

קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ

דוח דירוג ראשוני | ספטמבר 2014

1

מחבר:

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

איש קשר:

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

קרבן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה חדשה (Issue)
------------------	----	-------------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3 באופק יציב להנפקת סדרת אג"ח חדשה בסכום של עד 120 מיליון ₪ ע.ב., אותה תנפיק חברת קרבן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ (להלן: "קרבן" או "קרבן נדל"ן" או "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש לפעילותה השוטפת של החברה לרבות רכישה ופיתוח של נכסים וקרקעות חדשות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 8.9.2014 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

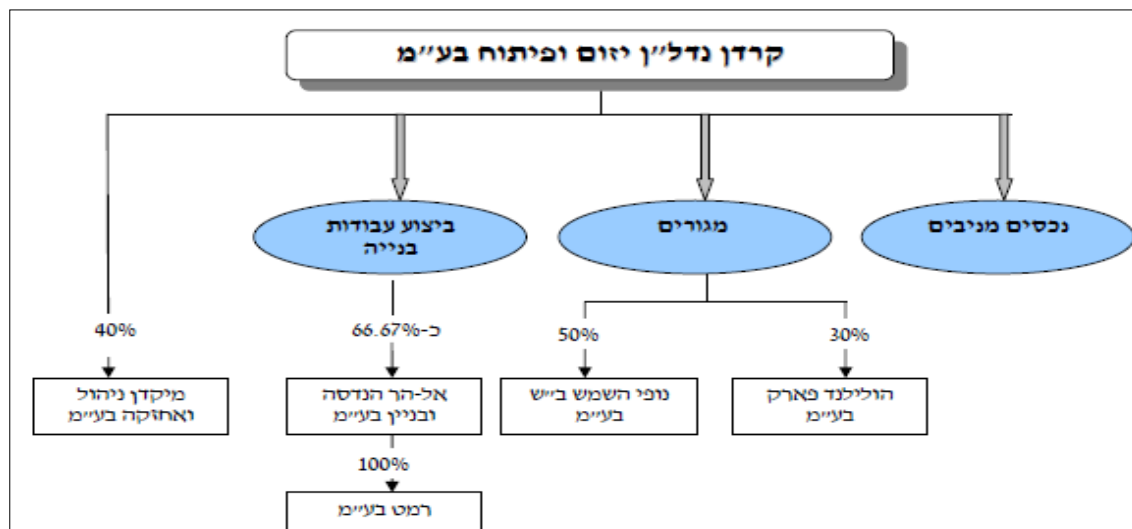
פרופיל החברה

החברה התאגדה בישראל בשנת 1988 והפכה לחברה ציבורית לראשונה בשנת 1998, בשנת 2005 הפכה החברה לחברה פרטית. בשנת 2010 הנפיקה קרבן נדל"ן מניות ואגרות חוב הניתנות להמרה ומשכך שבה החברה למעמד חברה ציבורית בישראל. כיום, מחזיקה קרבן ישראל בע"מ (להלן: "קרבן ישראל" או "חברת האם") בכ-74.9% מהון המניות המונפק בחברה, כ-13% מההון המונפק מוחזק ע"י גופים מוסדיים ויתר המניות מוחזקות ע"י הציבור.

מיום הקמתה, עסקה החברה בתחום הנדל"ן, בשנת 1994 עקב שינויים ארגוניים בקרבן ישראל החלה החברה בפעילות במזרח אירופה באמצעות חברת GTC Real Estate, כאשר בשנת 2008 פעילות זו הועברה חזרה לקרבן ישראל. החל משנת 2008 החברה מתמקדת בשוק הנדל"ן בישראל בלבד. בשנת 2007 רכשה החברה בדרך של הקצאה 50% ממניות חברת אל-הר הנדסה ובניין בע"מ (להלן אל-הר) והחלה לפעול באמצעותה בתחום ביצוע עבודות בניה, בשנת 2011 הגדילה החברה את אחזקתה באל-הר לכ-66.6%. בשנת 2010 רכשה אל-הר את חברת רמט בע"מ (להלן רמט), חברה המתמחה בבינוי בענף התשתיות. לחברה אחזקה של 30% בחברת הולילנד פארק בע"מ (להלן הולילנד).

לחברה שלושה תחומי פעילות עיקריים: איתור ייזום ופיתוח של נדל"ן למגורים, נדל"ן מניב (מבוצע ישירות ע"י החברה) וביצוע עבודות בניה (באמצעות אל-הר ורמט). נכון לתאריך דוח זה, לחברה כ-443 יח"ד בהקמה בתחום המגורים (חלק חברה), מבנה מניב אחד ושבעה גושי קרקעות בפיתוח בשלבי תכנון שונים. בתחום ביצוע עבודות בניה החברה מעורבת בכ-19 פרויקטים, בהיקפים שונים כאשר צבר ההזמנות בתחום עבודות הבניה ליום 30.06.14 עומד על כ-850 מיליון ₪.

תרשים מבנה אחזקות עיקריות של החברה



* קרדן נדל"ן מוחזקת ע"י קרדן ישראל (כ-74.9%), המוחזקת ע"י קרדן יזמות (כ-74%), המוחזקת בין היתר ע"י יוסף גרינפלד (כ-20%) אבנר שנור (כ-17.7%), איתן רכטר (כ-8.25%) וקרדן ישראל עצמה (כ-11%). בנוסף, לחברה פרויקטים המוחזקים בבעלות ישירה (100%) ואינם מוצגים בגרף לעיל.

קרדן נדל"ן - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ₪):

אלפי ₪	30.6.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
רווח גולמי	47,804	88,262	63,441	52,076	21,723
EBITDA	41,402	61,584	32,944	17,426	-9,122
רווח נקי	10,802	51,683	18,039	-19,019	-27,578
יתרות נזילות	99,240	115,273	45,984	48,346	99,872
חוב פיננסי	170,911	330,564	326,830	332,256	361,020
חוב פיננסי נטו	71,671	215,291	280,846	283,910	261,148
הון עצמי וזכויות מיעוט	442,587	436,752	392,059	375,767	383,109
סך מאזן בנטרול מקדמות	792,385	967,095	915,066	920,389	909,015
CAP	597,978	748,301	707,661	697,865	738,277
CAP נטו	514,258	652,043	672,905	659,677	644,257
FFO	27,339	73,373	30,002	7,458	-11,000
הון עצמי וז מיעוט לסך מאזן בנטרול מקדמות	55.9%	45.2%	42.8%	40.8%	42.1%
חוב ל-CAP	28.6%	44.2%	46.2%	47.6%	48.9%
חוב נטו ל-CAP	13.9%	33.0%	41.7%	43.0%	40.5%
חוב פיננסי ל-FFO	3.1	4.5	10.9	44.6	-32.8
חוב פיננסי נטו ל-FFO	1.3	2.9	9.4	38.1	-23.7

התמקדות בתחום הנדל"ן למגורים ובביצוע עבודות בניה בישראל, לחברה נכס מניב אחד; החברה מעוניינת להתפתח בייזום פרויקטים לפינוי בינוי, עסקאות קומבינציה ותמ"א 38

בתחום הנדל"ן למגורים החברה מתמקדת בקהל יעד מהמעמד הבינוני נמוך עד בינוני-גבוה. החברה מקימה כ-443 יח"ד (חלק חברה) בחמישה פרויקטים שונים (שניים עשר בניינים). לחברה שש חלקות בבעלותה המשמשות כעתודות קרקע. ארבע קרקעות הינן שלבים נוספים בפרויקטים קיימים (צפי להקמה של מעל 500 יח"ד, כולל נופי שמש), קרקע בירושלים (להקמת פרויקט למגורים ומסחר), וקרקע ביפו (פרויקט אנדרומדה). נציין כי הפרויקט ביפו איננו תואם את תמהיל פעילות החברה וישנה סבירות טובה כי החברה תפעל לממש אותו או להכניס שותף להקמתו ושיווקו. נציין, כי החברה נמצאת בהליך מימוש הקרקע בפרויקט "מטרופולין" בת"א, בתמורה של כ-180 מ' ש' כאשר מסכום זה, עד ליום ה-30.6.2014, התקבלו תקבולים בסכום של כ-128 מ' ש', יתרת התקבולים צפויים להתקבל עד סוף שנת 2015.

בכוונת החברה לפעול בטווח הקרוב להגדלת צבר הקרקעות הזמין לייזום, בין היתר, באמצעות הגדלת מעורבותה ולקידום פרויקטים של פינוי בינוי, תמ"א 38 ועסקאות קומבינציה, החברה מדווחת על התקיימות מגעים מתקדמים להתקשרויות מסוג זה.

בתחום ביצוע עבודות בניה עיקר הפעילות מתרכזת בחברת אל-הר, בהתאם לאסטרטגיית החברה שינויים בהיקף הפעילות יבוצע ללא הזרמת הון משמעותית מצידה ויסתמך בעיקרו על גידול בהון העצמי של אל-הר, לאור מדיניות חלוקת דיבידנד מצומצמת.

2

בתחום הנדל"ן המניב לחברה בניין אחד, בית קרדן בתל אביב. בשנת 2008 התקשרה החברה עם חברת מגדל בהסכם למכירת מחצית מהזכויות בבית קרדן, בשלבים. בשנים 2011-2013 העבירה מגדל לחברה סכום של כ-91.5 מ' ש' והחברה העבירה לרשותה את מרבית הזכויות. בהתאם לחוזה המכר, החברה צפויה לקבל סכום נוסף של כ-20 מ' ש' בגין יתרת הזכויות שנמכרו עד לסוף שנת 2014. החברה עשויה לשקול רכישה של נכסים נוספים במגזר.

בחודש ספטמבר 2014 חילקה החברה דיבידנד חד פעמי בסכום של כ-58 מ' ש', נציין כי משנת 2008 לא חולק כל דיבידנד לבעלי המניות. לחברה לא קיימת מדיניות חלוקה עתידית, בהתאם להצהרות החברה אין בכוונתה לחלק דיבידנד בהיקף משמעותי בעתיד הקרוב אך באם יצטברו רווחים ראויים לחלוקה תתכן חלוקה על בסיס עתי.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב: מיחסי איתנות טובים לאורך זמן הבולטים לרמת הדירוג; רמת נזילות גבוהה ביחס לצרכי התזרים ותקבולים משמעותיים הצפויים לחברה הן ממימוש נכסים והן סיום ומסירת פרויקטים למגורים; היקף פעילות סביר והון עצמי משמעותי תורם לפרופיל הסיכון; צפי לסיום מספר פרויקטים בשנתיים הקרובות אשר הנראות התזרימית בגינם הינה גבוהה. עיקר הצבר העתידי של החברה בתחום המגורים מורכב משלבי המשך בפרויקטים פעילים, המציגים ביקוש רב; פיזור מקורות שירות החוב בשל אחזקת החברה בנכס בית קרדן, אחזקתה בחברת אל-הר ומפעילות מיקדן; שיעורי רווחיות טובים של חברת הבת אל-הר ביחס לממוצע בענף.

דירוג החברה מושפע לשלילה: בין היתר, מהסיכון הענפי של תחום ייזום הדירות למגורים בישראל, לרבות חשיפה לתנאי המקור, מחזוריות עסקית ורצון הרגולטורים להוריד את מחירי הדיור בישראל; חשיפת החברה לתחום הקבלנות בו קיימת רמת סיכון ענפית גבוהה בשל היותו תחום פרויקטאלי המחייב מנגנוני שליטה ובקרה לצד מרווחים שאינם גבוהים; העובדה כי הרחבת פעילות החברה תלויה במידה רבה ברכישת קרקעות בסביבת מחירים גבוהה, מעלה את חשיפת החברה לשחיקה ברמת רווחיות הפרויקטים.

חוזקות

החברה צפויה לסיים מספר פרויקטים בשנתיים הקרובות אשר נראות התזרים בגינם הינה גבוהה

לחברה כיום חמישה פרויקטים בביצוע בהיקף של כ-443 יח"ד (חלק חברה), בשנים 2014-2015 החברה צפויה לסיים את הקמתן של כ-168 יח"ד וכ-192 יח"ד, בהתאמה. ליום ה-30.6.2014 מעל ל-97% מהדירות שבניתן תושלם בשנת 2014 נמכרו ומעל ל-70% מיח"ד שיושלמו בשנת 2015 אף הן נמכרו. לאור חקיקה חדשה בתחום הדיור, בעיקר היתכנות כניסת חוק "מע"מ אפס", ישנה חוסר וודאות בענף הבאה לידי ביטוי בהאטה משמעותית של מכירת דירות. נציין, כי חלק ניכר מיח"ד של החברה מתומחרות בטווח המחיר שנקבע בטיטות החוק. שיעור המכירות הגבוה של החברה לשנתיים הקרובות יוצר נראות תזרימית משמעותית לתקופה ומגביל את חשיפת החברה לסיכון ירידת מחירים (בשל האטה במכירות). החברה מציגה רווחיות ממוצעת לפרויקטים לייזום למגורים הנמצאים בבנייה של כ-10% (לאחר היוון עלויות מימון), רווחיות זו איננה בולטת בהשוואה ענפית. אף על פי כן, היקף התזרים בגין הפרויקטים בביצוע (רווח והחזר הון עצמי) הינו משמעותי ביחס לצרכי הנזילות.

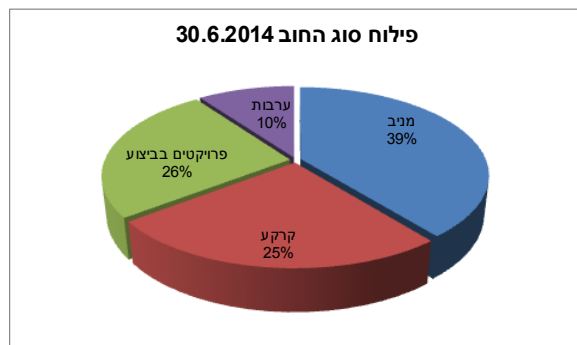
3

במהלך 2015 החברה צפויה להתחיל שלושה שלבים נוספים בפרויקטים קיימים, בהיקף של כ-200 יח"ד ובשנה העוקבת מעריכה מידרוג, כי החברה תחל בהקמתן של יותר מ-100 יח"ד. בהתאם לצבר הקרקעות של החברה, מידרוג מעריכה, כי ביכולתה לשמר את רמת הפעילות הנוכחית עד לשנת 2017-2018 (ראה גרף תחזית להלן). בטווח הארוך ללא רכישת קרקעות, או כניסה למיזמי נדל"ן חדשים, צפוי קיטון בהיקף הפעילות (פרויקט אנדרומדה, סה"כ 55 יח"ד, איננו נכלל בגרפים לעיל ובתחשיב מידרוג להיקף פעילות העתידית של החברה).

החברה מציגה יחסי איתנות בולטים לטובה לקבוצת הדירוג, רמת נזילות טובה

יחסי האיתנות של החברה בולטים לטובה בהשוואה לקבוצת הדירוג, למחצית הראשונה של שנת 2014 יחס הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות עומד על כ-55.9% ויחס חוב נטו ל-CAP נטו כ-13.9%. להערכת מידרוג, גם לאחר גיוס אגרות החוב וחלוקת הדיבידנד בספטמבר, יחסי האיתנות של החברה יותרו בולטים לטובה ביחס לדירוג. בנוסף, לאחר חלוקת הדיבידנד ההון העצמי של החברה צפוי לעמוד על מעל ל-380 מ' ש, היקף הון שהינו משמעותי והולם את רמת הדירוג. נציין, כי בשנתיים האחרונות, במקביל למסירה משמעותית של דירות והכרה ברווח, החברה לא חילקה דיבידנד ופרעה אגרות חוב וחוב כנגד קרקעות ונכסים, שמומשו, כך שחל שיפור משמעותי ביחסי האיתנות. כיום לאחר השלמת פירעון אגרות החוב הישנות, החוב של החברה מורכב מחוב כנגד נכס מניב (בית קרדן), חוב כנגד קרקע (פרויקט אנדרומדה) וחוב כנגד פרויקטים בביצוע (בעיקר הדר גנים ורחובות). נציין כי הפרויקט בבית שמש מוחזק דרך חברת אקוויטי (נופי שמש)

והינו בעל רמת מינוף הנמוכה מ-20%. בנוסף, לחברה הפרשה לערבות כנגד חלקה היחסי בחוב של חברת הולילנד בהיקף של כ-17 מיליון ₪ (אשר רשומה בספרים אך בפועל אינה מגובה בפקדון) אשר בהנחת מידרוג יש להכלילם בחוב הפיננסי של החברה.



לחברה נזילות טובה בשל מסירה משמעותית של יח"ד בפרויקטים בשנת 2013, תזרים מעסקת מגדל (מכירת חלק מבית קרדן) וממכירת הקרקע בפרויקט מטרופולין. החברה צפויה לקבל תזרימים נוספים מעסקאות אילו בהיקף של כ-74 מ' ₪ (עד לסוף 2015). בנוסף, לחברה צפי תזרים בגין שחרור מהמזומנים המוגבלים בשימוש (לאור מסירת דירות בפרויקטים שסוימו) בסכום של כ-40

מ' ₪. מכיוון שהחברה לא רכשה קרקעות בשנים האחרונות, הגידול בנזילות החברה איננו נובע מרווחיות הפרויקטים בלבד ומכיל מרכיב מהותי של החזר הון עצמי שהושקע בפרויקטים וקרקעות. להערכת מידרוג נזילות החברה צפויה לקטון בשל הצפי לרכישת קרקעות ונכסים עתידיים שיבטיחו את המשך היקף הפעילות.

חברה ותיקה בעלת ניסיון ביצועי ומוניטין בקרב רוכשי דירות באזורים בהן היא פועלת

לחברת קרדן נדל"ן ותק רב כחברת נדל"ן למגורים בישראל, משכך לחברה ניסיון בביצוע הקמת פרויקטים למגורים וניהול שרשרת האספקה המשתמעת בפעילותה (קבלני ביצוע, ציוד, אדריכלים, וכו'). לחברה שלושה סוגי פרויקטים: הפרויקטים להקמת קומפלקסים למגורים המאופיינים במספר רב של בניינים, הנבנים בשלבים רבים ובעלי זמן רב להשלמתם; פרויקטים להקמת מספר מצומצם של בניינים על חלקת קרקע אחת; ופרויקטים של פינוי בינוי, וקומבינציה. ותק ומוניטין החברה תומכים ביכולתה ליזום ולבצע פרויקטים מורכבים להקמת קומפלקסים למגורים, עסקאות בתחום הפינוי בינוי ועסקאות קומבינציה.

לחברה קיים פיזור פעילות במספר תחומי פעילות, התורמים ליכולת פירעון החוב

לחברה מספר תחומי פעילות והיא איננה נשענת במלואה על תחום הבניה למגורים לשרות החוב והוצאותיה השוטפות. מגזרי הפעילות של החברה שאינם בתחום הייזום למגורים כוללים את חברת אל-הר הפועלת בביצוע עבודות (מתוך צבר העומד על כ-850 מיליון ₪ רק כ-4 מיליון ₪ הינו ביצוע לקרדן נדל"ן והשאר לגורמים חיצוניים), חברת מיקדן הפועלת בתחום הייעוץ וניהול נכסים מניבים ובית קרדן שהינו נכס מניב (כ-14% בלבד משטח הנכס מושכר לחברות בקבוצת קרדן). מקורות אלו הניבו לחברה הכנסה גולמית של כ-30.7 מיליון וכ-21.5 מיליון ₪ בחציון הראשון של 2014 ולשנת 2013 בהתאמה.

פילוח רווח גולמי א' ₪	30.6.2014	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
רווח גולמי מכירת דירות	17,823	80,360	37,409	27,559	3,325
רווח גולמי מהשכרה	4,835	9,494	8,682	6,654	4,588
רווח גולמי ביצוע עבודות	25,305	10,871	16,225	16,739	12,662
רווח גולמי אחר	-159	-12,463	1,125	1,124	1,148
סה"כ רווח גולמי	47,804	88,262	63,441	52,076	21,723

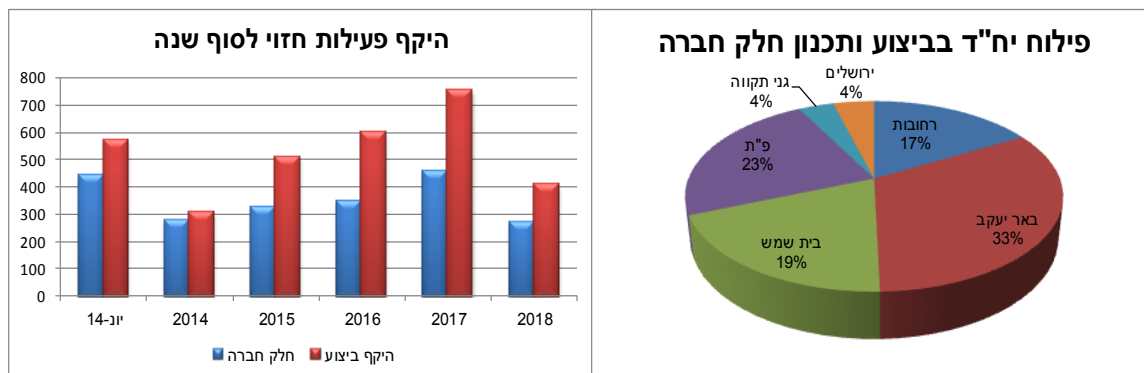
הכנסות החברה שאינם מתחום הייזום למגורים ממתנת את התנודתיות בהכרה בהכנסות המאפינת את תחום פעילות זה (הכרה חשבונאית, חד פעמית, רק עם מסירת הפרויקט לדיירים כאשר החלוקה בין השנים למסירת דירות איננה אחידה) ותורמת ליכולת החברה לשרת את חובותיה. נציין כי בהשוואה ענפית רווחיות חברת אל-הר בולטת לטובה, וכי רווחיותה הגולמית בשנת 2014 צפויה להיות חריגה (לטובה).

סיכונים עסקיים ופיננסיים

ריכוזיות פרויקטים קיימים וירידה צפויה ברמת הפעילות של החברה בטווח הבינוני לאור מלאי קרקעות נמוך

פעילות החברה מרוכזת כיום בשבעה פרויקטים כאשר בשנת 2016 החברה צפויה להפחית את כמות הפרויקטים בהם היא פעילה, עובדה זו מעיבה על פרופיל הסיכון של החברה שכן חשיפתה לרמות הביקוש והשינויים במחירי דיור באזורים בהם היא פועלת הינה גבוהה. פיזור מקורות ההכנסה של החברה (המתואר לעיל) מפצה במידה מסוימת על ריכוזיות זו.

להלן גרף מימון, המציג את התפלגות יח"ד בפרויקטים בביצוע ובפרויקטים מתוכננים לפי עיר (מצבר הקרקעות הקיים ללא אנדרומדה) משמאל, גרף המציג את התפתחות מספר יח"ד בביצוע בסוף כל תקופה, בהתאם לצבר קרקעות החברה:



בהתאם לנתוני החברה, לאור צפי לסיום פרויקטים בשנת 2014 והפעלת פרויקטים רק בשנה הבאה צפוי קיטון זמני בהיקף הפעילות לסוף שנה זו. בשלוש השנים העוקבות צפוי גידול בהיקף הפעילות של החברה אולם חלק החברה ביח"ד בביצוע אינו גדל באותה פרופורציה (וזאת בשל גידול בפרויקטים בשותפות). יצוין, כי עם השנים השקעות החברה צפויות להתרכז במספר מצומצם יותר של פרויקטים בעלי היקף משמעותי יותר לחברה. מרבית הפרויקטים של החברה מתרכזים בארבעה אזורים כאשר: בבאר יעקב מתוכנן פרויקט אחד (328 יח"ד חלק חברה, בשלבים), בבית שמש פרויקט אחד (193 יח"ד, בשלבים), בפתח תקווה שני פרויקטים (92 יח"ד ו-140 יח"ד), ברחובות פרויקט אחד (168 יח"ד).

צבר הקרקעות והפרויקטים של החברה מאפשר שמירה על רמת הפעילות הנוכחית עד לשנים 2017-2018, ברווחיות בינונית של כ-10% (כולל מימון ללא מרכיב עליית מחירי דירות). יכולת החברה לשמור על מצבה כיום מותנה במידה רבה ברכישת קרקעות ויצירת עסקאות (קומבינציה/פינוי בינוי) שהחברה תוכל לפתח בזמן קצר עד בינוי. סביר להניח

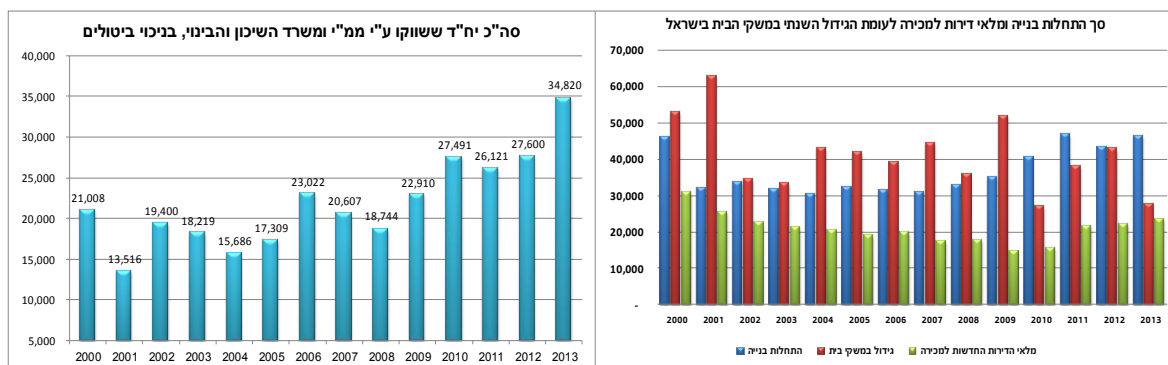
שהחברה תאלץ לרכוש קרקעות בסביבת מחירים גבוהה (בשל זמינותם של קרקעות אלו לבניה). בהתאם לצבר הפרויקטים בתכנון, בשנים 2016-2017 צפויות מסירות יח"ד בהיקף נמוך.

החברה הינה שותפה (30%) בחברת הולילנד פארק בע"מ. החברה כללה הפרשה להפסד (חשבונאית) השקעתה בהולילנד בגין סכום הערבות אותו צופה החברה שיכול ותידרש לשלם (בגין חשיפה לחלק החברה בערבות להלוואה בנקאית, שנטלה הולילנד) בסך של כ-17 מ' ₪.

חשיפה לסיכונים הקשורים בשוק הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים מושפע משינויים בביקושים, מצמיחה או האטת המשק ומשינויי רגולציה בהיבטים של תכנון ובנייה, מיסוי ומגבלות אשראי, הן ליזמים והן לרוכשי הדירות. משברים פיננסיים ורצון הרגולטורים להוזיל את מחירי הדיור עלולים להביא לשחיקה במחירי הדיור ולקושי בגיוס מקורות אשראי. להערכת מידרוג, פעילות הייזום בענף הבנייה למגורים הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך והזמן הרב הנדרש לרכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם. אולם, כאמור חשיפת החברה לתנאים אלו מקוזזת חלקית בטווח הקצר בשל שיעור המכירות הגבוה של הפרויקטים בביצוע. אולם, להערכת מידרוג, בטווח הבינוני והארוך החברה חשופה לסיכונים אלו. כמו כן, סביר כי שולי הרווח הגולמי הענפי בטווח הארוך ירדו לטווח של 12%-17% לעומת כ-20%-30%, שחברות מובילות בענף הציגו בשנים האחרונות. בחודשים האחרונים מקדמת המדינה חקיקה להקלה ברכישת דירה ראשונה מקבלן- "חוק מע"מ אפס", נציין כי סגמנט הפעילות של החברה עומד בטווח במחיר אותו קבעה המדינה. התעכבות המדינה בחקיקה ויישום התקנות המשתמעות מחוק מע"מ אפס גררו האטה במכירת דירות, בסגמנט הנ"ל, בחודשים האחרונים. יתכן ויישום התקנות יגרור גידול בביקוש לדירות בסגמנט ומשכך ישפיע לטובה על הביקושים לפרויקטים העתידיים של החברה.

להלן גרפים בקשר להתפתחות היקף התחלות הבנייה, גידול במשקי בית יח"ד ששווקו ע"י המדינה:



חשיפה לסיכונים הקשורים לענף ביצוע עבור אחרים

להערכת מידרוג, בשל פרמטרים כגון רווחיות נמוכה, תחרות גבוהה, חשיפה לגידול בעלויות הבנייה וכדומה, ענף הבנייה עבור אחרים בישראל מאופיין ברמות סיכון גבוהות ביחס לענפים אחרים במשק ומגזרים אחרים בתחום הנדל"ן. נציין כי בשל הרווחיות הנמוכה בענף (הן כאחוז מהחזזה בביצוע והן בסכום כספי אבסולוטי), קיימת חשיבות רבה לתמחור קפדני



מידרוג

ולמנגנוני שליטה ובקרה של החברה. רוב החברות בענף מאופיינות בהיקף הון עצמי למאזן שהינו נמוך וחלק ניכר מפעילותן ממומן דרך ההון החוזר. בנוסף, למרבית החברות בענף התחייבויות חוץ מאזניות (ערבויות ביצוע) בהיקף משמעותי כך שתרחיש קיצון עלול ליצור גידול משמעותי בהתחייבויות הפיננסיות שלהן. הענף מושפע ממצב שוק הנדל"ן למגורים, מסחר ומשרדים ומשינויים בביקושים, הקשורים בתנאי הסביבה המאקרו כלכלית. נציין כי חברת אל-הר מייצגת אחוז נמוך מסך נכסי קרדן נדל"ן אולם תרומתה לרווחיות החברה הינה משמעותית.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בצבר קרקעות הזמינות לטווח הבינוני-קרום לבינוי, באופן המגדיל את פיזור והיקף פעילות החברה תוך שמירה על יחסים הפיננסיים ונזילות הולמים
- שיפור ברווחיות העתידית בפרויקטים של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- צמצום משמעותי בהיקף פעילות החברה
- אי עמידת החברה בתחזיותיה לרבות תחזיות הרווח וחילוץ ההון מפרויקטים אותם היא מבצעת
- חלוקת דיבידנד בהיקף העולה על 50% מהרווח התזרימי של החברה, או כל עסקת בעל עניין אשר יש בה כדי להוות חלופה לחלוקת דיבידנד
- ביצוע השקעות שאינן תואמות את פרופיל הסיכון של החברה
- הרעה משמעותית ברמת האיתנות של החברה, לאורך זמן ומעבר לתחזיות מידרוג

7

דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 09.09.2014

מונחים פיננסיים עיקריים

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 בציוד, 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.

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדרגות 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 המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</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>C</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.

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") 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. 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 צריכה 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 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.