



מצלאוי חברה לבניין בע"מ

דו"ח מעקב

והכנסה ל-Credit Review | פברואר 2015

1

אנשי קשר:

רו"ח אורן שרייבר, אנליסט
orans@midroog.co.il

עו"ד (רו"ח) אילון גרפונקל, ראש צוות
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי), סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

מצלאוי חברה לבניין בע"מ

דירוג סדרות	דירוג: Baa3	CR עם השלכות שליליות
-------------	-------------	----------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג מדירוג Baa1 באופק שלילי ל-Baa3 והכנסתן לרשימת מעקב (Credit review) עם השלכות שליליות של סדרות האג"ח א', ב', ג' ו-ד' שבמחזור של חברת מצלאוי חברה לבניין בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מצלאוי").

להלן פירוט סדרות האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת אג"ח ליום 30.9.14, מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1106764	אוג-07	6.25%	מדד	17	2015
אג"ח ב'	1118041	פבר-10	5.30%	שקלית	32	2015-2018
אג"ח ג'	1123736	מאי-11	4.77%	שקלית	80	2015-2018
אג"ח ד'	1130566	נוב-13	6.95%	שקלית	96	2015-2019
סה"כ					226	

*לטובת סדרת אג"ח ד' שועבדו חשבונות העודפים של שני פרויקטים הנמצאים בביצוע בחברה ("שוק אשכנזי" ו"כלנית")

הורדת הדירוג והכנסת החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות נתמכים, בין היתר, שחיקה בשיעורי הרווחיות של החברה במהלך השנים האחרונות, אשר מתבטא באופן ישיר בשחיקה בהיקף ההון העצמי של החברה ויחסי האיתנות של החברה, תוך גידול ביחס חוב ל-CAP לאור הגדלת מינוף החברה בהשקעות בפרויקטים וקרקעות שטרם הניבו פעילות לחברה או רווחים ממימוש. יצוין כי קיימת שחיקה ועיכוב מסוים בפרויקטים ביחס למה שהוצג למידרוג בדירוגים קודמים; בהיקף הפעילות הנמוך של החברה, כפי שבא לידי ביטוי במספר יחידות הדיור שנמסרו בשנה האחרונה, שהינו נמוך יחסית להיקף החוב הקיים. על פי תחזיות החברה, בהתאם לסטאטוס הפרויקטים הקיימים ואלו שבתכנון, צפוי גידול בהיקף הפעילות כבר בטווח הקצר (בדגש על התקדמות בפרויקט "כלנית" בקרית אונו והתקדמות משמעותית בפרויקט "שוק אשכנזי" ביהוד ומתחם "עלית" ברמת גן) וגידול משמעותי נוסף בטווח הבינוני-ארוך (פרויקטים של פינוי-בינוי, בדגש על אזור בת-ים ורמת גן). יצוין כי עקב כללי הכרה בהכנסה, גידולים אלו לא ישתקפו בתוצאות החברה באופן מיידי; סיכון בפעילות בשל אי ודאות לגבי מועד והיתכנות פרויקטים. לחברה מספר פרויקטים, המאופיינים ברמת מורכבות תכנונית גבוהה (כגון פינוי בינוי, קרקעות בשלבי תכנון שונים), המהווה גורם סיכון בפעילות בשל אי הוודאות לגבי מועד והיתכנות חלק מהפרויקטים. אולם, במהלך השנים האחרונות נעשתה התקדמות תכנונית משמעותית בחלק מהפרויקטים המרכזיים של החברה, ובייחוד בפרויקטים בצומת עלית ברמת גן ובמתחם הכלנית בקריית אונו, באופן אשר מתן במידה מסוימת את הסיכון הנ"ל. אף על פי כן, גם בחלק מהפרויקטים הנ"ל ישנם הליכי תכנון ומימון שאינם מצויים בשליטת החברה ואשר עלולים להשפיע משמעותית על התזרים והרווחיות העתידית. עלויות תפעול ומימון גבוהות ביחס לתזרים השוטף שהחברה מייצרת וצפויה לייצר עשויים להשפיע לשלילה על הדירוג.



מנגד, בין הגורמים החיוביים, ניתן לציין את המקורות התזרימיים השונים הנובעים מקיומם של מגזרי פעילות שונים (מגזרי ייזום בנייה למגורים, מגזר הנדל"ן המניב ומגזר ביצוע עבודות קבלניות לחיצוניים), המביאים פיזור מקורות לשירות החוב; איכות המקורות לשירות החוב מעבר לפעילות השוטפת כוללים, בין היתר, נכסים מניבים שאינם משועבדים ונכסים מניבים שמשועבדים ב-LTV נמוך אף על פי שלאור מימוש נכסים מניבים בשנים האחרונות היקף מקורות זה ירד משמעותית. בנוסף, לחברה שתי עתודות קרקע באזורי ביקוש, שלאחרונה הצליחה לקדם תב"ע עבור אחת מהן והשלמת הקמת פרויקט הקאנטרי בקריית אונו בחציין השני של שנת 2014 אשר, צפוי להגדיל את ה- NOI של החברה ואפשרות ליצירת תזרים אפשרי ממימון מחדש של ההלוואה שעל הנכס ו/או מכירה אפשרית. כל אלו מקנים לחברה גמישות פיננסית מסוימת, התלויה ביכולת החברה לייצר נזילות באמצעות הרחבת מימון ולא מכירה של נכס אחד או יותר; התקדמות משמעותית בקצב מכירות דירות ברבעון האחרון של שנת 2014 ובתחילת שנת 2015, באופן שתומך בניראות תחזית תזרים החברה ויכולת משיכת הון עצמי מושקע ועודפים שנצברו בחלק מהפרויקטים; הניסיון הרב ויכולות הבנייה והתכנון של החברה, התומכים ביכולתה להוציא לפועל פרויקטים מורכבים. האמור גם מאפשר לחברה לייצר תזרים ורווח מפרויקטים בהם יש השקעה נמוכה יחסית של הון עצמי ו/או החזר מהיר של ההון העצמי שהושקע (זאת לעומת הקרקעות בבעלות החברה בצומת עלית והבורסה ברמת גן, בהן הושקעו משאבים משמעותיים לפני מספר שנים אשר טרם הפיקו תזרים לשירות החוב).

בהמשך לאמור לעיל, הנראות התזרימית של החברה הינה מאתגרת וכוללת מספר מרכיבים עיקריים מעבר לפעילותה השוטפת הנדרשים לצורך עמידה בהתחייבויותיה. אולם, בהתאם למה שהוצג למידרוג, החברה פועלת כל העת להגדלת היקף הנזילות כבר בטווח הקצר. כל זאת, בהתייחס לכך שדחיית מועד ההפעלה של מספר פרויקטים, בשל עיכובים בירוקרטיים בהליכי התכנון, מביא לכך שקיים חוסר התאמה בין לוח הסילוקין של החברה לבין מועדי קבלת התזרים מהפעילות השוטפת. בנוסף, יצוין כי העודפים מחלק מהפרויקטים משועבדים לטובת אג"ח ד' אשר מרביעו נפרע בטווח הארוך באופן אשר עשוי לפגוע ביכולת שירות החוב של יתר הסדרות.

לאור הצפי להכרה נמוכה בהכנסה ממגזר הייזום למגורים (ראו להלן), מידרוג מעריכה כי תיתכן ותימשך מגמת קיטון בהון העצמי ושחיקה ביחסי האיתנות בטווח הקצר; המשך שחיקה ביחסים הפיננסיים, לרבות יחסי האיתנות והתזרים הפרמננטי שהחברה מייצרת, משליכים לשלילה על הדירוג.

הכנסת הדירוג לרשימת מעקב עם השלכות שליליות הינה על מנת שדירוג החברה יוסיף להיבחן במהלך החודשים הקרובים, כאשר השפעות שונות שיכולות להביא לשינוי האופק נתמכות, בין היתר, בהתאם להתקדמות החברה בפרויקטים הקיימים; בהתממשותם של מספר אירועים תזרימיים מהותיים, הכוללים קבלת הלוואות ליווי שיאפשרו שחרור הון עצמי ממושקע במספר פרויקטים; בשינויים בנזילותה של החברה בטווח הקצר ובעמידה בתכניות התזרים של החברה, כפי שהוצגו למידרוג.

אף על פי שלסדרה ד' ישנה בטוחה של שעבוד עודפים ב-2 פרויקטים, בשלב זה מאפייני הבטוחה אינם מביאים להטבה בדירוג הסדרה להערכת מידרוג.

שחיקה ביחסים הפיננסיים בשנים האחרונות אשר צפויה להימשך בטווח הקצר-בינוני בשל הכרה נמוכה בהכנסה ממגזר הייזום למגורים

היחסים הפיננסיים של החברה נשחקו בשנים האחרונות ומגמה זו עלולה להימשך בטווח הקצר-בינוני, כאשר בין היתר, צפויה שחיקה ביחסי איתנות. כך למשל, קיים בקיטון בהון העצמי בתקופה שבין ה-30.09.14-30.09.13 מכ-135 מיליון ₪ לכ-125 מיליון ₪ (ובבחינת השינוי מההון העצמי לסוף שנת 2011 חזויה ירידה של כ-40 מ' ₪). האמור, בנוסף לגידול בהיקף החוב שחל מאז שנת 2011, הביא לשחיקה ביחסי האיתנות מרמה של כ-28% בהון עצמי למאזן לכ-18%, ורמת חוב ל-CAP שצמחה מכ-63% לכ-76%; המשיך השחיקה ביחסים הפיננסיים, נובע מכך שהחברה לא מסרה דירות בהיקף משמעותי בשנה האחרונה, לאור עיכובים שחלו במספר פרויקטים. העיכוב בפרויקטים אלו לצד הוצאות הריבית בגין ההלוואות והאג"ח (שלמעשה גויס, בין היתר, לרכישתם), אחראים לחלק ניכר מהשחיקה ביחסים הפיננסיים של החברה.

כמו כן, חשוב לציין כי היקף ההוצאות התפעוליות של החברה (הוצאות השיווק והוצאות הנהלה וכלליות) אבסולוטית וכאחוז מסך היקף פעילות החברה הינן גבוהות. הוצאות אלו אף גבוהות בהשוואה לקבוצת חברות השוואה הפועלות בענף החברה. סך ההוצאות בשנת 2013 הסתכמו לכ-29 מ' ₪ (כ-24 מיליון ₪ ללא הוצאות שיווק) ובתשעה חודשים ראשונים בשנת 2014 הסתכמו לכ-19 מ' ₪, יצוין כי בהתאם לתחזיות החברה, ניכרת מגמת קיטון מסוימת בהיקף ההוצאות ביחס לביצועים בשנים האחרונות. בראיית מידרוג, היקף הוצאות אלו הינו בעל תרומה נוספת לשחיקה ביחסי האיתנות וברווחיות של החברה.

היקף פעילות מצומצם כאשר צפויה מגמת צמיחה בהיקף הפעילות החל מהתקופה הקרובה; דחייה בשנים האחרונות של ביצוע פרויקטים ביחס לתחזיות העבר והיות הפרויקטים מורכבים תכנונית עלולים להביא לדחיות נוספות

נציין את העובדה כי בשנים האחרונות החברה לא הצליחה להגיע לכדי אישור להפעלה של מספר רב של פרויקטים של פינוי-בינוי הנמצאים בתוכניות החברה. יחד עם זאת, חשוב לציין כי החברה החלה בפעילות בפרויקט "כלנית" ואף מכרה מספר יחידות דיור בפרויקט. כמו כן, החברה מבצעת עבודות קבלניות והשלימה את הקמת קאנטרי קריית אונז ואכלוסו בשיעור גבוה, באופן אשר יתרום ליצירת תזרים לשירות החוב ללא השקעה גבוהה של הון עצמי.

מנגד, נציין כי לחברה מספר קרקעות ברמת גן וגבעתיים שנרכשו בשנים 2007-2008 ואשר טרם ייצרו תזרים לשירות החוב. על אחת הקרקעות החלה בביצוע שלב א' של פרויקט "עלית" ובו מראה החברה התקדמות משמעותית בבנייה עצמה ובשיווק הדירות. אולם, גם כיום היקף התזרים והרווח בפרויקטים כפופים לקבלת אישורים לבניית יח"ד נוספות בפרויקט. כמו כן, באחת הקרקעות הנוספות, החברה קידמה תב"ע לבנייה וקיבלה לאחרונה את אישור הוועדה המחוזית לבנייה של כ-40 מ"ר משרדים וכ-5 מ"ר נוספים שטחי מסחר. חשוב לציין כי קרקעות אלו טרם תרמו תזרים לחברה ונשאו הלוואות מרכישתם, באופן שהקטינו את התזרימים הפנויים של החברה לאור עלויות הריבית ואף תרמו לשחיקת ההון העצמי של החברה ורווחיותה.

גורם המקל מעט על הסיכון הגלום בפעילות במגזר הייזום למגורים הינו מגזרי הנכסים המניבים והבנייה עבור אחרים. התזרים ממגזרי הנכסים המניבים והבנייה עבור אחרים צפויים למתן את תחזית הפעילות במגזר הבנייה (כ-8-10 מיליון



ש' לשנה, ללא השלמה של בניית נכסים נוספים/מימוש נכסים קיימים), אמנם בהיקף פחות משמעותי, אך חיוני עבור החברה.

נכון למועד דוח דירוג זה, החברה בונה 3 פרויקטים בהיקף של כ-296 יח"ד (חלק חברה), מתוכן כ-33% בלבד מהדירות נמכרו. בראיית שיעור השלמת הפרויקט, קצב המכירות הינו טוב, אולם שיעור מכירות זה מגדיל את רגישות החברה להאטה בענף הייזום למגורים בישראל. הגידול בהיקף הפעילות בשנה האחרונה בא לידי ביטוי בגידול בהיקף המקדמות מכ-41 מ' ש' בספטמבר, 2013 לכ-111 מ' ש' בספטמבר, 2014 ומספר היח"ד השנתיות שנמכרו מכ-85 בכל שנת 2013 (כ-38 יח"ד ב-2012) לכ-91 יח"ד בכל שנת 2014.

ניתן לציין לחיוב את התקדמות פרויקט "עלית" ברמת גן, בו החברה מחזיקה בכ-60%. במסגרת הפרויקט נמכרו עד כה (נכון ל-5.1.2015) כ-60 דירות, המשקפות הכנסה של כ-122 מ' ש' לחברה. כמו כן, הפרויקט מייצר עבור החברה הכנסות נוספות מפעילותה בפרויקט כקבלן מבצע (בחלקם של השותפים, העומד על כ-40% מסך הפרויקט).

היקף הנזילות אינו בולט לטובה ביחס לצרכי המחזור וההשקעה של החברה כך שקיימת תלות במקורות שאינם חלק מהפעילות השוטפת של החברה; הגמישות הנגזרת ממצבת הנכסים המניבים והקרעות באזורי ביקוש משפרים את נראות יכולת החברה ליצירת מקורות נוספים

נכון ליום 30.09.2014, לחברה יתרת נזילות של כ-35 מיליון ש' לפי הערכות החברה, התזרים מפעילות שוטפת של החברה שינבע ברבעון האחרון של שנת 2014 יהיה שלילי בהיקף של כ-20 מ' ש', וכולל, בין היתר, השקעה בפרויקטים של ייזום דירות למגורים, תשלום הוצאות שיווק, הנהלה וכלליות וריבית בגין אג"ח והלוואות. בשנת 2015 נדרשת החברה לפירעון שנתי בהיקף של כ-45 מיליון ש'. בנוסף, לחברה פירעון קרן הלוואות בנקאיות, בהיקף של כ-8 מיליון ש' לשנה, המיוחס לקרקעות ונכסים מניבים.

מנגד, החברה מדווחת על גידול בפעילות מימוש נכסים והחזקות בפרויקטים, כדוגמת מימוש בניין ה"מניפה" באור יהודה שהניב תזרים פנוי של כ-30 מ' ש', מימוש נכס מסחרי בקרית אונו ("מגדלי און") שייצר תזרים פנוי של כ-9 מ' ש"ח והכנסת שותף בשיעור של 50% לפרויקט הקאנטרי בקרית אונו, שהניב תזרים פנוי של כ-5 מ' ש' נוספים (תזרים נמוך יחסית להיקף הפרויקט לאור השקעה ראשונית של אותו שותף בשלבים התחלתיים של הפרויקט). כמו כן, החברה עדכנה כי קיימים מגעים לביצוע מימושים נוספים במספר פרויקטים וקרעות בטווח הקצר-בינוני, באופן שיגדיל את היקף הנזילות ויכולת פירעון לוחות הסילוקין הקיימים של החברה. בנוסף, לטענת החברה בתקופה הקרובה היא צפויה למשוך עודף הון עצמי המושקע ב-2 פרויקטים בסכום כולל של כ-33 מיליון ש'.

קיים חוסר התאמה בין התזרים מפעילות שוטפת של החברה לבין התזרים שנדרשת החברה על מנת לפרוץ את לוח הסילוקין, כאשר חלק מהתזרים שאמור לנבוע מפרויקטים בטווח הקצר, משועבד לטובת אג"ח ד'. לוח הסילוקין של האג"ח פרוס כך שכ-70% מהפירעון של קרן האג"ח מבוצע משנת 2017 ואילך (בהתאם לתנאים הקיימים בשטר הנאמנות, עודפים מפרויקטי "שוק אשכנזי" ביהוד ו"כלנית" בקרית אונו, משועבדים לטובת האג"ח). לפיכך, החברה נדרשת לייצר מקורות מעבר לפעילות השוטפת.

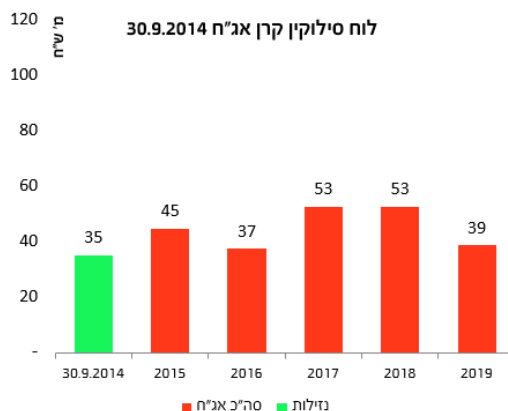


כפי שצוין לעיל, לאור היקף מסירת הדירות הנמוך יחסית בטווח הקצר, היקף התזרים מפעילות שוטפת צפוי להיות נמוך ביחס לחלויות החוב השוטפות. יתרה מכך, סביר כי חלק ניכר מהמקדמות מרוכשי דירות חדשים יהיה מוגבל בחשבונות ליווי בנקאי.

מידרוג מעריכה כי החזקות החברה בנכסים מניבים (נכסים בשווי של כ-22 מיליון ש"ח שאינם משועבדים וכן נכסים בשווי של כ-96 מיליון ש"ח, המשועבדים ב-LTV ממוצע של כ-51%) ובקרקעות באזורי ביקוש (בעיקר הקרקע בגבעתיים) עשויים לייצר מקורות נזילות מסוימים לצורך שירות החוב.

למרות האמור, בטווח הארוך החברה צופה לייצר תזרימים משמעותיים לשירות החוב, כתוצאה מפרויקטים שבנייתם החלה ופרויקטים שבנייתם צפויה להתחיל בשנים הקרובות. לאור העובדה כי מדובר בקרקעות בתכנון ולעיתים בפרויקטים לפינוי בינוי, מועד התקבול אינו ודאי.

לוח סילוקין קרן אג"ח, נכון ל-30.9.2014 (מ' ש)



מצלאוי - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש)

אלפי ש	30.9.2014	31.12.2013	30.9.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
הכנסות מעבודות בביצוע	103,143	106,764	79,118	81,395	94,141	131,668
מסכירת דירות למגורים	16,401	21,823	21,810	114,510	194,142	151,986
נדל"ן מניב	9,438	10,913	7,650	16,459	12,015	9,288
סך הכנסות	128,982	139,500	108,578	212,364	300,298	292,942
רווח גולמי*	17,529	14,777	11,649	36,428	46,945	39,508
% רווח גולמי מעבודות בביצוע	6.0%	5.0%	5.9%	4.9%	7.6%	2.3%
% רווח גולמי מייזום והקמת פרויקטים למגורים	25.9%	4.7%	6.5%	16.3%	15.5%	18.9%
עליית (ירידת) ערך נדל"ן להשקעה	-	11,305	256	(8,412)	7,494	1,540
EBITDA בנטרול שערך נדל"ן להשקעה	498	(11,911)	(8,037)	9,289	23,446	14,663
רווח נקי (הפסד)	(12,153)	(16,024)	(18,542)	(5,758)	7,995	5,969
חוב פיננסי	413,138	437,454	340,829	332,872	316,277	286,052
יתרות נזילות	34,478	7,294	15,962	8,313	53,067	49,841
חוב פיננסי נטו	378,660	430,160	324,867	324,559	263,210	236,211
הון עצמי	125,887	138,040	135,242	153,784	166,312	158,108
סך מאזן	815,359	791,577	663,522	661,336	694,741	734,481
מקדמות מרוכשי דירות	110,813	60,653	41,050	21,903	86,449	161,076
סך מאזן בנטרול מקדמות	704,546	730,924	622,472	639,433	608,292	573,405
CAP	545,635	586,341	486,753	502,543	506,201	455,926
CAP נטו	511,157	579,047	470,791	494,230	453,134	406,085
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בנטרול מקדמות	17.9%	18.9%	21.7%	24.1%	27.3%	27.6%
חוב ל-CAP	75.7%	74.6%	70.0%	66.2%	62.5%	62.7%
חוב נטו ל-CAP נטו	74.1%	74.3%	69.0%	65.7%	58.1%	58.2%
FFO	(20,011)	(35,153)	(24,632)	(10,008)	8,526	5,526
חוב פיננסי ל- FFO	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	37	52
חוב פיננסי נטו ל- FFO	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	31	43
חוב פיננסי נטו ל- EBITDA	570	שלילי	שלילי	35	11	16

*הרווח הגולמי בשנת 2013 כולל ירידת ערך מלאי בנין אי קבלת היתר לבניית מרכז מסחרי בקריית אונו בהיקף של כ-3 מיליון ש

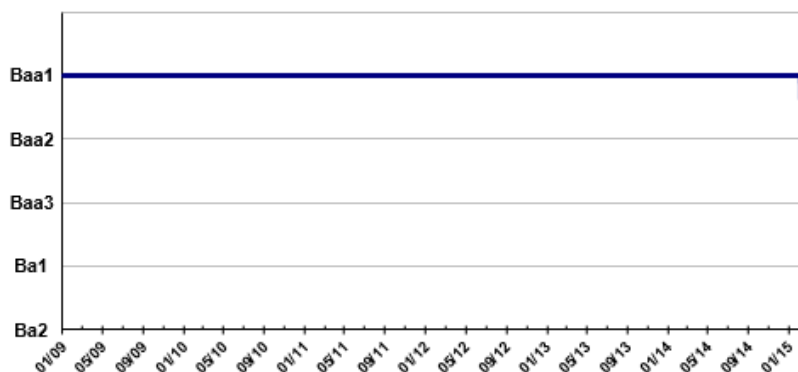
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- ◀ שיפור משמעותי בנזילות, בגמישות הפיננסית ביחס ללוח הסילוקין
- ◀ שיפור משמעותי בהיקף ונראות תזרים המזומנים כתוצאה מהתקדמות בפרויקטים בבניה
- ◀ התפתחות החברה וגידול בהיקפי פעילותה בהתאם לתכניתה באופן אשר אינו פוגע בפרופיל הסיכון בצורה מהותית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- ◀ אי יצירת מקורות תזרימיים נוספים בהתאם לתוכניות החברה
- ◀ קיטון בנזילות החברה ביחס לצורכי שירות החוב
- ◀ עיכוב משמעותי בהתחלת פרויקטים חדשים ו/או קצב מכירות נמוך לאותם פרויקטים
- ◀ קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- ◀ חלוקת דיבידנדים, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות

היסטוריית דירוג



מצלאוי חברה לבניין בע"מ (להלן "החברה" או "מצלאוי") הוקמה והתאגדה ב-1977, ומצויה מאז בשליטתם של מר סמי מצלאוי וגב' קלרה מצלאוי. יצוין כי בתום שנת 2013, מנכ"ל החברה מר יהושע דוידוביץ' סיים את תפקידו כמנכ"ל לאחר כ-17 שנים בתפקיד. כיום מנכ"ל החברה הינו מר סמי מצלאוי ומיום 17 בדצמבר, 2014 מר אברהם מנלה החליף את מר מצלאוי כיו"ר החברה.

החברה עוסקת בשלושה תחומים עיקריים:

- (1) **ייזום ופיתוח מקרקעין** - ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים, בעיקר בתחום הבניה למגורים בישראל, לרבות על בסיס העיקרון של "פינוי-בינוי". כמו כן, מבצעת החברה פעילות יזמית של בנייני משרדים ומבני תעשייה.
- (2) **קבלנות בניה** - ניהול וביצוע עבודות בנייה, בעיקר של מבני מגורים בישראל, הן עבור צדדים שלישיים והן עבור פרויקטים בייזום החברה.
- (3) **נדל"ן מניב** - החזקה וניהול של נכסים מניבים, שהקימה במסגרת פיתוח המקרקעין, כאמור לעיל, או שנרכשו על ידה, בעיקר ביעוד למשרדים, וכן תעשיית היי-טק ומרכזים מסחריים, בבעלות בלעדית או משותפת בישראל.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח פעולת דירוג אוקטובר 2013

תאריך דוח: 18 בפברואר 2015

מושגי יסוד

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

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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 מאוד.
	<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 מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק 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 (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. 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.