



ישרס חברה להשקעות בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2011

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ישרס חברה להשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרות (Issue)
------------------	----	---------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 באופק יציב לסדרות האג"ח ה' ו' ו-ז' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת ישרס חברה להשקעות בע"מ (להלן: "ישרס" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, בסכום של עד כ-85 מיליון ₪ ע.ג., כנגד החלפת סדרות אג"ח של חברה בת - אוסיף השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אוסיף"), המוחזקת 100% על ידי החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 08.12.2011. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג

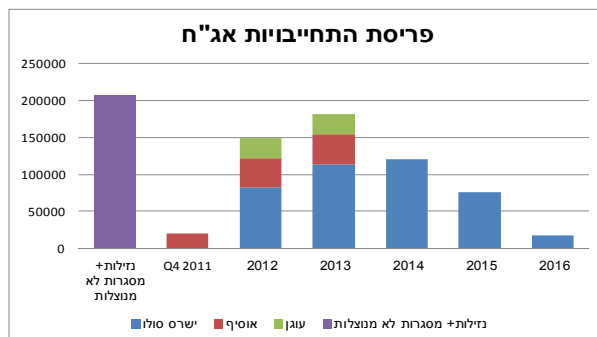
להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמידה	יתרת ע.ג. במחזור ליום 30.09.11 מיליוני ₪	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.11 *	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ה'	6130082	מא-05	4.35%	מדד	213,143	245,803	2012-2014
ו'	6130124	אפר-11	4.80%	מדד	57,607	58,229	2014-2017
ז'	6130132	אפר-11	מק"מ שנת+ 3.1%	ריבית משתנה מק"מ שנתי	135,978	129,489	2013-2015
סה"כ					406,728	433,521	

* בנטרול רכישות עצמיות בגובה של כ-9 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח ה' ו-ז'

הדירוג נסמך, בין היתר, על יציבות בפעילות הליבה של החברה, תוך שמירה על אסטרטגיה ממוקדת בתחומי פעילות החברה; תזרים החברה נסמך, בין היתר, על תזרים משמעותי מנכסיה המניבים, אשר נמצא במגמת צמיחה, הצפויה להימשך בשנים הקרובות וכן על פעילות ייזום מגורים אשר אף היא צפויה להניב תזרים מהותי בטווח הקצר-בינוני ובהתאם- להעמיד את יחסי הכיסוי של החברה ברמה טובה לדירוגה לאורך זמן (יצוין כי בשל תנאי ההכרה בהכנסה, עיתוי מסירות הדירות מביא לתנודתיות ביחסי הכיסוי של החברה, באופן שנתוני הרבעון השלישי אינם משקפים נאותה את היח"ד שנמכרו וחוזים שנחתמו לאכלוס שטחים להשכרה); היקף פעילות החברה ופיזור נכסיה, לרבות תמהיל מגזרי פעילויות; יחסי איתנות טובים לרמת הדירוג ושיפור במבנה המאזן, בעקבות הסדר החוב באוסיף, לרבות שינוי בתמהיל החוב, שהיה מוטא אג"ח לחוב כנגד נכסים המניבים תזרים פרמננטי ויציב. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את ההתקדמות החברה בהטמעת פעילות אוסיף, לרבות פירעון מרבית החוב בחברת אוסיף, שיפור בפרמטרים התפעוליים מהפרויקטים ולאחרונה-עלייה בשיעור האחזקה באוסיף לכ-100% באמצעות עסקה, הכוללת בעיקר החלפת מניות הציבור באוסיף למניות ישרס. בנוסף, ישנו שיפור משמעותי במצב חברת הבת של אוסיף - עוגן נדל"ן מניב אשר צפויה להמשיך ולצמוח בשנים הבאות וכן קיימת התייצבות במצב חברת הבת של אוסיף א. ארנסון בע"מ; מקורות התזרים הצפויים, הגמישות הפיננסית (אשר השתפרה ממועד דוח הדירוג האחרון, בעקבות שיחרור נכסים בשווי של מעל 115 מיליון ₪ משעבוד) ונזילות החברה יש בהם כדי לשרת את לוח הסילוקין של החברה; מכיוון שלהערכת מידרוג לא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון של החברה מאז דוח פעולת הדירוג האחרון, לפירוט גורמי המפתח לדירוג, ראה דוח פעולת דירוג מחודש אפריל 2011¹.

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



* חוב אוסף לשנים 2012-2013 הינו החוב נשוא ההחלפה במסגרת דוח דירוג זה

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2008 **	31.12.2009	30.09.2010	31.12.2010	30.09.2011	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
108,367	228,637	175,114	238,245	195,108	דמי שכירות והכנסות ממבנים להשכרה
98,784	502,996	373,294	526,595	196,255	מכירת דירות למגורים
-	118,846	62,171	70,126	40,076	הכנסות מביצוע עבודות
207,151	852,427	611,151	835,538	431,439	סה"כ הכנסות
78,167	156,790	120,477	168,357	131,239	NOI
35,400	61,291	82,718	121,293	41,030	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקות
113,567	145,726	219,956	313,453	175,142	סה"כ רווח גולמי
96,912	91,956	186,440	263,077	140,439	EBITDA בנטרול שערות
-26,083	136,762	-119	112,331	52,612	שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
90,137	29,232	29,300	134,699	17,219	רווח נקי (לאחר מס)
2,500,554	2,410,484	2,408,824	2,365,825	2,465,468	חוב פיננסי
323,988	472,393	182,873	111,649	120,356	יתרות נזילות
2,176,566	1,938,091	2,225,951	2,254,176	2,345,112	חוב פיננסי נטו
3,755,603	3,720,012	3,669,877	3,744,335	3,838,075	Cap
3,431,615	3,247,619	3,487,004	3,632,686	3,717,719	Cap נטו
1,038,735	1,062,356	1,074,355	1,164,048	1,151,817	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,811,107	4,146,378	4,050,803	4,106,370	4,194,089	סך מאזן בנטרול מקדמות
21.6%	25.6%	26.5%	28.3%	27.5%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
66.6%	64.8%	65.6%	63.2%	64.2%	חוב ל-CAP
63.4%	59.7%	63.8%	62.1%	63.1%	חוב נטו ל-CAP נטו
-5,890	-62,364	-15,143	66,719	31,273	* FFO
68,387	80,528	86,443	132,121	28,732	CFO
שלילי	שלילי	שלילי	35	59	חוב ל- FFO *
שלילי	שלילי	שלילי	34	56	חוב נטו ל- FFO *
22.5	21.1	9.0	8.6	12.5	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערות
2.1	0.4	1.3	1.4	1.1	EBITDA/הוצאות מימון נטו

* להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי ברבעון הרביעי צפויים להשתפר ביחס ליום 30.09.11. התגודות ביחסי הכיסוי מיוחסת למועד ההכרה בהכנסה מתחום המגורים. בשנים הבאות התחזקות המגזר המניב תתרום לקיטון רגישות החברה להכרה בהכנסה מתחום המגורים. ** אוסף נרכשה בסוף שנת 2008 ולכן הרכישה השפיעה בשנת 2008 על נתוני המאזן, הון עצמי יחסי איתנות, אך לא השפיעה על ההכנסות, הרווח הגולמי וה- FFO

אופק הדירוג

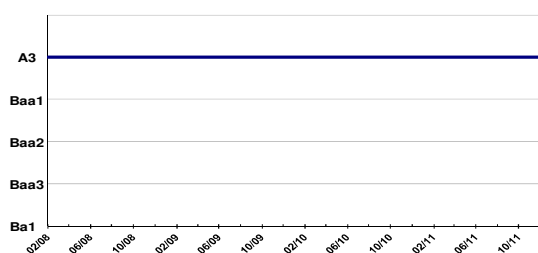
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים - בעיקר שיפור ביחסי הכיסוי על ידי חיזוק התזרים הפרמננטי
- חיזוק האיתנות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה
- הרעה באיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי של החברה ברמת הסולו המורחב וברמת המאוחד

היסטוריית דירוג



4

אודות החברה

ישרס 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 חברה מקבוצת אוסיף.
- תשתיות ובנייה - ביצוע עבודות קבלניות בתחום התשתיות והבנייה באמצעות ארנסון, 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 ומר יורי 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.Midrog.co.il

דוח קודם: דוח פעולת דירוג אוגוסט 2010

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 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)

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 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, 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") 2011.

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 נכונות, שלמות, 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 ביעוץ 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.