



אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2011

1

מחבר:

נדב גורן - אנליסט בכיר
nadavq@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
ranq@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

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

בהמשך לדוח המעקב השנתי מחודש אוגוסט 2011, מודיעה מידרוג על אישור מחדש של דירוג A2 באופק דירוג יציב לסדרת אג"ח א' שבמחזור של חברת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן" או "החברה") וכן מאשרת דירוג דומה לגיוס סך של עד 215 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרה א'.

להלן פירוט סדרות האג"ח המדורגות של החברה*:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.9.11 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	3870078	יול-07	4.80%	מדד	**135	2012-2017

* לחברה סדרת אג"ח להמרה שאינה מדורגת, אשר יתרתה למועד הדוח עומדת על כ- 190 מיליון ₪ ע.ג.

** מוצג בניכוי יתרת האג"ח, המוחזקת ע"י חברות הקבוצה, בהיקף של כ- 68 מיליון ₪ ע.ג. נכון ל- 30.9.11

ממועד דוח הדירוג האחרון שמרה החברה על יציבות בפעילותה. נתוני הפעילות תואמים את הנחות מידרוג ותומכים בדירוג. להרחבה נוספת ביחס לפעילות החברה ראה דוח דירוג מחודש אוגוסט 2011.

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

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.9.2011	גיוס אג"ח**	פרופורמה לאחר גיוס אג"ח	
156,265	142,331	291,907	269,499			הכנסות מהפעלת מלון
210,343	262,342	279,500	236,088			הכנסות משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
50,831	73,278	54,922	45,945			הכנסות ממכירת דירות
417,439	477,951	626,329	551,532			סה"כ הכנסות מפעילות
71,001	32,869	90,642	65,008			רווח מהפעלת מלון (לא כולל פחת)
171,623	221,759	235,575	195,965			רווח משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
17,908	23,120	9,102	19,647			רווח ממכירת דירות
260,532	277,748	335,319	280,620			רווח מפעילות שוטפת
17,335	242,347	410,984	292,778			רווח תפעולי*
-51,930	218,837	245,004	167,724			רווח (הפסד) נקי
157,745	177,661	179,793	158,648			יתרות נזילות
3,464,463	3,754,564	4,227,514	5,333,818	250,000	5,583,818	חוב פיננסי
3,306,718	3,576,903	4,047,721	5,175,170	250,000	5,425,170	חוב פיננסי נטו
5,366,399	5,855,564	7,204,734	8,581,373	250,000	8,831,373	CAP
5,208,654	5,677,903	7,024,941	8,422,725	250,000	8,672,725	CAP נטו
1,504,650	1,738,315	2,316,168	2,492,674	-	2,492,674	הון עצמי
5,746,355	6,222,516	7,622,397	8,926,936	250,000	9,176,936	סך מאזן
5,634,946	6,172,426	7,580,681	8,912,630	250,000	9,162,630	מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
64.6%	64.1%	58.7%	62.2%		63.2%	חוב ל- CAP
63.5%	63.0%	57.6%	61.4%		62.6%	חוב נטו ל- CAP נטו
26.2%	27.9%	30.4%	27.9%		27.2%	הון עצמי למאזן
26.7%	28.2%	30.6%	28.0%		27.2%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
20,873	142,552	197,331	148,245			FFO
88,473						FFO מתוקן
166.0	26.3	21.4	27.0			חוב ל- FFO במונחים שנתיים
158.4	25.1	20.5	26.2			חוב נטו ל- FFO במונחים שנתיים
39.2						חוב ל- FFO מתוקן במונחים שנתיים

* כולל, בין היתר, רווחי שערור, רווח(הפסד) מני"ע, הוצאות פחת והנה"כ ** אומדן הגידול בחוב בעקבות הגיוס על בסיס העג. מתואם למדד

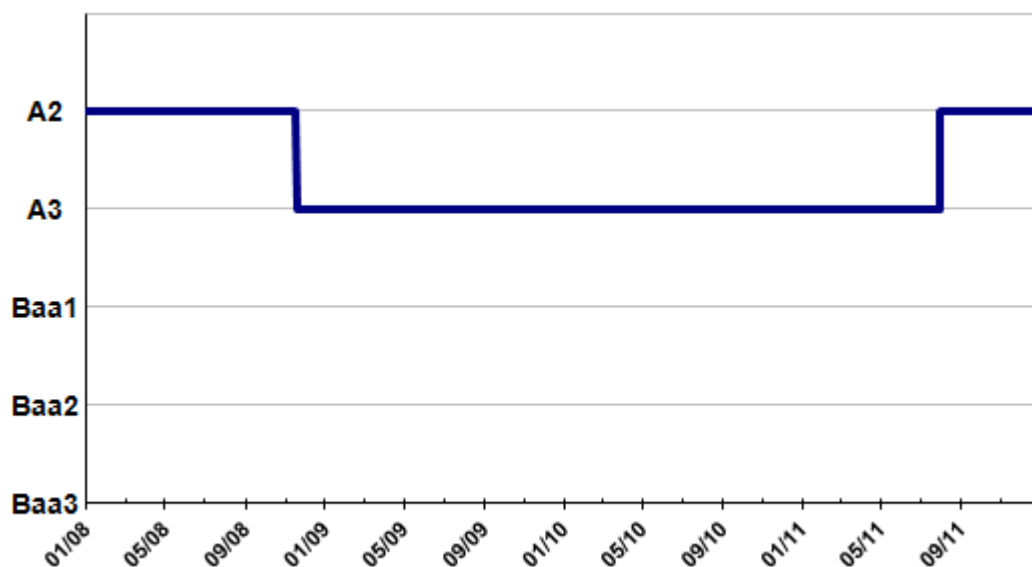
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים המתקבל מנכסים מניבים;
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית;
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים;

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- השקעה בנכסים ממקורות עצמיים, בהיקף שיפגע משמעותית בגמישות הפיננסית של החברה;
- אי עמידה בתחזיות השלמת הפרויקטים המלונאיים והפעלתם;
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שיספיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה;
- גריעה ביחסי הכיסוי כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי, הפסדים תזרימיים מפעילות בנגזרים פיננסיים ואחרים;

היסטוריית דירוג



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 וכן פיתוח שני נכסים באמסטרדם ובלונדון והסבתם למלונות יוקרה. 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

[דוח הדירוג האחרון מחודש אוגוסט 2011](#)

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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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") 2011.

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. 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 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 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.