

# א. לוי השקעות ובנין בע"מ

דוח פעולת דירוג | אוגוסט 2010

1

## מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - אנליסט  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## א. לוי השקעות ובנין בע"מ

| דירוג סדרות ד', ה' | דירוג: Baa1 | אופק הדירוג: שלילי |
|--------------------|-------------|--------------------|
|--------------------|-------------|--------------------|

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 לסדרות האג"ח ד ו- ה' שבמחזור, אותן הנפיקה קבוצת א. לוי השקעות ובנין בע"מ, (להלן: "א. לוי" או "החברה") ומותירה את אופק הדירוג שלילי. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להרחבת סדרת אג"ח ה' בסך של עד 60 מיליון ש"ח. סכום של 20 מיליון ש"ח מתוך תמורת הגיוס מיועדת לפירעון קרן אג"ח והיתרה מיועדת לפעילותה השוטפת של החברה.

לצורך הבטחת ייעודה של האג"ח, תפקיד החברה 20 מיליון ש"ח מכספי הגיוס בפיקדון ייעודי שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 או באג"ח מדינת ישראל וזאת עד למועד השימוש בכספים אלו.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 05.08.2010. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. 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 האג"ח המדורג במחזור של החברה (סולו – אלפי ש"ח):

| סדרת אג"ח | מספר ני"ע | מועד הנפקה | ע.ג ליום 31.03.10 | שיעור ריבית שנתית | הצמדה | יתרת אג"ח בספרים ליום 31.03.2010 | שנות פירעון האג"ח |
|-----------|-----------|------------|-------------------|-------------------|-------|----------------------------------|-------------------|
| אג"ח ד'   | 7190135   | 09/2005    | 28,844            | 9.1%              | מדד   | 32,021                           | 2008-2013         |
| אג"ח ה'   | 7190077   | 11/2006    | 71,000            | 7%                | מדד   | 78,286                           | 2010-2015         |

**דירוג סדרות האג"ח נתמך בטעמים הבאים:** שיפור ויציבות בפרמטרים של החברה ברמת הסולו<sup>1</sup> הכוללים, שיפור בפעילות הייזום והבניה למגורים בישראל וצפי להמשך המגמה בעקבות השלמת מספר פרויקטים בשנים הקרובות; יציבות בפעילות הנדל"ן המניב; שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי של החברה; נזילות סבירה וגמישות פיננסית טובה ביחס ללוח הסילוקין של החברה בין היתר בשל אחזקה במספר נכסים לא משעובדים הרשומים בספרי החברה בשווי של כ- 102 מיליון ש"ח נכון ליום 31.03.2010; חתימה על הסכם למכירת נכס מהותי של חברת יורו-גלוב במינכן גרמניה

<sup>1</sup> החברה נבחנת על בסיס רמת הסולו המורחב – בניטרול חברת הבת יורו-גלוב בע"מ (להלן "יורו-גלוב")



אשר השלמתה צפויה לתרום להקטנת החשיפה של החברה לצורך במתן תמיכה ליורו-גלוב. מנגד, למרות הגידול בהיקף פעילות החברה המתבטא, בין היתר, בגידול במחזור ובסך המאזן, היקף פעילות החברה הינו נמוך ביחס למקובל בענף ולפיכך תוצאות החברה תלויות במספר מצומצם יחסית של פרויקטים החושפים את ביצועי החברה לתנודתיות;

**המשך קביעת האופק השלילי** משקף את חשיפת תוצאות החברה לפעילות יורו-גלוב ולאפשרות שללא השלמת עסקת מכירת הנכס במינכן, יורו-גלוב עלולה להזדקק לתמיכה מהחברה לצורך עמידה בפירעון יתרת האג"ח. יצוין, כי החברה אינה ערבה להתחייבויותיה של יורו-גלוב, למעט התחייבות שנטלה בעת הנפקת אג"ח ביורו-גלוב הכוללת את שיעבוד רווחי נכסיה בצרפת, וכן תמורת מכירתם או תמורה ממימון מחדש.

## התפתחויות עיקריות<sup>2</sup>

**קצב מכירות סביר לפרויקטים בבניה;** שיפור בנפח וברווחיות (אשר הינה ממוצעת עד טובה ביחס למקובל בענף) פעילות ייזום הבניה למגורים בישראל צפויה להביא לגידול בהון העצמי ברמת הסולו ולייצר הכנסות אשר יתרמו לשירות החוב של החברה; למרות הגידול, היקף הפיזור ונפח הפעילות הנמוך ביחס למקובל בענף יוצר תלות במספר מצומצם של פרויקטים

| שם הפרויקט         | יח"ד חלק החברה | יח"ד מכרות     |               |                   | שיעור מכירות ליום | שיעור ביצוע ללא קרקע ליום 31.03.10 | שיעור ביצוע ללא קרקע ליום 31.07.2010 | רווח גולמי חזוי | שיעור רווח | מועד השלמה צפוי |
|--------------------|----------------|----------------|---------------|-------------------|-------------------|------------------------------------|--------------------------------------|-----------------|------------|-----------------|
|                    |                | 31 בדצמבר 2009 | 31 ביולי 2010 | יתרת דירות למכירה |                   |                                    |                                      |                 |            |                 |
| חדרה ניסן- מנה ו1  | 15             | 15             | 15            | -                 | 100%              | 84%                                | 100%                                 | 4,900           | 26%        | Q2 2010         |
| חדרה ניסן- מנה ו2  | 12             | 9              | 12            | -                 | 100%              | 45%                                | 95%                                  | 7,255           | 44%        | סוף 2010        |
| חדרה- שרונים *     | 120            | -              | 51            | 69                | 43%               | 0%                                 | 2%                                   | 19,440          | 23%        | 2012            |
| אילת 12            | 50             | 30             | 40            | 10                | 80%               | 96%                                | 100%                                 | 9,380           | 21%        | Q3 2010         |
| חדרה ניסן מנה ז' * | 19             | -              | 13            | 6                 | 68%               | 0%                                 | 10%                                  | 7,200           | 30%        | Q3 2011         |
| סה"כ               | 216            | 54             | 131           | 85                | 61%               | -                                  | -                                    | 48,175          | 25%        | -               |

\* שיווק הפרויקט החל לאחר תאריך המאזן למרץ, 2010 ובניתו החלה רק בימים אלו \*\* כמו כן, לחברה ישנם 17 דירות בפרויקטים שהסתיימו באילת, הרשומות כמלאי בספריה בשווי של כ – 6 מיליוני ₪ החברה צופה כי דירות אלו ימכרו בסכום כולל של כ – 18 מיליון ₪. יצוין כי הדירות מושכרות תמורת שכ"ד שנתי של כ – 500 אלף ₪ נכון ליום 31.12.2009.

נכון למועד דוח דירוג זה, קצב המכירות בפרויקטים המרכזיים של החברה, הינו גבוה ביחס לשיעור השלמת הפרויקטים. היקף פעילות החברה אף צפוי להתרחב כתוצאה מפתחת פרויקטים נוספים במהלך השנה הקרובה. הרווחיות הגולמית המשתקפת מתחזיות החברה וממחירי הדירות שנמכרו הינה ממוצעת עד טובה לענף וצפויה לתרום הן לשירות החוב בשנים הקרובות והן לגידול בהונה העצמי של החברה.

<sup>2</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח פעולת הדירוג שנערך במאי 2009.

יחד עם זאת, כ – 40% מהרווח הגולמי שהחברה מצפה להכיר בפרויקטים שהינם בתהליך ביצוע נובעים מפרויקט חדרה שרונים, כך גם לחברה פרויקט משמעותי נוסף ברמת גן, המצוי בשלבי תכנון. שני פרויקטים אלו מהווים את עיקר התזרים ורווחיות החברה מהפרויקטים בביצוע ובתכנון, אף שלחברה לא קיים פיזור פעילות וקיימת תלות בשני פרויקטים מהותיים, עדין, היקף שיעור המכירות בפרויקט שרונים ומיקום הפרויקט ברמת גן מקטינים את החשש בחשיפה לפרויקטים אלו.

### **צפויה יציבות בהיקף הפעילות וגידול ברווחיות בשנים הקרובות בשל הפרויקטים בתכנון**

להלן טבלה המרכזת נתונים עיקריים של הפרויקטים בתכנון:

| שם הפרויקט            | יח"ד       | תחילת בנייה צפוי | עלות חזויה כולל קרקע | היקף מכירות חזוי (אלפי ₪) | רווח חזוי     | שיעור רווח חזוי | מועד סיום צפוי |
|-----------------------|------------|------------------|----------------------|---------------------------|---------------|-----------------|----------------|
| רמת גן- נווה יהושע *  | 84         | 2011             | 89,000               | 130,000                   | 41,000        | 32%             | 2013           |
| עפולה **              | 58         | 2010             | 30,000               | 36,000                    | 6,000         | 17%             | 2012           |
| חדרה ניסן- שלב ב' *** | 46         | 2011-2014        | 41,626               | 59,446                    | 17,820        | 30%             | 2013-2017      |
| <b>סה"כ</b>           | <b>188</b> | <b>-</b>         | <b>160,626</b>       | <b>225,446</b>            | <b>64,820</b> | <b>29%</b>      | <b>-</b>       |

\* בבעלות החברה היו 80 יח"ד דיור נוספות שנמכרו בשנת 2009 תמורת 38 מיליון ₪ (20 מיליון ₪ צפויים להתקבל בחודשים הקרובים לאחר השלמת הרישום). בבעלות החברה נותרו 5 יח"ד דיור מתוך הבניין שנמכר וטרם החלה בנייתו \*\* החברה החלה את שיווק הפרויקט בעפולה בימים אלו \*\*\* נכון למועד דוח דירוג זה החברה מתכוונת לבנות את הפרויקט במספר שלבים

החברה מחזיקה במלאי קרקעות (חלקם עדיין רשומות ביעוד חקלאי) אשר רשום בספרים בעלות כוללת של כ – 35 מיליון ₪, ועשוי לשמש להמשך פיתוח פעילות הייזום בעתיד. כמו כן, בכוונת החברה להשתמש בחלק מכספי הגיוס כהון עצמי ברכישת עתודות קרקע נוספות לפרויקטים בעתיד.

### **קשיי נזילות בחברת הבת של החברה – יורו-גלוב, אשר פועלת בתחום הנדל"ן המניב בגרמניה**

לחברה חברת בת (100%) אשר פועלת בתחום הנדל"ן המניב בגרמניה. נכון ליום 31 במרץ 2010, עומד יחס החוב הפיננסי ל- CAP של יורו-גלוב על 106% והונה העצמי הינו שלילי. נכון ליום 2.8.2010 לחברת יורו-גלוב יתרת אג"ח, בהיקף של כ- 112 מיליון ע.ג. (יתרה צמודת המדד הינה כ- 126 מיליון ₪), לפירעון בשלושה תשלומים שווים בין 2011-2013, מתוכו סך של כ- 44 מיליון ע.ג. (יתרה צמודת מדד הינה כ- 49 מיליון ₪) מוחזק על ידי החברה. בשל הקשיחות במבנה פירעון האג"ח ולאור הוצאות המימון בגין ההלוואות הבנקאיות שנלקחו כנגד נכסי יורו-גלוב, התזרים השירי הפרמננטי מנכסי יורו-גלוב (FFO) אינו מספק לצורך ההחזר השנתי של חובה הפיננסי. יצוין, כי החברה אינה ערבה להתחייבויותיה של יורו-גלוב, למעט התחייבות שנטלה בעת הנפקת אג"ח ביורו-גלוב הכוללת את שיעבוד רווחי נכסיה בצרפת, וכן תמורת מכירתם או תמורה ממימון מחדש. בהתאם למגבלות הנ"ל, החברה נתנה הלוואה נחותה לאג"ח יורו-גלוב בגובה של כ – 9 מיליון ₪ באפריל 2010 אשר נבעה מתוך רווחי הנכסים בצרפת.



למרות המגבלות האמורות בדבר תמיכת החברה ביורו-גלוב, להערכת מידרוג, א. לוי הגדילה את חשיפתה לפעילות יורו-גלוב באמצעות רכישת אג"ח של יורו-גלוב בהיקף תזרימי של כ – 27 מיליון ₪ בין שנת 2009 לבין מועד דוח דירוג זה וכן באמצעות רכישת מקבץ דירות בדילסדורף גרמניה בשטח של כ – 9 אלף מ"ר על ידי א. לוי מיורו-גלוב באפריל 2010 (הנכס נרכש תמורת כ – 2.7 מיליון ₪) אירו אשר חושבו לאחר ניכוי רכישת הלוואה שכנגדה משועבד הנכס בגובה של כ – 20 מיליון ₪). תמורת נכס זה שימשה את יורו-גלוב לצורך עמידה בהתחייבויותיה התזרימיות. יצוין, כי סך התקבולים התזרימיים שהחברה קיבלה בחזרה מיורו גלוב, בגין תשלומי הקרן והרביית מהאג"ח של יורו-גלוב שנרכשו על ידה מאז שנת 2009 עומדים על כ – 22 מיליון ₪, כך שסה"כ היקף ההשקעה התזרימי, נטו בגין רכישת אג"ח יורו גלוב עמד על כ-5 מיליון ₪ ולפיכך החברה לא צפויה להפסד תזרימי מהותי בגין רכישות האג"ח. יתרה מכך, במידה ויורו-גלוב תעמוד בהתחייבויותיה, החברה צפויה להכיר ברווח מימוני וכן להנות מתזרים משמעותי בגין יתרת ה – 44 מיליון ₪ ערך נקוב אג"ח יורו-גלוב אשר מוחזק על ידה נכון למועד דוח דירוג זה (ואשר שווים בספרים עומד על כ – 31.3 מיליון ₪ נכון ליום 30.06.2010 וכ-41 מיליון ₪ נכון ליום 2.8.2010) כמו כן, השווי של הבורסאי של אג"ח יורו-גלוב עלה בין ה – 30.06.2010 למועד דוח דירוג זה בכ – 31%.

#### **צפי לשיפור במצבה של יורו-גלוב בעקבות מכירת נכס מרכזי במינכן גרמניה; השלמת המכירה תביא לקיטון בחשיפת החברה למצבה הפיננסי של יורו-גלוב**

5

ביום 1 באוגוסט 2010, פירסמה החברה דיווח מיידי בדבר חתימה על מזכר הבנות למכירת 95% מנכס משמעותי של חברת יורו-גלוב במינכן גרמניה תמורת כ – 49 מיליון אירו (להלן: "הדיווח המיידי"). התזרים השיורי לאחר פירעון ההלוואה שכנגדה הנכס משועבד, צפוי לעמוד על כ – 15 מיליון אירו. בהתאם לדיווח המיידי, השלמת העסקה הינה כפופה לבדיקת נאותות מצד הרוכשת לבחינת נכונות המצגים של יורו-גלוב בנוגע לנכס. על פי המזכר, בדיקת הנאותות אמורה להסתיים תוך 60 יום והשלמת העסקה צפויה להתבצע כ-60 יום לאחר מכן. במידה והעסקה תושלם והתמורה תתקבל על ידי יורו-גלוב, יכולתה של יורו-גלוב לשלם את יתרת האג"ח שבמחזור ללא תמיכה מחברת א. לוי תשתפר באופן משמעותי. כתוצאה, החשיפה של החברה למצבה של יורו-גלוב תפחת בצורה מהותית. מידרוג תיבחן את השלכות השלמת העסקה על דירוגה של החברה. כמו כן, במידה ומסיבה כלשהי, העסקה לא תושלם במתכונתה הנוכחית, מידרוג תשקול את השפעת האמור על דירוגה של החברה גם כן.

**פעילות הנכסים המניבים של החברה נותרה יציבה יחסית בשנים האחרונות; מירב עליית השווי של נכסי הנדל"ן המניב בשנת 2009 מיוחסת לתחנות הדלק; חשיפה לירידה שנתית של כ – 2.7 מיליון ₪ בהכנסות שכ"ד באחד מנכסי החברה בצרפת בשל עזיבת שוכר**

נכון ליום 31 במרץ 2010 בבעלות החברה נכסים מניבים בשטח של כ – 9 אלף מ"ר (כאמור לאחר תאריך המאזן החברה רכשה מקבץ דירות המיועד למימוש בגרמניה בשטח כולל של כ – 9 אלף מ"ר נוספים). סך שווים של נכסי הנדל"ן המניב בספרי החברה עמד על כ – 178 מיליון ₪. מירב העליה של כ – 16 מיליון ₪ בסעיף הנדל"ן להשקעה בשנת 2009, מיוחסת לעליית השווי הכללית של תחנות דלק בישראל. מנגד, יצוין כי במידה והחברה לא תשכיר את השטחים שהתפנו לאחר עזיבתו של השוכר היחידי באחד מנכסי החברה בצרפת, הכנסות החברה משכר דירה צפויות לקטון בכ – 2.7 מיליון ₪ לשנה ולהערכת מידרוג יתכן וכתוצאה מכך תיתכן הפחתת שווי של הנכס.

#### התפתחות התוצאות הכספיות (סולו מירור-גלוב)

#### א. לוי השקעות ובנין בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.03.2010 (אלפי ₪) :

| נתוני סולו מורחב (ללא איחוד יורו-גלוב) |          |            |            |                   |                                                  |
|----------------------------------------|----------|------------|------------|-------------------|--------------------------------------------------|
| 31.12.07                               | 31.12.08 | 31.12.2009 | 31.03.2010 | פרפורמה לאחר גיוס |                                                  |
| 17,190                                 | 116,138  | 67,048     | 14,881     |                   | הכנסות ממכירת דירות ומקרקעין                     |
| 16,695                                 | 113,022  | 46,223     | 6,027      |                   | עלות המכר בגין דירות                             |
| 9,445                                  | 11,029   | 11,247     | 2,087      |                   | מדמי שכירות NOI                                  |
| 9,940                                  | 14,145   | 32,072     | 10,941     |                   | רווח גולמי                                       |
| 35.9%                                  | 11.1%    | 40.3%      | 63.2%      |                   | % רווח גולמי *                                   |
| 30,603                                 | 3,801    | 15,928     | -          |                   | עליית (ירידת) ערך נדל"ן להשקעה                   |
| 24,390                                 | 5,250    | 37,083     | 7,940      |                   | רווח מפעולות רגילות                              |
| 24,390                                 | 6,294    | 37,932     | 8,141      |                   | EBITDA                                           |
| 2,662                                  | 3,595    | 26,623     | 8,141      |                   | EBITDA בנטרול נדל"ן להשקעה                       |
| -12,005                                | -19,314  | -6,023     | 19,149     |                   | הכנסות (הוצאות) מימון נטו                        |
| 6,165                                  | -12,189  | 30,416     | 26,893     |                   | רווח נקי (הפסד) לתקופה                           |
| -15,563                                | -15,990  | 14,488     | 26,893     |                   | רווח (הפסד) בנטרול שיערוך נדל"ן להשקעה           |
| 209,930                                | 230,780  | 212,714    | 205,153    | 245,153           | חוב פיננסי                                       |
| 34,758                                 | 21,880   | 45,007     | 50,423     | 50,423            | יתרות נזילות **                                  |
| 175,172                                | 208,900  | 167,707    | 154,730    | 194,730           | חוב פיננסי נטו                                   |
| 353,287                                | 348,590  | 364,100    | 373,881    | 413,881           | Cap                                              |
| 318,529                                | 326,710  | 319,093    | 323,458    | 363,458           | חוב CAP נטו                                      |
| 122,367                                | 101,732  | 135,267    | 153,786    | 152,663           | הון עצמי **                                      |
| 517,827                                | 409,101  | 446,700    | 461,693    | 501,693           | סך מאזן ***                                      |
| -19,642                                | -14,959  | 9,610      | 6,316      |                   | FFO (לפי תזרים שוטף לפני שינויים בהון חוזר) **** |
| 23.6%                                  | 24.9%    | 30.3%      | 33.3%      | 30.4%             | הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן                  |
| 59.4%                                  | 66.2%    | 58.4%      | 54.9%      | 59.2%             | חוב ל-CAP                                        |
| 55.0%                                  | 63.9%    | 52.6%      | 47.8%      | 53.6%             | חוב נטו ל-CAP                                    |
| שילי                                   | שילי     | 22.13      | 8.12       |                   | חוב פיננסי ל- FFO                                |
| שילי                                   | שילי     | 17.45      | 6.12       |                   | חוב פיננסי נטו ל- FFO                            |
| 2.9%                                   | 2.7%     | 31.1%      | 59.5%      |                   | רווח גולמי ממכירת דירות וקרקעות %                |
| 90.0%                                  | 93.9%    | 90.2%      | 86.1%      |                   | מדמי שכירות % NOI                                |
| 0.22                                   | 0.19     | 4.42       | ***** ל"ר  |                   | בנטרול נדל"ן להשקעה EBITDA להוצאות מימון         |
| 78.86                                  | 64.20    | 7.99       | 6.30       |                   | חוב פיננסי ל- EBITDA בנטרול נדל"ן להשקעה         |

\* % הרווח הגולמי חושב על בסיס סך חלוקת הרווח הגולמי מההכנסות ממכירת דירות ומקרקעין והכנסות מדמי שכירות \*\* לצורך חישוב יתרת הנזילות בעמודת הפרפורמה, לא נלקחו בחשבון עודפי נזילות מההנפקה עצמה \*\*\* בעמודת הפרפורמה, ההון העצמי הופחת בגין דיבידנד בגובה של כ – 1.1 מיליון ש"ח שהוכרז על ידי החברה לאחר תאריך המאזן \*\*\*\* ה – FFO לשנת 2007 מוצג על בסיס הנתונים מדוחות א. לוי המאוחדים בניכוי הנתונים בדוחות יורו-גלוב. יתכן שה – FFO בפועל הינו שונה בשל התאמות של יתרות בין חברתיות. אולם, לפי החברה מדובר בהתאמות לא מהותיות \*\*\*\*\* מכיוון שברבעון הראשון לשנת 2010, לחברה הכנסות מימון, נטו, היחס אינו רלוונטי.



## **שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי והאיתנות בחברה מאז דוח הדירוג האחרון; צפי להמשך מגמת השיפור בטווח הקצר- בינוני בעקבות הכרה בהכנסות מפרויקטים הצפויים להסתיים בשנת 2010**

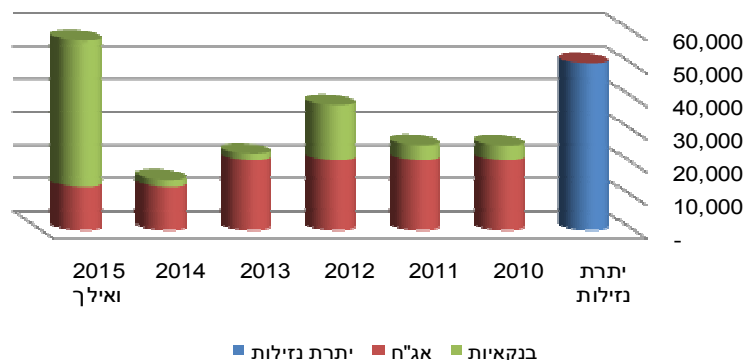
דוח המעקב השנתי הקודם של מידרוג התבסס על נתוני שנת 2008 של החברה. כפי שניתן לראות, הגידול בהון העצמי של החברה מאז דוח המעקב השנתי הקודם, הנובע בעיקרו מרווחי החברה, במקביל לקיטון בחוב הפיננסי של החברה, הביא לשיפור ביחסי האיתנות כפי שמשקף מיחס ההון העצמי למאזן והחוב ל – CAP. אותו השיפור אשר מגולם גם בשיפור ב-% הרווחיות, הוביל לכך שהכנסותיה הפרמננטיות השוטפות של החברה מכסות את הוצאותיה מפעילותה השוטפת, כך שלחברה FFO חיובי, לעומת FFO שלילי בשנים 2007-2008. כמו כן, הכנסות המימון הגבוהות ברבעון הראשון נובעות ברובן הן מהפרשי שער כתוצאה מירידת שער החליפין של היורו מול השקל והן מעליית שווי הבורסאי של אגרות החוב של חברת יורו-גלוב המוחזקות על ידי החברה.

### **נזילות סבירה וגמישות פיננסית טובה ביחס ללוח הסילוקין של החברה; לחברה נכסים לא משועבדים בשווי של כ – 102 מיליון ₪ נכון ליום 31.03.2010**

נכון ליום 31.03.2010, לחברה יתרת נזילות של כ – 50 מיליון ₪ (בנטרול מזומנים מוגבלים) אולם כ – 47 מתוך סכום זה מיוחס לאחזקות החברה באג"ח יורו-גלוב. לאור האמורטיזציה הצפויה של התחייבויות החברה בשנים 2010 ו- 2011, עומס הפירעונות השנתי אשר החברה צפויה לשרת עומד על כ – 25 מיליון ₪ בשנים אלו. כ- 21 מיליון ₪ מתוך הסכום הנ"ל מיוחס לפירעון השנתי של האג"ח ויתרת הסכום מורכב בעיקר מאמורטיזציה שנתי של הלוואות בנקאיות בישראל וצרפת.

א. לוי מתכוונת לממן את החזר ההלוואות האמור בין היתר מיתרת הנזילות של החברה ומפעילותה השוטפת אשר צפויה לייצר FFO חיובי משמעותי בשנים הקרובות, כמו גם מכירת קרקעות או נכסים אפשרית. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית טובה ביחס ללוח הסילוקין המתבטאת בערכם בספרים של הנכסים הלא משועבדים בסך של כ- 102 מיליון ₪ ליום 31.03.2010 (הסכום הנ"ל מורכב הן מקרקעות לא מניבות, ממלאי דירות לא מכורות והן מנכסים מניבים לא משועבדים). יצוין, כי בנטרול ערכה של הקרקע ברמת גן (שאינה משועבדת) אשר החברה מתכוונת להתחיל בבניית פרויקט עליה בשנת 2011, הסכום הנ"ל עומד על כ – 80 מיליון ₪. בנוסף, מכיוון שחלק מהנכסים הנ"ל רשומים בספרים לפי מחיר עלות, יתכן ששוויים הכלכלי של סך הנכסים הלא משועבדים אף גבוה יותר. כמו כן, לפי החברה, סכום נוסף של כ- 28 מיליון ₪, צפוי להתקבל עד סוף שנת 2010 בגין מכירת חלק מהקרקע ברמת גן וכן קרקע בטבריה.

### פריסת התחייבויות ללא יורוגלוב



### אופק הדירוג

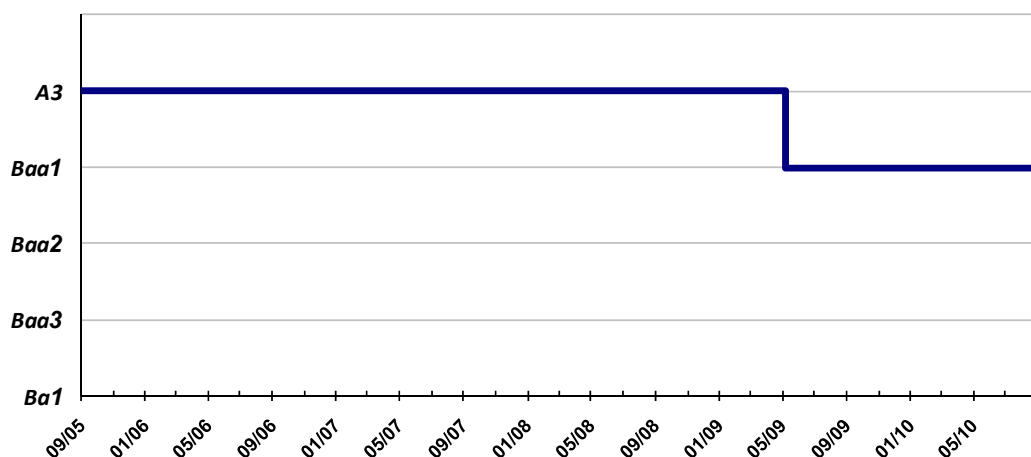
#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף פעילות החברה וקיטון משמעותי בתלות היחסית בפרויקטים בודדים
- שמירה על רמת יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי הנוכחים בחברה לאורך זמן
- עיבוי ההון עצמי

8

#### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה במצבה של חברת יורו-גלוב אשר יש בה כדי להגדיל את חשיפת החברה לפעילותה לרבות השקעת מקורות נוספים ביורו-גלוב, לרבות רכישת אג"ח או נכסים
- אי השלמת עסקת מכירת הנכס במינכן על ידי יורו-גלוב
- קיטון בפעילות החברה
- קיטון משמעותי בנזילות החברה וגמישותה הפיננסית
- ירידה משמעותית באיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי של החברה
- השקעות מהותיות בפעילות עם רמת סיכון אינהרנטית גבוהה מזו הנגזרת מפעילותה הנוכחית
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה ובנזילותה



#### פרופיל החברה

חברת א. לוי השקעות ובניין בע"מ (להלן: "החברה"), פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות וקשורות בשני תחומי פעילות: יזום והקמת פרויקטים למגורים וכן ברכישה, פיתוח והשבחת נכסים מניבים בישראל ובמערב אירופה (גרמניה וצרפת).

החברה התאגדה באוגוסט 1977 על ידי האחים עזרא, אברהם ויונה לוי, כחברה פרטית. בפברואר 1994 הפכה לחברה ציבורית, לאחר הנפקה ראשונה של מניותיה לציבור. כיום, ארבעה בני משפחת לוי מחזיקים בכ- 73% ממניות החברה.

## מושגי יסוד

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

|                                                                                                                                                                 |            |                       |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|-----------------------|
| התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות 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 מאוד.                                                   | <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 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.

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") 2010.

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](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 במישורין 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 שירותי 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.