



מצלאווי חברה לבניין בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2009

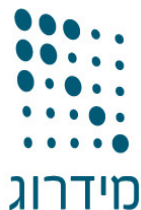
1

מחברת:

ענבל כהן-שרמן, רו"ח - אנליסטית
inbal@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש צוות
ranq@midroog.co.il



אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מצלאווי חברה לבניין בע"מ

דירוג סדרה	דירוג: Baa1	אופק הדירוג: יציב
------------	-------------	-------------------

בהמשך לדוח המעקב השנתי, שפורסם בנובמבר 2009, בו אושר דירוג ואופק הדירוג של חברת מצלאווי חברה לבניין בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מצלאווי"), מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד 50 מיליון ₪ ע.ג., לפירעון בין 5-7 תשלומים, החל משנת 2012. תמורת ההנפקה מיועדת לפעילותה השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 22.12.2009 אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה 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 דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרת אג"ח מונפקת של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג ליום 30.9.09 (אלפי)	שיעור ריבית שנתי	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.9.09	שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	11016764	15/8/2007	87,000	6.25%	מדד	85,391	2010-2015

הדירוג ואופק הדירוג נתמכים, בין היתר, ביציבות בפעילות מגזריה העסקיים של החברה; תזרים המזומנים הצפוי לחברה מהשלמת הפרוייקטים אשר בביצוע, מאפשר לחברה להתמודד עם התחייבויותיה; לחברה פרויקטים בביצוע ופרוייקטים עתידיים באיזורי ביקוש; שיעורי מכירות גבוהים, התומכים בתזרים החברה; שיעורי רווחיות ממוצעים עד גבוהים למגזרי פעילותה השונים; פריסת התחייבויות, באופן שאינו יוצר עומס תזרימי בטווח הקצר - בינוני; ניסיון בביצוע פרויקטים של פינוי בינוי ויצירת מומחיות, המגדילה את סיכויי ההיתכנות של פרויקטים דומים; סינרגיה בין שני תחומי פעילותה העיקריים של החברה - יזום וביצוע, המאפשרת התאמת קצב הבניה לקצב המכירות; כמו כן, לחברה פעילות בתחום הנדל"ן המניב, התורמת להקטנת רמת הסיכון וליציבות תזרים המזומנים.

התפתחות התוצאות הכספיות

הכנסות החברה תנודתיות בהתאם לסיום פרויקטים ומסירתם – סך הכנסות החברה בתשעת החודשים הראשונים של השנה הסתכמו בכ- 97 מיליון ₪, לעומת כ- 100 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד וכ- 160 מיליון ₪ לכל שנת 2008. נציין כי לחברה שיעורי מכירות גבוהים יחסית לשיעורי ההשקעה. הכנסות החברה צפויות לגדול מהותית בשנת 2011, עם השלמת ארבעה פרויקטים למסירה. שיעורי הרווחיות הגבוהה בפרויקטים אלו, יתרמו תזרימית לתוצאות החברה.

שמירה על יציבות בשיעורי הרווחיות הגולמית - החברה שומרת על יציבות בשיעורי הרווחיות הגולמית, אשר הינם ממוצעים עד גבוהים, הן במגזר הייזום והן במגזר ביצוע העבודות.

נתונים עיקריים מדו"ח רו"ח (אלפי ש"ח)	30.9.2009	30.9.2008	FY 2008	FY 2007
הכנסות מעבודות בביצוע	63,632	53,572	81,678	42,797
הכנסות מייזום והקמת פרויקטים למגורים	25,417	36,073	64,396	68,562
הכנסות משכירות	8,024	10,250	13,460	14,251
סך הכנסות	97,073	99,895	159,534	125,610
עלות עבודות בביצוע	55,270	47,330	74,031	39,938
עלות ייזום והקמת פרויקטים למגורים	16,778	23,815	42,811	54,571
עלות השכירות	1,490	1,977	2,281	1,900
סך עלויות	73,538	73,122	119,123	96,409
רווח גולמי	23,535	26,773	40,411	29,201
% רווח גולמי עבודות בביצוע	13%	12%	9%	7%
% רווח גולמי ייזום והקמת פרויקטים למגורים	34%	34%	34%	20%
ירידת ערך נדל"ן להשקעה	198	629	3,505	441
הוצאות מכירה ושיווק	4,289	2,388	4,916	1,716
הוצאות הנהלה וכלליות	18,421	14,437	21,323	15,644
רווח מפעולות רגילות	627	9,319	10,667	11,400
הוצאות מימון, נטו	5,482	6,341	7,633	7,622
הכנסות (הוצאות) אחרות	-61	107	43	130
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	-4,916	3,085	3,077	3,908

-1,341	965	-904	5,841	הטבת מס (מיסים על הכנסה)
2,567	4,042	2,181	925	רווח (הפסד) נקי

יציבות ביחסי איתנות החברה, טרם ההנפקה – השקעה בקרקעות ופרויקטים להקמת בניינים למכירה, הקטינה את יתרותיה הנזילות של החברה. עם זאת, חובה הפיננסי של החברה קטן, כך שיחסי האיתנות של החברה נותרו יציבים, ממועד דירוגה האחרון ועומדים על יחס חוב ל- CAP בשיעור של 64.73%, חוב נטו ל- CAP נטו בשיעור של 59.53% ויחס ההון למאזן עומד על כ- 20.53%. נציין כי יחס ההון העצמי של החברה לסך המאזן, בנטרול מקדמות מלקוחות, יציב ועומד על כ- 25.20%.

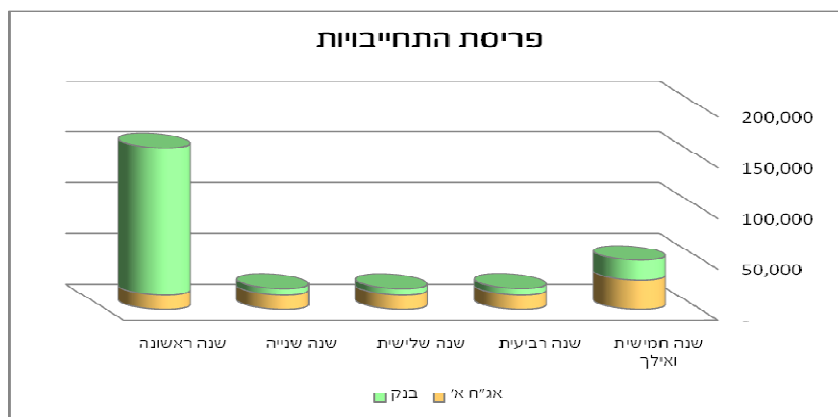
31.12.2007	31.12.2008	30.9.2008	30.9.2009	פרפורמה	נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)
74,538	20,378	28,898	21,517	21,517	מזומנים ושווי מזומנים
1,896	9,365	10,616	37,310	37,310	מזומנים ופיקדונות משועבדים
171,367	269,953	264,239	336,293	386,293	מלאי בניינים למכירה
7,271	8,005	8,704	1,316	1,316	מלאי עבודות בחוזי הקמה
53,686	69,982	72,166	72,837	72,837	מלאי מקרקעין
139,576	136,518	139,576	136,518	136,518	נדל"ן להשקעה
126,703	147,520	148,317	144,567	144,567	אשראי מתאגידים בנקאיים
-	-	-	14,236	14,236	חלויות שוטפות בגין אג"ח
6,886	37,016	29,530	46,077	46,077	התחייבויות למתן שירותי בניה
35,070	52,321	65,405	122,810	122,810	מקדמות מרוכשי דירות
53,031	41,212	41,871	38,014	38,014	הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים
77,381	80,864	82,051	71,155	121,155	אג"ח
127,747	133,796	131,432	136,068	136,068	הון עצמי
496,681	561,517	564,447	662,686	712,686	סך מאזן
249,115	269,596	272,239	267,672	317,972	חוב פיננסי
174,577	249,218	243,341	246,455	294,455	חוב פיננסי נטו
393,633	419,198	421,346	414,005	464,005	CAP
שילי	12,464	9,824	שילי	N.R	FFO
12,669	12,152	10,419	2,136	N.R	EBITDA
25.72%	23.83%	23.29%	20.53%	19.10%	הון עצמי למאזן
27.67%	26.28%	26.34%	25.20%	N.R	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מלקוחות
63.29%	64.31%	64.61%	64.73%	68.53%	חוב פיננסי ל- CAP
44.35%	59.45%	57.75%	59.53%	63.89%	חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו
-15,867	-54,368	-54,046	37,704	N.R	מזומנים נטו שנבעו (שימוש) מפעילות שוטפת
-55,926	-6,616	-8,034	-28,930	N.R	מזומנים נטו שנבעו (שימוש) מפעילות השקעה
133,714	6,824	16,440	-7,635	N.R	מזומנים נטו שנבעו (שימוש) מפעילות מימון

לחברה תזרים מזומנים חיובי מפעילות שוטפת לתשעת החודשים הראשונים של השנה, הנובע, בין היתר, מגידול במקדמות מרוכשי דירות במהלך התקופה. כתוצאה מעליה בפיקדונות המשועבדים, לחברה תזרים מזומנים שלילי מפעילות השקעה. החזר אשראים לזמן קצר הוביל לתזרים מזומנים שלילי מפעילות מימון. תנודתיות זו הינה אחד מן המאפיינים של חברת נדל"ן לייזום.

בחינת נתוני החברה מעלה כי לאחר סיום הפרויקטים, בשנים 2011-2012 ולאחר הוצאות השיווק, הנהו"כ והוצאות המימון, צפויה החברה להגיע לרווח תזרימי, אשר יחזק את הונה העצמי של החברה וישפר את נזילותה. כמו כן, מאזן החברה בכלל ובפרט מלאי הדירות של החברה ושיעור המקדמות מלקוחות גדלו באופן משמעותי במהלך השנים. גידול זה מעיד על התפתחותה של החברה

פריסת התחייבויות החברה וגמישות פיננסית- היקף החלויות השוטפות של החברה עומד על כ- 159 מיליון ₪, המורכב מהלוואות במסגרת ליווי פרויקטים, המשולמות עם התקדמותם. נציין כי לחברה היקף מזומנים של כ- 21 מיליון ₪. יתרת הלוואותיה של החברה פרוסות באופן שווה ואין צפויות להוות קושי מימוני לחברה.

לחברה גמישות פיננסית טובה. שיעור ה- LTV של נכסיה המניבים הינו נמוך, שכן שווי הנכסים עומד על כ- 137 מיליון ₪ ויתרת ההלוואות בגינם עומדת על כ- 44 מיליון ₪, כך ששיעור ה- LTV עומד על 32%. קיטון בשווי נכסי החברה אינו צפוי להשפיע מהותית על שיעורי ה- LTV.



אופק הדירוג

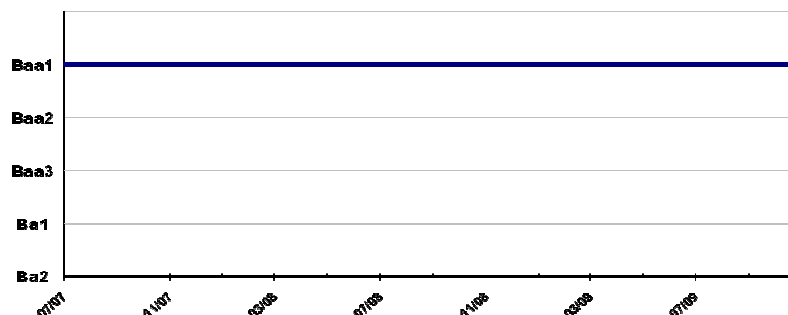
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בהיקף ויציבות תזרים המזומנים
- גידול בהיקפי הפעילות, תוך הגדלת הפיזור הגיאוגרפי ופיזור הפרויקטים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- השקעה בפרויקטים בעלי רמת סיכון הגבוהה מהפרויקטים הקיימים של החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנותה הפיננסית ובנזילותה של החברה

היסטוריית דירוג

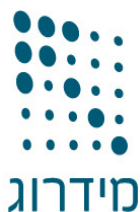


6

פרופיל החברה

מצלאווי חברה לבניין בע"מ (להלן "החברה" או "מצלאווי") הוקמה והתאגדה ב-1977, בבעלותו של מר סמי מצלאווי אשר מחזיק בכ-90% מהחברה והיתרה בידי הגב' קלרה מצלאווי. החברה עוסקת בשלושה תחומים עיקריים:

(1) **ייזום ופיתוח מקרקעין** - בתחום פעילות זה מתמקדת החברה בעיקר בייזום, פיתוח, הקמה, שיווק ומכירה של פרויקטים, בעיקר בתחום הבניה למגורים בישראל, לרבות על בסיס העיקרון של "פינוי-בינוי", על דרך של איתור המקרקעין, רכישתם, הקמת המבנים ומכירת היחידות. כמו כן, מבצעת החברה פעילות יזמית של בניי משרדים ומבני תעשייה; ליום 30.9.09 לחברה 4 פרויקטים עיקריים, הנמצאים בשלביהם השונים, לבניית 562 יח"ד, אשר מהן נמכרו 319 יח"ד. לחברה עתודות קרקעות לבניה למגורים ולמשרדים, הנמצאים בשלבי התכנון השונים. עיקר עתודות הקרקע נובעים מפרויקטים של "פינוי בינוי".



(2) **קבלנות בניה** - בתחום פעילות זה מתמקדת החברה בניהול וביצוע עבודות בנייה, בעיקר של מבני מגורים בישראל, הן עבור צדדים שלישיים והן עבור פרויקטי ייזום עצמיים; ליום 30.9.09, החברה בהליכי ביצוע של פרויקטים עבור צדדים שלישיים, בהיקפים חוזיים של 522 מיליון ₪, מהם טרם הוכרו כהכנסות כ- 348.85 מיליון ₪.

(3) **נדל"ן מניב** - בתחום פעילות זה מתמקדת החברה בהחזקה וניהול של נכסים מניבים, שהקימה במסגרת פיתוח המקרקעין, כאמור לעיל, או שנרכשו על ידה, בעיקר בייעוד למשרדים, וכן תעשיית היי-טק ומרכזים מסחריים, בבעלות בלעדית או משותפת בישראל. ליום 30.9.09, הסתכם שטח מבני החברה ושותפיה, המיועדים להשכרה בכ-24.3 אלפי מ"ר, המרוכזים כולם בעיר אור יהודה.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

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 בציוד, 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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

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

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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") 2009.

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 אמינותו 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 צריכה 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 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 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.

