



# אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

מעקב שנתי | אפריל 2010

1

**מחבר:**

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

**אנשי קשר:**

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

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A3	דירוג סדרה
-------------------	-----------	------------

**מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרת אג"ח א' שבמחזור, אותה הנפיקה חברת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן" או "החברה") ומעלה את אופק הדירוג משלילי ליציב.**

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.2009 (אלפי ש"ח)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	עג ליום 31.12.09 (אלפי ש"ח)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח*
2012-2017	*124,601	מדד	4.8%	184,606	7/2007	3870078	אג"ח א'

\* מוצג בניכוי יתרת האג"ח, המוחזקת ע"י חברות הקבוצה, בהיקף של כ- 70.9 מיליון ש"ח. בשווי כ- 78.3 מיליון ש"ח.

**אישור מחדש של דירוג הסדרה נתמך**, בין היתר, מקיומו של תזרים פרמננטי יציב מנכסים מניבים, אשר גדל כתוצאה מתחילת הפעלתם של נכסים מניבים שפיתוחם הסתיים; שיעורי התפוסה בנכסי החברה גבוהים בד"כ והם מושכרים לשוכרים בעלי יציבות פיננסית; יכולת החברה לבצע באופן שוטף מימוש נכסים ומימון מחדש לנכסים בחו"ל; נזילות החברה הינה סבירה, בהתחשב במסגרות האשראי הבלתי מנוצלות מהבנקים וכן מהיקף התזרים הפרמננטי שהחברה מייצרת מנכסיה; לחברה שווי עודף לנכסיה, שאינו נזקף בדוחות הכספיים, אשר יש בו כדי להגדיל את גמישותה הפיננסית של החברה ולשפר את יחסי איתנותה; דירוג החברה מתחשב בהשקעות המשמעותיות הצפויות בשנים הקרובות, לצורך הרחבת הפעילות בתחום המלונאות ובעיקר - בהסבת הנכס המלונאי בלונדון.

**שינוי האופק משלילי ליציב נובע**, בין היתר, לאור השמירה על יציבות במרבית פעילויותיה של החברה ואף שיפור בחלק ממדדיה הפיננסיים; שוקי פעילות החברה המרכזיים (ישראל ושוויץ) מראים יציבות כלכלית.

החברה פעלה להקטנת היקף החשיפה של החברה לתנודתיות בשע"ח של השקל מול הדולר במסגרת השקעותיה בנגזרים פיננסיים. עם זאת, לחברה עדיין קיימת חשיפה לתנודתיות שע"ח של השקל מול דולר ארה"ב, במסגרת השקעותיה בנגזרים פיננסיים, אשר עלולה לגרום להפסדים חשבונאיים ותזרימיים, וכן חשיפה לתנודתיות בשוק ני"ע בשל היקף השקעותיה.

### הרחבת הפעילות בתחום המלונאות תוביל להשקעות מהותיות במספר נכסים עיקריים

במהלך 2009 המשיכה החברה לפעול בהתאם לאסטרטגיה שקבעה לה, להרחבת הפעילות בתחום המלונאות. כיום מפעילה החברה 578 חדרים וסוויטות במלונות מצודת דוד וממילא בירושלים.

בחול' פועלת החברה בתחום, באמצעות חברה בת Locka Holdings B.V. (להלן "Locka"), להסבת 2 נכסים הממוקמים באמסטרדם ובלונדון למלונות יוקרה ולשטחים מסחריים. בנכס באמסטרדם (כ- 130 חדרים) השקיעה החברה עד כה, ממקורותיה העצמיים ומניצול מסגרת האשראי המאושרת, כ- 71 מיליון אירו, מהם 50 מיליון אירו לרכישת הזכויות בנכס וכ- 21 מיליון אירו לביצוע עבודות הסבה. להערכת החברה, כלל עלויות הסבת הנכס צפויות לעמוד על כ- 60 מיליון אירו (לעומת הערכה קודמת של כ- 50 מיליון אירו). נכון למועד הדו"ח הגיעה החברה להסכמות עם תאגיד בנקאי ישראלי, להעמדת הלוואה בגובה של עד 70 מיליון אירו, למימון עבודות ההסבה. העבודות בנכס צפויות להסתיים ברבעון הראשון של 2011.

בנכס בלונדון (144-160 חדרים) השקיעה החברה עד כה, ממקורותיה העצמיים ומניצול מסגרת האשראי המאושרת, כ- 17 מיליון ליש"ט. כמחצית מהסכום שימשה לתשלום על חשבון עלות חכירת הנכס, שנקבעה על סך כולל של כ- 88.9 מיליון ליש"ט, וכמחצית שימשה לביצוע עבודות הסבה, המוערכות על ידי החברה בכ- 75 מיליון ליש"ט. עיקר התשלום עבור חכירת הקרקע אמור להתבצע שנתיים לאחר סיום עבודות הפיתוח וההסבה או ביום 30.6.2014, לפי המוקדם מבין השניים. כלל ההשקעה בנכס צפויה להיעשות ממקורותיה העצמיים של החברה.

כמו כן, החברה הודיעה ביום 21.4.2010 כי Locka חתמה על הסכם אופציה לרכישת 100% ממניות חברה המחזיקה במלואו בנכס מלונאי מניב באירופה. בהקשר זה, הוסבה הערבות הבנקאית בסך 10 מיליון אירו, שהמציאה החברה לטובת Locka, להלוואה באותו הסכום. סכום זה הופקד על ידי Locka בחשבון נאמנות לטובת המוכר. על פי החלטה שנתקבלה בפברואר 2010, התחייבה החברה להעמיד עבור Locka הלוואה או ערבות בסך 130-160 מיליון אירו לצורך מימון הרכישה, היה והעסקה תצא לפועל.

### מתחם ממילא ירושלים - הנבה מלאה של השדרה המסחרית ותחילת הנבה של המלון

החברה יזמה את הקמתו של פרויקט פיתוח האזור המסחרי במתחם ממילא בירושלים, הכולל שדרת חנויות יוקרתית, מלון בן 194 חדרים וסוויטות, ופרויקט מגורי יוקרה, הכולל 49 דירות ב- 6 מבני מגורים. לאחר שנפתח ביולי 2008, השלימה החברה במהלך שנת 2009 את שיווקן של החנויות בשדרה המסחרית. דמי השכירות משטחי המסחר הסתכמו בשנת 2009 ב- 30.7 מיליון ש"ח בהשוואה ל- 21 מיליון ש"ח בשנת 2008. כמו כן, הושלמה הקמתו של מלון ממילא, אשר נפתח ביולי 2009. המלון טרם מציג איזון תפעולי. בנוסף, הושלמה כמעט לחלוטין בניית מבני המגורים. מתוך 49 הדירות שבמתחם נמכרו עד ליום 31.12.2009 21 דירות, לאחר שבמהלך 2009 נמכרה דירה אחת בלבד. לאחר תאריך המאזן נחתמו 2 חוזי מכירה נוספים של דירות בפרויקט, תמורת 48 מיליון ש"ח. קצב המכירות האיטי בפרויקט הושפע מהמיתון הכלכלי העולמי אשר פגע בעיקר בתושבי חוץ, המהווים את קהל היעד לרכישת דירות בפרויקט. נכון ליום 31.12.2009 נחתמו חוזים למכירת דירות בסך כ- 183 מיליון ש"ח, ובוצעה השקעה בהיקף של כ- 232 מיליון ש"ח. יתרת העלויות להשקעה נאמדות בכ- 16 מיליון ש"ח. כמו כן, החברה מעריכה את היקף ההכנסות ממכירת כל הדירות בפרויקט בכ- 399 מיליון ש"ח ואת הרווח הגולמי בכ- 151 מיליון ש"ח.

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז [דוח המעקב האחרון](#) שנערך בנובמבר 2008.

**נתוני דו"ח רווח והפסד**

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	
159,560	156,265	142,331	הכנסות מהפעלת מלון
173,080	202,277	253,808	הכנסות משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
-	50,831	73,278	הכנסות ממכירת דירות
7,447	8,066	8,534	הכנסות מתחזוקה- דיור מוגן
<b>340,087</b>	<b>417,439</b>	<b>477,951</b>	<b>סה"כ הכנסות מפעילות</b>
74,984	71,001	32,869	רווח מהפעלת מלון
137,994	171,623	221,759	רווח משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
-	17,908	23,120	רווח ממכירת דירות
<b>212,978</b>	<b>260,532</b>	<b>277,748</b>	<b>רווח מפעילות</b>
247,460	5,227	7,899	רווח ממימוש מקרקעין
275	3,694	-4,322	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות כלולות
58,082	-111,550	61,295	רווח (הפסד) מניירות ערך ומאחרים
-25,280	-36,151	-41,511	הוצאות הנהי"כ
-60,078	-64,219	-92,888	הוצאות פחת
<b>433,437</b>	<b>57,533</b>	<b>208,221</b>	<b>רווח תפעולי</b>
-140,504	-115,286	-54,741	הכנסות (הוצאות) מימון
-67,391	3,214	43,078	הטבת מס (מיסים על הכנסה)
<b>225,542</b>	<b>-54,539</b>	<b>196,558</b>	<b>רווח (הפסד) נקי</b>

**גידול בהכנסות וברווח מפעילות כתוצאה מגידול במצבת הנכסים המניבים**

בשנת 2009 חל גידול של כ- 14% ביחס לשנת 2008 בהכנסות החברה מפעילות, בעיקר כתוצאה מהגבה מלאה של מספר נכסי נדל"ן בשווייץ, בצרפת ובישראל אשר נרכשו או הסתיימה בנייתם במהלך 2008, וכן כתוצאה מגידול בהכנסות מהמרכז המסחרי בממילא, עם השלמת שיווק כל השטחים המסחריים.

ברווח מפעילות חל גידול מתון יותר, בשיעור של כ- 6.6% ביחס לשנת 2008, בעיקר עקב השחיקה ברווחיות בתחום המלונאות. במהלך שנת 2009 חלה ירידה בשיעורי התפוסה במלון מצודת דוד, כתוצאה מהמצב הביטחוני ששרר בישראל וכתוצאה מהמשבר הכלכלי העולמי.

**שיפור ברווח התפעולי בעיקר כתוצאה מרישום רווחים מני"ע**

בשנת 2009 רשמה החברה רווח תפעולי בסך כ- 208 מיליון ש"ח לעומת כ- 58 מיליון ש"ח בשנת 2008. עיקר השיפור הושג כתוצאה מסעיף רווח מני"ע ואחרים. בשנת 2009 רשמה החברה רווח בסעיף זה של כ- 61 מיליון ש"ח, הכולל רווח מני"ע של כ- 72 מיליון ש"ח, בניכוי הפרשה לירידת ערך נדל"ן להשקעה בסך 11 מיליון ש"ח. ההפסד הגבוה מני"ע ואחרים בשנת 2008 נבע בעיקרו בשל מהפרשה לפסק בורר בסך כ- 68 מיליון ש"ח והפסד מני"ע בסך כ- 57 מיליון ש"ח, בתוספת הפרשה לירידת ערך נדל"ן להשקעה, כנגד קיזוז רווח מפירעון מוקדם של אג"ח. נכון ליום 31.12.2009 שווי תיק ני"ע של החברה עומד על כ- 117.2 מיליון ש"ח וכולל בעיקר השקעה במניות בנק הפועלים (כ- 95%).

### ירידה בעלויות המימון נטו וגידול בהטבת מס

בשנת 2009 הסתכמו עלויות המימון נטו של החברה בכ- 54.7 מיליון ש"ח לעומת כ- 115.3 מיליון ש"ח בשנת 2008, זאת הן בשל גידול בהכנסות המימון והן בשל קיטון בהוצאות המימון. הגידול בהכנסות המימון נבע בעיקרו מרווח בסך כ- 19.2 מיליון ש"ח, כתוצאה מפירעון חלקי מוקדם של הלוואות Non recourse מתאגידים זרים, אשר ניתנו למימון הרכישה של 8 נכסים בשוויץ וכן מרווחים בגין מכשירים פיננסיים של ש"ח/ש"דולר. הקיטון בהוצאות המימון נבעו מירידה בשיעורי הריבית של הלוואות החברה בארץ בחו"ל וירידה בתשלומי ריבית על אג"ח, בשל הקיטון בהיקף הסדרה הסחירה, לאור הרכישות העצמיות שביצעה החברה במהלך שנת 2008.

החברה רשמה בשנת 2009 הטבת מס בסך כ- 43 מיליון ש"ח, כתוצאה מחקיקת חוק ההתייעלות הכלכלית, שקבעה תוואי לירידה בשיעורי מס החברות בשנים הקרובות, ואשר הביאה לקיטון בחבות המס הנדחה של החברה.

### נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	
322,153	157,745	177,661	יתרות נזילות
2,503,485	3,464,463	3,754,564	חוב פיננסי
2,181,332	3,306,718	3,576,903	חוב פיננסי נטו
3,677,401	4,613,974	5,057,790	CAP
3,355,248	4,456,229	4,880,129	CAP נטו
986,849	928,677	1,128,862	הון עצמי
4,042,871	4,993,930	5,424,742	סך מאזן
3,917,578	4,882,521	5,374,652	מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
68.1%	75.1%	74.2%	חוב ל- CAP
65.0%	74.2%	73.3%	חוב נטו ל- CAP נטו
24.4%	18.6%	20.8%	הון עצמי למאזן
25.2%	19.0%	21.0%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
108,659	124,514	140,966	מזומנים נטו שנבעו (שימוש) לפעילות שוטפת
35,393	20,873	142,552	FFO
88,393	118,473		FFO מתוקנן
70.7	166.0	26.3	חוב ל- FFO
61.6	158.4	25.1	חוב נטו ל- FFO
28.3	29.2		חוב ל- FFO מתוקנן

### התייצבות ביחסי האיתנות

במהלך שנת 2009 חל גידול של כ- 290 מיליון ש"ח בהיקף ההתחייבויות הפיננסיות של החברה, בעיקר בשל הגדלת אשראי לז"ק, הכולל גידול במסגרת האשראי לז"ק המנוצלת בבנקים בארץ. תוספת האשראי שימשה להמשך ההשקעות בנדל"ן מניב בשוויץ, השלמת ההקמה של מלון ממילא והמשך ההשקעה במלונות באמסטרדם ובלונדון. החברה לא הרחיבה את פעילותה בתחום הנדל"ן המניב ולמעט המשך פיתוח מרכז עסקים בשוויץ (ומימוש פרויקט נוסף בביצוע) לא ביצעה שינוי במצבת נכסיה. במקביל לגידול בחובות הפיננסיים, רווחי החברה בשנת 2009 הביאו לגידול בהון עצמי. כתוצאה מכך, חל שיפור מסוים ביחסי האיתנות של החברה, הן ביחס הון עצמי למאזן, שעלה מ- 19% בשנת 2008 ל- 21% בשנת 2009 והן בחוב פיננסי ל- CAP, שירד מכ- 75% בשנת 2008 לכ- 74% בשנת 2009. מכיוון שהחברה אינה משערכת את נכסי הנדל"ן המניב ואת המלונות שביעלותה, יחסי האיתנות בפועל טובים יותר.

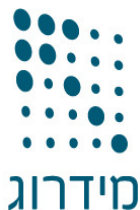


## מידרוג

ביום 8.4.2010 הודיעה החברה על מעבר לשיטת דיווח לפי שווי הוגן ביחס לנכסי הנדל"ן להשקעה, וזאת - החל מדוחות הרבעון הראשון של שנת 2010. כמו כן, הודיעה החברה כי על בסיס נתוני 31.12.2009 יביאו השערוכים לגידול של כ- 795 מיליון ₪ בשווי נדל"ן להשקעה ולגידול של 603 מיליון ₪ בהון העצמי. על בסיס נתונים אלו, שיעור הון עצמי למאזן עומד על כ- 28% יחסי חוב ל-CAP וחוב נטו ל-CAP עומדים על כ- 64% וכ- 63%, בהתאמה.

### **שיפור ביחסי הכיסוי התזרימיים, חשיפה לתוכנית השקעות אשר עלולה להוביל להרעה ביחסי הכיסוי**

בשנת 2009 חל גידול משמעותי בתזרים ה-FFO של החברה, אשר הסתכם בכ- 142.5 מיליון ₪, לעומת כ- 20.9 מיליון ₪ ו- 35.4 מיליון ₪ בשנים 2008 ו- 2007, בהתאמה. הגידול ב-FFO בשנת 2009 נבע מגידול במצבת הנכסים המניבים של החברה אך גם מהטיה מטה של ה-FFO בשנים 2008 ו- 2007, כתוצאה מביצוע הפרשות שונות ע"י החברה, שאין חלק מהפעילות השוטפת, כגון הפרשה בגין תביעת הילטון בסך כ- 68 מיליון ₪ בשנת 2008 ונטרולי הפרשות בגין מכשירים פיננסיים בסך כ- 31-30 מיליון ₪ בשנים 2007 ו- 2008. בתקנון הפרשות אלו, עומד תזרים ה-FFO בשנים 2008 ו- 2007 על כ- 118 מיליון ₪ ו- 88 מיליון ₪, בהתאמה. להערכת מידרוג, תזרים ה-FFO לשנת 2009 הינו תזרים מייצג לפעילות החברה ויחסי הכיסוי - חוב ל-FFO וחוב נטו ל-FFO הנגזרים ממנו, העומדים על כ- 26.3 ו- 25.1, בהתאמה, משקפים את יחסי הכיסוי המייצגים של החברה ביחס להיקף הפעילות הנוכחי. יחד עם זאת, תוכנית ההשקעות של החברה צפויה להעלות את היקף החוב הפיננסי של החברה ובהתאם - לגרום להרעה ביחסי הכיסוי.



## גמישות פיננסית גבוהה ביחס לעומס הפירעונות הצפוי; הזרמת כספים לפיתוח תחום המלונאות עלולה לפגוע

### בגמישות הפיננסית

לחברה מספר מקורות תזרימיים העומדים לרשותה, הכוללים יתרות נזילות בסך כ- 177.5 מיליון ₪, בהן מזומנים ושווי מזומנים בסך כ- 60.5 מיליון ₪ ותיק נ"ע, בשווי של כ- 117 מיליון ₪. כמו כן, החברה מייצרת תזרים FFO שנתי של כ- 140-145 מיליון ₪.

בנוסף, נכון ליום 31.12.2009, לחברה מסגרות אשראי מאושרות בבנקים בישראל לזמן ארוך, בסך של 1,536 מיליון ₪ אשר לטובתן משעבדת החברה את נכסיה בישראל, בשיעור LTV, בהתאם להערכות שווי, העומד על כ- 72%. מתוך מסגרות אלה מנוצל סך של 1,329 מיליון ₪, המסווג כאשראי לזמן קצר (וכן 53 מיליון ₪ ערבויות, שהנפיקה החברה לטובת חברה בת). מסגרות אשראי אלו מתחדשות כנגד הנכסים המשועבדים.

בכפוף להסכם עם תאגיד בנקאי, לקבלת מסגרת הלוואה בסך 70 מיליון אירו להסבת הנכס באמסטרדם למלון, תשיב החברה כ- 88 מיליון ₪ מתוך העלויות שהשקיעה ממקורותיה בהסבת הנכס.

בנוסף, לחברה מסגרות אשראי מאושרות מחברת האם - אלרוב ישראל, העומדות, נכון ליום 31.12.2009, על כ- 756 מיליון ₪, ממנו מנצלת החברה, נכון למועד זה, סך של כ- 150 מיליון ₪. החברה צפויה לפרוע, במהלך 4 השנים הקרובות, את האשראי שניתן לה באופן מלא.

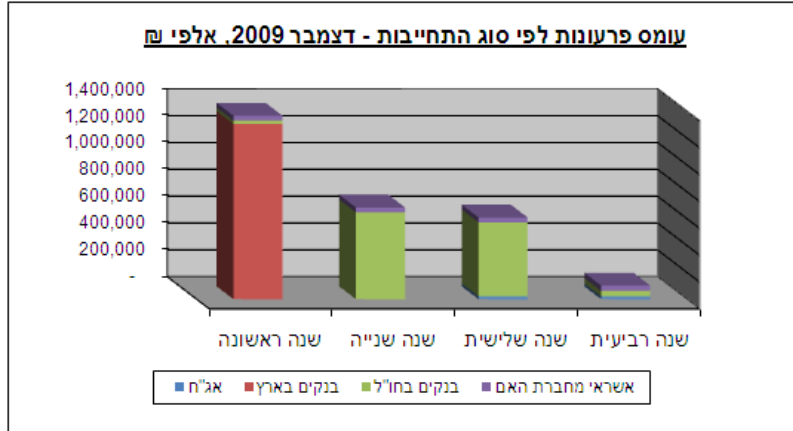
לחברה אשראי מבנקים זרים בסך כ- 2,168 מיליון ₪ שכנגדם משועבדים נכסי הנדל"ן המניב להשקעה של החברה בשוויץ ובהולנד. שיעורי ה-LTV של נכסי החברה בשוויץ, לאחר שיערוך, יציבים יחסית, ונאמדים בכ- 71%. בצרפת, ממוצע ה-LTV עומד על כ- 74%, אך קיימת שונות גבוהה בשיעורי ה-LTV בנכסים המשוערכים השונים ובחלקם שיעורי ה-LTV עולים על 90%. עם זאת, היקף ההלוואות בנכסים בצרפת נמוך יחסית למצבת חובות החברה ועומד על כ- 360 מיליון ₪. ההלוואות בשוויץ צפויות להיפרע החל משנת 2011 וההלוואות בצרפת החל משנת 2012. החברה מבצעת באופן שוטף מימון מחדש להלוואות שכנגד הנכסים המניבים. כך, בשנת 2009 ביצעה החברה מימון מחדש לשני נכסים, ובמרץ 2010 לנכס נוסף, אשר ההלוואות בגינן צפויות היו להיפרע בשנת 2011. מידרוג סבורה כי לחברה יכולת מצומצמת להסתמך על תזרים שיורי עודף ממימון מחדש שתבצע לנכסיה בחו"ל וזאת - לאור רמת המינוף של הנכסים.

החברה מחזיקה, באמצעות חברות בנות, בכ- 38% מהאג"ח המונפק, בשווי של כ- 78 מיליון ₪. היקף יתרת האג"ח שהחברה נדרשת לפרוע הינו נמוך ביחס למצבת חובותיה של החברה ועומד על כ- 125 מיליון ₪. האג"ח צפוי להיפרע בשנים 2012-2017.



## מידרוג

לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה כי היקף הפירעונות הצפוי בטווח הקצר והבינוני הינו נמוך ביחס למקורותיה המימוניים והתזרימים של החברה. עם זאת, החברה עשויה להידרש בשנים הקרובות להזרמת סכומים בהיקפים גבוהים ממקורותיה העצמיים, לצורך המשך פיתוח תחום המלונאות בכלל ולצורך הסבת הנכס בלונדון למלון בפרט, באופן שעלול לפגוע בנזילותה ובגמישותה הפיננסית.





## אופק הדירוג

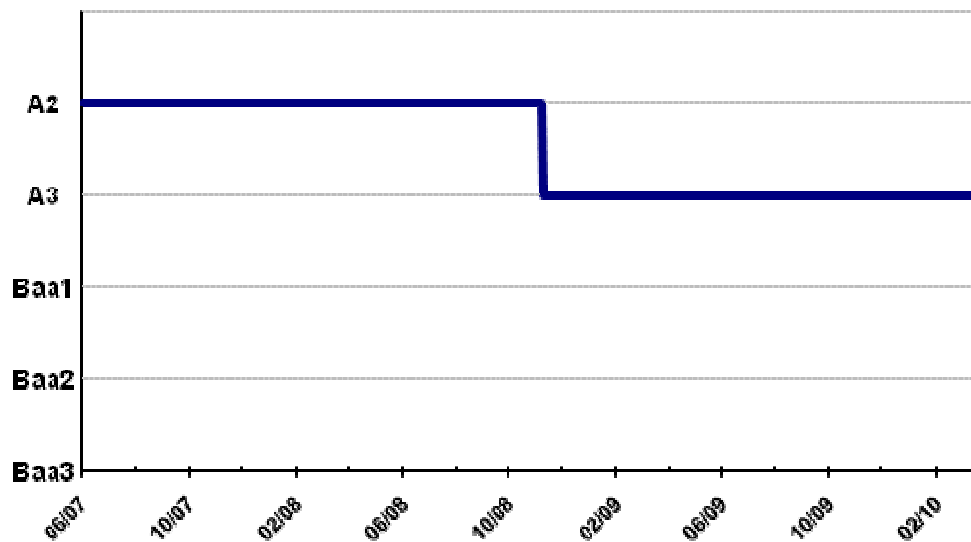
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- 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;
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה;
- גריעה ביחסי הכיסוי כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי, הפסדים תזרימיים מפעילות בנגזרים פיננסיים ואחרים;
- גריעה ביחסי האיתנות הפיננסית באופן משמעותי, בין היתר, כתוצאה מגידול בחוב הפיננסי;
- גידול בהיקף פעילותה בנגזרים פיננסיים והשקעה במניות;

## היסטוריית דירוג



## פרופיל החברה

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ 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 74.5%), 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 פיתוח שני נכסים באמסטרדם ובלונדון, שבהם רכשה החברה זכויות והסבתם למלונות יוקרה. בכוונת הקבוצה להמשיך ולפעול לאיתור נכסים מניבים בחו"ל ולפעול להרחבת הפעילות של בעלות וניהול מלונות יוקרה. בישראל, בכוונת החברה לפעול לאיתור פרויקטים יזמיים ייחודיים. החברה הינה בבעלות של חברת אלרוב ישראל בע"מ אשר מחזיקה כ-87% בחברה.

## 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)

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 הונית - 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</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>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 שאלה 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: CRE110410000M

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 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.