר. חשיפה זו מורכבת משני מקורות. האחד, הכנסות החברה ממכירת דירות וממלון מצודת דויד בירושלים, מתקבלות בדולרים, בשונה ממטבע פעילות החברה. לפיכך, לתנודות בשער מטבע החוץ מול השקל ישנה השפעה על התוצאות העסקיות של החברה, המקבלות את ביטוי בסעיף הוצאות המימון. השני כולל פוזיציות שפתחה החברה מול הדולר של ארה"ב. לחברה 120 מיליון דולר ארה"ב באופציות מכר על שער הדולר של שער חליפין של כ-4.45 וכ-40 מיליון דולר ארה"ב עסקאות עתידיות לרכישת דולר. לאור ירידה הדולר לעומת השקל ברבעונים האחרונים רשמה החברה, מתחילת שנת 2008, הפסד מצטבר של כ-101 מיליון ₪ ותזרימית שילמה 88 מיליון ₪. בשלב הזה החברה הכירה בהפסדים חשבונאיים עד לשער של 3.581 ₪. נכון ליום כתיבת דוח זה, כתוצאה מעליית שער הדולר, לחברה קיטון בהתחייבויותיה בגין הנגזרים הפיננסיים בכ-100 מיליון ₪. מידרוג סבורה, כי החברה חשופה באופן מהותי לעסקאות בנגזרים הפיננסיים, אף שהחברה הקטינה את חשיפתה, לחברה אין מדיניות מוצהרת של היקף השקעה צפוי בנגזרים אלו.



**אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ : דו"ח רווח והפסד (אלפי ₪)**

FY 2006	FY 2007	FY2007	H2 2007	H2 2008	
ישראלי	ישראלי	IFRS	IFRS	IFRS	
62,150	74,984	74,984	32,631	35,864	רווח גולמי מהפעלת מלון
127,416	145,703	145,703	72,506	82,726	רווח גולמי משכ"ד ודירור מוגן
11,017	31,819	-	-	2,437	רווח גולמי ממכירת דירות
-3,281	10,233	10,233	4,215-	-5,280	רווח (הפסד) גולמי מניהול נכסים
<b>197,302</b>	<b>242,273</b>	<b>210,454</b>	<b>100,922</b>	<b>115,747</b>	<b>רווח גולמי לפני פחת</b>
46,698	60,078	60,078	28,800	32,089	הוצאות פחת
74,391	247,460	247,460	129	5,227	רווח מימוש מקרקעין
-	-	275	158	-492	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברה כלולה
16,730	22,864	22,756	10,120	15,892	הוצאות הנהלה וכלליות
<b>208,265</b>	<b>406,791</b>	<b>375,355</b>	<b>62,289</b>	<b>72,501</b>	<b>רווח תפעולי</b>
16,069	58,082	58,082	32,569	-9,611	רווח (הפסד) מני"ע
73,777	140,504	140,504	40,841	140,907	הוצאות מימון (כולל רווח (הפסד) מנגזרים)
<b>150,557</b>	<b>324,369</b>	<b>292,933</b>	<b>54,017</b>	<b>-78,017</b>	<b>רווח (הפסד) לפני מיסים על ההכנסה</b>
19,916	75,780	67,391	6,779	19,601	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
<b>170,473</b>	<b>248,589</b>	<b>225,542</b>	<b>47,238</b>	<b>-58,416</b>	<b>רווח (הפסד) מפעולות לאחר מיסים</b>
583	275	-	-	-	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות כלולות
-15,793	-5,448	-5,448	478	2,353	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
<b>155,263</b>	<b>243,416</b>	<b>220,094</b>	<b>47,716</b>	<b>-56,063</b>	<b>רווח (הפסד) נקי</b>

**דוח מקורות ושימושים**

לחברה תזרים חיובי מפעילות שוטפת של כ- 61 מיליון ₪ לעומת כ- 109 מיליון ₪ בשנת 2007. במהלך המחצית הראשונה של השנה, ביצעה החברה השקעות ברכוש קבוע ובנדל"ן להשקעה בהיקף של כ- 521 מיליון ₪, אשר מומן על ידי מזומנים שנצברו בקופת החברה ואף ממזומנים שנבעו מפעילות שוטפת ומנטילת הלוואות בהיקף של כ- 392 מיליון ₪. בשנת 2007 לחברה תזרים חיובי מפעילות שוטפת, שנבע בעיקרו ממימוש נדל"ן להשקעה, מקדמות על חשבון דירות בהקמה ומהנפקת אג"ח, שבעזרתו פרעה החברה הלוואה מחברת האם ומתאידיים בנקאיים.

**אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ : דו"ח מקורות ושימושים (אלפי ₪)**

<b>FY2007</b>	<b>H1 2008</b>	
<b>IFRS</b>	<b>IFRS</b>	
108,659	61,396	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
401,345	-	תמורה ממימוש רכוש קבוע, נדל"ן להשקעה, מכירת דירות והשקעות אחרות
204,206	21,564	מקדמות על חשבון דירות בהקמה
-	32,584	מימוש ניירות ערך סחירים, נטו
67,022	-	תמורה מהנפקת הון מניות וכתבי אופציה בניכוי הוצאות הנפקה
183,958	-	הנפקת אג"ח
-	3,341	קבלת הלוואות מחברת האם, נטו
265,897	391,732	קבלת הלוואות מתאגידים בנקאיים, נטו
680	4,163	קבלת פיקדונות
32,892	5,465	דיבינד שמתקבל מאחזקה במניות בנק לאומי
29,622	-	אחר
-	111,544	ירידה במזומנים ושווי מזומנים
<b>1,294,281</b>	<b>631,789</b>	<b>סך מקורות</b>
778,629	520,699	השקעה ברכוש קבוע, נדל"ן להשקעה ודירות בהקמה
15,668	-	רכישת ניירות ערך סחירים, נטו
36,101	-	פירעון אשראי מתאגידים בנקאיים
228,294	-	פירעון הלוואות מחברת האם, נטו
169,826	9,923	פירעון הלוואות מאחרים, נטו
7,492	88,220	תשלום עבור פוזיציה דולרית
	11,532	תשלום מס בגין נדל"ן השקעה
-	1,415	אחר
58,271	-	עלייה במזומנים ושווי מזומנים
<b>1,294,281</b>	<b>631,789</b>	<b>סך שימושים</b>

**מאזן**

סך המאזן של החברה למחצית הראשונה של השנה הסתכם לכדי 4,330 מיליון ₪ לעומת 4,043 נכון ליום 31.12.07 לפי תקני ה-IFRS. סך המאזן של החברה גדל בעקביות לאורך שנים עקב צמיחתה של החברה והתרחבות החברה בחו"ל. הגידול במאזן נובע מגידול ברכוש הקבוע ובנדל"ן להשקעה, בעיקר בשל זקיפת שווי למלון מצודת דוד, השקעות בפיתוח בית המלון במסילא ובנדל"ן להשקעה בשוויץ ובצרפת בסך של כ-224 מיליון ₪, השקעות בשטחי המסחר בפרויקט מסילא בסך של כ-42.2 מיליון ₪ וכן מהתחזקות הפרנק





## מידרוג

השוויצרי שתרם לעליית ערך הנדל"ן. הגידול בזכאים נובע ברובו מגידול של 12 מיליון ש"ח בגין עסקאות בנגזרים פיננסיים. הקיטון בזכאים מס הכנסה נובע ממיון ההתחייבות לז"א עקב רכישת נכס חלופי. ההון העצמי וזכויות המיעוט, נכון ליום 30.6.2008, עומד על כ-921 מיליון ש"ח לעומת כ-987 מיליון ש"ח בסוף שנת 2007 לפי תקני ה-IFRS. הקיטון בהון העצמי נובע בעיקרו מהפסד ברבעון.

### השפעת יישום לראשונה של תקני חשבונאות בינלאומיים

החברה מיישמת לראשונה את תקני החשבונאות הבינלאומיים ולכן ניכר שינוי במאזן החברה ליום 31.12.07 מהצגה לפי תקני חשבונאות ישראליים. תקני ה-IFRS קובעים כי הכנסה ממכירת דירה תוכר בעת מסירתה ללקוח ולכן ניכר גידול בסעיף דירות בהקמה ומקדמות מלקוחות. כמו כן, הוצגו מקדמות מרוכשי דירות במסגרת התחייבויות שוטפות.

### אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ : מאזן (אלפי ש"ח)

FY 2006	FY2007	FY2007	H2 2007	H2 2008	
ישראלי	ישראלי	IFRS	IFRS	IFRS	
					<b>נכסים</b>
129,746	183,019	183,019	45,467	63,221	מזומנים ושויי מזומנים
97,884	139,134	139,134	262,279	91,470	ניירות ערך סחירים
23,282	-	-	35,891	-	פיקדון בנאמנות בגין מכירת נכס
21,663	24,305	24,305	32,100	24,179	לקוחות
-	5,601	-	-	-	הכנסות לקבל מרוכשי דירות
18,930	13,465	12,594	11,688	45,811	חייבים ויתרות חובה
-	-	871	1,769	1,332	חייבים בגין מס הכנסה
4,788	-	-	-	-	מלאי דירות
6,733	6,191	6,191	6,730	6,355	מלאי מלונות בהקמה
-	-	-	151,183	-	נכסים מיועדים למימוש
94,027	64,143	156,246	136,796	163,440	דירות בהקמה
7,743	8,379	686	576	161	השקעות בחברות מוחזקות המטופלות בשיטת השווי
-	-	7,693	7,234	7,959	הלוואות לחברות מוחזקות
908	-	-	920	728	השקעות אחרות
-	-	1,861	970	3,198	נכסי מס נדחה
2,149,655	2,520,506	2,519,822	2,294,742	2,872,42	נדל"ן להשקעה נטו
350,252	990,974	990,449	960,774	1,050,37	רכוש קבוע
<b>2,915,611</b>	<b>3,955,717</b>	<b>4,042,871</b>	<b>3,949,119</b>	<b>4,330,64</b>	<b>סך נכסים</b>
					<b>התחייבויות</b>

374,059	294,849	294,849	656,987	466,196	אשראי מתאגידים בנקאיים בארץ
12,895	13,325	13,325	38,791	17,799	חלויות שוטפות של אשראי מתאגידים בנקאיים בחו"ל
3,100	43,635	43,635	3,108	44,877	חלויות שוטפות של הלוואות מחברת האם
-	-	1,896	2,045	2,482	הטבות לעובדים זמן קצר
172,468	9,761	9,761	29,215	45,141	זכאים בגין מקרקעין
21,541	27,360	27,361	28,296	26,619	ספקים ונותני שירותים
72,623	179,432	94,995	63,339	117,558	זכאים ויתרות זכות
-	-	74,134	465	16,834	זכאים בגין מס הכנסה
1,733	-	125,293	62,401	132,400	מקדמות מרוכשי דירות
489,214	220,471	220,471	432,696	224,899	הלוואות מחברת האם
104,569	523	523	3,428	-	הלוואות מתאגידים בנקאיים בארץ
1,336,428	1,743,885	1,743,885	1,603,183	1,879,62	הלוואות מתאגידים בנקאיים בחו"ל
-	187,320	187,320	-	192,206	אג"ח
5,172	-	-	5,182	2,588	הלוואות מאחרים
3,353	3,431	1,899	2,425	2,259	התחייבויות בגין סיום יחסי עובד מעביד נטו
30,151	27,747	27,747	29,493	29,532	פיקדונות בגין דיור מוגן
22,821	179,603	188,928	187,562	209,114	עתודה למיסים נדחים
31,136	36,758	36,758	31,130	32,402	זכויות מיעוט
234,348	987,617	950,091	769,373	888,118	הון עצמי
<b>2,915,611</b>	<b>3,955,717</b>	<b>4,042,871</b>	<b>3,949,119</b>	<b>4,330.64</b>	<b>סך התחייבויות</b>

**ירידה ביחסי האיתנות עקב הגדלת החוב הפיננסי של החברה: לחברה שווי נוסף של מתחם ממילא המשפר את יחסי האיתנות**

נכון לסוף המחצית הראשונה של שנת 2008 סך החוב הפיננסי של החברה עומד על 2,873 מיליון ₪ ומורכב בעיקרו מכ-2,364 מיליון ₪ אשראי בנקאי, כ-192 מיליון ₪ אג"ח וכ-270 מיליון ₪ אשראי מחברת האם. לחברה כ-155 מיליון ₪ יתרות נזילות, המורכבות מ-63 מיליון ש"ח מזומנים ו-92 מיליון השקעות לזמן קצר. יחס ההון וזכויות המיעוט לסך המאזן של החברה הינם סבירים ועומדים על כ-21.3% לעומת 24% ליום 31.12.07 ולאחר יישום כללי ה-IFRS, כאשר הקיטון בהון נובע מהפסד במחצית הראשונה של השנה. יחס החוב ל-CAP של החברה עומד על 72% לעומת 68% ליום 31.12.07. החברה מעריכה, כי קיימים לה מספר נכסים אשר לא נזקף בגינם מלוא שוויים.



**אלרוב נדל"ן בע"מ : איתנות פיננסית (אלפי ₪)**

FY 2006	FY2007	FY2007	H2 2007	H2 2008	
ישראלי	ישראלי	IFRS	IFRS	IFRS	
1,827,951	2,052,582	2,052,582	2,302,389	2,363,619	חוב בנקאי
492,314	264,106	264,106	435,804	269,766	הלוואות מחברת האם
172,468	9,761	9,761	29,215	45,141	זכאים בגין מקרקעין
-	187,320	187,320	-	192,206	אג"ח
5,172	-	-	5,182	2,588	הלוואות מאחרים
<b>2,497,905</b>	<b>2,513,769</b>	<b>2,513,769</b>	<b>2,772,590</b>	<b>2,873,330</b>	<b>סה"כ חוב פיננסי מותאם<sup>2</sup></b>
227,630	322,153	322,153	307,746	154,691	יתרת נזילות
<b>2,270,275</b>	<b>2,191,616</b>	<b>2,191,616</b>	<b>2,464,844</b>	<b>2,718,639</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
265,484	1,024,375	986,849	800,503	920,520	הון עצמי וזכויות מיעוט
2,915,611	3,955,717	4,042,871	3,949,119	4,330,648	סך מאזן
2,786,210	3,717,747	3,687,685	3,759,685	3,999,766	CAP
2,558,580	3,395,594	3,365,532	3,451,939	3,845,075	CAP נטו
9%	25.9%	24.4%	20.3%	21.3%	הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) לסך מאזן
90%	68%	68%	74%	72%	חוב פיננסי מותאם ל- CAP
86%	64%	62%	70%	66%	חוב פיננסי מותאם לסך המאזן
89%	65%	65%	71%	71%	חוב פיננסי מותאם נטו ל- CAP נטו

**גמישות פיננסית**

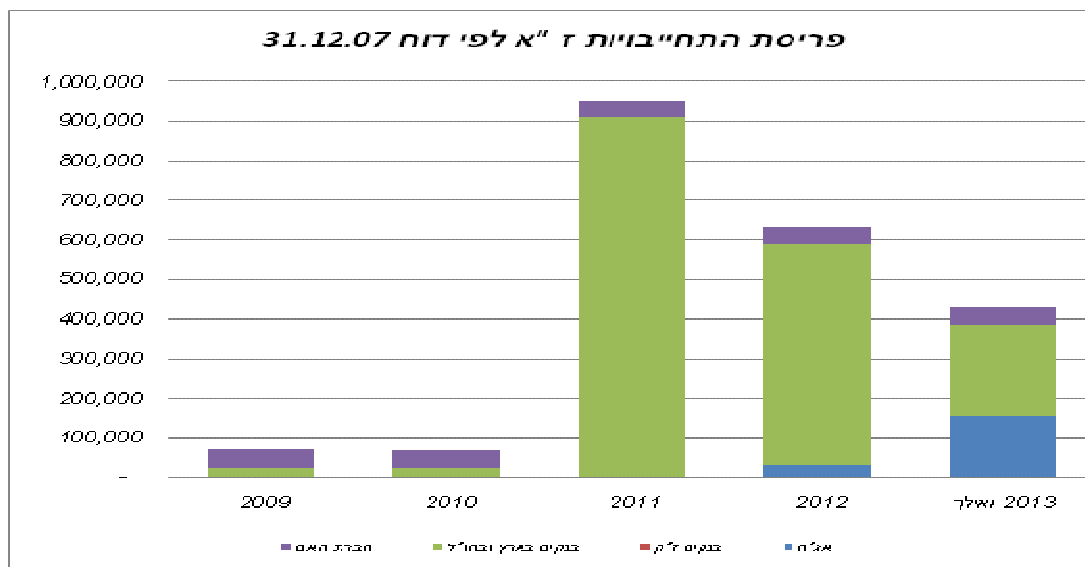
נכון ל- 30.06.2008 לחברה כ-155 מיליון ₪ יתרות נזילות המורכבות מ- 63 מיליון ש"ח מזומנים ומ- 92 מיליון נ"ע סחירים, המורכבים מהשקעה במניות בנק לאומי, בסכום של כ- 15 מיליון ₪, מניות בנק הפועלים בסכום של כ- 70 מיליון ₪ ומניות אחרות בסכום של כ- 7 מיליון ₪. לחברה צפוי קיטון נוסף בשווי תיק נ"ע וזאת במיוחד לאור ירידת שווי המניות המוחזקות בתקופת שלושת החודשים האחרונים.

החברה מיישמת את שיטת העלות ופרט למלון מצודת דוד, אשר שוערך ב- 31.12.2006, אינה משערכת את נכסיה. על פי ספרי החברה, שיעור ה- LTV של החברה על נכסיה בארץ עומד על כ- 41% ושיעור ה- LTV של החברה על נכסיה בחו"ל עומד על כ- 90%. החברה מעריכה, כי קיימים לה מספר נכסים אשר לא נזקק בגינם מלוא שוויים.

<sup>2</sup> חוב פיננסי מותאם כולל זכאים בגין מקרקעין שטרם שולם.

בהתאם לגרף פריסת התחייבויות החברה לזמן הארוך שלהלן, לחברה לא קיים עומס פירעונות משמעותי בשנתיים הקרובות.

**פריסת התחייבויות ז"א**



\* יציאן כו עומס הפירעונות אינו כולל הלוואות חדשות שניטלו לאחר ה- 31.12.2007.

לחברה אשראי לזמן קצר של כ- 350 מיליון ש"ח, נכון ליום 31.12.07, המהווה חלק מהסכום המנוצל ממסגרות האשראי מבנקים.

**אופק הדירוג**

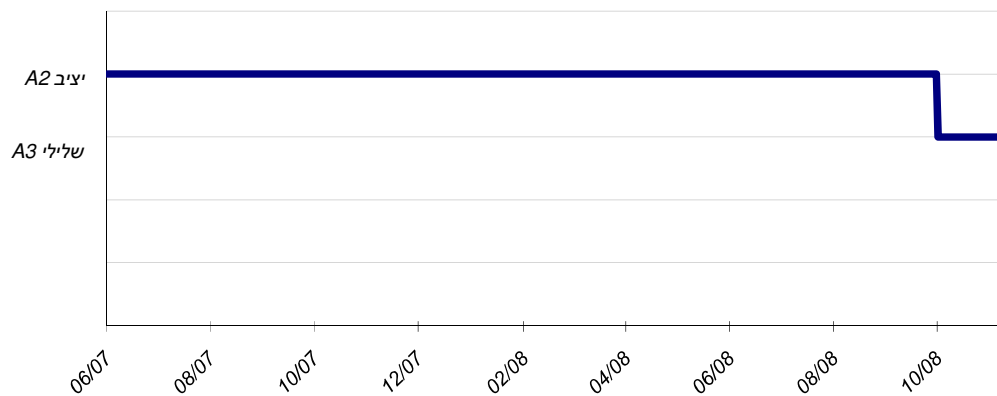
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

- שיפור בתזרים המזומנים המתקבל מנכסים מניבים וקידום פרויקטים שאינם פעילים כיום באופן שישפר את תזרים המזומנים ואת יחסי הכיסוי
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים
- הקטנה משמעותית של חשיפת החברה לנגזרים פיננסיים והשקעות בני"ע.

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביכולת ליצר תזרימי מזומנים באופן שיריד מדרגה את יחסי הכיסוי ויפגע ביכולת התמיכה בחוב הפיננסי
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה
- גריעה ביחסי הכיסוי כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי, הפסדים תזרימיים מפעילות בנגזרים פיננסיים ואחרים
- גריעה ביחסי האיתנות הפיננסית באופן משמעותי, בין היתר, כתוצאה מגידול בחוב הפיננסי וכדומה
- גידול בהיקף פעילותה בנגזרים פיננסיים והשקעה במניות

### היסטוריית דירוג



## אודות החברה

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ פועלת בהשקעות, ייזום, בנייה וניהול של נכסי נדל"ן מניב בארץ ובחו"ל. בחו"ל, פעילותה של החברה בתחום זה נעשית באמצעות חברת *Property Investment Holding B.V* (חברה-בת של החברה המוחזקת בשיעור של 74.5%) האחראית למציאת השקעות בנכסי נדל"ן מניב, השכרתם וניהולם. בנוסף, פועלת החברה בתחום המלונאות וכיום היא הינה הבעלים והמנהלת של מלון מצודת דוד בירושלים. החברה מתכוונת להרחיב את פעילות זו אל מחוץ לגבולות הארץ ובכוונתה להקים רשת של בתי מלון יוקרתיים המונה כ-1,500 חדרים. כיום עיקר תיק הנכסים כולל נכסים מניבים בשוויץ. בכוונת הקבוצה להמשיך ולהרחיב את פעילותה בחו"ל, בעיקר בשוויץ, זאת במקביל לצמצום הפעילות בשוק המקומי תוך שימת דגש על הרחבת הפעילות של בעלות וניהול מלונות יוקרה. החברה הינה בבעלות של חברת אלרוב ישראל בע"מ אשר מחזיקה כ-85.9% בחברה.

**נספח א- יחסי איתנות החברה בהתאם לדוחות הכספיים ליום 30.9.2008**

30.9.2007	30.9.2008	
2,073,854	2,732,008	חוב בנקאי
261,362	219,533	הלוואות מחברת האם
2,275	13,181	זכאים בגין מקרקעין
187,413	196,152	אג"ח
5,170	9,405	הלוואות מאחרים
<b>2,530,074</b>	<b>3,170,279</b>	<b>סה"כ חוב פיננסי מותאם<sup>3</sup></b>
391,316	187,542	יתרת נזילות
<b>2,138,758</b>	<b>2,982,737</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
964,230	905,894	הון עצמי זכויות מיעוט
4,031,767	4,629,155	סך מאזן
3,683,929	4,291,253	CAP
3,292,613	4,103,711	CAP נטו
23.9%	19.6%	הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) לסך מאזן
69%	74%	חוב פיננסי מותאם ל- CAP
63%	68%	חוב פיננסי מותאם לסך המאזן
65%	73%	חוב פיננסי מותאם נטו ל- CAP נטו

<sup>3</sup> חוב פיננסי מותאם כולל זכאים בגין מקרקעין שטרם שולם.

מושגי יסוד

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT +פחת+ הפחתות
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+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
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 הנית של במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.



סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 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 בייעוץ 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.