



# ישרם חברה להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2014

1

## מחברים:

גבראל דרנוב - אנליסט  
[gabrieled@midroog.co.il](mailto:gabrieled@midroog.co.il)

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

## אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## ישרס חברה להשקעות בע"מ

|                  |    |                     |
|------------------|----|---------------------|
| אופק דירוג: יציב | A2 | דירוג סדרות (Issue) |
|------------------|----|---------------------|

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק יציב לסדרות האג"ח ו', ז', יא', יב' ו-יג' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת ישרס חברה להשקעות בע"מ (להלן: "ישרס" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבה של סדרות קיימות, בסכום של עד 120 מיליון ₪ ע.ג., אשר תשמש להשקעות, מחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 30/11/2014. 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 ני"ע | מועד ההנפקה המקורי | תנאי הצמדה  | שיעור ריבית שנתי | יתרה בספרים 30.09.2014 | יתרת פירעון האג"ח |
|-----------|-----------|--------------------|-------------|------------------|------------------------|-------------------|
| ו'        | 6130124   | אפר-11             | מדד         | 4.8%             | 189                    | 2015-2017         |
| ז'        | 6130132   | אפר-11             | מק"מ + 3.1% | 4.0%             | 88                     | 2015              |
| יא'       | 6130165   | ינו-13             | לא צמוד     | 7.2%             | 305                    | 2015-2020         |
| יב',**    | 6130173   | פבר-13             | מדד         | 4.4%             | 317                    | 2014-2019         |
| יג'       | 6130181   | נוב-13             | מדד         | 3.5%             | 305                    | 2014-2023         |
|           |           |                    |             |                  | 1,204                  | סה"כ              |

\* לאחר תאריך המאזן החברה פרעה כ-6.5 מיליוני ₪ ערך נקוב. \*\*כנגד הסדרה משועבדות מניות חברת עוגן

**הדירוג נתמך** בפיזור והיקף מצבת הנכסים המניבים של החברה הבאה לידי ביטוי, בין היתר בהיקף ה-NOI לשנת 2014 (בהתבסס על נתוני הרבעון השלישי בגילום שנתי) העומד על כ-260 מיליוני ₪, סכום המגלם שיעור צמיחה שנתי משמעותי ביחס לשנים האחרונות. בהקשר זה נציין לחיוב כי החברה אכלסה שטחים בנכסים בתקופה האחרונה שטרם הניבו הכנסה באופן מלא (בייחוד במתחם בהר חוצבים ובגנים הטכנולוגיים בירושלים) ועל כן צפויה עלייה נוספת בהיקף התזרים בטווח הקצר. בטווח הבינוני-הארוך המגמה צפויה להימשך, בין היתר, בשל השלמת בניית הנכס בחולון, המושכר מראש לטווח ארוך וייזום נכסים מניבים נוספים (ראו בהמשך); יחסי הכיסוי ההולמים את רמת הדירוג; יחסי איתנות טובים לרמת הדירוג, כך שהחוב ל-CAP עומד על כ-57%. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב כי החברה השתמשה בחלק ניכר מכספי הגיוס בשנים האחרונות למחזור חובות אג"ח ובנקים, תוך הארכת מח"מ החוב במקביל לירידה ביחסי המינוף; ממגוון מקורות ההכנסה הזמינים לחברה לשירות החוב, הכוללים, בין היתר, תזרים פרמננטי ניכר, מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף משמעותי, יתרת נזילות, ומלאי של יח"ד למכירה, לצד נגישות טובה למקורות מימון. בנוסף לחברה נכסי נדל"ן לא משועבדים, אולם מרבית נכסים אלו אינם נכסים מניבים. עם זאת, שיעור המינוף הממוצע על הנכסים המניבים הינו סביר באופן התומך בגמישות הפיננסית ומאפשר, במידת הצורך, מחזור הלוואות; מהתקדמות בפעילות הייזום למגורים, לרבות בפרויקטים בירושלים, בגבעת שמואל ובנהרייה. מנגד, לחברה מרכיב ייזום בפעילות הכולל ייזום דירות למגורים, מלאי דירות למגורים, ייזום משרדים וקרקעות ועל כן לעיתים ישנה תנודתיות ביחסי הכיסוי.



בהקשר זה נציין כי בכוונת החברה להתחיל במהלך שנת 2015 ייזום של שני נכסים מניבים נוספים אחד בירושלים והשני ברחובות, ללא השכרות משמעותיות מראש. אולם לאור היקף התזרים הפרמננטי, מיקום הנכסים וה-Track Record של החברה, להערכת מידרוג, לאמור אין השפעה משמעותית על פרופיל הסיכון. יצוין, כי לחברה נותרו מספר נכסים שעדיין אינם מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים. האמור לצד היקף הייזום מביאים לכך שיצירת יחסי כיסוי מהירים להולמים את רמת הדירוג, עדיין תלויה בהיקף הרווח היזמי שהחברה מייצרת.

בהמשך להודעת החברה בדבר בחינת רה-ארגון פנימי במסגרתו תרוכז פעילות הנדל"ן המניב של הקבוצה ישירות תחת החברה ופעילות הבנייה למגורים תרוכז תחת "רסקו מגורים בע"מ" (או חברה בת אחרת בבעלות מלאה של החברה), מידרוג תבחן את ההשלכות על הפרופיל העסקי והפיננסי ככל שהחברה תמשיך בקידום המהלך האמור וזאת בהתאם למתווה המדויק שיוחלט לפיצול הפעילות.



\* לאחר תאריך המאזן החברה פרעה כ-6.5 מיליון ש"ח ע.ב.

**נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)**

| 31.12.2011 | 31.12.2012 | 30.9.2013 | 31.12.2013 | 30.9.2014 | נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ש"ח       |
|------------|------------|-----------|------------|-----------|--|
| 548,958    | 800,514    | 465,004   | 597,598    | 337,087   | סה"כ הכנסות                            |
| 181,355    | 225,073    | 180,892   | 240,828    | 187,560   | NOI                                    |
| 51,437     | 76,584     | 33,628    | 52,339     | 39,045    | רווח גולמי ממכירת מבנים וקר קעות       |
| 232,150    | 288,410    | 217,110   | 297,798    | 213,167   | סה"כ רווח גולמי                        |
| 22%        | 18%        | 17%       | 21%        | 40%       | שיעור רווח גולמי ממכירת מבנים וקר קעות |
| 184,068    | 240,280    | 182,450   | 252,405    | 182,233   | EBITDA                                 |
| 318,138    | 50,607     | -10,530   | 66,659     | 50,457    | שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה      |
| 317,620    | 133,504    | 100,127   | 215,755    | 149,168   | רווח לפני מס                           |
| 153,568    | 107,743    | 78,047    | 158,943    | 99,550    | רווח נקי                               |
| 2,435,071  | 2,590,389  | 2,733,478 | 2,683,025  | 2,696,682 | חוב פיננסי                             |
| 59,539     | 107,657    | 58,275    | 61,371     | 92,250    | יתרות נזילות                           |
| -          | 75,353     | 47,045    | 47,051     | 2,595     | פקדונות כנגד הלוואות*                  |
| 2,375,532  | 2,407,379  | 2,628,158 | 2,574,603  | 2,601,837 | חוב פיננסי נטו                         |
| 4,071,754  | 4,313,591  | 4,550,597 | 4,567,229  | 4,698,822 | Cap                                    |
| 4,012,215  | 4,130,581  | 4,445,277 | 4,458,807  | 4,603,977 | Cap נטו                                |
| 1,320,657  | 1,390,153  | 1,468,570 | 1,498,154  | 1,583,400 | הון עצמי וזכויות מיעוט                 |
| 4,462,672  | 4,649,993  | 4,807,766 | 4,812,446  | 4,954,717 | סך מאזן בנטרול מקדמות                  |
| 29.6%      | 29.9%      | 30.5%     | 31.1%      | 32.0%     | הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות        |
| 59.8%      | 60.1%      | 60.1%     | 58.7%      | 57.4%     | חוב ל-CAP                              |
| 59.2%      | 58.3%      | 59.1%     | 57.7%      | 56.5%     | חוב נטו ל-CAP נטו                      |
| 49,362     | 105,385    | 87,894    | 120,555    | 92,171    | FFO מתואם**                            |
| 49.3       | 24.6       | 23.3      | 22.3       | 21.9      | חוב ל- FFO מותאם בגילום שנתי           |
| 48.1       | 22.8       | 22.4      | 21.4       | 21.2      | חוב נטו ל- FFO מותאם בגילום שנתי       |
| 12.9       | 10.0       | 10.8      | 10.2       | 10.7      | חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערות         |
| 1.7        | 2.0        | 2.2       | 1.9        | 2.4       | EBITDA/תשלומי ריבית, נטו               |

\* כולל פיקדון בגין אגריפס. \*\* בשנת 2013 מותאם לדיבידנדים והחזר הלוואות בעלים בגין הפרויקט ברמת הנשיא, המטופל לפי השווי המאזני.

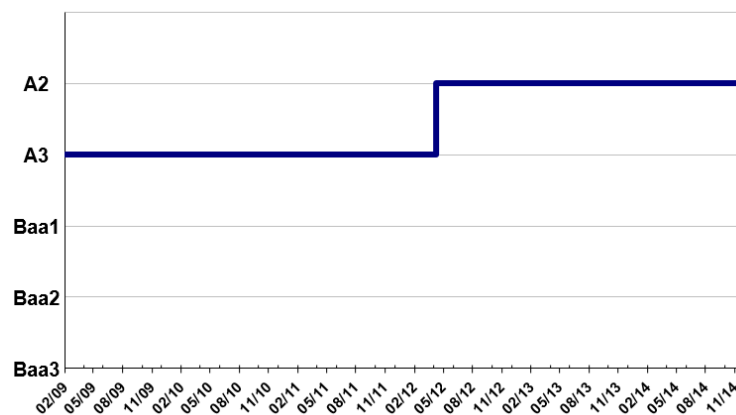
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג**

- שיפור לאורך זמן ביחסי הכיסוי על ידי חיזוק התזרים הפרמננטי באופן מתמשך, תוך שיפור ביחסי האיתנות והגמישות הפיננסית הנוכחית
- קיטון בשיעור הייזום בתיק הנכסים של החברה

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג**

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי
- הרעה משמעותית במגזרי הפעילות העיקריים של החברה

**היסטוריית דירוג**



## אודות החברה

- ישנם חברה להשקעות בע"מ הינה מהחברות הציבוריות הוותיקות בישראל, תחומי פעילותה העיקריים הינם:
- נדל"ן מניב - ייזום, תכנון והקמת פרויקטים להשכרה בישראל, המיועדים לחברות בתעשיות עתירות ידע, למסחר ולשירותים וכן רכישה, פיתוח, ניהול והפעלת נכסים מניבים אחרים, לרבות בית דיור מוגן.
  - נדל"ן למגורים ולמכירה - ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים בישראל, בעיקר לבנייה למגורים וכן למסחר ולמשרדים, בין היתר, באמצעות חברת רסקו חברה להתיישבות חקלאית ועירונית בע"מ. בנוסף, לקבוצה קרקע ברוסיה המוחזקת ע"י רסקו מגורים בע"מ.
  - לחברה יתרת פעילות לא מהותית בתהליכי סגירה בתחום התשתיות המבוצעת באמצעות א.ארנסון בע"מ, שהינה חברה בת של רסקו מגורים בע"מ. יצוין כי לאור החלטת דירקטוריון החברה ודירקטוריון ארנסון, פעילות ארנסון נמצאת בתהליכי צמצום.
  - בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ, הנשלטת על ידי מר שלמה איזנברג וירשי שפיצר. בנוסף, למר איזנברג החזקות ישירות בחברה.

## מחקרים מתודולוגיים

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

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

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

דוחות קודמים: עדכון פעולת דירוג 29 במאי 2014

תאריך הדוח: 30 בנובמבר 2014

|  |   |
|--|---|
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.  | הוצאות ריבית<br>Interest  |
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.      | הוצאות ריבית תזרימיות<br>Cash Interest                          |
| רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.  | רווח תפעולי<br>EBIT   |
| רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.  | רווח תפעולי לפני הפחתות<br>EBITA                                |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.  | רווח תפעולי לפני פחת והפחתות<br>EBITDA                          |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.                  | רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה<br>EBITDAR       |
| סך נכסי החברה במאזן.   | נכסים<br>Assets   |
| חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית. | חוב פיננסי<br>Debt  |
| חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.  | חוב פיננסי נטו<br>Net Debt                                      |
| חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.                        | בסיס ההון<br>Capitalization (CAP)                               |
| השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.   | השקעות הוניות<br>Capital Expenditures (Capex)                   |
| תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.          | מקורות מפעילות *<br>Funds From Operation (FFO)                  |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.                                   | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *<br>Cash Flow from Operation (CFO) |
| מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.   | תזרים מזומנים פנוי*<br>Retained Cash Flow (RCF)                 |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.                                       | תזרים מזומנים חופשי *<br>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 מאד.  | 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 מאד.  | Caa |                       |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון 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 פירעון, 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 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: CRY081114120M

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 במישורין 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 מניפק, 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. 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.

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)