

# אלעד קנדה אינק.

דו"ח דירוג ראשוני | מאי 2011

1

**מחבר:**

אילון גרפונקל, עו"ד-רו"ח - אנליסט  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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

אביטל בר דיין, סמונכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אלעד קנדה אינק.

דירוג: A2	דירוג סדרה
-----------	------------

מידרוג מאשרת מתן דירוג A2 לסדרת אג"ח א' בסך של 177,116 אלפי ש"ח, שהנפיקה חברת אלעד קנדה אינק לפירעון ב-4 תשלומים שווים בין 2014-2017 ובריבית נומינלית שנתית קבועה של 7.45%. הסדרה אינה צמודה למדד כלשהו. החברה תבצע גידור של ירידת שער החליפין של הדולר הקנדי אל מול השקל בגין האג"ח. ייעוד תמורת הגיוס הינו להרחבת פעילות החברה.

### פרופיל החברה

אלעד קנדה אינק. (להלן "החברה" ו/או "אלעד קנדה"), פועלת (בעצמה ובאמצעות תאגידים בשליטתה) במרכז ומזרח קנדה בתחום רכישה, ניהול ופיתוח של נדל"ן מניב וכן ייזום ופיתוח פרויקטי נדל"ן, בעיקר בתחום המגורים המיועדים למכירה.

נכסי החברה כוללים ארבעה נכסים מסחריים, כ- 225,000 מ"ר, להשכרה למסחר, משרדים, מחסנים ותעשייה קלה, אשר המרכזי מביניהם הינו Nordelec במונטריאול. כמו-כן, בבעלות החברה שני קומפלקסים הכוללים 11 בניינים (כ- 2,833 יח"ד) להשכרה למגורים בטורונטו ומונטריאול, 10 נכסים להשכרה לדיור מוגן בהיקף של כ- 1,928 יח"ד. בנוסף, לחברה זכויות להקמת פרויקטים למכירה למגורים, הכוללים הקמת למעלה מ- 4,400 יח"ד על קרקע המצויה בקומפלקסים להשכרה למגורים ועל חלק ממתחם Noredelec.

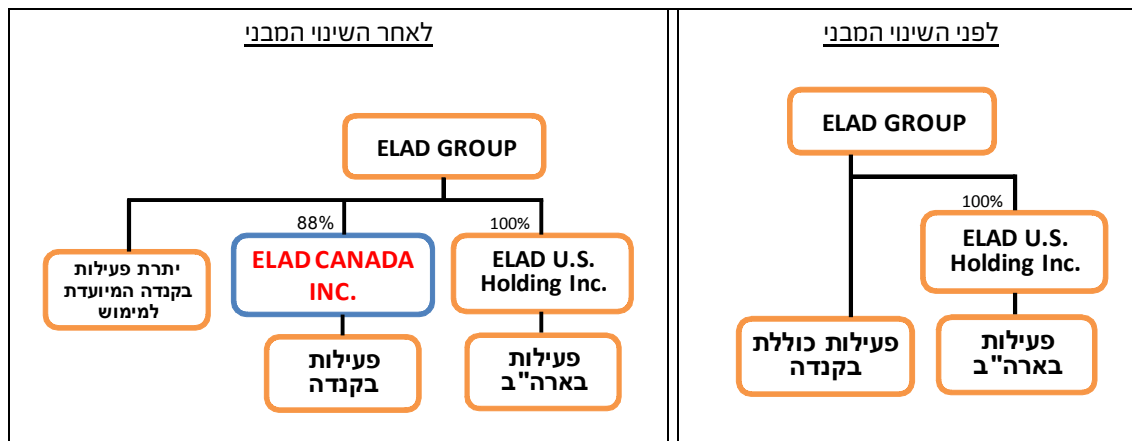
### נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי דולר קנדי)

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	אלפי דולר קנדי
90,042	94,489	95,022	הכנסות
-12,909	-18,446	11,073	רווח (הפסד) משערוך נדל"ן להשקעה
37,094	43,066	37,819	EBITDA מתואם בניטרול שיערוך נדל"ן **
-6,908	-6,440	10,356	רווח (הפסד) נקי
20,631	23,019	20,263	FFO
427,652	439,069	428,661	חוב פיננסי
427,652	439,069	400,191	חוב פיננסי נטו
879,844	884,898	978,011	CAP
879,844	884,898	949,541	חוב נטו CAP
414,274	409,610	517,237	הון עצמי
892,154	911,129	1,003,715	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
46.4%	45.0%	51.5%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
48.6%	49.6%	43.8%	חוב ל- CAP
48.6%	49.6%	42.1%	חוב נטו ל- CAP נטו
11.5	10.2	10.6	חוב פיננסי נטו, ל- EBITDA בניטרול שערוכים
20.7	19.1	21.2	חוב ל- FFO
20.7	19.1	19.7	חוב נטו ל- FFO

\* הנתונים לשנים 2009-2008 הנים נתוני הפעילות בהתאם לדוחות ר"ח בטרם להקמת החברה \*\* מה- EBITDA המתואמת נטרול הפחתות לא תזרימיות והוצאות חד פעמיות של כ-8.1 מיליון דולר קנדי בגין העברת נכסי החברה מאלעד גרופ לחברה.

החברה הוקמה בחודש דצמבר 2009 והינה חברה בת של חברת אל-עד גרופ, שהינה חברה פרטית (להלן: "אל-עד גרופ"). ב- 31.08.2010 השלימה החברה הנפקת הון לציבור ונרשמה כחברה ציבורית (החזקת אל-עד גרופ כ- 88% והחזקת הציבור כ- 12%). במקביל להנפקת המניות, רכשה החברה את כלל הנכסים וההתחייבויות המיוחסות לה מיישיות בשליטת אלעד גרופ (להלן: "שינוי המבנה"). התמורה שהתקבלה מהציבור עמדה על כ- 257 מיליון ש"ח אשר שיקפה שווי חברה, לאחר קבלת התמורה, של כ- 2.34 מיליארד ש"ח. בין החברה לחברת אלעד גרופ קיים הסכם זכות הצעה ראשונה, לפיו כל עוד אלעד גרופ, במישרין או בעקיפין, הינה בעלת השליטה בחברה, היא לא תרכוש נכסים מניבים בתחום המגורים להשכרה דירות למכירה, משרדים, נדל"ן תעשייתי ובתי אבות באונטריו וקוויבק, בטרם תציע לחברה הזדמנות לרכוש נכסים אלו. בנוסף, החברה מספקת שירותי ניהול לחברת אל-עד גרופ לגבי הנכסים בבעלות אל-עד גרופ המצויים בקנדה.

**תרשים מבנה ובעלות:**



**פעילות ותיקה ובהיקפים משמעותיים; שליטה בניהול נכסי הפורטפוליו**

הניסיון של החברה נסמך על ותק וניסיון חברת האם אלעד גרופ בקנדה אשר החל בשנת 1998. היקף הנכסים שנוהלו ונרכשו על ידי חברת אל-עד גרופ במהלך פעילותה בקנדה הינם בהיקף משמעותי ביותר והחברה נהנית בהתאם מהמוניטין, ותק והיקף הפעילות של אל עד גרופ בקנדה.

במסגרת שינוי המבנה עברו עובדי המטה של פעילות קבוצת אל-עד גרופ בקנדה להיות מועסקים בחברה. מוטת השליטה של החברה הינה רחבה וכוללת כ- 40 עובדי מטה וכ- 600 עובדי תפעול נכסים אשר רובם הינם עובדי תפעול של נכסי הדיור המוגן.

החברה הינה בעלת השליטה בנכסים אולם הניהול התפעולי מבוצע על ידי חברות ניהול חיצוניות. כל הנכסים, למעט מתחם Parkway Forest, מנוהלים על ידי חברת Cogir, המוחזקת בשיעור של 50% ע"י חברת אל-עד גרופ, תמורת 2.5% מסך ההכנסות הנובעות מהנכסים המנוהלים. היקף דמי הניהול השנתיים עומד על כ- 2.5 מיליון דולר קנדי.

**תיחום פעילות בצפון אמריקה; שינוי מבני אשר נועד למיצוי פוטנציאל פורטפוליו הנכסים בפעילות הקבוצה בקנדה; אסטרטגיית השקעות נוספות לפיתוח הפורטפוליו**

בבעלות החברה נכסים במיצוב גבוה ובעלי פוטנציאל יצירת ערך, השלובה בפעילות ייזום ופיתוח. הנכסים אשר נותרו בבעלות אל-עד גרופ בקנדה (מרבית הנכסים) מיועדים למימוש על מנת לשפר את נזילותה של הקבוצה. החברה מתכוונת להמשיך ולפעול במגוון מגזרי הנדל"ן, בדגש על נדל"ן מניב וייזום נדל"ן בצפון אמריקה ובפרט בקנדה, תוך צמיחה. האסטרטגיה מדגישה בפרט השקעה בנכסים מניבים נושאי תשואה, בעלי אפשרויות פיתוח, אף כי אינה שוללת רכישת קרקעות בעלות פוטנציאל השבחה וייזום.

**מדיניות חלוקת דיבידנדים**

החברה תודיע מראש בתחילת כל שנה, בהתאם למדיניות הדיבידנד שלה על חלוקת הדיבידנד (ככל שתתבצע). דירקטוריון החברה יהיה רשאי, בכל עת, בהתחשב בשיקולים העסקיים ובהתאם להוראות כל דין, לשנות את הסכומים שיחולקו או להחליט שלא לחלקם כלל.

בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה מיום 6 מרץ 2011, נקבע כי החברה תיפעל לחלוקת דיבידנד בשנת 2011 בשיעור של עד 30% מהרווח הנקי הניתן לחלוקה לבעלי המניות לשנת 2011, (רווח נקי זה אינו כולל רווחי שערוכים, רווחים חד פעמיים והוצאות חד פעמיות). מובהר כי חלוקת דיבידנד כאמור בשנת 2011 הינה כפופה לבחינת ואישור דירקטוריון החברה.

השיקולים לחלוקת הדיבידנד מתחשבים בצרכי ההשקעות בפרויקטים בהקמה. לפיכך, הניחה מידרוג כי בשנים הקרובות, בהן פעילות הייזום וההשקעות מתגברת, חלוקת הדיבידנד תהיה בהיקף נמוך יחסית. כחלק מתהליך המעקב, מידרוג תבחן את חלוקת הדיבידנד, כאשר חלוקת דיבידנד בהיקפים מהותיים מתוך תזרים ה- FFO של החברה עלולה ליצור לחץ על דירוג החברה.

**שיקולים עיקריים לדירוג**

**דירוג החברה מושפע לחיוב** מפעילות בשוק הנדל"ן הקנדי אשר מאופיין ביציבות, שמרנות של המערכת הבנקאית וחוסן בביקושים ובמחירים ביחס לשווקים אחרים; תמהיל פעילות מגוון, הכולל נכסים איכותיים באזורי ביקוש, באופן התורם לפרופיל הסיכון; ניסיון וותק הנהלת החברה וחברת האם, כמו גם מוניטין חיובי בשוק הקנדי, המשפיע לחיוב על נגישות החברה למקורות מימון, ויכולתה לאתר עסקאות חדשות; פוטנציאל גלום להשבחה בתיק הנכסים הקיים; יחסי איתנות וכיסויי הבולטים לחיוב; נגישות למקורות מימון הנתמכת בהיות החברה חברה ציבורית וברמת מינף נמוכה של הנכסים.

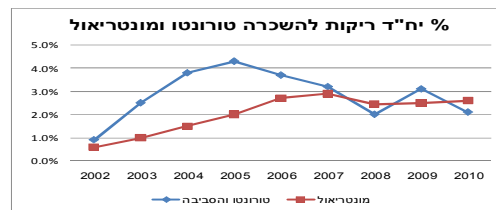
**דירוג החברה מושפע לשלילה** מאסטרטגיית התרחבות המאתגרת את הערכת פרופיל הסיכון לטווח ארוך ואשר צפויה להרע את יחסי האיתנות והכיסוי. עם זאת, מידרוג מצפה כי החברה תשמור על פרופיל עסקי ופיננסי, התואם את רמת הדירוג; העדר נכסים לא משועבדים אשר פוגעת בגמישות הפיננסית; סיכונים הגלומים בפעילות ייזום ופיתוח; שני נכסי הדיור להשכרה הינם נכסים מרכזיים ומהווים כמחצית משוויים של נכסיה המניבים; חשיפה לסיכונים הניהול התפעולי של מגזרי הדיור המוגן והשכרת הדירות למגורים.

**פעילות בקנדה בכלכלה יחסית יציבה ושמרנית; ענפי פעילות החברה המרכזיים הינם בעלי פרופיל סיכון נמוך מבין ענפי הנדל"ן, בייחוד לאור מאפייני הפעילות בקנדה**

כלכלת קנדה הינה אחת מ-8 הכלכלות הגדולות בעולם אשר מדורגת על ידי Moody's בדירוג של Aaa באופן יציב. אף על פי שהמשבר הפיננסי העולמי לא פסח על קנדה, המשק הקנדי בכלל והמערכת הפיננסית ושוק הנדל"ן בפרט, צלחו את המשבר הפיננסי באופן סביר ביחס לכלכלות מפותחות אחרות. החוסן הפיננסי של המדינה בא לידי ביטוי בשמרנות המערכת הבנקאית, ברמת הביקושים והצריכה הפרטית, בצמיחה החיובית, במשאבי הטבע הרבים במדינה והרוח הגבית מהגירה חיובית של כ-200 אלף נפש לשנה (אשר תורמת גם לביקושים במגזרי פעילות החברה). יחד עם זאת, לכלכלת קנדה עדיין קיימת תלות במידה מסוימת בכלכלת ארה"ב ומיתון נוסף במשק האמריקאי עלול לפגוע בהמשך הצמיחה בקנדה. כמו כן, פעילות החברה במשק בשל, המאופיין ברגולציה השומרת על רווחת הפרט, עלולה לעיתים להקשות על החברה לאתר הזדמנויות לרכישת נכסים וחברות באופן המגלם תשואה גבוהה על ההשקעה.

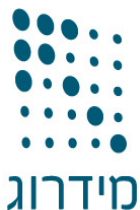
האיתנות והחוסן המאפיינים את הכלכלה הקנדית מחלחלים גם ל-4 מגזרי הפעילות העיקריים של החברה:

1. **ענף הנדל"ן למגורים להשכרה בטורונטו ומונטריאול** - ענף זה מושפע לחיוב מהעלייה בתעסוקה ומההגירה החיובית למדינה, בשל נטיית המהגרים לשכור דירות בשנים הראשונות לאחר הגירתם למדינה ומכך שמירב הבנייה החדשה של יח"ד באזורים אלו מיועדת למכירה ולא להשכרה. בנוסף, הענף מושפע מרגולציה ענפה אשר מגבילה את יכולתה של החברה להעלות מחירים לדיירים קיימים, אך מסייעת לשמור על תפוסות גבוהות בענף ותורמת ליציבות היחסית של הענף גם בעיתות משבר. כמו כן, ביטוח חלק ניכר מהמשכנתאות על ידי סוכנות ממשלתית ("CMHC") מקטין את הסיכון למערכת הבנקאית ומאפשר מתן משכנתאות רביבת נמוכה יחסית (רלוונטי גם למגזרי הדיור המוגן והיזום למגורים). להלן גרף הממחיש את היציבות בשיעורי התפוסה לאורך השנים של מגזר פעילות זה. יצוין כי בענף פעילות זה החברה פונה בעיקר למעמד הבינוני:



2. **ענף דיור מוגן במחוז קוויבק** - ענף זה הינו בעל רכיבים תפעוליים משמעותיים יותר מאשר ענף הנדל"ן למגורים להשכרה, בשל הצורך לספק את כלל דרישות דיירי הגיל השלישי המאכלסים את הנכסים ולפיקח דורש התמחות בניהול ותפעול נכסים כאלו. הענף כפוף לרגולציה משמעותית, הן באספקטים של רמות השכ"ד והעלייה המותרת לדיירים קיימים והן לגבי עמידה בסטנדרטים של רשויות הרווחה. בשל התמורות הדמוגרפיות מהתבררות דור ה-Baby Boom, קיים צפי לעלייה בביקושים ליחידות דיור מוגן בטווח הארוך. שיעור התפוסה בענף עמד בשנת 2010 על 91.6% (נכסי החברה עומדים על כ-96% תפוסה במגזר פעילות זה ליום 30.09.10).

3. **ענף נדל"ן מניב** - כאמור, החברה פעילה גם בתחום הנדל"ן המניב להשכרת משרדים, שטחי מסחר ותעשייה במחוז קוויבק. בתחום המשרדים במונטריאול נרשמה יציבות יחסית בשנים האחרונות בשל היצע נכסים חדשים מועט יחסית. להערכת Cushman & Wakefield, שיעור התפוסה במגזר זה צפוי לעלות מכ-92% כיום לכ-93% בשנת 2011. מנגד, תחום ההשכרה לתעשייה סבל מהאטה במשק האמריקאי ובייחוד בתעשיית הרכב, כך



ששיעור התפוסה ירד מכ- 94% במחצית הראשונה של שנת 2008 לכ- 90.3% ברבעון השלישי של שנת 2010. יצוין כי ההשפעה הייתה אף קיצונית יותר על תיק הנכסים של החברה בתחום התעשייה.

4. **ענף ייזום הנדל"ן למגורים** - הענף הפגין תוצאות חיוביות בשנים האחרונות, בייחוד לאור המשבר הפיננסי העולמי כך שמחירי הדירות עלו במוצע בכ-5% לשנה. השמרנות של המערכת הבנקאית במימון פרויקטים תרמה אף היא ליציבות בענף. כך למשל, בטרם קבלת הלוואת ליווי בנייה, הבנקים בקנדה דורשים Pre Sale של כ-70% ממלאי הדירות ולמעשה מקטינים את הסיכון הייזמי של פרויקטים בבנייה באופן משמעותי.

#### **תמהיל פעילות מוגון, הכולל מצבת נכסים איכותית באזורי ביקוש, המפגינה יציבות באופן התורם לפרופיל הסיכון**

מרבית נכסי החברה נרכשו החל משנת 2001 על ידי חברת אל-עד גרופ והינם בעלי ותק תפעולי מתמשך. נכסי החברה, החולשים על ארבעה תחומים באופן המאפשר הקטנת תלות בתמורות כלכליות בסגמנט פעילות אחד, שומרים על יציבות בפעילותם לאורך שנים, תוך שמירה על תפוסה גבוהה ומפיקים תזרים קבוע, המאפשר נראות עתידית טובה לתזרים הצפוי לחברה מנכסים אלו.

תפוסת נכסי דיור מוגון עומדת במוצע על כ- 96% ותפוסת נכסי השכרה למגורים עומדת על למעלה מ- 98%. תפוסת הנכסים המסחריים, נכון ל- 30.09.2010, הינה בינונית ועמדה על כ- 83% וזאת כיוון ששיעור התפוסה בנכס Nordelec, המצוי בתהליכי הסבה מתעשייה למשרדים עמדה על כ- 73%. עם זאת, חל שיפור בתפוסה בנכס זה והיא עומדת כיום על כ-81%.

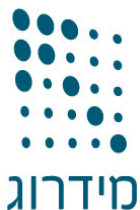
למרות שהתיק כולל 16 נכסים, מדובר בהיקף גדול של שטחים מסחריים ומספר דירות להשכרה, פיזור המשתמשים הסופיים, קרי, השוכרים, הינו גבוה מאוד (למעלה מ- 2,800 יח"ד וכ- 225 אלף מ"ר שטח מסחרי להשכרה ושוכרים בהתאם) והמיקום כולל שתיים מהערים המרכזיות בקנדה - טורונטו ומונטריאול. כמו כן, ייעוד הנכסים הינו בסיסי יחסית, כדוגמת דירות למגורים ודיור מוגון. יצוין, כי הרגולציה אשר לעיתים מונעת גידול מהיר בהכנסות מתיק הנכסים, תורמת לשמירת יציבות בתחום הנדל"ן להשכרה למגורים ודיור מוגון, אשר מהווים את עיקר התיק המניב. כך למשל, תחומי פעילות אלו בחברה לא נפגעו באופן משמעותי בשנים 2008-2009 בזמן המשבר הפיננסי העולמי.

#### **מוניטין וותק פעילות אל-עד גרופ תומכים בנגישות החברה לשווקי הון ומקורות מימון**

אלעד גרופ פועלת בתחום הנדל"ן בקנדה למעלה מעשור במהלכו צברה ניסיון, מוניטין ומערכות יחסים עם גורמים מהותיים להמשך פעילותה בתחום, התורמים לגישה למקורות מימון ולעסקאות off market, כמו גם ניסיון בתפעול נכסים והכרה מעמיקה של הרגולציה החלה על השוק. ניסיון זה צפוי לסייע לחברה בהמשך פיתוח פעילותה וברכישת נכסים חדשים. בנוסף, היחסים של החברה עם Cogir אשר מוחזקת 50% ע"י אלעד גרופ והינה חברה המנהלת נכסים בשווי של מיליארדי דולרים בקנדה, תורמת גם היא למיצוב החברה בשוק הנדל"ן בקנדה. כמו כן, החברה בוחנת אפשרות לבצע הנפקת הון נוספת אשר תאפשר את צירופה למדד ת"א 100, העשוי לשפר את נגישותה למקורות הון בעתיד.

#### **פוטנציאל השבחה של התיק הקיים עשוי לסייע לשמור על יחסי כיסוי טובים גם לאחר הגדלת המימון על הנכסים**

אף על פי שתיק הנכסים הקיים הניב סכומים יציבים לאורך השנים האחרונות, ישנו פוטנציאל גלום להשבחת התיק הקיים. בהקשר זה, ניתן לציין את ההכנסות שינבעו מ-2 בניינים חדשים להשכרה למגורים בפרויקט Parkway Forest.



הצפויים לשפר את ה- NOI של החברה בכ-2-1.5 מיליון דולר קנדי בשנה וכן את התוספת לשכ"ד בפרויקט Nordelec, בגין שיפוץ והשקרת השטחים המשופצים במחירים גבוהים מאלו שהתקבלו עבור שטחים לא משופצים. בנוסף, החברה מתכננת שיפור נוסף ב-NOI על ידי חיסכון בעלויות תפעול, ניצול יתרון הגודל של החברה וכדומה. מיצוי הפוטנציאל הגלום עשוי לסייע לחברה לשמור על יחסי כיסוי ואיתנות טובים גם לאור התוכנית ל-Refinance שתגדיל את החוב הפיננסי ותגשר על הזמן שצפוי לעבור עד שהפרויקטים היזמיים יביאו לתרומה תזרימית משמעותית.

### **רמת המינוף כיום בולטת לטובה; יחסי הכיסוי טובים**

רמת המינוף של החברה כיום הינה נמוכה מאד עם כ-10% היא צפויה לעלות. יחס ההון עצמי למאזן, בנטרול מקדמות, של כ-51% מגלם את רמת המינוף הנמוכה של רוב נכסי החברה ואת הנפקת ההון בשיעור של 15% מהיקף ההון ערב הגיוס. להערכת מידרוג, צפויה שחיקה הדרגתית ביחסי האיתנות, בהתחשב באסטרטגיית ההתרחבות ופיזור הנכסים אשר נתמכת בגיוס חוב, אם כי החברה מתכוונת לשמור על יחסי איתנות בטווח של 65% חוב ל-CAP. כמו כן, יחסי הכיסוי של החברה הינם טובים והפיגנו יציבות לאורך זמן. מידרוג מניחה כי, בטווח הקצר, יחסי הכיסוי של החברה צפויים להישחק כתוצאה מעלייה צפויה בחוב הפיננסי, אולם מידרוג מצפה כי יחסים אלו יתייצבו ברמה התואמת את דירוג החברה.

### **סיכונים עסקיים**

#### **אסטרטגיית התרחבות מאתגרת את הערכת פרופיל הסיכון לטווח ארוך**

תיק הנכסים של החברה כולל חלק מסוים מסך נכסי קבוצת אלעד גרופ. להערכת מידרוג החברה תמשיך להסתייע בניסיון הנצבר של אלעד גרופ בהשקעות חדשות בקנדה ובפרט בהשקעות בארה"ב, בה לאלעד גרופ ניסיון עשיר. תיק הנכסים הנוכחי בולט במיצובו העסקי והפיננסי אולם, בהתחשב באסטרטגיית הפיתוח, נוצרים אתגרים בהערכה של פרופיל הסיכון לטווח הארוך. כחלק משיקולי הדירוג התחשבה מידרוג באי הוודאות ביחס לפרופיל הסיכון העתידי.

#### **חשיפה לסיכונים הכרוכים בשוק הנדל"ן, בייחוד בפעילות הייזום; המאפיינים הסולידיים של שוק הנדל"ן בקנדה ושל החברה ממתנים את הסיכון הנ"ל**

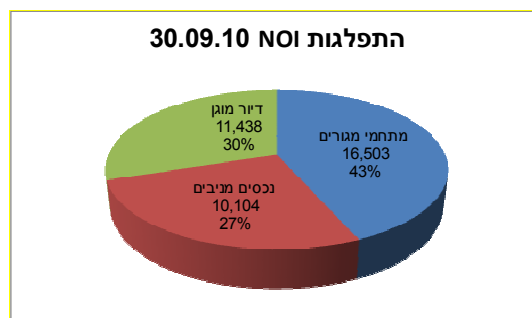
ענף הנדל"ן מושפע משינויים בביקושים, הקשורים בתנאי הסביבה המאקרו כלכלית ומאופיינים בהשקעות עתירות הון. סיכונים אלו מקבלים משנה תוקף בפעילות הייזום בענף הנדל"ן אשר הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית. מגזרי הפעילות של החברה כוללים פעילות יזמית ענפה, הכוללת בניית מעל 4,400 יח"ד למגורים למכירה ב-3 מתחמים מרכזיים וכן ייזום שטחים לנדל"ן מניב ב-Parkway Forest, כמו גם שיפוץ שטחים בנכס Nordelec. בהתחשב בעלות בספרים של מלאי המרקקעין בפיתוח, כ-11% מסך מאזן החברה ליום 31.12.10 מיוחס לפעילות הייזום.

יצוין כי קיימים מספר אספקטים הקשורים למבנה הענף בקנדה ולפעילות החברה, הממתנים באופן משמעותי את הסיכון הייזומי הנ"ל, כדלקמן: כפי שצוין, דרישת המערכת הבנקאית בקנדה לכ-70% Pre-Sale לפני תחילת בנייה בפועל, לצורך קבלת הלוואת ליווי בנקאי, חלוקת הפרויקטים למספר שלבים המקנים גמישות בביצוע והתאמה לצרכי השוק, מכירה מראש של כ-950 יח"ד מתוך כ-1,200 שהוצאו לשיווק, היותן של הקרקעות המיועדות לבנייה נקיות מהלוואות, בשל מיקומם במתחמים מניבים של החברה, הסכמי בנייה עם קבלני ביצוע מוכרים בקנדה אשר מקבעים את עלות הבנייה באופן כמעט מלא, בטרם תחילת ביצוע הפרויקט.

**שני מתחמי הדיור להשכרה הינם נכסים מרכזיים ומהווים כמחצית משוויים של נכסיה המניבים**

התיק מוטה לתחום השכרה למגורים, התורם כ- 43% מה- NOI וכ-50% מסך השווי הנכסי. על אף החשיפה לשני מתחמים אלו, מידרוג מציינת כי מתחמים אלו הפגינו יציבות לאורך השנים, בדומה לענף בכלל קנדה ובהתחשב במאפיינים הייחודיים והאיכותיים של המתחמים.

להלן התפלגות ה- NOI של החברה בין מגזרי הפעילות העיקריים לשלושת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.10:



**חשיפה לניהול התפעול, להסכמים קיבוציים ורגולציה של נכסי הדיור המוגן ובמידה מסוימת בתחום הנדל"ן המניב למגורים; מנגד לחברה ניסיון ניהולי רב במגזר זה**

מגזרי הדיור המוגן והנדל"ן המניב למגורים הינם בעלי רכיבי תפעול מהותיים ועל כן דורשים רמה גבוהה יותר של התמקצעות והשקעה רבה יותר של תשומות ניהוליות בנכסים וחושפים את החברה לשינויים בעלויות שכר עבודה, שירותים וחומרים אחרים וכן לעלויות נוספות בשל שינויים רגולטורים והסכמים קיבוציים. עם זאת לחברה ניסיון ניהולי רב במגזר זה ויתרון גודל ביחס למרבית המתחרים בשוק (שוק מבוזר יחסית). רמת הביקושים במגזרים אלו בכלל ובנכסי החברה בפרט, הינם יציבים ביחס למגזרים אחרים בתחום הנדל"ן. יציין כי אופן תפעול הנכסים על ידי החברה מערב הן עובדים השייכים לחברה והן את עובדי חברות הניהול החיצוניות.

**סיכונים פיננסיים**

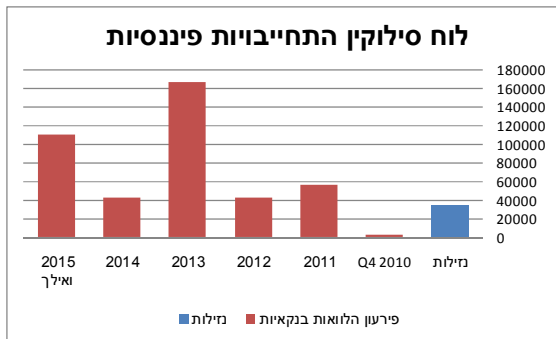
**כל נכסי החברה משועבדים לטובת הלוואות ספציפיות**

כל נכסי החברה משועבדים לטובת הלוואות, בשיעור LTV ממוצע העומד על 48.3% בלבד. מחד לחברה יש מרווח לשיפור הנזילות באמצעות מימון מחדש של נכסיה המאופיינים ברמת מינוף נמוכה. מאידך, אין לחברה נכסים לא משועבדים ופרמטר זה משפיע, להערכתנו על הגמישות הפיננסית הכוללת.



**תוכניות התרחבות יובילו לשחיקה באיתנות הפיננסית ותגודתיות ברמת הנזילות**

בהמשך למדיניות העסקית, בכוונת החברה לנצל את רמת המינוף הנמוכה של הנכסים על מנת לבצע Refinance, באופן אשר ביחד עם יתרות הנזילות השוטפות יאפשר השקעה ופיתוח עסקי. מידרוג מעריכה את יכולת החברה לבצע מימונים מחדש על נכסיה כטובה, בהתחשב במיצוב הנכסים ורמת המינוף. יתרה מכך, מיחזור ההלוואות צפוי לתקופה



של 10 שנים ובכך יקטין את עומס הפרעון ויתר על כן, את שיעור הריבית בכ- 1%-1.5%.

לפיכך, לאחר מיחזור ההלוואות בכוונת החברה לפרוע רק את האמורטיזציה השנתית בגין ההלוואות, בגובה של כ- 11 מיליון דולר קנדי בשנה, כאשר מנגד, נכסי החברה הקיימים מייצרים FFO של כ- 20 מיליון דולר קנדי בשנה (לפני המימון מחדש), אשר יש בהם כדי לכסות את מלוא סכום האמורטיזציה, זאת עוד לפני תזרים מהמימון מחדש על הנכסים.

לחברה אין מדיניות מוצהרת של שמירת מזומנים ובהתאם לכך, יתרת הנזילות ליום 31.12.10 של החברה העומדת על כ- 28 מיליון דולר קנדי, עתידה לשמש כאמור כמקור להשקעות. לצד זאת, לחברה אין מסגרות אשראי ברמת הסולו, אולם החברה נמצאת בתהליך, שצפוי להסתיים בחודשים הקרובים, לקבלת מסגרת אשראי של כ-10 מיליון דולר קנדי.

**אופק הדירוג**

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג**

- יישום האסטרטגיה העסקית לגיוון תיק הנכסים לצד שימור סביבת יחסי הכיסוי, שמירה על רמת איתנות פיננסית טובה ושיפור הגמישות הפיננסית בדגש על מרכיב נכסים לא משועבדים
- שמירה על יחס חוב פיננסי ל-CAP נמוך מ-60% לאורך זמן

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג**

- העלאת פרופיל הסיכון העסקי
- הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי לאורך זמן וביחסי האיתנות הפיננסית, בפרט עליה בחוב הפיננסי ל-CAP מעבר ל- 65% לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד באופן אשר מגדיל את הסיכון הפיננסי

**אלעד קנדה אינק: נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי דולר קנדי)**

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	
90,042	94,489	95,022	הכנסות
41,524	45,702	43,243	רווח גולמי
46.1%	48.4%	45.5%	שיעור רווח גולמי
-12,909	-18,446	11,073	רווח (הפסד) משערוך נדל"ן להשקעה
19,080	19,514	43,386	רווח תפעולי מתואם **
37,094	43,066	37,819	EBITDA מתואם בניטרול שיערוך נדל"ן **
-24,828	-22,686	-21,040	הוצאות מימון, נטו
-6,908	-6,440	10,356	רווח (הפסד) נקי
427,652	439,069	428,661	חוב פיננסי
-	-	28,470	יתרות דיאלת
427,652	439,069	400,191	חוב פיננסי נטו
879,844	884,898	978,011	CAP
879,844	884,898	949,541	חוב נטו CAP
414,274	409,610	517,237	הון עצמי
892,154	911,129	1,003,715	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
48.6%	49.6%	43.8%	חוב ל-CAP
48.6%	49.6%	42.1%	חוב נטו ל-CAP
46.4%	45.0%	51.5%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
11,175	14,561	-24,356	CFO
20,631	23,019	20,263	FFO
20.7	19.1	21.2	חוב ל-FFO
20.7	19.1	19.7	חוב נטו ל-FFO
11.5	10.2	11.3	חוב ל-EBITDA בניטרול שיערוך נדל"ן
11.5	10.2	10.6	חוב נטו ל-EBITDA בניטרול שיערוך נדל"ן
1.5	1.9	1.8	EBITDA בניטרול שיערוך הוצאות מימון

\* הנתונים לשנים 2008-2009 הנים נתוני הפעילות בהתאם לדוחות ר"ח בטרם להקמת החברה \*\* מה-EBITDA המתואמת נוטרלו הפחתות לא תזרימיות והוצאות חד פעמיות של כ-8.1 מיליון דולר קנדי בגין העברת נכסי החברה מאלעד גרופ לחברה.

**פריטים לא תזרימיים בשל אופן רישום חשבונאי, המטים לרעה את רווחיות החברה**

רווחיות החברה וכן ה-EBITDA הושפעו לשלילה בשל אופן הרישום החשבונאי של מספר פריטים לא תזרימיים. כך למשל, בשנת 2010 החברה הכירה בהוצאות של כ-8 מיליון דולר קנדי בגין תשלום מס להעברת הנכסים מאלעד גרופ לחברה, למרות שאלעד גרופ שילמה את תשלום המס בפועל. כמו כן, רווחיות החברה מוטת לרעה בשל פריטים כגון פחת על הדיור המוגן, תשלום מבוסס מניות, הפחתה של תמריצים נדחים לסוחרים והשפעה של מיצוע הכנסות דמי שכירות. פריטים אלו השפיעו לשלילה על רווחיות החברה בכ-7.1 מיליון דולר קנדי בדוחות ליום 31.12.10.

**דוחות מתודולוגיים:**

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

## מושגי יסוד

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 הלואות 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 בציוד, 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

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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, המצינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצינת באותיות.

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") 2011.

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 בעיני 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 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.