

# אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

דו"ח מעקב שנתי - יולי 2011

1

## מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר  
[nadavg@midroog.co.il](mailto:nadavg@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)

## אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרה (ISSUE) ודירוג מנפיק (ISSUER)
------------------	----	------------------------------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1 באופק דירוג יציב לסדרות האג"ח שבמחזור וכן ליכולת הפירעון הכוללת (ISSUER) של חברת אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ (להלן: "אלוני חץ", "החברה").

### פירוט סדרות האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	ע.ג. אג"ח במחזור בתוספת הפרשי הצמדה ליום 31.3.2011 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג. ליום 31.3.11 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2013	326,228	מדד	4.75%	263,639	05/11/2001	3900099	אג"ח ג'
2008-2012	150	מדד	4.5%	126	04/12/2003	3900149	אג"ח ד'*
2011-2019	1,504,493	מדד	4.25%	1,305,665	25/02/2007	3900206	אג"ח ו'
	<b>1,830,871</b>						<b>סה"כ</b>

\* אג"ח להמרה אשר נמחקו מהמסחר בחודש מרץ 2011, עקב שווי החזקות נמוך של הציבור.

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נסמכים על מיצובה הפיננסי הטוב של החברה, המאופיין ברמה גבוהה של איתנות וגמישות פיננסית. אלוני חץ נהנית מהחזקה בפורטפוליו חברות איכותי, הכולל בעיקר את חברות PSP, אמות ו-FCR. ממועד הדירוג האחרון רשמו חברות אלו יציבות ואף גידול בפעילות, וכן נמשכה מגמת הגידול בשוויין הסחיה. כתוצאה מכך רושמת החברה שיפור ברמת האיתנות, כפי שבא לידי ביטוי ביחס חוב פיננסי ברמת הסולו המורחב<sup>1</sup> לשווי נכסים לפי שווי שוק, אשר הסתכם בתאריך 31.3.2011 בכ- 46%.

לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הכוללת מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של למעלה מ- 650 מיליון ₪ וכן החזקה במניות סחירות לא משועבדות בשווי של כ- 2.5 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, יש בהיקף המניות הבלתי משועבדות כדי לשמר את הגמישות הפיננסית של החברה גם במקרה של תגודתיות בשווי הסחיר של המניות.

כאמור, החברות המרכזיות שבהחזקת החברה הינן בעלות פרופיל עסקי ופיננסי איכותי, וכתוצאה מכך החברה נהנית מתזרים יציב מפעילות המבוסס על קבלת דיבידנדים מחברות אלו (וכן דמי ניהול מאמות). עם זאת, לחברה הוצאות מטה וריבית בהיקף המגלם יחס כסוי תפעולי (הכנסות תזרימיות לעלויות שוטפות) של כ- 2, אשר הינו גבולי לתנאי הדירוג.

<sup>1</sup> הצגת אמות על בסיס אקוויטי במקום על בסיס איחוד מלא

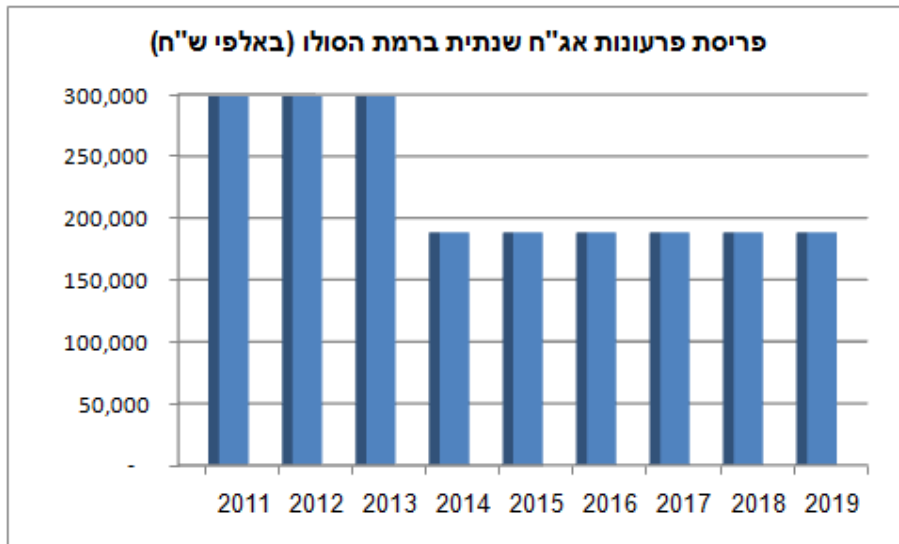


## מידרוג

רמת הפיזור של תיק השקעות החברה הינה בינונית. מהלך החברה בשנה האחרונה למימוש ההחזקה בחברת Equity One (EQY) הגדיל במידת מה את ריכוזיות התיק, זאת על אף שהחזקה זו לא עלתה באף שלב על 10% משווי התיק הכולל. מבחינת ערכי שוק, PSP הינה ההחזקה המשמעותית ביותר של החברה והיא מהווה כ- 40% משווי התיק הכולל. מבחינת תזרים, אמות מהווה את ההחזקה המהותית ביותר של החברה והיא מייצרת לה כ- 37% מסך ההכנסות ברמת הסולו המורחב.

לוח הסילוקין של האג"ח הינו שטוח יחסית ואינו יוצר עומס תזרימי על שנה ספציפית. ההלוואות הבנקאיות מגובות בשעבוד על מניות של חלק מהחברות המוחזקות אשר שויין עולה משמעותית על היקף ההלוואות.

בקביעת הדירוג ואופק הדירוג, מתבססת מידרוג על אסטרטגיית פעילות החברה בעבר לפיה, ביצוע השקעות מהותיות על ידי החברה מומן לא רק על בסיס חוב בלבד.



\* נתוני לוח הסילוקין לשנת 2011 כוללים קרן אג"ח סדרה ו' בסך 185 מיליון ש"ח, אשר נפרעה בחודש פברואר 2011

**אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ (סולו מורחב) - יחסי כיסוי ואיתנות (אלפי ₪):**

IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 31.12.2009	IFRS 31.12.2010	IFRS 31.3.2011	אלפי ₪
78	57	85	88	22	דמי שכירות ואחזקה
212,259	*564,389	218,696	206,396	57,307	דיבידנד מחברות מוחזקות
15,839	16,606	19,384	12,078	3,285	דמי ניהול
<b>228,176</b>	<b>581,052</b>	<b>238,165</b>	<b>218,562</b>	<b>60,614</b>	<b>סה"כ הכנסות תפעוליות שוטפות</b>
20,454	16,259	18,526	25,617	5,986	הנהלה וכלליות
0	4,906	0	0	0	הוצאות אחרות
97,095	95,519	72,570	78,360	25,268	מימון תזרימי נטו
8,689	5,970	1,804	0	0	מס
<b>126,238</b>	<b>122,654</b>	<b>92,900</b>	<b>103,977</b>	<b>31,254</b>	<b>סה"כ הוצאות תזרימיות</b>
<b>101,938</b>	<b>458,398</b>	<b>145,265</b>	<b>114,585</b>	<b>29,360</b>	<b>סה"כ עודף תזרימי</b>
<b>1.81</b>	<b>*4.74</b>	<b>2.56</b>	<b>2.10</b>	<b>1.94</b>	<b>יחס כיסוי תפעולי שוטף**</b>

\* במהלך שנת 2008 קיבלה החברה דיבידנד שאינו שוטף בהיקף של כ- 354 מיליון ₪ מחברה הבת אמות השקעות בע"מ. כתוצאה מכך גבוהים יחסי הכיסוי באופן חריג. \*\* יחס כיסוי תפעולי שוטף - הכנסות תפעוליות שוטפות \ (הנהלה וכלליות, תרומות, מימון ומס)

IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 30.12.2009	IFRS 31.12.2010	IFRS 31.3.2011	אלפי ₪
3,383,376	3,224,021	2,425,866	2,507,166	2,410,938	חוב פיננסי ברוטו
691,644	819,699	55,284	56,043	6,600	יתרות מזומן
2,691,732	2,404,322	2,370,582	2,451,123	2,404,338	חוב פיננסי נטו בניכוי מזומנים
2,171,385	1,702,346	2,272,110	2,714,172	2,808,822	הון עצמי חשבונאי
4,611,803	3,189,637	4,064,631	4,989,812	4,992,496	שווי שוק השקעות סחירות
4,780,027	3,355,302	4,275,255	5,264,275	5,265,895	סה"כ שווי השקעות (לא סחירות וסחירות) לפי שווי שוק (להלן: שווי שוק מותאם)
5,029,354	4,147,017	4,520,656	5,261,957	5,275,043	שווי מאזני של סך ההשקעות
5,786,146	5,035,817	4,768,406	5,342,340	5,324,077	מאזן
<b>יחסי איתנות</b>					
58%	64%	51%	47%	45%	חוב פיננסי ברוטו למאזן
53%	57%	50%	46%	45%	חוב פיננסי נטו למאזן, נטו
38%	34%	48%	51%	53%	הון עצמי למאזן
35%	21%	45%	51%	53%	הון עצמי למאזן בהתחשב בשווי שוק החזקות
67%	78%	54%	48%	46%	חוב פיננסי ברוטו לשווי מאזני של סך השקעות
54%	58%	52%	47%	46%	חוב פיננסי נטו לשווי מאזני של סך השקעות
71%	96%	57%	48%	46%	חוב פיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם
<b>56%</b>	<b>72%</b>	<b>55%</b>	<b>47%</b>	<b>46%</b>	<b>חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם</b>
1.78	1.40	1.80	2.15	2.19	סה"כ שווי השקעות מותאם לחוב פיננסי נטו

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג**

- שיפור ביחסי הכיסוי ובמקורות התזרים התפעולי השוטף
- שיפור ברמת הפיזור ובהיקפו של תיק ההשקעות
- שיפור בפרופיל הפיננסי, לרבות עלייה בשווי האחזקות של החברה לאורך זמן ושיפור ביחסי המינף

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג**

- גידול בסיכון העסקי והפיננסי לאחר ביצוע השקעות חדשות תוך ירידה בגמישות הפיננסית ובנזילות
- אי שימור יחס החוב הפיננסי, נטו, לשווי שוק החזקות מותאם, כך שיעמוד בטווח של 60%.
- ירידה ביחס הכיסוי התפעולי השוטף, נטו, מתחת ל-2. יחס הכיסוי התפעולי השוטף, נטו, מוגדר כסה"כ הכנסות תזרימיות תפעוליות לחלק להוצאות הנה"כ (כולל תרומות), מימון נטו והוצאות מיסים שוטפים

**אודות החברה**

חברת אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ מתמקדת בעיקר בהשקעות ארוכות טווח בתחומי הנדל"ן המניב בישראל, לרבות פיתוח והשבחה של נדל"ן ובהשקעות בחו"ל, במספר מדינות מערביות. נכון למועד דו"ח דירוג זה, פועלת החברה במספר מדינות: ישראל, שוויץ קנדה, ארה"ב ובריטניה.

חברת אמות השקעות בע"מ מהווה את זרוע הנדל"ן המניב של הקבוצה בישראל (שיעור החזקה של כ-60%). אמות עוסקת בהשכרה, ניהול, ייזום ופיתוח של נכסים, במישרין ובאמצעות תאגידים שבשליטתה. במסגרת בחינת אלוני חץ, נבחנים נתוני החברה על בסיס פעילותה העצמאית ובנטרול חברת אמות (סולו מורחב).

**בחו"ל פועלת החברה באמצעות השקעה במספר חברות -**

**בשוויץ** מחזיקה החברה בכ-17% ממניות PSP Swiss Property AG, החברה הציבורית הגדולה ביותר בתחום הנדל"ן המניב, הרשומה למסחר בשוויץ. החברה מהווה את בעל המניות הגדול ביותר ב-PSP.

**בארה"ב** מחזיקה החברה בכ-2% ממניות Equity One INC, חברה ציבורית אמריקאית, המחזיקה בנדל"ן מניב להשכרה.

**בקנדה** מחזיקה החברה בכ-13% ממניות First Capital Realty INC, חברה ציבורית קנדית המחזיקה בנדל"ן מניב להשכרה בקנדה. בנוסף, מחזיקה החברה בכ-10% מחברת Gazit America INC, חברה ציבורית קנדית המחזיקה

בכ-13% מהון המניות של Equity One INC ובמספר נכסי נדל"ן מניב (משרדים רפואיים) בקנדה.

**בבריטניה** מחזיקה החברה בכ-25% מקרן נדל"ן בריטית, ברוקטון קפיטל, ובנוסף בכ-9% בחברת הניהול, שהינה השותף המנהל של הקרן וכ-5% בברוקטון קפיטל II.

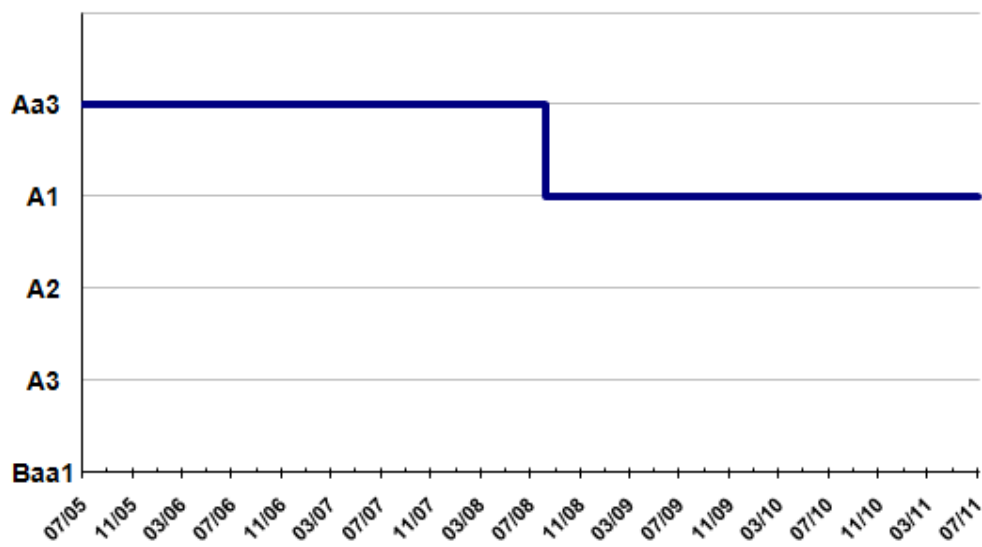
### מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

### היסטוריית הדירוג



## רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

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

**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 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.





דו"ח מספר: CRA110711000M

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") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 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 (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.