



ישרם חברה להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2013

1

מחברים:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

גבראל דרנוב - אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

ישרס חברה להשקעות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 לסדרות האג"ח ה', ו', ז', יא' ו- יב' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת ישרס חברה להשקעות בע"מ (להלן: "ישרס" או "החברה") באופק דירוג יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה/הרחבת הסדרות הקיימות, בסכום של עד 100 מיליון ₪ ע.ג., אשר תשמש להשקעות, למחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 06.11.2013. 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 המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.06.2013 באלפי ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ה'	6130082	מאי-05	4.35%	מדד	66,620	2014
ו'	6130124	אפר-11	4.80%	מדד	207,211	2014-2017
ז'	6130132	אפר-11	4.78%	מקמי+3.1%	130,980	2013-2015
יא**	6130165	ינו-13	7.20%	לא צמוד	154,437	2015-2020
יב**	6130173	פבר-13	4.43%	מדד	317,830	2013-2019
סה"כ					877,078	

* לאחר תאריך המאזן החברה הנפיקה כ-95 מיליון ₪ ע.ג. נוספים מסדרה יא** לטובת סדרה יב' משועבדות מניות חברת עוגן

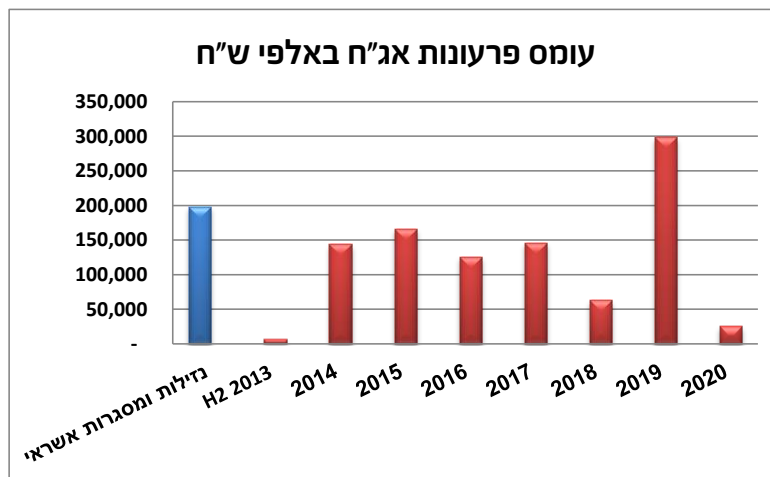
הדירוג נתמך ביציבות ואף שיפור מסויים בתחומי הפעילות העיקריים של החברה, הבאים לידי ביטוי בהרחבה ואיכולוס הצלחה של מצבת הנכסים המניבים, לרבות השכרות חדשות בפארקים הטכנולוגיים במלחה והר חוצבים ואכלוס מוצלח של בנייני המשרדים בחברת עוגן וזאת - בהמשך לצמיחת ה- NOI בשנים האחרונות. האמור תורם גם להיקף התזרים הפרמננטי ויחסי הכיסוי וצפוי להביא להקטנת החשיפה לתנודתיות בתוצאות, הנובעת ממגזר הייזום למגורים. התקדמות בפרויקטים ובמכירות בתחום מגזר המגורים תורמת משמעותית לרווח הגולמי (בשיעורי רווחיות סבירים לענף) וצפויה להביא להמשך הצגת יחסי כיסוי טובים בשנים הקרובות. יצוין כי במחצית הראשונה, החברה לא מסרה מספר רב של יח"ד, באופן אשר השפיע לשלילה על יחסי הכיסוי. במחצית השנייה של 2013 צפוי גידול ברווח מהמגזר בשל מסירת יח"ד לרוכשים, בעיקר בפרויקטים בקריית אונו וחיפה; גיוון מקורות ופעילות החברה, לרבות נכסים וקרקעות הרשומים בספרים בשווי היסטורי, הנמוך משמעותית משוויים הכלכלי, באופן התומך ביכולת שירות החוב ובהמשך פעילות החברה בעתיד; שיפור מתמשך ביחסי האיתנות לאורך השנים האחרונות; שיפור משמעותי בהיקף הפעילות ובתזרים הפרמננטי של החברות הבנות, עוגן והגנים הטכנולוגיים; מקורות התזרים הצפויים, היקף מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות, הנגישות לשוק ההון, הנראית בהנפקות החברה ונדילות החברה, יש בהם כדי לשרת את לוח הסילוקין של החברה, אשר אינו פרוס בצורה נוחה, באופן יחסי. רמת מינוף נמוכה למרבית הנכסים מוסיפה גם היא לגמישות הפיננסית, ותומכת במיחזור הלוואות בנקאיות, במידת הצורך. כך למשל, לחברה נכסים מניבים ומלאי יח"ד גמור לא משועבדים בהיקף של כ-330 מיליון ₪ וקרקעות לא משועבדות בהיקף של מעל 400 מיליון ₪ וזאת בנוסף



לאחזקות בחברת הגנים הטכנולוגיים. כמו כן, ה-LTV המשוקלל של הנכסים המשועבדים עומד על כ-40% בלבד, אשר מאפשר גידול המינוף על נכסים אלו.

ה-NOI Same Properties מצוי במגמת שיפור כך שה-NOI מנכסים זהים צמח בין 30.06.12 ל-30.06.13 בכ-6.4%. החברה לאחרונה נמצאת במגעים מתקדמים לאכלוס שטחים נוספים בהר חוצבים, הגנים הטכנולוגיים ואף בנכס משרדים בנתניה הסובל מתפוסה נמוכה מזה מספר שנים. בנוסף, החברה צפויה להתחיל בחודשים הקרובים את בנייתו של נכס בחולון המושכר מראש בשכירות לטווח ארוך לקבוצת אלביט מערכות.

להרחבת שיקולי הדירוג, ראו דוח פעולת הדירוג שפורסם בינואר 2013¹.



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

נתונים פיננסיים עיקריים - דוחות מאוחדים (אלפי ₪)

31.12.2011	30.06.2012	31.12.2012	30.6.2013	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
265,678	146,978	303,178	159,891	דמי שכירות והכנסות ממבנים להשכרה
232,636	337,831	417,915	46,452	מכירת דירות למגורים
51,216	36,244	79,421	32,479	הכנסות מביצוע עבודות
548,958	521,053	800,514	238,822	סה"כ הכנסות
180,435	109,535	224,133	120,750	NOI
51,437	54,572	76,584	16,428	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
231,230	160,071	287,470	140,703	סה"כ רווח גולמי
184,068	135,692	240,280	119,505	EBITDA
319,138	25,446	48,607	-9,030	שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
153,628	72,159	105,538	75,275	רווח נקי
2,435,071	2,474,176	2,590,389	2,533,040	חוב פיננסי
59,539	60,265	107,657	81,803	יתרות נזילות
-	-	75,353	47,045	פקדונות כנגד הלוואות *
2,375,532	2,413,911	2,407,379	2,404,192	חוב פיננסי נטו
4,016,970	4,102,721	4,256,304	4,276,299	Cap
3,957,431	4,042,456	4,073,294	4,147,451	Cap נטו
1,280,068	1,321,104	1,347,359	1,424,107	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,407,888	4,457,413	4,592,706	4,606,677	סך מאזן בנטרול מקדמות
29.0%	29.6%	29.3%	30.9%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
60.6%	60.3%	60.9%	59.2%	חוב ל-CAP
60.0%	59.7%	59.1%	58.0%	חוב נטו ל-CAP נטו
49,362	73,688	105,385	45,536	FFO
49	17	25	28	חוב ל- FFO בגילום שנתי
48	16	23	26	חוב נטו ל- FFO בגילום שנתי
12.9	8.9	10.0	10.1	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שיעורים
1.7	2.3	2.0	1.9	EBITDA לתשלומי ריבית נטו

* הפקדון לשנת 2012 כולל גם סכומים אצל נאמן בגין הלוואה כנגד הנכס ברחוב אגריפס ירושלים

אופק הדירוג

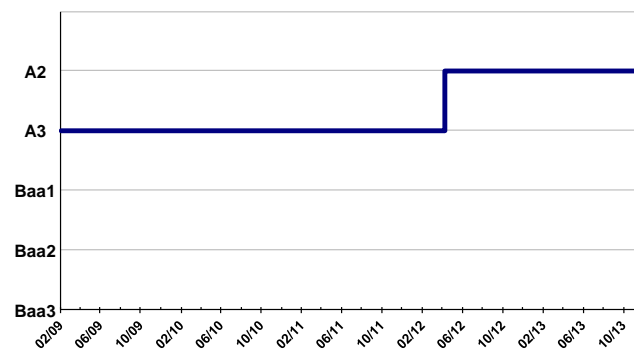
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- שיפור לאורך זמן ביחסי הכיסוי על ידי חיזוק התזרים הפרמננטי באופן מתמשך
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והגמישות הפיננסית הנוכחית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה
- הרעה משמעותית לאורך זמן 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. בנוסף, לקבוצה קרקע ברוסיה, המוחזקת ע"י חברת אוסיף.
 - תשתיות ובנייה - ביצוע עבודות קבלניות בתחום התשתיות והבנייה באמצעות א.ארנסון בע"מ, שהינה חברה בת של אוסיף.
 - בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ, המוחזקת על ידי מר שלמה אייזנברג, מר אברהם גזונטהייט ויורשי שפיצר. בנוסף, למר אייזנברג החזקות עצמאיות 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

דוח קודם: יוני 2013

תאריך דוח: 6 בנובמבר 2013

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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

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	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
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 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 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 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 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.