



אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

דו"ח מעקב - נובמבר 2013

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 באופק יציב של הסדרות במחזור אשר הנפיקה חברת אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ (להלן: "אזורים" או "החברה").

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור (מיליוני ש"ח):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח ליום 30.06.13 (אלפי ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 6 *	סדרה פרטית	אוק-03	6.3%	מדד	53,364	2013
סדרה 8	7150246	יוני-07	5.5%	מדד	417,193	2013-2017
סדרה 9	7150337	פבר-13	5.35%	מדד	473,156	2014-2021
סה"כ						890,349

* סדרה 6 נפרעה בפירעון סופי באוקטובר 2013

הדירוג נסמך, בין היתר, על היקף פעילות ופיזור בולטים לטובה, ביחס לחברות הפועלות בענף המגורים בישראל, לרבות הפיזור הגיאוגרפי והגיוון בין סוגי הפרויקטים ופילחי קהל יעד; צבר קרקעות משמעותי בפיזור ארצי נרחב; תזרים משמעותי בגין הדירות שנמכרו וטרם נמסרו, במהלך השנים הקרובות, הנתמך בשיעורי מכירות גבוהים באופן יחסי, צפוי לתמוך ביחסי הכיסוי וביצירת מקורות משמעותיים לשירות החוב, זאת בנוסף לתוספת הנזילות בשל מימוש קניין עיר ימים בנתניה אשר הושלם לאחר ה-30.06.13 (חלק מהנזילות מהמימוש שימשה להקטנת חוב בנקאי); בהתאם לתחזיות, החברה ממשיכה להציג שיפור ברמת איתנותה, שיפור אשר אמור להתמשך בשל קיטון בהיקף החוב הפיננסי, בין היתר, בשל מימושי נכסים; שיפור משמעותי בנזילות ובנראות מקורות התזרים בחברה ביחס ללוח הסילוקין; שיעורי רווחיות סבירים לענף אשר עשויים להיוותר ברמתם הנוכחית וזאת בשל קיומן של מספר קרקעות אשר נרכשו לפני מספר שנים ועדיין רשומות לפי עלותן ההיסטורית.

אופק הדירוג היציב נסמך, בין היתר, על המשך קצב מכירות משמעותי בפרויקטים בביצוע של החברה, המצביע על שיעור מכירות גבוה ביותר בגין פרויקטים המסתיימים בטווח הקצר-בינוני, כך שוודאות התקבולים בגינם הינה גבוהה, באופן המקטין את רגישות החברה בטווח הקצר-בינוני להאטה בענף.

היקף פעילות משמעותי ביחס לחברות בענף; פיזור רחב של קרקעות הפונה לתמהיל מגוון של קהל יעד

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה פרויקטים בשלבי ביצוע שונים לבניית מעל 1,700 יח"ד (חלק חברה) בפרויקטים הכוללים בנייני יוקרה, דירות למשפרי דור ודירות לזוגות צעירים, הן בגוש דן והן בערים בפריפריה. ההכנסות בגין יח"ד שנמכרו בפרויקטים אלו, צפויות לייצר תזרים משמעותי אשר יש בו כדי להוות מקור לתשלום התחייבויות החברה בטווח הבינוני. כ-55% מיח"ד הנמצאות בשלבי בנייה שונים כבר מכורות, ובהתייחס ליח"ד שבנייתן צפויה להסתיים בין המחצית השנייה של שנת 2013 לסוף 2014, שיעור המכירות הינו כ-85%. משכך, חשיפת החברה לסיכונים שוק בטווח הקצר הינה נמוכה יחסית (חשיפה לתנודתיות במחירי דירות והביקוש להן). להערכת מידרוג, הצלחת החברה ביישום האסטרטגיה למכירה מראש של יח"ד בפרויקטים מסוימים, שהשלמתם צפויה בטווח הארוך, כגון צומת עלית, מגדל מגורים בבת ים ופרויקטים בעיר ימים נתניה וקריית אונן, תורמת גם כן לשיפור פרופיל הסיכון וליכולת החברה לפתח את הפרויקטים הנ"ל, בעיקר ממקדמות מרוכשי דירות.

בהתאם לצבר הפרויקטים, שיעורי הרווחיות הגולמית בשנים הקרובות צפויים להמשיך ולעמוד על טווח של 20%-25%, בין היתר, בשל התנופה החיובית בענף בשנים האחרונות. לחברה מספר קרקעות שנרכשו בעבר, במחירים נמוכים ממחירי השוק הנוכחיים. קרקעות אלו יסייעו לחברה לשמור על רמת הרווחיות הנוכחית גם בשנים הקרובות. מידרוג מעריכה כי בהתחשב באקלים הנוכחי בשוק הנדל"ן, בטווח הארוך, הרווחיות הגולמית הענפית צפויה להתייצב על שיעור של כ-15%-20%. ככל שהחברה תשלים פעולות בתהליך, להקטנת היקף הוצאות התקורה, הריבית והמס באופן שיביא לשיפור ביחסי הכיסוי הפרמננטיים, האמור עשוי להשליך לחיוב על הדירוג.

מגמת התחזקות האיתנות הפיננסית של החברה, בהתאם לתחזיות

יחסי האיתנות השתפרו משמעותית בשנים האחרונות, בין היתר, בשל הנפקות הון ובשל רווחים שוטפים, כך שההון העצמי ליום 30.06.13 עומד על כ-650 מיליון ₪ לעומת כ-27 מיליון ₪ ביום 31.12.2010. יציין כי, לאחר קיטון בחוב הפיננסי בין 2010-2012, בין ינואר-יוני 2013 חל גידול בחוב הפיננסי. הגידול בחוב נובע מרכישת חלקה של מגדל בחברות הבנות, שיכון פיתוח ואזורים בניין, תמורת כ-138 מיליון ₪ ובגין עסקת בעלי העניין עם בעל השליטה מר הרשי פרידמן, אשר העביר בתמורה למניות החברה קרקעות בירושלים ופולין, אשר משועבדות כנגד הלוואות בהיקף של כ-180 מיליון ₪. קרקעות אלו נרשמו בהתאם להערכות השווי למועד העברתם, בשווי של מעל 310 מיליון ₪. להערכת מידרוג, בשל השלמת מימוש קניין עיר ימים (לאחר ה-30.06.13, התקבלו כ-365 מיליון ₪ מתוך תמורה של כ-390 מיליון ₪ כאשר היתרה צפויה להתקבל בשנת 2014) ושימוש בכ-200 מיליון ₪ מתוך התמורה לקיטון במצבת החובות, החוב הפיננסי, נכון להיום, פחת בצורה משמעותית, באופן שצפוי להביא לשיפור נוסף ביחסי האיתנות בדוחות הכספיים.

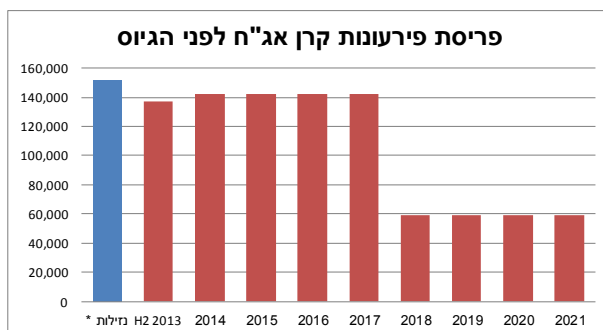
נזילות טובה וודאות במקורות התזרימיים לצורך שירות החלויות בטווח הקצר- בינוני

נכון ליום 30.06.2013, לחברה יתרת נזילות של כ-180 מיליון ₪ (בנטרול מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ-110 מיליון ₪). בהתאם ללוח הסילוקין של ההתחייבויות הפיננסיות, פירעון קרן האג"ח השנתי עומד על כ-140 מיליון ₪ בין 2014-2017 (סכום דומה גם נפרע במחצית השנייה של שנת 2013) וכ-60 מיליון ₪ לשנה בין 2018-



2021 (לאחר הגיוס, היקף הפירעון השנתי צפוי לגדול בכ-15-12 מיליון ₪). בנוסף, לחברות הבנות חוב סולו בהיקף של כ-115 מיליון ₪ (הסכום עמד על כ-300 מיליון ₪ במועד הדירוג הראשוני), וכן לחברה הלוואות כנגד קרקעות והלוואות במסגרת ליווי בנייה.

החברה מתכוונת לשרת את חובותיה, בין היתר, מיתרת הנזילות, ממסגרות אשראי לא מנוצלות, מהמזומנים המוגבלים, אשר צפויים להשתחרר במהלך השנים הקרובות וכן מפעילותה השוטפת, אשר צפויה לייצר תזרים משמעותי בשנים הקרובות. יצוין כי להערכת מידרוג, מקורות אלו הינם מספקים ביחס לעומס הפירעונות הצפוי. בנוסף, החברה מתכוונת להמשיך לפעול למימוש קרקעות שאינן בליבת הפעילות, הכוללות את יתרת הקרקעות בחו"ל וקרקעות לבניית נכסים מניבים ונכסים מלונאיים.



* מעבר ליתרת הנזילות לחברה גם מסגרות אשראי לא מנוצלות

אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים דוח מאוחד (אלפי ש"ח)

דוח מאוחד אלפי ש"ח	30.06.13	31.12.12	30.06.12	31.12.11	31.12.10
הכנסות	587,566	772,878	286,971	729,491	780,936
רווח גולמי	124,130	196,681	72,539	169,440	11,693
שיעור רווח גולמי (ללא נטרול ירידת ערך)	21%	25%	25%	23%	1%
EBITDA בנטרול שיעורים	93,799	132,830	42,143	128,607	41,451
שיעור EBITDA מהכנסות	16%	17%	15%	18%	5%
רווח (הפסד) לפני מסים על ההכנסה	26,370	64,115	42,019	124,933	226,901-
רווח (הפסד) נקי	3,617	53,369	30,941	82,337	236,094-
חוב פיננסי	1,783,549	1,364,693	1,423,891	1,519,085	1,750,174
יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)	179,889	40,939	153,048	111,497	80,754
חוב פיננסי נטו	1,603,660	1,323,754	1,270,843	1,407,588	1,669,420
CAP	2,568,574	1,875,161	1,869,638	1,754,755	1,840,231
CAP נטו	2,388,685	1,834,222	1,716,590	1,643,258	1,759,477
הון עצמי	642,445	396,408	356,905	209,358	27,969
מקדמות מרוכשי דירות	409,375	664,521	811,856	873,871	654,746
סך מאזן בניכי מקדמות מלקוחות	3,099,451	2,567,744	2,662,533	2,797,647	2,885,135
הון עצמי למאזן בניכי מקדמות מלקוחות	20.7%	15.4%	13.4%	7.5%	1.0%
חוב פיננסי / CAP	69.4%	72.8%	76.2%	86.6%	95.1%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	67.1%	72.2%	74.0%	85.7%	94.9%
FFO	35,292	28,699	26,587-	14,736	92,075-
FFO מותאם *	35,292	75,123	36,931	63,742	79,788-
חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי	25	48	שילולי	103	שילולי
חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי	23	46	שילולי	96	שילולי
חוב פיננסי ל- FFO מותאם בגילום שנתי	25	18	19	24	שילולי
חוב פיננסי נטו ל- FFO מותאם בגילום שנתי	23	18	17	22	שילולי
חוב פיננסי נטו ל- EBITDA בגילום שנתי	8.55	9.97	15.08	10.94	40.27

* כולל רווח ממימוש קרקעות המסווגות כנדל"ן להשקעה במידה והיו רשומות כמלאי

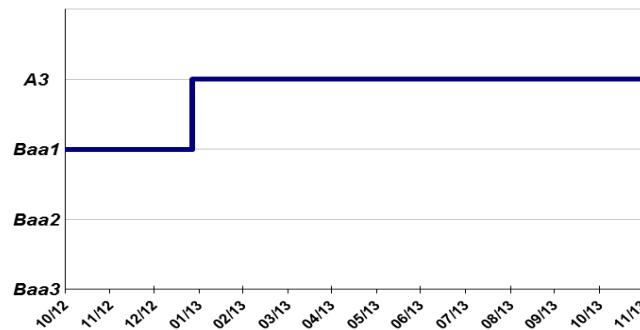
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- המשך שיפור ביחסי האיתנות ובהיקף ההון העצמי
- הפקת תזרים משמעותי מהפעילות השוטפת, בהתאם לתחזיות החברה, תוך יצירת יחסי כיסוי מהירים וכן מימוש קרקעות ונכסים שאינם בליבת הפעילות העסקית, בהתאם לתוכניות החברה
- שמירה על יתרות נזילות גבוהות ביחס לחלות החוב

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- אי עמידה בתחזיות החברה למימוש נכסים והפקת תזרים ממכירת דירות
- הרעה מהותית בסביבה העסקית, כגון האטה בקצב המכירות וירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי אשר תשליך לרעה על פרופיל הסיכון



פרופיל החברה

אזורים פועלת בתחום הנדל"ן למגורים משנת 1964. החברה הינה חברה ייזמית אשר עוסקת באיתור, רכישה, תכנון והקמת פרויקטים בתחום המגורים בישראל, כאשר החברה מימשה חלק ניכר ופועלת למימוש חלקים נוספים מפעילותה בחו"ל, כך שכיום פעילות זו אינה מהותית לחברה. כמו כן, לחברה קרקעות לבניית נכסים מניבים ומלונות בישראל אשר מיועדות גם כן למימוש. בתחום ייזום הבנייה למגורים בישראל, אזורים מהווה את אחת מהקבוצות המשמעותיות מבחינת ותק, היקף פעילות ומוניטין. החל משנת 2011 בעל השליטה בחברה הינו מר הרשי פרידמן.

6

מחקרים מתודולוגיים

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

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח קודם: מאי 2013

תאריך דוח: 18 בנובמבר 2013

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 בצידוד, 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, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	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 מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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: CRAZ101113000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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 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 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 בייעוץ 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.