



# אלקטרה נדל"ן בע"מ

דוח דירוג ראשוני | יוני 2014

1

## מחברים:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

[anna@midroog.co.il](mailto:anna@midroog.co.il)

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

## איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## אלקטרה נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa2	דירוג סדרות (Issue)
------------------	------	---------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa2 באופק יציב לסדרות ב'ג' ו-ד' אשר הונפקו ע"י חברת אלקטרה נדל"ן בע"מ (להלן: "אלקטרה נדל"ן" או "החברה"). כמו כן, הדירוג חל על הנפקת סדרה חדשה/הרחבת סדרה קיימת בסכום של עד 100 מיליון ש"ח ע.ג.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18/06/2014 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום פירעון האג"ח	יתרת שנות
ב'	1099126	ספט-06	5.60%	מדד	73,008	2014-2019
ג'	1116888	דצמ-09	5.20%	מדד	184,959	2015-2016
ד'	1121227	נוב-10	4.50%	מדד	202,106	2014-2020
סה"כ					460,073	

### פרופיל החברה

החברה נוסדה בשנת 1972 כחברה פרטית והינה חברת בת של אלקו בע"מ (56%). בשנת 2005 הונפקה החברה בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ. בעל השליטה באלקו בע"מ הינו מר גרשון זלקינד, המחזיק בכ-65% ממניות אלקו. פעילות החברה החלה בעיקר בייזום ותפעול נכסים מניבים בישראל. אולם החל משנת 1997 החלה לרכוש נכסים מניבים בחו"ל, אשר לעיתים הושכרו לטווח ארוך לשוכר יחיד (חלקם בחוזה<sup>1</sup> NNN) ביחד עם שותפים מקומיים, אשר מנהלים את הנכס ומדווחים לחברה על הפעילות. בשנים 2006-2008, עקב נגישות גבוהה לשוק ההון ומימון בנקאי נוח בחו"ל, היקף הרכישות בעסקאות פיננסיות הגיע לכ-6.4 מיליארד ש"ח (עיקר הרכישות היו במערב אירופה וצפון אמריקה). כיום, החברה פועלת בתחומי הנדל"ן המניב והנדל"ן היזמי, בארץ ובחו"ל. נכון ל-31.03.2014, מחזיקה החברה בשיעורי החזקה שונים בכ-53 נכסים מתוכם, 43 נכסים מניבים בשווי של כ-3.49 מיליארד ש"ח<sup>2</sup> (לא כולל נכס המוצג בספרי החברה כנכס פיננסי), וכן עשרה נכסים בשלבים שונים של פיתוח והקמה:

- **ישראל- 7 נכסים**, ארבעה מניבים ושלושה בייזום, יש לציין כי לאחר תאריך המאזן, מלון Sea One נמכר.
- **ארה"ב- 4 נכסים** מניבים, החברה מתכוונת לפעול למימוש של חלק מהנכסים בטווח הקצר- בינוני.
- **קנדה- 9 נכסים** מתוכם, 7 נכסים מניבים ושני נכסים בפיתוח. נכון לתאריך הדו"ח, נכס מניב אחד וקרקע מתוך פורטפוליו קנדה נמכרו ושאר הנכסים המניבים נמצאים תחת הסכם מכר (למעט נכס אחד המצוי במו"מ בלבד).

<sup>1</sup> חוזה טריפל נט- כלל הוצאות האחזקה, ביטוח ומיסים עירוניים של הנכס חלים על השוכר, בעל הנכס מקבל הכנסה נטו מהנכס.  
<sup>2</sup> סך השווי כולל את חלק החברה בנכסי חברות מאוחדות וחברות כלולות.

- **גרמניה- 19 נכסים מניבים.** בעתיד, החברה תבחן מימוש של חלק מהנכסים המניבים. בנוסף, בחלק מהנכסים קיימות הלוואות ב-LTV גבוה ביחס לאפשרות המימון מחדש בתנאי השוק הנוכחיים. לפיכך, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה במספר תרחישים בחלק מהנכסים ביניהם, מימון מחדש של נכסים, עסקאות להזרמת הון עצמי, תמורת הקטנת היקף החוב הקיים - Discount Purchase Offer ("DPO") והחזרת הנכס למוסד המממן.
- **בריטניה, שוויץ, הולנד ובלגיה- 9 נכסים מניבים.** שלושת הנכסים בשוויץ נמצאים תחת הסכם מכר.
- **הודו - לחברה 45% אחזקה בחברת PBEL (ביחד עם חברת נכסים ובנין), הפועלת בתחום הייזום למגורים.** PBEL מחזיקה במספר קרקעות במדינה לבניית כ-5,000 יח"ד וכן שטחי מסחר ומגורים נוספים, בהיקף של כ-215 דונם. נכון למועד דו"ח זה נמכרו כ-1,000 יח"ד מתוך כ-1,535 יח"ד הנמצאות בשלבים שונים של פיתוח והקמה.

נכון למועד דו"ח זה, כפי שיובהר בהמשך, לאור הקשחת תנאי המימון בחלק ממדינות הפעילות והפחתות שווי של נכסים, החברה פועלת על פי אסטרטגיה של צמצום הפעילות בחו"ל לצד חיזוק מבנה המאזן ושיפור הנזילות, גם כחלק משינוי התפיסה לשיפור השליטה והניהול של הנכסים. כך למשל, בשנים 2012-2013 התזרים השיורי (לאחר החזר הלוואות בנקאיות, הוצאות עסקה ומס) שנבע ממימוש נכסים בחו"ל עמד על כ-323 מיליון ₪ והחברה פועלת להמשיך ולממש נכסים לצורך הקטנת המינוף גם כיום.

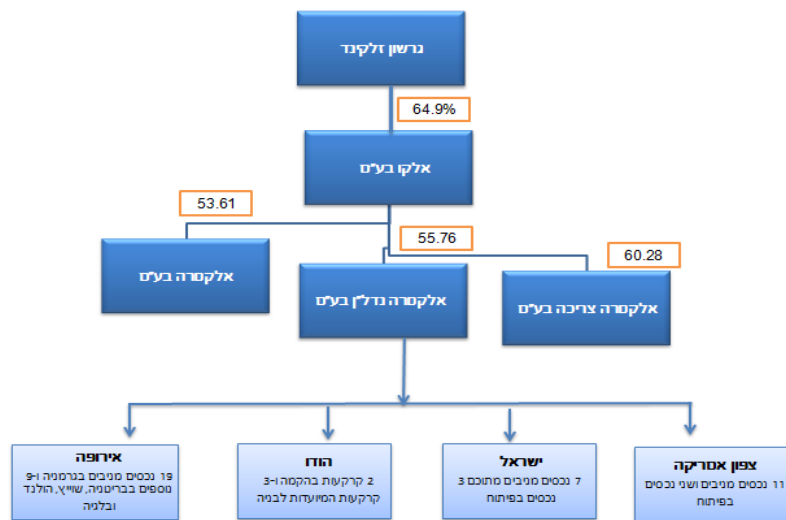
**אלקטרה נדל"ן - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ש"ח)**

	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013	31.12.2013	31.03.2014	יחסים פיננסיים עיקריים - אלפי ש"ח
NOI	106,701	129,845	20,358	93,427	22,163	
רווח גולמי ממכירת דירות	-	-	-	50,115	2,615	
שערוך נדל"ן להשקעה	96,226	-66,675	8,859	-7,283	-10,141	
EBITDA	88,783	100,122	15,168	118,911	16,956	
רווח (הפסד) בגין מוחזקות	-36,425	-69,984	-23,461	-96,786	12,403	
רווח (הפסד) נקי	-55,308	-157,309	-32,486	-108,543	2,807	
חוב פיננסי	2,631,802	2,344,059	2,179,829	2,014,449	1,895,844	
יתרות נדלות	182,178	231,237	184,560	237,687	130,693	
חוב פיננסי נטו	2,449,624	2,112,822	1,995,269	1,776,762	1,765,151	
הון עצמי וזכויות סיעוט	875,217	678,481	620,536	580,164	571,351	
נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה	2,063,555	1,728,392	1,542,547	1,044,909	1,043,203	
סך מאזן	4,113,737	3,546,656	3,367,701	3,053,198	2,924,277	
הון עצמי וזכויות סיעוט לסך מאזן	21.3%	19.1%	18.4%	19.0%	19.5%	
CAP	3,688,178	3,128,566	2,907,862	2,686,916	2,558,656	
CAP נטו	3,506,000	2,897,329	2,723,302	2,449,229	2,427,963	
חוב ל-CAP	71.4%	74.9%	75.0%	75.0%	74.1%	
חוב נטו ל-CAP נטו	69.9%	72.9%	73.3%	72.5%	72.7%	
FFO מותאם*	-8,769	72,410	-9,533	41,771	8,311	
חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי	-300	32	-57	48	57	
חוב פיננסי נטו ל-FFO בגילום שנתי	-279	29	-52	43	53	
חוב פיננסי ל-EBITDA בגילום שנתי	30	23	36	17	28	
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בגילום שנתי	28	21	33	15	26	

\* ה-FFO לכלל התקופות כולל התאמות בגין הוצאות/הכנסות מס וריבית שאינן תזרימיות. כמו כן, נעשתה התאמה ל-NOI, כך שנטרל מיצוע חשבונאי של הסכמי שכירות הכוללים עלייה מובנית של דמי השכירות, כך שה-FFO יכלול את השכ"ד ששולם בפועל בלבד.

**היקף החוב, התזרים ופעילות החברה אינם משתקפים באופן מלא בדוחות בשל הצגת הנכסים לפי שיטת השווי המאזני (אקוויטי). לפיכך, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג מתחשבת גם בחלק החברה בחוב ובתזרים של נכסים אלו**

חלק ניכר מנכסי החברה מוצגים בדוחות הכספיים לפי שיטת השווי המאזני. לפיכך, חלק ניכר מהחוב והתזרים אינו משתקף בדוחות הכספיים. במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה ביחסי האיתנות, הכיסוי ומקורות התזרים בהתבסס על חלק החברה בנכסים אלו. בנוסף לקחה מידרוג בחשבון השפעת תרחישים כגון מימון מחדש, DPO ו/או החזר הנכס למוסד המממן לגבי מספר נכסים אשר עומדות כנגדם הלוואות Non-Recourse, על פרופיל הסיכון ועל היקף ההון העצמי של החברה.



\* לאחר תאריך המאזן החברה מימשה נכס מניב בישראל (SEA ONE), נכס מניב בקנדה וקרקע בקנדה.

**אסטרטגיה**

**החברה שינתה את אסטרטגיית פעילותה והיא פועלת למיקוד הפעילות בישראל, תוך כדי צמצום הפעילות בחו"ל לאזור פעילות אחד, על ידי מימוש הנכסים המניבים לצורך הקטנת המינוף ושיפור הנזילות**

בטווח הקצר-בינוני, החברה מתכוונת להמשיך ולפעול לצורך חיזוק מבנה המאזן והגדלת הנזילות, באמצעות התזרים שיתקבל מהמשך מימוש נכסים באירופה, צפון אמריקה וישראל. במקביל, החברה מעוניינת לפעול לפריסה נוחה יותר של ההתחייבויות הפיננסיות. יצוין כי בשנים קודמות החברה הצליחה לפרוס מחדש את חובותיה לבנקים.

בטווח הארוך, אסטרטגיית החברה, כפי שהוצגה למידרוג, הינה התמקדות בפעילות בישראל בה קיימים לחברה יתרונות יחסיים. בין היתר, בשל גישות למקורות מימון, לעסקאות רכישה ומימוש נכסים וכן קשרים עם רוכשים ושוכרים פוטנציאליים של שטחים בייזום. יתרה מכך, החברה נהנית מהמיצוב של קבוצת אלקטרה וסינרגיה עם חברות אחיות בתחום של עבודות אלקטרו מכאניות ועבודות בניה. פעילות הייזום בישראל צפויה להימשך כאשר ייתכן כי החברה תמשיך להחזיק בחלק מהנכסים המניבים גם לאחר ההקמה והאכלוס של הנכסים.

בנוסף, להערכת החברה, בישראל יש לה יכולת לעקוב אחר כל שלבי תהליך הקמת הנכסים ו/או מעקב וניהול של נכסים קיימים, בניגוד להעדר יכולת זו בחו"ל. כיום, הבקרה והשליטה על הנכסים המניבים בחו"ל מתבצעות בעיקר על ידי שותפים עסקיים, התנהלות אשר להערכת מידרוג, מקשה על שליטה וניהול אפקטיביים. על פי האסטרטגיה הנוכחית, מטרת החברה הינה להקטין באופן ניכר את הפיזור הגיאוגרפי ולהתמקד באיזור גיאוגרפי אחד בחו"ל וזאת- לאחר בניית תשתית

ניהולית מקומית. להערכת מידרוג, המיקוד האסטרטגי בתהליך לשיפור מבנה המאזן והשטחת לוח הסילוקין, משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון, אם כי עלולה להיווצר חשיפה להגדלת הפעילות היזמית של החברה בטווח הארוך (ראו להלן).

לחברה אין מדיניות דיבידנד, כאשר לא חולקו דיבידנדים בשנים האחרונות (למעשה, בכל שנות פעילותה החברה חילקה דיבידנד רק פעם אחת), ובנוסף, לחברה מגבלה על חלוקת דיבידנדים בהתאם לתנאי הלוואות לבנקים בישראל. יצוין כי בעבר, חברת האם אף תמכה בחברה בעת הצורך, בין היתר, באמצעות השתתפות בהנפקת הון בהיקף של כ-50 מיליון ₪ (כמחצית מסך היקף ההנפקה) שביצעה החברה בדצמבר 2013 ובערבות בנקאית בסך של כ-33 מיליון ₪ שהוענקה במסגרת הסכם ליווי פרויקט SEA ONE.

### שיקולים עיקריים לדירוג

**דירוג החברה מושפע לחיוב** מהצלחת החברה בעמידה ביעדי האסטרטגיה, ביניהם, מימוש נכסים מניבים בארץ ובחול, באופן התורם לתזרים החברה, יכולת פירעון וצמצום החוב; מצבת נכסים מניבים בעלי מח"מ שוכרים ארוך ואחוזי תפוסה גבוהים תורמים ליציבות ההכנסות של החברה. אולם, המינוף הגבוה של הנכסים ושליטה מוגבלת בהם על ידי החברה ממתנים את היתרונות הנ"ל; Track Record חיובי בתחום הייזום בישראל. כמו כן, לחברה יתרון יחסי בתחום הייזום בישראל, לא מעט עקב השתייכותה לקבוצת אלקו. להערכת מידרוג, המשך יישום האסטרטגיה של החברה, מימוש נכסים מניבים בחול וצמצום החוב עשויים להביא לשיפור ביחסי הכיסוי והאיתנות של החברה בעתיד.

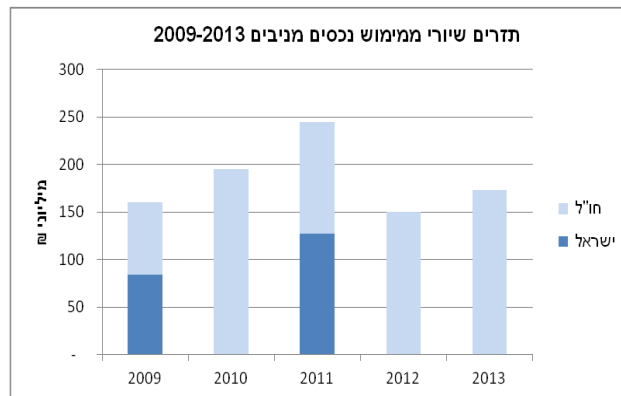
**דירוג החברה מושפע לשלילה** מרמת מינוף גבוהה, הן ברמת כלל החברה והן ב-LTV של חלק מהנכסים, המתבטאת ביחס חוב ל-CAP של כ-83% נכון ל-31.03.14 (כולל איחוד יחסי של החברות המוחזקות ולא כולל נכס המוצג כנכס פיננסי בספרי החברה) ו-LTV ממוצע לנכסים המניבים של כ-67% כיום וכ-72% לא כולל נכסים הנמצאים תחת הסכם מכר; יחסי כיסוי שאינם בולטים לטובה אולם תואמים את רמת הדירוג; עומס פירעונות (אג"ח והלוואות סולו) גבוה בטווח הקצר בשל לוח סילוקין אשר אינו פרוס בצורה נוחה; גמישות פיננסית נמוכה הנובעת, בין היתר, מהעדר נכסים מניבים לא משועבדים. מלבד השעבוד של הנכסים המניבים להלוואות ה-Non Recourse, לחברה שעבוד שוטף כללי בגין הלוואות הסולו אשר פוגע בגמישות; שליטה מוגבלת של החברה בנכסים בחול משפיעה באופן שלילי על פרופיל הסיכון של החברה ויוצרת תלות בשותפים לצורך מימוש או השבחת הנכסים; השקעות בפרויקטים לייזום בארץ ובחול חושפות את החברה לסיכון הענפי של תחום הייזום וכמו כן, לסיכונים גיאופוליטיים במדינות המקור, כגון הודו וקנדה; חשיפה לסיכוני שחיקת שערי חליפין של מטבע חוץ.

### חוזקות

#### **יישום האסטרטגיה של החברה ומימוש הנכסים המניבים בחול, תורמת לניזילות החברה ונגישותה לגופים מממנים**

משנת 2010 נוקטת החברה במדיניות של צמצום היקף הרכישות ומימוש של נכסים מניבים. הצלחת החברה ביישום המדיניות, הביאה לתזרים שיוירי של כ-323 מיליון ₪ (לפני מס) בין השנים 2012-2013 ותרמה לצמצום החוב הפיננסי בכ-708 מיליון ₪ באותן השנים. הנאמר לעיל תורם להקטנת המינוף, לשיפור בניזילות ולנגישות למחזור החוב כפי שבא לידי ביטוי בשנת 2012 בה חתמה החברה על הסכם עם הבנקים המממנים על פיו הוארכו מועדי הפירעון של מסגרות האשראי

שלה עד לשנים 2015-2016. מגמת המימושים צפויה להימשך גם בשנת 2014, נכון למועד הדו"ח מימשה החברה את כל החזקותיה בחברות מקבוצת Harbor Group (יתרת הסכום צפויה להתקבל ב-2015-2017), בניין משרדים בשוויץ המושכר לחברת SWISSCOM, נכס אחד מתוך פורטפוליו של 7 נכסים בקנדה וכן קרקע בקנדה. התזרים שנובע לחברה ממימוש נכסים אלו עומד על כ- 100 מיליון ש"ח. כמו כן, לחברה חוזים חתומים למימוש חמשת הנכסים הנותרים בפורטפוליו קנדה, 50% ממלון SEA-ONE בישראל (נמכר לאחר ה- 31.03.2014) וצפי למימוש נכסים נוספים, בהנחה של השלמת העסקאות הנ"ל, התזרים שצפוי לנבוע ממימוש נכסים מניבים בשנת 2014 עומד על כ- 327 מיליון ₪ (מתוכם נחתמו עסקאות למימוש נכסים בהיקף ניכר). בנוסף המיקוד האסטרטגי כפי שהוצג לעיל, וההתרכזות בסגמנטים בהם לחברה יתרון יחסי, צפויים לתרום לצמצום תשלומי הריבית וההוצאות השוטפות וכן להקטין את התלות בשותפים ובשוכרים מהותיים באזורים בהם לחברה יכולת מועטה להשפיע על מיצוב הנכס.

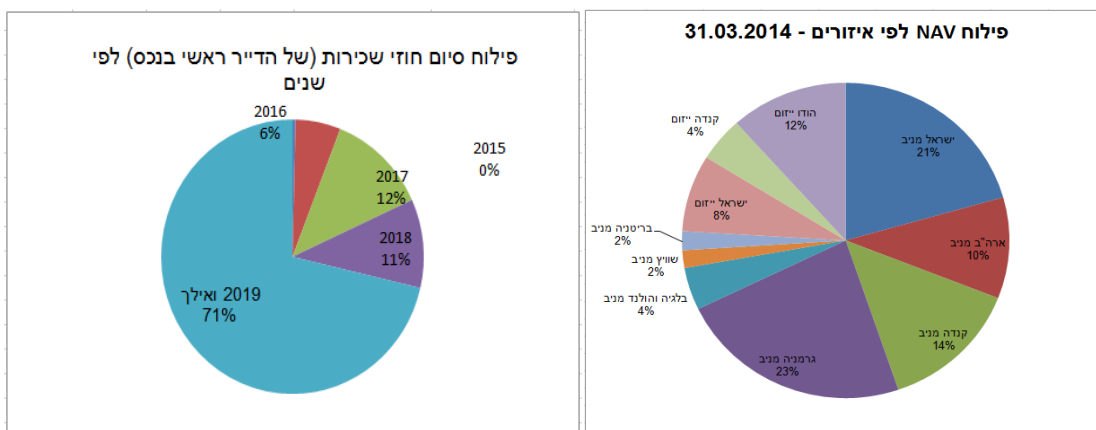


**TRACK RECORD חיובי בתחום ייזום ותפעול נדל"ן מניב בישראל באופן התומך בפעילות החברה**

בניגוד לפעילות החברה בחו"ל, בישראל לחברה Track record חיובי בעיקר בתחום הייזום, לאורך השנים החברה לקחה חלק בייזום פרויקטים מניבים מצליחים בישראל ביניהם, בית NICE ברעננה, בית קומברס, בניין קודאק בפתח תקווה, מגדל אלקטרה בת"א, מלון Sea One ת"א ועוד. הצלחות החברה כוללות השלמת פיתוח, ייזום, אכלוס, מימון מחדש ולעיתים מימוש של נכסים אלו. כמו כן החברה נהנית מסינרגיה עם החברות האחיות בקבוצת אלקו, ביניהן, יכולות הבניה של אלקטרה בניה בע"מ והיכולות האלקטרו מכאניות של אלקטרה בע"מ, כל אלה תורמות ליכולתה של החברה לייצר תזרים מזומנים משמעותי מהפעילות בישראל בעתיד. כך למשל, בשנתיים האחרונות החברה התקדמה בייזום מבנה משרדים למכירה בת"א ומרכז מסחרי בנתניה באופן שכבר 70% משטחי המשרדים נמכרו וכ-57% משטחי המסחר הושכרו. המשך ההתקדמות בפרויקטים אלו צפוי לתרום לתזרים וליחסי הכיסוי. יצוין כי כפי שהוצג בתחזית תזרים החברה המופיע בדוחות הכספיים, פעילות היזמות בארץ ובחו"ל צפויה להניב לחברה בטווח הקצר עודפים בהיקף של למעלה מ-100 מיליון ₪.

**מצבת נכסים מניבים בעלת מח"מ שוכרים ארוך תורמת ליציבות ההכנסות; שליטה מוגבלת, LTV גבוה בחלק מהנכסים  
 כוונת החברה לממש חלק מהנכסים פוגעים באיכות התיק המניב**

נכון ל-31.03.2014 לחברה 43 נכסים מניבים בשווי של כ-3.49 מיליארד ₪ המניבים NOI בסך 243 מיליון ₪<sup>3</sup> (לא כולל נכס המופיע בספרי החברה כנכס פיננסי, חלק חברה) ועשרה נכסים בשלבים שונים של פיתוח והקמה. עיקר נכסי החברה ממוקמים במדינות איתנות ובעלות דירוג גבוה, ביניהן גרמניה, קנדה, ארה"ב וישראל. אחוז התפוסה בנכסים, נכון ליום 31.03.2014 עומד על כ-90.5%. האמור בנוסף לחוזי שכירות ארוכים ופיזור סביר של השוכרים תורמים ליציבות ההכנסות של החברה. מנגד, ניהול הנכסים בחו"ל מתבצע על ידי שותפים. שליטה מוגבלת בנכסים, המינוף הגבוה של חלקם והחשיפה לשוכר בודד בנכסים מסוימים ממתנים את היתרונות המוצגים לעיל. יציין, כי במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחיש לפיו היקף מצבת הנכסים המניבים יקטן תוך הגדלת ריכוזיות התיק.



**סיכונים עסקיים ופיננסיים**

**רמות מינוף גבוהות הן ברמת החברה והן ברמת חלק מהנכסים, משליכות לשלילה על פרופיל הסיכון; המשך מימוש הנכסים ופירעון החוב של החברה הינו משמעותי להתפתחות הדירוג**

בין השנים 2006-2008 לאור הנגישות הגבוהה לשוק ההון ולמימון בנקאי, רכשה החברה נכסים מניבים בסך של כ-6.4 מיליארד ₪ וב-LTV של בין 80%-90%. העמקת המשבר הפיננסי בשנים שלאחר מכן הביאה לירידת שווי של חלק מהנכסים וכתוצאה- לגידול במינוף. אחוזי ה-LTV הגבוהים הביאו בחלק מהמקרים להפרות של אמות מידה פיננסיות אל מול הבנקים בחו"ל דבר שהתבטא בהודעות שליליות אשר אף השליכו לשלילה על נגישות החברה לשוק ההון בישראל. נכון ל-31.03.2014 מצבת נכסים המניבים (ללא נכסים מניבים אשר קיים לגביהם הסכם מכר חתום) משועבדים ב-LTV ממוצע של כ-72% (כ-67% כולל הנכסים עם הסכם המכר) אף על פי שהממוצע הינו סביר, ישנם מספר נכסים עם LTV גבוה אשר להערכת מידרוג משליכים לשלילה על הדירוג. היקף המינוף הגבוה של הנכסים וסיום מועדי ההלוואות הקרובים, באים לידי ביטוי באופן שבו על החברה לבצע מימון מחדש לחלק מהנכסים, עסקאות DPO וכמו כן מכירה בהסכמה של נכסים מסוימים באופן שעלול להביא גם להפחתה מסוימת של ההון העצמי. ברמת החברה, החוב נכון ל-31.03.2014 (כולל חלק החברה בנכסים המוצגים לפי שיטת האקוויטי ולא כולל נכס המוצג בספרי החברה כנכס פיננסי) מגיע לכ-3.34 מיליארד ₪ (כ-2.7 מיליארד ₪ לאחר השלמת המימושים בתהליך) לרבות מעל 900 מיליון ₪ חוב

<sup>3</sup> סך השווי וסך ה-NOI כוללים את חלק החברה בנכסי חברות מאוחדות וחברות כלולות.



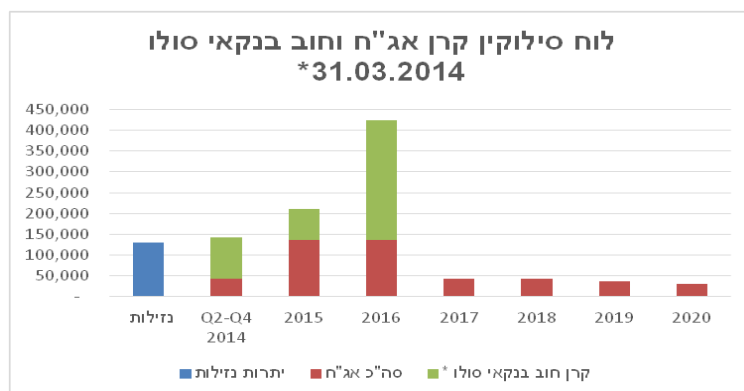
Corporate. היקף חוב זה מביא לרמות מינוף גבוהות הבאות לידי ביטוי ביחס חוב ל-CAP של כ-83% לפי תחשיב מידרוג, בהתאם לנתונים שנמסרו מהחברה. אולם, ככל שהחברה תמשיך ביישום התוכנית למימוש הנכסים ופירעון חוב, היחסים צפויים להשתפר.

פילוח מועד סופי של ההלוואה לנכסים עם LTV מעל ל-70%			
מועד פירעון סופי של ההלוואה	שווי הנכסים	NAV	מספר נכסים
מועד פירעון עבר	508,187	37,212	4
בשנתיים הקרובות	316,098	55,047	3
בשלוש שנים הקרובות והלאה	496,725	98,627	2

\*לא כולל נכס הרשום בספרי החברה כנכס פיננסי וכולל פורטפוליו של כ-4 נכסים עם הלוואה אחת המוצג כנכס אחד.

### נזילות בינונית גמישות פיננסית נמוכה אל מול פריסה לא נוחה של החוב Corporate

לחברה גמישות פיננסית נמוכה הנובעת, בין היתר, מהעדר נכסים מניבים לא משועבדים, וכן מ-LTV ממוצע גבוה יחסית (ראו לעיל). מלבד השעבוד של הנכסים המניבים להלוואות ה-Non Recourse לחברה שעבוד שוטף כללי בהלוואת הסולו אשר פוגע בגמישות. יתרה מכך, במסגרת תנאי ההלוואות הבנקאיות על החברה לשמור על רמת נזילות של 150 מיליון ₪, נכון ליום 30 בספטמבר 2015 על מנת שהנ"ל יפרסו עד לדצמבר שנת 2016. נזילות החברה נכון ל-31.03.2014, עומדת על כ-130 מיליון ₪ ופירעון האג"ח להמשך שנת 2014 עומד על כ-43 מיליון ₪ (פירעון האג"ח השנתי בשנים 2015-2016 עומד על כ-139 מיליון בכל אחת מהשנים). מלבד פירעון קרן האג"ח, לחברה פירעון קרן של החוב הבנקאי של כ-100 מיליון ₪ בשנת 2014 וכ-75 מיליון ₪ בשנת 2015. אף על פי כן, כפי שצוין, החברה חתמה על עסקאות למימוש מספר נכסים אשר חלקן הושלמו לתאריך דוח זה, באופן הצפוי להביא לגידול משמעותי בהיקף הנזילות. יצוין כי, בשנים הקרובות צפוי גם תזרים נוסף בשל השלמה של פרויקטים ייזמיים בקנדה וישראל, בהם כבר קיים שיעור מכירות גבוה יחסית. בנוסף, החברה מתכוונת להמשיך ולממש נכסים גם בשנת 2015, בייחוד בארה"ב וגרמניה. ככל שהחברה תעמוד בתוכניות שהוצגו למידרוג בדבר מימוש הנכסים, בנוסף להשלמת מחזור ופריסה נוחה יותר של החוב הבנקאי, האמור עשוי להשפיע לחיוב על הדירוג. בהתאם לעסקאות החתומות למימוש נכסים, התזרים בטווח הקצר הינו מספק ביחס לחליות.



\*לאחר תאריך המאזן בוצע פירעון של כ-6.7 מיליון ₪ מאג"ח סדרה. כמו כן חשוב לציין, כי בכונת החברה לפעול לפריסה נוספת של החוב הבנקאי כפי שכבר בוצעה בשנת 2012 (פריסת החוב הנוכחית היא תחת ההנחה כי החברה תשמור על יתרת נזילות של 150 מיליון ₪ ביום 30.09.2015).

#### **החזקה פיננסית בלבד בנכסים מניבים בחו"ל פוגמת ביכולת השליטה והניהול של הנכסים על ידי החברה**

עיקר נכסי החברה בחו"ל מוחזקים בשותפות בין החברה ושותף מקומי במדינת המקור של הנכס. רכישת הנכסים המניבים בעבר התבצעה על ידי השקעה פיננסית בלבד, ללא כל נגיעה בניהול או השבחת הנכסים על ידי החברה. חוסר השליטה בנכסים גם כיום משפיע באופן שלילי על פרופיל הסיכון של החברה ויוצר תלות בשותפים לצורך מימוש או השבחת הנכסים. מלבד התלות בשותפים, לחברה תלות מסוימת בשוכרים (אף על פי שכפי שצוין לעיל לחברה פיזור שוכרים גבוה המקטין את התלות בכל אחד מהשוכרים), שכן עיקר הנכסים במערב אירופה מושכרים לשוכר בודד. תלות זו עלולה להשפיע לשלילה על שוויים של הנכסים ככל שחוזי השכירות יתקרבו לקיצם. אולם כפי שצוין לעיל לחברה חוזי שכירות ארוכים הממתנים סיכון זה. יש לציין כי החזקה בנכסים בחו"ל יוצרת חשיפה מטבעית הן ביחס להון העצמי המוצג בספרים והן ביחס לאג"ח אשר הינו שקלי צמוד מדד.

#### **השקעה בייזום משפיעה באופן שלילי על פרופיל הסיכון של החברה**

בנוסף למצבת הנכסים המניבים, לחברה פרויקטים לייזום בישראל, קנדה והודו. להערכת מידרוג, פעילות הייזום בענף המשרדים המסחר והבנייה למגורים הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך והזמן הרב הנדרש לרכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם, ביחס להשקעות הון עצמי גבוהות יחסית. מלבד הסיכון העסקי הגבוה יותר שקיים בתחום הייזום, לחברה השקעה בפרויקטים של ייזום למגורים בהודו, מדינה אשר איננה מתאפיינת ביציבות ואיתנות פיננסית גבוהות. אולם יש לציין, שנכון למועד הדו"ח, נמכרו בהודו כ- 1000 יח"ד מתוך 1,535 יחידות בשלבים שונים של הקמה ושיווק, לא קיימת הלוואה כנגד הפרויקטים. כמו כן, פעילות זו לא צרכה השקעות מצד בעלי המניות משנת 2010 והחל משנת 2013 החלה לחלק כספים (באמצעות החזר הלוואות בעלים) לחברה. היקף הייזום עומד על כ-12% מסך המאזן (כולל איחוד יחסי של החברות המוצגות לפי שיטת האקוויטי). להערכת מידרוג, אף על פי שהחברה מתכוונת לבחון כניסה לפרויקטים נוספים וכן לממש חלק מהנכסים המניבים, ההשלמה הצפויה של פרויקטים יזמיים תסייע לשמור על רמות ייזום דומות גם בטווח הקצר.

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג**

- עמידת החברה בתוכניות שהוצגו למימוש הנכסים המניבים בחול, תוך ניצול התזרים מהם להקטנת החוב ולישיפור ביחסי האיתנות
- פריסה נוחה יותר של החוב corporate למקורות התזרים
- שמירה על נזילות בהיקף של סך פירעון הקרן השנתי של האג"ח ובנקים סולו לאורך זמן

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג**

- הרעה מהותית במצב הנזילות ובסביבת הפעילות של החברה
- חלוקת דיבידנד מהותי באופן המשליך על פרופיל הסיכון
- שחיקה מהותית ביחסי האיתנות

**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)

תאריך דוח: 18/06/2014

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים
	הוצאות ריבית
	<i>Interest</i> הוצאות ריבית תזרימיות
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<i>Cash Interest</i> רווח תפעולי
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<i>EBIT</i> רווח תפעולי לפני הפחתות
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<i>EBITA</i> רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
רווח תפעולי + פחת+ הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<i>EBITDA</i> רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<i>EBITDAR</i> נכסים
סך נכסי החברה במאזן.	<i>Assets</i> חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<i>Debt</i> חוב פיננסי נטו
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<i>Net Debt</i> בסיס ההון
חוב+ סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<i>Capitalization (CAP)</i> השקעות הוניות
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<i>Capital Expenditures</i> מקורות מפעילות *
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<i>Funds From Operation</i> תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *
תזרים מזומנים מפעילות לפני דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<i>Cash Flow from Operation</i> תזרים מזומנים פנוי*
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<i>Retained Cash Flow (RCF)</i> תזרים מזומנים חופשי *
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<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.

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. המשתנה '1' מצוין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מצוין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מצוין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת 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") 2014.

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](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 לסיכוני 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 שבכונתו 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.