



אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - מרץ 2010

1

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

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

בהמשך לפעולת הדירוג מיום 28.12.2009, מודיעה מידרוג על מתן דירוג A1 להרחבת סדרת אגרות חוב סדרה ו' של חברת אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ (להלן: "אלוני חץ", "החברה"), בסך של עד 200 מיליון ₪ ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. תמורת הגיוס תשמש לפעילותה השוטפת של החברה.

הדירוג ואופק הדירוג ניתנים לכלל סדרות אגרות החוב במחזור והם מתייחסים גם ליכולת הפירעון הכוללת של החברה (ISSUER).

פירוט סדרות האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון הקרן	יתרה לתאריך 30.09.09 כולל הצמדה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. באלפי ₪ לתאריך 30.09.2009	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2006 - 2013	525,978	מדד	4.75%	439,398	05/11/2001	3900099	סדרה ג'
2008 - 2012	11,404	מדד	4.50%	9,936	04/12/2003	3900149	סדרה ד'
2011 - 2019	1,352,942	מדד	4.25%	1,213,731	25/02/2007	3900206	סדרה ו'
	1,890,324			1,663,065			סה"כ

* סדרה ד' הינה סדרת אג"ח להמרה.

** במהלך חודש נובמבר 2009, פרעה החברה סך של כ-89 מיליון ₪ ע.ג. (כ-106 מיליון ₪ כולל הצמדה). עיקרן מאגרות החוב סדרה ג' והנפקה 90 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח סדרה ו' תמורת כ-100 מיליון ש"ח.

דירוג החברה ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נסמכים על מיצובה הפיננסי הטוב של החברה, הכולל רמת נזילות טובה וגמישות פיננסית גבוהה.

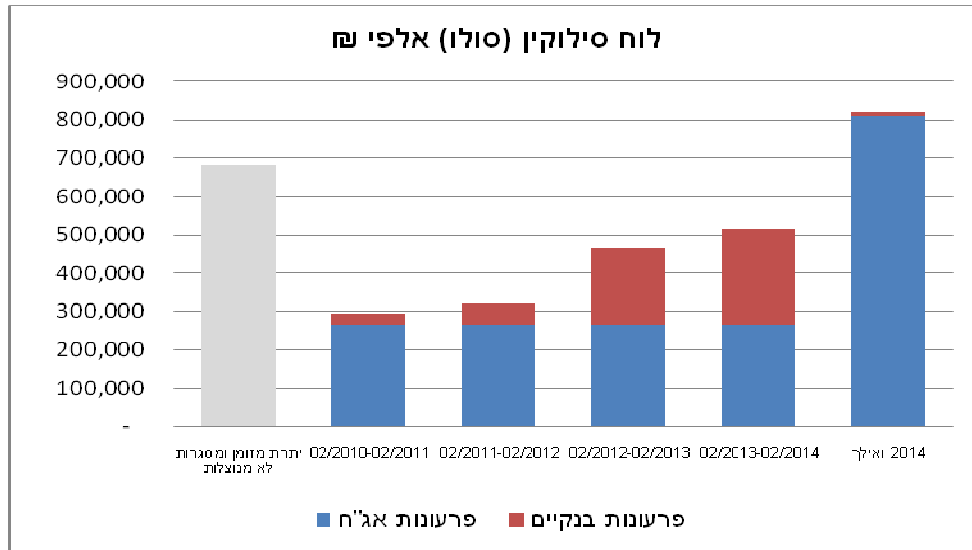
ניתוח הנזילות מתחשב במסגרות אשראי בלתי מנוצלות, בסכום העולה על חצי מיליארד ₪, וכן כ-50 מיליון ₪ יתרות מזומן. הגמישות הפיננסית מבוססת על החזקה במניות סחירות לא משועבדות בשווי של כ-1.8 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, היקף המניות הבלתי משועבדות יש בו כדי לשמר את הגמישות הפיננסית אף במקרה של תנודתיות בשווי הסחיר של המניות.

ההחזקות המרכזיות של החברה (אמות, PSP, FCR) הינן חברות בעלות פרופיל עיסקי ופיננסי טוב. חברות מוחזקות אלו הציגו יציבות יחסית בתקופת המשבר הפיננסי ובהתאם, נהנתה החברה מתזרים יציב, המבוסס בעיקר על קבלת דיבידנדים מחברות מוחזקות אלו.

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 שווין עולה משמעותית על היקף ההלוואות.

אופק הדירוג היציב אף נסמך על פעולות והצלחת החברה לשפר את מיצובה הפיננסי, בין היתר, על ידי הורדת רמת המינוף; ירידה בתנודתיות השווי הסחיר של ההחזקות העיקריות של החברה, תוך שיפור ביחס שווי ההשקעות המותאם לעומת החוב הפיננסי נטו. להערכת מידרוג, שיפור זה מגן על החברה מפני תנודתיות בשווי הסחיר של המוחזקות (למעלה מ-10%), מבלי לחרוג מהיחס התואם את דירוגה. בקביעת אופק הדירוג היציב, מתבססת מידרוג על אסטרטגיית פעילות החברה בעבר לפיה, ביצוע השקעות מהותיות על ידי החברה מומן לא רק על בסיס חוב בלבד.

התפלגות פירעונות קרן אג"ח והלוואות בנקאיות של החברה (סולו) - אלפי ₪



* נתוני לוח הסילוקין לוקחים בחשבון את הנפקת אגרות החוב בהיקף של כ- 90 מיליון ₪ ע.ג. מחודש נובמבר 2009.

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

IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 30.09.2009	אלפי ₪
78	57	63	דמי שכירות ואחזקה
212,259	564,389	183,566	דיבידנד מחברות מוחזקות
15,973	16,606	14,138	דמי ניהול
228,310	581,052	197,767	סה"כ הכנסות תפעוליות שוטפות
320,350	70,261	274,398	תמורה ממימוש השקעות ומירידה בשיעור אחזקה בחברות מוחזקות
-135	3,396	2,687	הכנסות אחרות, נטו
320,215	73,657	277,085	סה"כ הכנסות מימוש השקעות
548,525	654,709	474,852	סה"כ הכנסות תזרימיות
20,454	16,259	13,200	הנהלה וכלליות
3,387	3,055	1,145	תרומות
97,095	95,519	52,274	מימון תזרימי נטו
2,982	5,970	1,951	מס
123,918	120,803	68,570	סה"כ הוצאות תזרימיות
יחסי כיסוי			
104,392	460,249	129,197	תזרים תפעולי שוטף
1.84	4.81	2.88	יחס כיסוי תפעולי שוטף
4.4	5.4	6.9	יחס כיסוי תפעולי כולל

-> 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)

** יחס כיסוי תפעולי כולל - הכנסות תפעוליות שוטפות כולל תמורה ממימוש אחזקות \ (הנהלה וכלליות, תרומות ומימון ומס)

IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 30.09.2009	אלפי ₪
3,383,376	3,224,021	2,546,813	חוב פיננסי ברוטו
691,644	819,699	232,114	יתרות מזומן
2,691,732	2,404,322	2,314,699	חוב פיננסי נטו בניכוי מזומנים
2,171,385	1,702,346	2,019,307	הון עצמי חשבונאי
4,611,803	3,189,637	3,796,994	שווי שוק השקעות סחירות
4,780,027	3,355,302	4,001,713	סה"כ שווי השקעות (לא סחירות וסחירות) לפי שווי שוק (להלן: שווי שוק מותאם)
5,029,354	4,147,017	4,416,733	שווי מאזני של סך ההשקעות
5,786,146	5,035,817	4,695,799	מאזן
יחסי איתנות			
58%	64%	54%	חוב פיננסי ברוטו למאזן
53%	57%	52%	חוב פיננסי נטו למאזן, נטו
38%	34%	43%	הון עצמי למאזן
33%	18%	34%	הון עצמי למאזן בהתחשב בשווי שוק החזקות
67%	78%	58%	חוב פיננסי ברוטו לשווי מאזני של סך השקעות
54%	58%	52%	חוב פיננסי נטו לשווי מאזני של סך השקעות
71%	96%	64%	חוב פיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם
56%	72%	58%	חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם
1.78	1.40	1.73	סה"כ שווי השקעות מותאם לחוב פיננסי נטו

במהלך ניתוח הדירוג של החברה נבדקו על ידי מידרוג יחסי האיתנות בהתבסס על נתונים שהוצגו על ידי החברה, שאינם סקורים או מבוקרים, ליום 31 בדצמבר 2009, אשר הראו שיפור בתוצאות החברה.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור בפרופיל הפיננסי, לרבות עלייה בשווי האחזקות של החברה לאורך זמן ושיפור ביחסי המינוף
- שיפור ביחסי הכיסוי ובמקורות התזרים התפעולי השוטף

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 (להלן: "אלוני חץ" או "החברה") 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. בישראל מהווה חברת אמות השקעות בע"מ (להלן: "אמות") את זרוע הנדל"ן המניב של הקבוצה בישראל (שיעור החזקה של כ - 60%). אמות עוסקת בהשכרה, ניהול ואחזקה, ייזום, פיתוח ומכירה של נכסים בארץ ובחו"ל, במישרין ובאמצעות תאגידים שבשליטתה וכן ברכישה, בייזום ופיתוח לשימושים עצמיים ולצרכי השכרה של מקרקעין, הנמצאים כיום בבעלותה. במסגרת בחינת אלוני חץ, נבחנו נתוני החברה על בסיס פעילותה העצמאית ובנטרול חברת אמות (סולו מורחב).

בחול' פועלת החברה באמצעות השקעה במספר חברות -

בארה"ב מחזיקה החברה בכ - 5% 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 - 16% מהון המניות של Equity One INC ובמספר נכסי נדל"ן מניב (משרדים רפואיים) בקנדה.

בשוויץ מחזיקה החברה בכ - 18% 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. **בבריטניה** מחזיקה החברה בכ - 25% מקרן נדל"ן בריטית, ברוקטון קפיטל, ובנוסף בכ - 11% בחברת הניהול, שהינה השותף המנהל של הקרן.

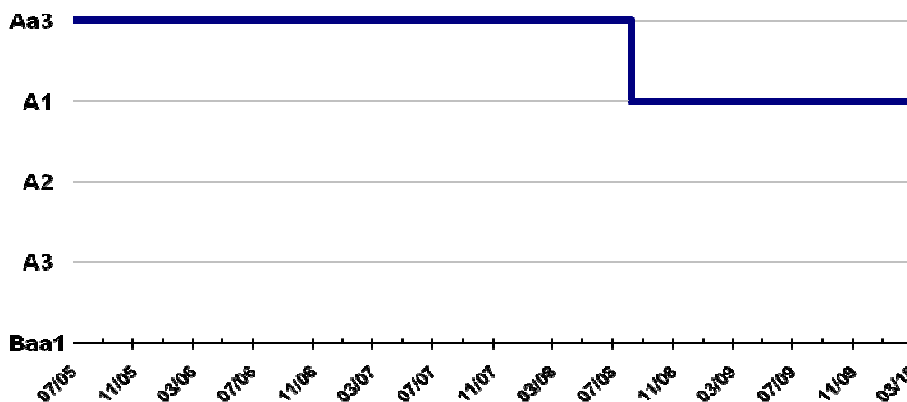
דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

היסטוריית הדירוג



נגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700. פקס 03-6855002. www.midroog.co.il

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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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. 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. דירוגי 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.