



# אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2014

1

**מחבר:**

בועז בן שטרית - אנליסט  
[boazb@midroog.co.il](mailto:boazb@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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



## אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A2	דירוג סדרה
-------------------	-----------	------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק דירוג יציב לסדרות אג"ח א' ו- ב' שבמחזור של חברת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן" או "החברה"). כמו-כן, מאשרת מידרוג את הדירוג האמור להנפקת אגרות חוב בהיקף של עד 200 מ' ש. ע.ג. במסגרת הרחבת סדרה ו/או הנפקת סדרה חדשה. תמורת ההנפקה תשמש למיחזור חוב ולפעילות השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 9.4.2014, למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרות האג"ח המדורגות של החברה:

יטרת שנות פירעון האג"ח	יטרת שנות פירעון האג"ח	ערך בספרים של יטרת האג"ח ליום 31.12.13 מיליוני ₪	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה סקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2014-2017		182.4	מדד	4.80%	יול-07	3870078	אג"ח א'
2015-2020		691.4	מדד	4.80%	אוג-12	3870094	אג"ח ב'

873.8

סה"כ

להרחבה על שיקולי הדירוג הנכס מופנים לדוח פעולת הדירוג מחודש נובמבר 2013.<sup>1</sup>

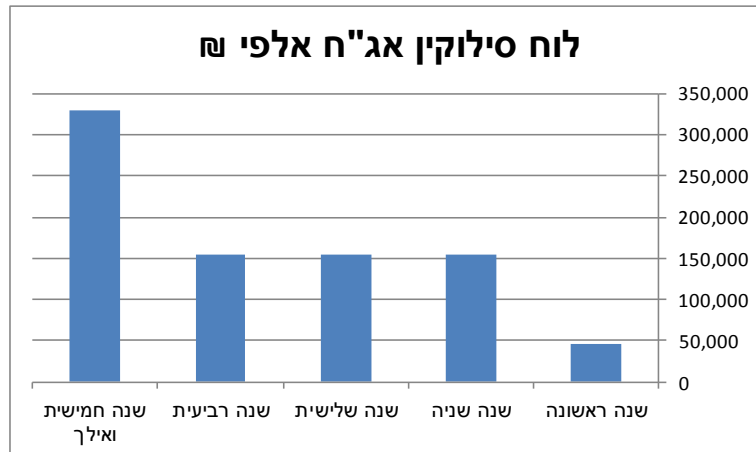
<sup>1</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג: [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (א' ש)

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	
626,329	755,305	818,450	905,940	סה"כ הכנסות מפעילות
90,642	89,051	56,112	59,361	רווח מהפעלת מלון (לא כולל פחת)
235,575	266,462	275,172	257,545	רווח משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
9,102	25,304	10,956	6,320	רווח ממכירת דירות
335,319	380,817	342,240	323,226	רווח מפעילות (גולמי)
410,984	454,687	332,858	328,218	רווח תפעולי
245,004	189,709	165,840	141,506	רווח (הפסד) נקי
179,793	147,187	207,800	121,859	יתרות נדילות
4,227,514	5,317,805	6,354,821	6,315,338	חוב פיננסי
4,047,721	5,170,618	6,147,021	6,193,479	חוב פיננסי נטו
7,204,734	8,774,382	10,265,943	10,414,486	CAP
7,024,941	8,627,195	10,058,143	10,292,627	CAP נטו
2,316,168	2,583,527	2,942,118	3,055,194	הון עצמי
7,580,681	9,164,936	10,639,663	10,801,290	מאזן בניטרול מקדמות מרוכשי דירות
58.7%	60.6%	61.9%	60.6%	חוב ל- CAP
57.6%	59.9%	61.1%	60.2%	חוב נטו ל- CAP נטו
30.6%	28.2%	27.7%	28.3%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
197,427	219,330	177,240	150,578	FFO מתוקנן*
21.4	24.2	35.9	41.9	חוב ל- FFO מתוקנן
20.5	23.6	34.7	41.1	חוב נטו ל- FFO מתוקנן

\* תשלום הריבית על אג"ח א', ע"ס 10.3 מיליון ש"ח, שהיה מיועד להתבצע בתאריך 31.12.11 (שיצא יום שבת) נדחה מטעמים טכניים ל- 1.1.12. בשל כך, תקנן ה- FFO כולל החזרת תשלום הריבית לסכום של 2012 והפחתתו משנת 2011. כמו-כן, אנו עורכים התאמה ל- FFO של שנת 2013 לאור הכרה בהוצאות חד פעמיות שאינן תזרימיות.  
\*\* יצוין כי נתוני החברה לשנים 2010-2011 הינם טרם אימוץ התקינה החשבונאית IFRS11 ו- IAS19 ומשך-יתכנו פערים השוואתיים בין התקופות

מידרוג מציינת כי יחסי הכיסוי של החברה אינם הולמים את רמת הדירוג הנוכחי ומושפעים לרעה לאור השקעות יזום מהותיות בשני מלונות - קונסרבטוריום וקפה רויאל. בהתאם לתחזיות החברה הרווח התפעולי מהמלונות אינו משקף עדיין עודף תפעולי מיצג וצפוי להשתפר: מלון קפה רויאל נמצא בשנת הפעלתו הראשונה-שנה שנת הרצה והכרות, מלון קונסרבטוריום נמצא בשנת הפעלתו המלאה הראשונה. מידרוג מצפה, בהתאם לתחזיות החברה, כי יחסי הכיסוי ישתפרו.



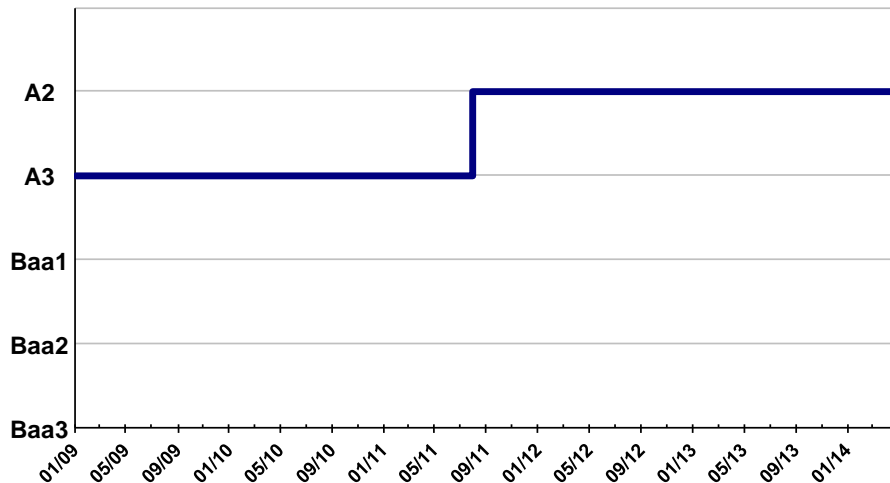
**אופק הדירוג**

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- שיפור בתזרים המזומנים המתקבל מנכסים מניבים ומלונאיים, אשר יוביל לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי;
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים;

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג**

- השקעה בנכסים ממקורות עצמיים, בהיקף שיפגע משמעותית בנזילות ו/או בגמישות הפיננסית של החברה;
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישפיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה;
- אי שיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן;
- אי עמידה בתחזיות החברה כפי שנמסרו למידרוג, לרבות ההשקעות הצפויות בנכסים;



פרופיל החברה

אלרוב נדל"ן פועלת בתחומי נדל"ן מניב להשקעה ומלונאות בארץ ובחו"ל. פעילותה של החברה בתחום הנכסים להשקעה בחו"ל נעשית באמצעות חברת *Property Investment Holding B.V.* (חברה בת, המוחזקת בשיעור של 76%), האחראית לאיתור השקעות בנכסי נדל"ן מניב, השכרתם וניהולם. עיקר נכסי החברה המניבים בחו"ל ממוקמים בשוויץ ומיעוטם ממוקמים בצרפת. פעילותה של החברה בתחום המלונאות בחו"ל נעשית באמצעות *Locka Holding BV* (חברה בת, המוחזקת בשיעור 80%). כיום כוללת הפעילות המלונאית בחו"ל החזקה והפעלה של מלון *Lutetia* בפריז, מלון הקונסרבטוריון באמסטרדם ומלון קפה רויאל בלונדון. בעל השליטה באלרוב נדל"ן הינו מר אלפרד אקירוב המחזיק בחברה בעיקר באופן עקיף באמצעות חברת אלרוב ישראל בע"מ, אשר מחזיקה כ-77% ממניות החברה.

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)

תאריך הדוח הקודם: 07.11.2013

תאריך הדוח: 09.04.2014

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

**סולם דירוג התחייבויות**

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 מאד.
	<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 מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד 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 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") 2014.

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 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 מניפק, 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 שהמניפקים 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.