



צ.מ.ח המרמן בע"מ

פעולת דירוג - נובמבר 2013

1

מחברים:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

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

צ.מ.ח המרמן בע"מ

אופק הדירוג: חיובי	דירוג: <i>Baa2</i>	דירוג סדרה
--------------------	--------------------	------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג *Baa2* ושינוי אופק הדירוג מיציב לחיובי לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמן"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להרחבת סדרת ג' בהיקף של עד- 50 מיליון ש"ח. תמורת האג"ח תשמש את החברה לצורכי הפעילות השוטפת ולמחזור חובות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10.11.13. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר גי"ע	מועד הנפקה מקורית	יתרת ע.ג ליום ה- 30.6.2013	תנאי הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ערך בספרי החברה ליום ה- 30.6.2013	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'- להמרה	1104132	יוני-07	11.9	מדד	7.50%	13.5	2014
אג"ח ב'	1119031	מאי-10	72.0	שקלי	ריבית אג"ח ממשלתית 6.7% + 0520	73.4	2014-2017
אג"ח ג'	1127653	ינו-13	50.0	אינו צמוד	8%	48.2	2015-2019
			133.9			135.1	

* אג"ח א' הינו אג"ח להמרה

דירוג החברה משקף את הוותק הרב של פעילות החברה וניסיון החברה; היקף פעילות החברה אינו רחב ביחס לחברות הגדולות בשוק, יחד עם זאת, החברה הינה בעלת פרויקטים באזורי ביקוש ונהנית מקצב מכירות טוב בפרויקטים השונים שבביצוע; איתנות החברה תואמת את רמת דירוגה ורווחיותה ממוצעת ביחס לענף.

הצבת האופק החיובי נובעת מהתקדמות חיובית של החברה בפיתוח ומכירה של פרויקטים בביצוע ופרויקטים בתכנון, הצפי להכרה בהכנסות ותזרימי המזומנים שינבעו מהפרויקטים הללו, במהלך השנים הקרובות, אמור לחזק את יחסי איתנותה ולהוביל ליחסי כיסוי טובים לרמת דירוגה; לחברה צפוי גידול משמעותי בהיקף הפעילות, לאחרונה התקבלו מספר היתרי בניה, כך שבטווח 15 החודשים הקרובים החברה צפויה להחל את עבודות הבינוי במרבית הפרויקטים המתוכננים. יחד עם זאת, החברה עדין חשופה להיקף פעילות שאינו רחב ביחס לחברות הגדולות בשוק ולצורכי רכישת קרקעות לשימור היקף הפעילות הקיימת, לטווח הזמן הארוך.

מימוש האופק החיובי יבחן נוכח עמידת החברה בתחזיות שהוצגו למידרוג, כאמור לעיל, ונוכח פעילות החברה לרכישת קרקעות.

בהתאם להערכות, הכרה נמוכה בהכנסה הביאה לרווחיות ולתזרים FFO נמוכים בשנת 2012 ובמחצית הראשונה של 2013, בנוסף בשל הגידול בהיקף הפעילות, בתקופה זו, חלה שחיקה ביחסי האיתנות שהחברה הציגה; תפנית במגמה זו צפויה להתרחש בשנת 2014, ייתכן וחלק מהתזרים החזוי יופנה ליצירת צבר קרקעות שיבטיח את היקף פעילותה העתידי של החברה

השלמה מועטה של פרויקטים במהלך שנת 2012 ובמחצית הראשונה של שנת 2013, הביאה למספר מסירות נמוך של דירות ובהתאם-הכרה נמוכה בהכנסה. מצב זה, אשר נלקח בחשבון במסגרת שיקולי הדירוג הקודם, הביא לכך שהיקף הרווח הנקי שרשמה החברה בתקופה זו הינו נמוך. החברה צפויה להחל במסירה משמעותית של דירות בשנה הקרובה. בשנת 2014 החברה צפויה למסור, בין היתר, את מרבית יח"ד בפרויקט בנווה צדק ולהכיר ברווחים משמעותיים, משכך, מידרוג צופה כי בשנה זו יחול שיפור משמעותי ברווחים שתציג החברה ובהתאם-ביחסי הכיסוי של החברה. החל משנת 2014 ועד לשנת 2017 לחברה קיים צבר פרויקטים בתכנון וביצוע שייצור לחברה היקף פעילות משמעותי, אולם בשל מלאי הקרקעות המצומצם העומד לרשות החברה, מעריכה מידרוג כי החברה תידרש לבצע השקעות לחידוש מלאי הקרקעות שישמשו את הטווח הארוך.

במהלך השנתיים האחרונות החברה הגדילה משמעותית את היקף פעילותה. נכון למועד הדוח לחברה פרויקטים בביצוע להקמתן של כ-493 יח"ד (חלק חברה), לעומת היקף של כ-246 יח"ד נכון לרבעון השלישי של 2011. הגורם העיקרי לגידול החד בפעילות הינו כניסה למספר פרויקטים גדולים - ביניהם שוק בצלאל בת"א ופרויקט בבית שמש (כ-76, ו-170 יח"ד חלק חברה, בהתאמה). פרויקטים אלו כוללים מלבד דירות גם מתחמים מסחריים. הגידול בהיקף הפעילות והעובדה כי החברה מסרה יח"ד בהיקף שאיננו משמעותי, בשנתיים האחרונות, יצר שחיקה ביחסי האיתנות של החברה. להערכת מידרוג, ליום ה-30.6.2013, יחס חוב ל-Cap של החברה עומד על כ-74% יחס חוב נטו ל-Cap נטו עומד על כ-72% (מידרוג כוללת את התחייבויותיהם של שותפות בפרויקט בבית שמש וההתחייבות של הפרויקט גני תקווה I שאינן מאוחדות בדוחות הרבעוניים של 2013 בשל אימוץ תקן חשבונאי IFRS11), יחסי האיתנות שהחברה מציגה כיום הולמים את רמת הדירוג. יחד עם זאת, לאור הצפי להכרה בהכנסה גבוהה יחסית, ממסירת דירות, במהלך שנת 2014 צפויה החברה לשפר את רמת איתנותה.

בהתאם לתחזיות החברה, בשנת 2014 היקף פעילות הייזום צפוי לגדול משמעותית. עיקר הגידול, בין היתר צפוי מכניסת החברה לפרויקטים בגני תקווה, בהיקף מצרפי של כ-278 יח"ד (חלק חברה), ללא תמורת בעלים בעסקאות קומבינציה). נציין כי הרווחיות הצפויה מפרויקטים בביצוע ובתכנון של החברה הינה סבירה.

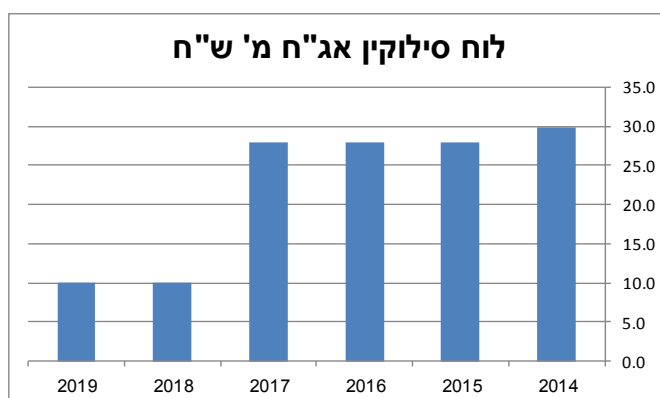


גמישותה ונזילותה הפיננסית של החברה הינה סבירה בטווח הקצר עד בינוני, ביחס לצורכי שירות החוב ולצרכי פיתוח הפעילות

לחברה שלוש סדרות אג"ח בהיקף כולל של כ- 134 מיליון ₪ וכן חוב בנקאי בסך של כ- 150 מיליון ₪ (באיחוד יחסי), אשר רובו ניתן במסגרת הלוואות ליווי בנייה ולצורך רכישה ופיתוח קרקעות. אגרות החוב מסדרה א' אינן מובטחות ועיקר מקור פירעונן הינו ממקורותיה השוטפים של החברה. נציין כי אג"ח א' צפוי להיפרע במלואו במאי 2014. אגרות החוב מסדרות ב' ו-ג' נושאות שעבוד על חשבון העודפים מפרויקטים ספציפיים ועיקר מקור פירעונן הינו מימוש הפרויקטים ו/או תקבולים עודפים בחשבונות הליווי.

בשנים 2014-2017 לחברה צפוי תזרים משמעותי מפעילות בשל סיום ומסירת פרויקטים. מנגד החברה תידרש לפרוע בכל שנה חלויות קרן אג"ח בסך של 28-30 מיליון ₪ וכן סכום של 3-6 מיליון ₪ מתוך ההלוואות הבנקאיות שניתנו ברמת החברה.

לוח סילוקין של ההלוואות ברמת המטה



יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

FY2010	FY2011	31.12.12	30.6.2013 IFRS11 *	אלפי ₪
165,482	169,022	54,766	56,207	הכנסות ממכירת דירות
69,788	90,008	120,044	26,584	הכנסות מביצוע עבודות ושירותים
235,270	259,030	174,810	82,791	סך הכנסות
36,924	47,173	9,893	10,250	רווח גולמי ממכירת דירות
9,521	13,148	7,665	1,757	רווח גולמי מביצוע עבודות ומתן שירותים
46,445	60,321	17,558	12,007	רווח גולמי
22.3%	27.9%	18.1%	18.2%	שיעור הרווח ממכירת דירות
13.6%	14.6%	6.4%	6.6%	שיעור רווח גולמי מביצוע עבודות ושירותים
32,915	44,193	1,591	4,575	רווח מפעולות רגילות
14.0%	17.1%	0.9%	5.5%	שיעור רווח תפעולי
23,727	33,520	2,368	2,501	רווח (הפסד) נקי
139,451	32,135	37,995	29,675	יתרות נזילות
204,098	251,694	286,727	248,115	חוב פיננסי
64,647	219,559	248,732	218,440	חוב פיננסי נטו
284,447	356,694	384,569	348,068	CAP
144,996	324,559	346,574	318,393	CAP נטו
72%	71%	75%	71%	חוב ל- CAP
45%	68%	72%	69%	חוב נטו ל- CAP נטו
78,706	103,301	103,488	105,231	הון עצמי וזכויות מיעוט
340,806	421,585	460,694	405,929	סך מאזן בניכוי מקדמות מרוכשי דירות
23%	25%	22%	26%	הון למאזן בניכוי מקדמות מרוכשי דירות
26,858	35,344	946	3,516	FFO
7.6	7.1	303.1	35.3	חוב ל- FFO במונחים שנתיים
2.4	6.2	262.9	31.1	חוב נטו ל- FFO במונחים שנתיים

*נציין כי הנתונים ליום ה-30.6.2013 הינם בהתאם לתקנות ה-IFRS11 ואינם כוללים את החוב הפיננסי בשותפות בפרויקט בית שמש והחוב

בגין פרויקט יקום, סך החוב שאיננו נכלל מוערך בכ-38 מ' ₪.

אופק הדירוג

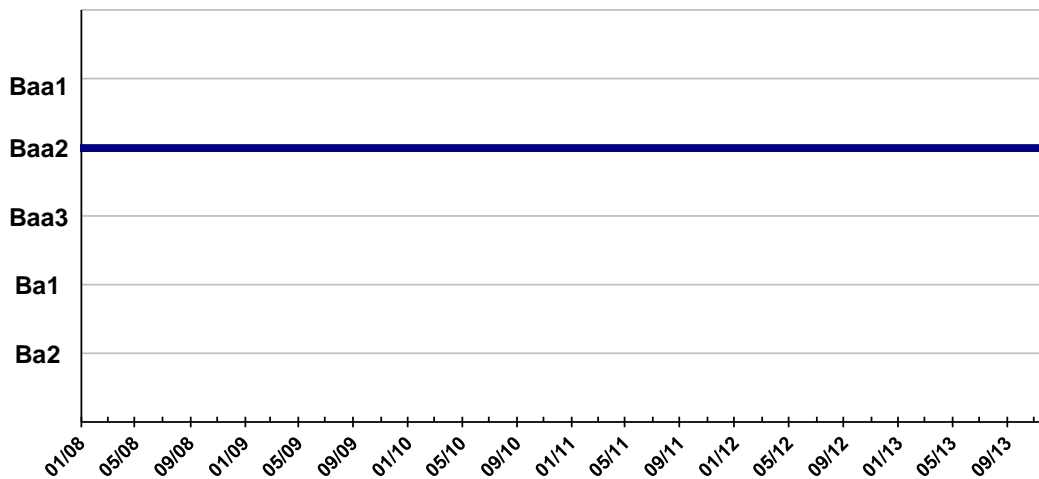
גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- עמידה בתחזיות החברה תוך שיפור בגמישות הפיננסית ויחסי האיתנות
- רכישת קרקעות שתיצור פיזור בפעילות החברה ותבטיח את המשך היקף הפעילות בטווח הארוך

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- קיטון בנזילות החברה ביחס לצורכי שירות החוב
- קיטון בתזרימי המזדמנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות
- אי עמידת החברה בתחזיותיה אשר נמסרו למידרוג

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמן") הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים:

1. ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל
2. ביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל למגזר העסקי, הפרטי והציבורי.

נכון למועד הדוח, פועלת החברה לבד ועם שותפים במסגרת 16 פרויקטים, הנמצאים בשלבי ייזום, תכנון וביצוע שונים, להקמת יח"ד למכירה וכן שטחי מסחר.

בנוסף, פועלת החברה בעצמה ובאמצעות חברה בת (סיון בי-צוע בע"מ), בביצוע פרויקטים קבלניים עבור צדדים שלישיים, שאינם קשורים לחברה. בעלי המניות העיקריים בחברה כוללים את בעלי השליטה הנוכחיים - משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם, ואת בעלי העניין חברת מורגן-רימון, המוחזקת ע"י בני משפחת מנור.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך הדוח הקודם: 06.01.2013

תאריך הדוח: 12.11.2013

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

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 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. 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.