



אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - ינואר 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

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

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג של סדרות האג"ח 6, 7 ו-8 שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ (להלן: "אזורים", "הקבוצה" או "החברה"), מדירוג Baa1 לדירוג A3, ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד כ-250 מיליון ש"ח ע.ג. תמורת הגיוס תשמש בעיקר לפירעון קרן אג"ח בשנה הקרובה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 03.02.13. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

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

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	אג"ח בערך התחייבותי 31.12.12 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 6 *	סדרה פרטית	אוק-03	6.3%	מדד	53	2013
סדרה 7	7150204	מרץ-05	4.8%	מדד	161	2013
סדרה 8	7150246	יוני-07	5.5%	מדד	414	2013-2017

סה"כ

628

* לאחר פירעון קרן אג"ח באוקטובר 2012 בהיקף של כ-54 מיליוני ₪

2

הדירוג נסמך, בין היתר, על היקף פעילות ופיזור בולטים לטובה, ביחס לחברות הפועלות בענף המגורים בישראל, לרבות הפיזור הגיאוגרפי והגיוון בין סוגי הפרויקטים ופלחי קהל יעד; צבר קרקעות נרחב, אשר אף התרחב בעקבות רכישת קרקעות מבעל השליטה - מר הרשי פרידמן (ראו להלן), בפיזור ארצי נרחב, תורם לגמישות הפיננסית והעסקית ומקטין את הצורך בהשקעות הון עצמי משמעותי ברכישת קרקעות בשנים הקרובות; תזרים משמעותי בגין הדירות שנמכרו וטרם נמסרו, במהלך השנים הקרובות, הנתמך בשיעורי מכירות גבוהים, צפוי להביא לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי וליצירת מקורות משמעותיים לשירות החוב; שיעורי מכירות גבוהים בפרויקטים בביצוע, באופן המקטין את חשיפת החברה בטווח הקצר-בינוני להאטה במגזר הייזום למגורים בישראל.

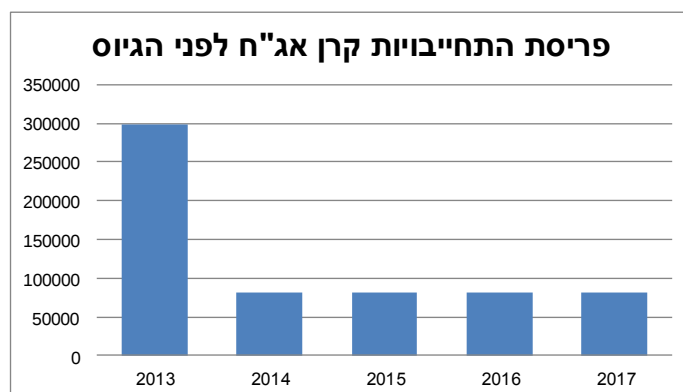
העלאת הדירוג וייצוב האופק נובעים, בין היתר, מתהליכים אותם השלימה החברה מאז דוח הדירוג הראשוני מאוקטובר 2012¹. תהליכים אלו כוללים, בין היתר, רכישת קרקעות של בעל השליטה באזור ירושלים, תמורת הנפקת מניות, ללא הוצאה תזרימית (תוספת להון של כ-130 מיליון ₪), לבניית כ-295 יח"ד וכן קרקע בפולין, בהיקף של כ-10 דונם; כמו כן החברה השלימה הנפקת זכויות בהיקף של כ-120 מיליון ₪ נוספים אשר מגדילים גם כן את ההון העצמי. הפעולות האמורות צפויות להביא לגידול משמעותי בהון העצמי, בנזילות ושיפור ביחסי האיתנות (אשר צפוי לבוא לידי ביטוי בדוחות הרבעון הראשון לשנת 2013) וזאת בנוסף לשיפור שהחברה כבר הציגה בדוחותיה הכספיים מאז דוח הדירוג הראשוני. כמו כן, החברה חתמה על הסכם לרכישת אחזקות קבוצת מגדל (9%) במניות החברות הבנות א.ח.ל.ר.

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midrog.co.il



ואזורים בניין, תמורת סך של כ-136 מיליון ₪ (העסקה טרם הושלמה), חברות אלו מרכזות את מרבית הפעילות של אזורים בישראל. להערכת מידרוג, השלמת העסקה הנ"ל תשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון מכיוון שהיא תביא להסרת מגבלות על משיכת תזרימים מהחברות הבנות לחברת האם, אשר נלקחו בחשבון כגורם המשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון, במועד דוח הדירוג הראשוני. בנוסף, עסקה זו מביאה להגדלת שיעור ההחזקה האפקטיבי של החברה בנכסי הנדל"ן המרכזיים בישראל. כמו כן, לאור היקף המכירות והתזרים הצפוי בגין יח"ד בביצוע וכן לאור מו"מ מתקדמים למימוש מספר נכסים (בהקשר זה יצוין כי החברה הודיעה כי היא מצויה במגעים ראשוניים למימוש אחזקותיה בקניון עיר ימים בנתניה אשר, ככל שיושלם, יביא לשיפור מהותי בהיקף הנזילות וביחסי האיתנות של החברה), מגמת השיפור ביחסים הפיננסים צפויה להימשך גם בטווח הקצר-בינוני.

להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח הדירוג הראשוני מחודש אוקטובר 2012.



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

31.12.09	31.12.10	31.12.11	* H1 2012	30.09.2012	דוח מאוחד אלפי ש"ח
524,024	780,936	729,491	315,019	465,981	הכנסות
82,105	11,693	169,440	85,066	133,436	רווח גולמי
16%	1%	23%	27%	29%	שיעור רווח גולמי (ללא נטרול ירידת ערך)
9,675	41,451	128,607	53,704	84,887	EBITDA בנטרול שערכים
2%	5%	18%	17%	18%	שיעור EBITDA מהכנסות
419,063-	236,094-	82,337	33,107	44,199	רווח (הפסד) נקי
1,987,304	1,750,174	1,519,085	1,486,907	1,491,063	חוב פיננסי
219,168	41,993	81,819	111,696	92,472	יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)
1,768,136	1,708,181	1,437,266	1,375,211	1,398,591	חוב פיננסי נטו
2,305,019	1,840,231	1,754,755	1,910,756	1,952,684	CAP
2,085,851	1,798,238	1,672,936	1,799,060	1,860,212	CAP נטו
254,664	27,969	209,358	345,162	382,733	הון עצמי
688,362	654,746	873,871	811,973	839,261	מקדמות מרוכשי דירות
3,096,094	2,885,135	2,797,647	2,877,004	2,698,437	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
8.2%	1.0%	7.5%	12.0%	14.2%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
8.9%	1.0%	7.7%	12.5%	14.7%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות ונזילות
86.2%	95.1%	86.6%	77.8%	76.4%	חוב פיננסי / CAP
84.8%	95.0%	85.9%	76.4%	75.2%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
51,606-	92,075-	14,736	15,754-	1,831-	FFO
51,606-	79,788-	63,742	47,764	44,593	FFO מותאם **
שלילי	שלילי	103	שלילי	שלילי	חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
שלילי	שלילי	98	שלילי	שלילי	חוב פיננסי נטו ל-FFO בגילום שנתי
שלילי	שלילי	24	16	25	חוב פיננסי ל-FFO מותאם בגילום שנתי
שלילי	שלילי	23	14	24	חוב פיננסי נטו ל-FFO מותאם בגילום שנתי
182.75	41.21	11.18	12.80	12.36	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בגילום שנתי

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

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

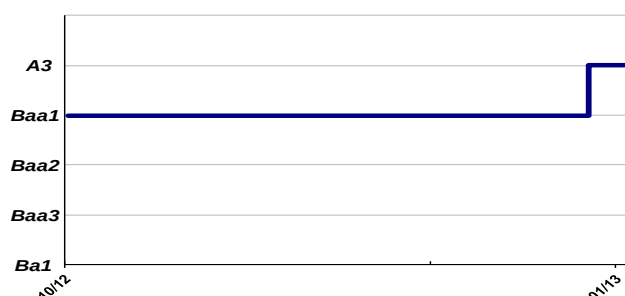
- המשך שיפור משמעותי ביחסי האיתנות ובהיקף ההון העצמי
- הפקת תזרים משמעותי מהפעילות השוטפת, בהתאם לתחזיות החברה, תוך יצירת יחסי כסיו מהירים וכן מימוש קרקעות ונכסים שאינם בליבת הפעילות העסקית, בהתאם לתוכניות החברה
- שמירה על יתרות נזילות גבוהות ביחס לחלות החוב

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

היסטוריית הדירוג



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.

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: דוח דירוג ראשוני אוקטובר 2012

תאריך דוח: 3 בפברואר 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 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 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: CRAZ100213250M

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. דירוג 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.