

ליברטי פרופרטיס בע"מ

A3	דירוג סדרה
----	------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב סדרה חדשה בסך של עד 100 מיליון ש"ח שתנפיק ליברטי פרופרטיס בע"מ ולסדרות האג"ח שבמחזור. אגרות החוב ייפרעו במח"מ של עד 5 שנים. הדירוג כפוף לכך, כי נכסים מניבים בשווי של 70 מיליון ש"ח לפחות יהיו נקיים מכל שעבוד ולא ישועבדו במהלך תקופת האג"ח.

להלן פירוט סדרות האג"ח שבמחזור של החברה:

שנות פרעון	ריבית נקובה	הצמדה	ערך נקוב (במיליוני ש"ח)	סדרה
2009-2015	4.4%	מדד	75.0	אג"ח א'
2010-2012	4.6%	מדד	30.0	אג"ח ב'

פרופיל החברה

ליברטי פרופרטיס בע"מ ("ליברטי" או "החברה") הינה חברה ציבורית העוסקת בפעילות שהינה בעיקר בתחום הנדל"ן המניב. במסגרת פעילות זו עוסקת החברה וחברות בנות שלה ("הקבוצה") ברכישה והשכרה של נכסי נדל"ן מניבים, השבחת הנכסים המניבים שבעלות החברה בישראל ובחו"ל וכן בניהול של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל, וכן פיתוח זכויות במקרקעין שבבעלות החברה. החברה התאגדה בישראל כחברה פרטית בסוף שנת 1994 והפכה לחברה ציבורית ביולי 2000 לאחר הנפקתה בבורסה בתל אביב. השליטה בחברה נרכשה לפני כשנתיים על ידי דוראה השקעות ופיתוח בע"מ ("דוראה") מקבוצת משקיעים שכללה את משפחת שורקה, יעקב בר, יאיר רבינוביץ' דורון שגיב ושמואל אהרונז. בעל אחזקות נוסף בחברה הינו ניסים בראל, המחזיק בחברה בשיעור של כ-10.0% באמצעות חברת קומסק נכסים (1995) בע"מ (לאחר שרכש חלק זה בחברה מדוראה בחודש מרץ 2006), והיתרה, בשיעור של כ-10.9%, מוחזקת על ידי הציבור.

מחבר:
יובל זינרייך
אנליסט

yuvalz@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין

ראש צוות

rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 19.3.2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

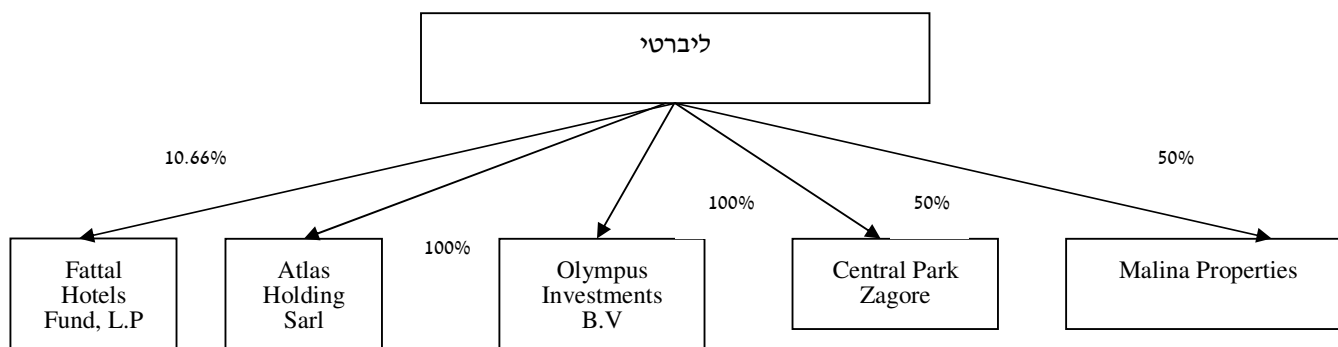
רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

ליברטי פרופרטיס (מאוחד): נתונים פיננסיים עיקריים (באלפי ש"ח)¹

FY-2004	FY-2005	FY-2006	Q1-Q3/2006	Q1-Q3/2007	
17,480	19,718	20,133	15,552	14,549	הכנסות מהשכרת מבנים
-	-	-	-	9,539	הכנסות משערוך נדל"ן
16,905	-	20,051	20,023	-	הכנסות ממימוש נכסים
34,385	19,718	40,184	35,575	24,088	סך הכנסות
12,047	13,252	13,142	10,357	12,670	רווח גולמי מהשכרת מבנים
15,839	-	4,946	4,918	-	רווח גולמי ממכירת נכסים
(9,783)	(10,853)	(12,503)	(9,688)	(12,595)	הוצאות מימון
3,324	217	1,162	1,329	7,156	רווח נקי (לאחר מימוש נכסים מניבים)
165,045	217,661	191,106	192,009	377,313	נדל"ן להשקעה ²
342,714	344,769	379,949	391,850	492,854	סך נכסים לסוף תקופה
26,466	17,272	114,775	127,626	57,490	יתרת מזומנים, שווי מזומנים ופיקדונות לזמן קצר
184,304	218,919	216,443	229,289	297,492	חוב פיננסי לסוף תקופה
116,683	114,666	155,168	153,793	183,553	הון עצמי לסוף תקופה
60.6%	65.1%	58.2%	59.8%	61.5%	חוב / CAP
34.0%	33.3%	40.8%	39.2%	37.2%	הון עצמי / סך מאזן

עיקר פעילות החברה מרוכזת בישראל ומבוצעת במישרין על ידי החברה ויתרת הפעילות מבוצעת בהולנד באמצעות Olympus Investments (2002) B.V. ("אולימפוס"), חברה בת בבעלות מלאה של החברה.

ליברטי פרופרטיס: מבנה אחזקות (נכון לחודש מרץ 2008)



* נכון למועד דוח זה החברה הבת Atlas Holding 2002 Sarl ("אטלס"), שעסקה בניהול עסקי החברה שנמכרו באירופה, הינה ריקה מפעילות.

¹ החברה לא אימצה באימוץ מוקדם את תקני ה-IFRS ובהתאם כל הנתונים המוצגים בטבלה הינם בהתאם לתקני ה-IGAAP.

² החל מיום 1.1.2007 מיישמת החברה את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה לפי מודל השווי ההוגן ובהתאם ערכה שיערוך לנכסיה.

נכון למועד דוח זה החברה מחזיקה בבעלות (או חכירה) מלאה ב-11 נכסים מניבים בישראל בשטח כולל של כ-66,500 מ"ר (לרבות שני נכסים בראש העין ורעננה שנרכשו בחודש אוגוסט 2007, כמפורט בהמשך) ונכס אחד בהולנד בשטח של כ-5,500 מ"ר. בשנת 2006 תרמו הנכסים בישראל שהיו בבעלות החברה להכנסותיה כ-13.3 מיליון ש"ח ואילו הנכס בהולנד תרם הכנסה של כ-4.6 מיליון ש"ח. במהלך שנת 2006 מכרה החברה 3 נכסים בישראל ובחול"ל בתמורה כוללת של כ-64.4 מיליון ש"ח. כל נכסי החברה בישראל ובהולנד הינם בבעלות מלאה של החברה, אם באופן ישיר על ידי החברה או באמצעות חברת הבת אולימפוס.

לאחרונה הרחיבה החברה את פעילותה לבולגריה וכן הצטרפה כשותפה בקרן השקעות למיזמי מלונאות באירופה

במסגרת מדיניות החברה להגדלת פורטפוליו הנכסים ופיזור הנכסים, החברה התקשרה בחודש יוני 2007 במערך הסכמים עם חברה בת זרה של אסים השקעות בע"מ ("אסים") ועם שותף מקומי בבולגריה ("השותף המקומי") לרכישת שני מתחמי מקרקעין בבולגריה עליהם ניתן יהיה להקים בכפוף לאישורים פרויקטים למגורים ולמסחר:

1. קרקע בשטח של כ-23,500 מ"ר בעיר Stara Zagora, הנמצאת בתהליך רגולציה לשימוש מעורב (מגורים ומסחר), אשר על פי התב"ע (לאחר שתאושר) ניתן יהיה לבנות עליה כ-60,000 מ"ר. עלות הרכישה הכוללת עומדת על כ-4.1 מיליון אירו (חלקה של החברה בעלות זו הינו כ-3 מיליון אירו).

2. קרקע בשטח של כ-24,000 מ"ר ברובע Malinova בדרום סופיה, הנמצאת בתהליך רגולציה לשימוש מעורב (מגורים ומסחר), אשר על פי התב"ע (לאחר שתאושר) ניתן יהיה לבנות עליה כ-55,000 מ"ר. עלות הרכישה הכוללת עומדת על כ-5.3 מיליון אירו (חלקה של החברה בעלות זו הינה כ-4 מיליון אירו).

בהתאם להסכמים, נקבע כי הבעלות בחברות הפרויקט תחולק כדלקמן: ליברטי - 50%, אסים - 40%, השותף המקומי - 10%. כמו כן נקבע כי כל אחד מהצדדים יעמיד לחברות הפרויקט הלוואות בעלים באירו בריבית שנתית של 9% לצורך רכישת הקרקע בשיעורים הבאים: ליברטי-75%, אסים-20% והשותף המקומי-5%. כמו כן נקבע כי במידה ויהיו הפסדים בחברות הפרויקט אסים והשותף המקומי ישפו, פרו רטה, את החברה בהפסד העודף כך שסך ההפסד יתחלק בין ליברטי, אסים והשותף המקומי בהתאם לשיעורי הבעלות בחברה. בנוסף לפעילויותיה המתוארות לעיל, חברה ליברטי בחודש מרץ 2007 לשותפות בקרן השקעות למיזמי מלונאות באירופה ("הקרן") בשיתוף עם מר דוד פתאל, גורמים עסקיים ומוסדיים בשוק ההון ו-Cranfield Holdings Sarl ("קרנפילד"), חברה בת זרה של דוראה. קרנפילד הצטרפה לשותפות בקרן בחודש מרץ 2007 ולאחר הצטרפותה הציעה דוראה לליברטי לחבור לשותפות באמצעות רכישת כמחצית מחלקה של קרנפילד בקרן שעמד על כ-21.3%. לאחר חבירתה של ליברטי עמדו חלקיהן של ליברטי וקרנפילד בשותפות על שיעור של כ-10.65% כל אחת. מטרתה של הקרן הינה רכישה של מלונות ברמה של 3 עד 5 כוכבים ברחבי אירופה אשר ינוהלו על ידי רשת מלונות פתאל אירופה, ותקופת קיומה הינה בין 7 ל-10 שנים. נכון למועד דוח זה, רכשה הקרן כ-16 מלונות, המונים כ-1,950 חדרים, בגרמניה, בלגיה ושווייץ ומנהלת משא ומתן לרכישת מלונות נוספים באירופה. השקעת החברה בקרן פתאל תזכה אותה בתשואה מינימאלית מובטחת של כ-5% לשנה על השקעתה. המלונות משווקים בארץ ובעולם במסגרת רשת "פתאל", תחת המותג הבינלאומי "לאונרדו". סך ההשקעה הצפויה על ידי השותפים המוגבלים בקרן יסתכם בכ-100 מיליון אירו ממקורות עצמיים לרכישת מלונות ברמות גבוהות בהיקף של 400-500 מיליון אירו, בעיקר במדינות מרכז ומערב אירופה בשווי של עד כ-60 מיליון אירו לכל מלון. נכון למועד דוח זה, יתרת ההשקעה לה התחייבה החברה עומדת על 2.7 מיליון אירו (סך ההשקעה הכולל לה התחייבה החברה הינה כ-10.6 מיליון אירו).

להלן נתונים עיקריים על הנכסים המניבים של החברה:

הנכס	מיקום	שימוש	מועד רכישה	שטח ברוטו (100%)	שיעור תפוסה	מספר שוכרים	שוכר עיקרי	הכנסות שוכר עיקרי (Q1-Q3/2007, באלפי ש"ח)
מתחם חנויות ברחוב אבן גבירול 124	תל אביב	מסחר	דצמבר 1999	6,882	100%	10	שופרסל	990
חנויות ברחוב אבן גבירול 130	תל אביב	חנויות	דצמבר 1999	16,192	100%	1	ל.פ. מחשבים	1,129
נכס בראש העין	ראש העין	מסחר וחניון	אוגוסט 2007	12,500	100%	3	דלתא	380
נכס ברעננה	רעננה	משרדים	אוגוסט 2007	2,000	100%	6	אי אקס אי	55
משרדים ברחוב דרור 7-9	יפו	משרדים	דצמבר 1999	407	-	-	-	-
שטח מסחרי ברחוב יוספטל 92	בת ים	מסחר	דצמבר 1999	6,000	100%	15	סופר פארם	792
נכס ברחוב בן צבי פינת רחוב התקווה	באר שבע	מסחר, משרדים וחניון	דצמבר 1999	13,400	85%	18	בנק אוצר החייל	544
מבנה מסחרי ברחוב פינסקר 17	נתניה	מסחר וחניון	דצמבר 1999	4,371	48%	7	אליאסוב	389
נכס ברחוב חורי 2	חיפה	משרדים	דצמבר 1999	4,075	-	-	-	-
חנות ברחוב אחד העם 9-11	רחובות	מסחר	דצמבר 1999	573	-	-	-	-
חנות ברחוב הרצל 130	רמלה	מסחר	דצמבר 1999	92	-	-	-	-
Den Bosch, 25 Emmaplein	דן בוש, הולנד	משרדים	מאי 2005	5,500	100%	1	עיתון הולנדי	3,459
סה"כ				71,992				7,738

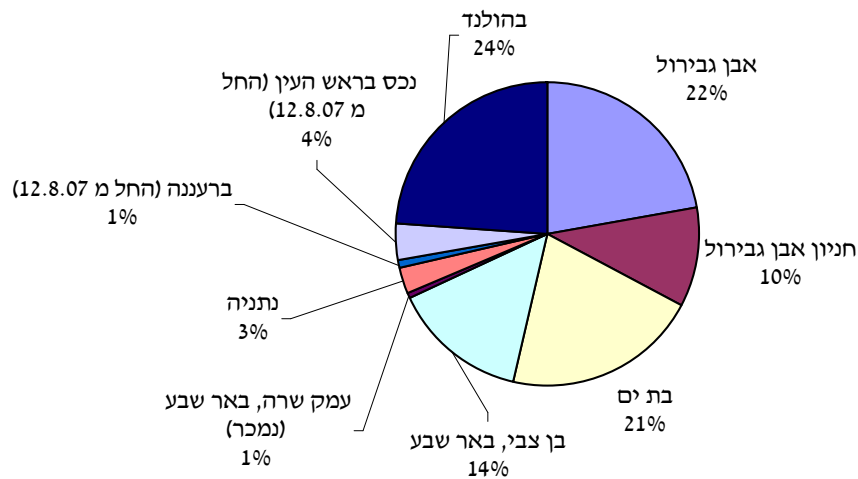
הנכס	שכ"ד חודשי למ"ר (2006, בש"ח)	הכנסות שכ"ד (2006, בש"ח)	הכנסות שכ"ד Q1-Q3/07 (באלפי ש"ח)	NOI לשנה (2006, באלפי ש"ח)	יתרת השקעה בספרים (ליום 30.9.2007, באלפי ש"ח)	% NOI	יתרת הלוואה בגין הנכס (ליום 30.9.2007)	% LTV	גובה שיעבוד על הנכס (באלפי ש"ח)
מתחם חנויות אבן גבירול 124	51	4,215	3,251	4,214	56,662	7.4%	40,157	71.2%	40,000
חניון ברחוב אבן גבירול 130	8	1,532	1,551	1,444	17,934	8.1%			
נכס בראש העין*	נרכש באוגוסט 2007	נרכש באוגוסט 2007	570	נרכש באוגוסט 2007	47,175		50,899	77.8%	50,000
נכס ברעננה*	נרכש באוגוסט 2007	נרכש באוגוסט 2007	153	נרכש באוגוסט 2007	18,275				
משרדים ברחוב דרור 7-9, יפו	-	-	-	(13)	843				
שטח מסחרי ברחוב יוספטל 92, בת ים**	84	3,953	3,050	3,267	80,840	4.6%	38,968	48.2%	40,000
נכס ברחוב בן צבי פינת רחוב התקווה, באר שבע***	17	2,769	2,076	2,487	58,719	4.2%	31,743	54.1%	30,000
מבנה מסחרי ושטח חניה ברחוב פינסקר 17, נתניה	15	738	392	468	14,795	3.6%			
נכס ברחוב חורי 2, חיפה	-	-	-	(528)	6,070				
חנות ברחוב אחד העם 9-11, רחובות	-	-	-	(26)	2,058				
חנות ברחוב הרצל 130, רמלה	-	-	-	(9)	302				
נכס בדן בוש, הולנד	5	4,568	3,459	4,345	65,546	6.6%	44,558	68.0%	45,000 (כ-8,000 אירו)
סה"כ		17,775	14,502	15,649	369,219	5.1%	206,325	67.2%	205,000

* שווי הנכס למועד הרכישה (אוגוסט 2007).

** עלות הנכס מורכבת גם מזכויות בניה בנכס שהוערכו בשווי של כ-4.7 מיליון ש"ח וכן עלות השקעה בגין הקמת מועדון גו-אקטיב המוערכת בכ-12.2 מיליון ש"ח.

*** עלות הנכס כוללת גם שווי זכויות בניה בסך של כ-10.6 מיליון ש"ח.

התפלגות הכנסות ליברטי (30.9.07, באלפי ש"ח)



להלן תיאור הנכסים המניבים העיקריים של החברה בישראל ובהולנד:

מתחם חנויות אבן גבירול, תל אביב – מבנה מסחרי ברחוב אבן גבירול 124 בתל אביב בשטח כולל של כ-6,882 מ"ר הכולל שתי קומות מרתפים מסחריים הנמצאים מתחת ל"מגדל המאה". שיעור התפוסה בנכס נכון ליום 31.12.2007 עומד על 100% והוא מושכר לעשרה שוכרים, ביניהם שופרסל, סופרפארם, סטודיו B, פרטנר, סלקום ועוד. ההסכמים עם השוכרים במתחם צפויים לפוג בין השנים 2008-2012. ההסכם עם השוכר העיקרי בנכס, שופרסל צפוי לפוג בתחילת שנת 2011. שווי הנכס כ- 57 מיליון ש"ח והוא משועבד בסך של 40 מיליון ש"ח לטובת הבנק הבינלאומי.

חניון ברחוב אבן גבירול 130 – חניון הממוקם בסמוך למול אבן גבירול ואשר החברה הינה בעלת זכויות ההפעלה שלו מעיריית תל אביב עד לשנת 2038. החניון מופעל על ידי מפעיל חיצוני אשר משלם דמי שימוש לחברה ואשר ההסכם עימו צפוי להסתיים בסוף שנת 2008. ההכנסות מהחניון במהלך שנת 2006 עמדו על 1,532 אלפי ש"ח.

נכס בבת ים – נכס מסחרי בן כ-20 שנה, הממוקם בפינת הרחובות יוספטל והרב לוי בבת ים והינו אגף מקניון בת ים בשטח כולל של 6,000 מ"ר. הכולל שלוש קומות מסחריות וזכויות בנייה להקמת בניין משרדים בן 11 קומות מעל המבנה הקיים בשטח של כ-6,000 מ"ר. בניית הקומה השלישית בשטח נטו של 2,000 מ"ר החלה בינואר 2007 במסגרת שיפור הכנסות מנכסים מניבים קיימים והושלמה ברבעון השלישי של שנת 2007 בעלות של כ-9.3 מיליון ש"ח. באפריל 2006 התקשרה החברה בהסכם שכירות עם גו אקטיב מכבי – מועדוני כושר בע"מ ("גו אקטיב") בהסכם שכירות להשכרת שטח של כ-2,000 מ"ר בקומה הנוספת לתקופה של 15 שנה (עם אופציה להארכה בכ-10 שנים נוספות) בתמורה לדמי שכירות שנתיים בסך של כ-1.5 מיליון ש"ח. קרן מכבי (של קופת החולים מכבי) ערבה להתחייבויות גו-אקטיב כלפי החברה. בנוסף, הגישה החברה לעירייה בשנת 2007 תוכנית להגדלת התב"ע והזכויות כדי להקים מגדל מגורים בן 60-80 יח"ד מעל הנכס הקיים.

נכון למועד דוח זה סך השטחים בנכס מושכרים לכ-15 שוכרים, ביניהם סופרפארם, H&O, בנק אוצר החייל ועוד. רוב ההסכמים עם השוכרים השונים צפויים להסתיים בין השנים 2008-2012, בעוד שלושה הסכמים צפויים להסתיים בשנים 2014, 2017 ו-2022 (גו אקטיב). שווי הנכס עומד על כ-81 מיליון ש"ח והוא משועבד בהיקף של 40 מיליון ש"ח לטובת בנק לאומי.

נכס בבאר שבע – מגרש בשטח של כ-4,000 מ"ר הממוקם ברחוב בן צבי פינת רחוב התקווה בבאר שבע. בשנים 2002-2003 נבנו במגרש שני מפלסי חניה, קומת קרקע מסחרית ושתי קומות משרדים בשטח כולל של כ-13,400 מ"ר. בנייה זו היוותה את שלב א' בתוכנית רחבה יותר של שינוי יעוד הקרקע ממסחר למסחר ומגורים תוך הריסת המבנה הישן שהיה קיים במקום ובניית פרויקט מסחר, משרדים ומגורים במקומו בהיקף של כ-400% משטח המגרש. ביצוע שלב א' הסתיים בתחילת שנת 2004 ונכון למועד דוח זה אוכלסו כל שטחי המסחר לגופים שונים (כגון בנק אוצר החייל, אופטיקה הלפרין, שקם אלקטריק ועוד) וכן כמחצית משטחי המשרדים. נכון למועד דוח זה כ-85% משטחי הנכס (כל שטח המסחר וכמחצית משטחי המשרדים) מושכרים ל-18 שוכרים שונים. בשלב ב', שטרם הוחל בביצועו, מתוכננת בניית 168 יחידות דיור בפרויקט בשני בנייני מגורים של עד 23 קומות מעל למבנה המסחר והמשרדים. ההסכמים עם השוכרים השונים בנכס הינם לתקופות קצרות הצפויות להסתיים בין 2008-2012. שווי הנכס עומד על כ-59 מיליון ש"ח והוא משועבד בסך של 30 מיליון ש"ח לטובת הבנק הבינלאומי.

מרכז מסחרי חרדי בנתניה – לחברה מיני קניון בנתניה בסמוך לתחנה המרכזית של העיר אשר החברה נמצאת בהליכי הסבתו למרכז מסחרי למגזר החרדי. עם סיום שלב א' של השיפוץ החל אכלוס הקניון אשר עומד כיום על כ-48%. החברה פועלת להשלמת שלב ב' לאכלוסו של הקניון ומנהלת משא ומתן עם מספר גורמים. להערכת החברה, אכלוסו של הקניון יושלם במהלך 2008. לשם קידום אכלוס הקניון מסתייעת החברה בשירותי משרד פרסום חרדי ומנהלת קמפיין שיווקי למשיכת לקוחות ושוכרים לקניון. יתרת ההשקעה בקניון עומדת על כמיליון ש"ח, כאשר עלות שיפוץ שלב א' הסתכמה בכ-1.5 מיליון ש"ח. החברה צופה במהלך 2008 הכנסות של 2,012 אלפי ש"ח, לעומת הכנסות של 738 אלפי ש"ח בשנת 2006.

נכס בדן בוש, הולנד – בניין משרדים בן 7 קומות בשטח של כ-5,500 מ"ר בתוספת 102 מקומות חניה בעיר דן בוש בהולנד. שווי הנכס בספרים עומד על כ-66 מיליון ש"ח והוא מהווה כ-15% מסך נכסי החברה. הנכס, הנמצא בבעלות מלאה של החברה, מושכר במלואו לעיתון הולנדי וזאת עד ליום 31.12.2012 (ללא אפשרות יציאה). לפי ההסכם, השכירות תתחדש אוטומטית בתום תקופת השכירות לתקופה נוספת של 5 שנים, אלא אם יודיע העיתון לחברה על סיום ההסכם בהתראה של שנה מראש. ההכנסות משכירות מהנכס בשנים 2005 (שנת הרכישה) ו-2006 הסתכמו בסך של כ-520 אלפי אירו (כ-2,923 אלפי ש"ח) וכ-815 אלפי אירו (כ-4,568 אלפי ש"ח), בהתאמה, והיוו כ-15% וכ-22% מסך הכנסות השכירות של החברה באותן שנים, בהתאמה. משקל הנכס בהכנסות משכירות צפוי לרדת לכ-17% בשנת 2008 עקב רכישת הנכסים בראש העין ורעננה וההשבחות שביצעה החברה בנכסיה הקיימים. התשואה על הנכס עומדת על כ-7% והוא משועבד בשיעבוד ספציפי בגין הלוואה בסך של כ-8 מיליון אירו. שיעור ה-LTV על הנכס הינו כ-68%.

בחודש אוגוסט 2007 השלימה החברה את רכישתם של שני נכסים כדלקמן:

נכס בראש העין – נכס מניב בשטח של כ-12,500 מ"ר כולל 145 מקומות חניה אשר נבנה ואוכלס בשנת 1994 ומושכר בתפוסה מלאה ל-3 שוכרים. השוכר המהותי בנכס הינו חברת דלתא תעשיות גליל בע"מ, חברה דואלית הנסחרת גם בארצות הברית ומדורגת בדירוג A, השוכרת כ-7,000 מ"ר בהסכם שכירות עד למחצית 2010 בתמורה לדמי שכירות שנתיים בסך של כ-2.8 מיליון ש"ח. החברה מסרה למידרוג כי מבדיקה מקדימה שערכה טרם הרכישה עלה כי בשנת 2007 ביצעה דלתא השקעה מאסיבית במבנה לשם התאמתו לשימוש לטווח ארוך על ידיה והקימה בו מרכז בקרה ושליטה אשר חולש על כל סניפיה, נתון המצביע על כוונותיה ארוכות הטווח של החברה לשכור את הנכס. השוכרים הנוספים בנכס שוכרים בו שטחים לתקופה של שנה עד שלוש שנים. נכון למועד דוח זה דמי השכירות השנתיים הנובעים מן הנכס מסתכמים בכ-4.4 מיליון ש"ח. העלות הכוללת של רכישת הנכס הסתכמה בכ-47.2 מיליון ש"ח.

נכס ברעננה – שתי קומות בבניין של 4 קומות באזור התעשייה רעננה. שטחה של כל קומה הינו כ-1,000 מ"ר ובנוסף רכשה החברה כ-59 חניות בבניין. השוכרים בנכס הינם בעיקר חברות הייטק שונות לתקופה של בין שנה לשלוש שנים בתמורה לדמי שכירות המסתכמים בכ-1.4 מיליון ש"ח. נכון למועד דוח זה הנכס מושכר במלואו. העלות הכוללת של רכישת הנכס הסתכמה בכ-18.2 מיליון ש"ח. העלות הכוללת בגין רכישת שני הנכסים הנ"ל מומנה בעיקרה (כ-80%) על ידי הלוואה בנקאית לזמן ארוך והיתרה מומנה ממקורותיה העצמיים של החברה. הנכסים משועבדים בסך של כ-50 מיליון ש"ח לבנק לאומי.

לחברה ארבעה נכסים בארץ המיועדים למימוש

לחברה ארבעה נכסים ביפו, חיפה, רחובות ורמלה המיועדים למימוש ואשר יתרת ההשקעה הכוללת בספרים בגינם ליום 30.9.2007 מסתכמת בכ-9.3 מיליון ש"ח. שניים מהנכסים, ברחובות וביפו, מצויים בהליכי השבחה לקראת מימושם. הנכס ברחובות (יתרת השקעה בספרים של כ-2.1 מיליון ש"ח) מצוי בהליכי שיפוץ בעלות של כ-80 אלפי ש"ח לצורך מכירתו בשנת 2008. החברה מעריכה כי תוכל לממשו לאחר הליך ההשבחה תמורת כ-2,050 אלפי ש"ח. ביחס לנכס ביפו (יתרת השקעה בספרים של כ-0.8 מיליון ש"ח) הגישה החברה בקשה לועדת בניין ועיר לשינוי התב"ע לצורך הסבתו ממשרדים ל-7 יחידות דיור לצורך מכירתן. החברה מעריכה כי תמכור את הנכסים תמורת כ-2,870 אלפי ש"ח. החברה בוחנת גם אפשרויות למימוש הנכסים בחיפה ורמלה.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

בעלת השליטה בחברה הינה חברת דוראה, מאז רכישת השליטה בחברה על ידי דוראה בסוף שנת 2005 בוצעו מהלכים מרכזיים הכוללים שתי עסקאות לרכישת נכסים מניבים בראש העין ורעננה, חבירה לשותפות לרכישת הקרקעות בבולגריה וחבירה לשותפות בקרן פתאל

החברה מוחזקת בשיעור של 79.1% על ידי דוראה אשר רכשה את השליטה בה בדצמבר 2005. דוראה הינה חברה ציבורית, בשליטתו של מר בצלאל איגר, העוסקת בהשקעות בנדל"ן ופיתוחם והפעלתם של נכסים מניבים בארץ ובחול"ל. מר איגר הינו בעל ניסיון רב שנים בענף הנדל"ן בישראל ובחול"ל, בעיקר בתחום הנדל"ן המניב, ומשמש כיו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל הן של דוראה (כ-7 שנים) והן של ליברטי. בתפקידיו הקודמים כיהן מר איגר כמנכ"ל דלק בלרון בינלאומי וחברות נוספות בבעלות איש העסקים יצחק תשובה, וכראש סקטור הנדל"ן בבנק לאומי. להערכת מידרוג, הניסיון והידע שצבר מר איגר בענף הנדל"ן והמימון וכן קשריו מסייעים לחברה בהשגחת פעילותה בעיקר בתחום הנכסים המניבים, איתור ומימוש הזדמנויות נדל"ניות שונות וקידום עסקי החברה. דוראה מחזיקה בבעלות ישירה בשני נכסים מניבים בארץ וכן, מחזיקה באמצעות ליברטי בנכסי ליברטי המפורטים לעיל ומשקיעה בחברות כלולות המחזיקות בנכסי נדל"ן מניבים בגרמניה ובהשקעות אחרות בבריטניה. כ-95% מהכנסות דוראה משכירות לשנת 2006 שהסתכמו בכ-22.2 מ' ש"ח נבעו מהכנסות מהשכרה של ליברטי לשנה זו. פעילות נוספת של דוראה הינה החזקה בכ-82% מחברת אורתם סהר ביחד עם מר אמיר נחום (כ-41% כל אחד), העוסקת בקבלנות ביצוע בתחום הבנייה הציבורית והתשתיות ונסחרת בבורסה בת"א לפי שווי שוק של כ-228 מיליון ש"ח. הכנסות אורתם בשנת 2006 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 כ-250 מיליון ש"ח וכ-343 מיליון ש"ח, בהתאמה. הרווח הנקי של אורתם, המוצגת כחברה מוחזקת בדוחות דוראה, לשנת 2006 ולשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 היו כ-13 מיליון ש"ח וכ-15 מיליון ש"ח, בהתאמה.

לצורך מימון מרבית תמורת רכישת ליברטי נטלה דוראה הלוואה של כ-70 מיליון ש"ח, אשר מתוכם פרעה כ-10 מיליון ש"ח במהלך שנת 2006. בחודש מאי 2007 פרעה דוראה כ-10 מיליון ש"ח נוספים ויתרת קרן ההלוואה לאחר פירעון זה עומדת על כ-50 מיליון ש"ח. בחודש נובמבר 2007 שונו תנאי הפירעון של האשראי האמור ובהתאם נקבעו אמות מידה פיננסיות אחרות והכול כמפורט להלן: הבנק אישר לדוראה מסגרת אשראי בסך של כ-65 מיליון ש"ח המורכבת מיתרת ההלוואה הקיימת בסך של כ-50 מיליון ש"ח (קרן) לפירעון בתשלום אחד במרץ 2010 (הריבית משולמת אחת לרבעון) ובנוסף מסגרת אשראי בסך 15 מיליון ש"ח לצורך השקעות מזדמנות בנכסים. המסגרות האמורות עומדות בכפוף בין היתר להתחייבויות של דוראה למינימום הון עצמי בשיעור של 10% ממאזן דוראה או 80 מיליון ש"ח (הגבוה מביניהם). נכון ליום 30.9.2007 עומד ההון העצמי המאוחד של דוראה על כ-160 מיליון ש"ח (כ-17.4% מסך המאזן). בנוסף, דוראה הנפיקה אגרות חוב בהיקף של כ-311 מיליון ש"ח, מתוכן כ-250 מיליון ש"ח אגרות חוב, אגרות חוב להמרה בהיקף של כ-36 מיליון ש"ח ואגרות חוב להמרה במניות חברה מאוחדת בהיקף של כ-25 מיליון ש"ח, אשר פירעון מרביתן הינו בין השנים 2008-2012.

מאז רכישת השליטה בחברה על ידי דוראה בוצעו בחברה מספר מהלכים שהמרכזיים מביניהם הם, כמתואר לעיל, שתי העסקאות לרכישת נכסים מניבים בראש העין ורעננה, החבירה לשותפות לרכישת הקרקעות בבולגריה והחבירה לשותפות בקרן פתאל. מידרוג מעריכה כי ההשקעות בנכסים בראש העין ורעננה משפרות את פיזור תיק הנכסים המניבים של ליברטי וכן את תזרימי המזומנים וכי סך הפעילויות החדשות שפורטו לעיל של בעלי השליטה החדשים בחברה תורמות לאופק החיובי של פעילותה.

מטה צר יחסית

מטה החברה צר ומונה 4 עובדים בלבד, כדלקמן :

ליברטי פרופרטיס: מטה החברה

שם	תפקיד	ותק בחברה (בשנים)	תפקידים קודמים וניסיון רלוונטי
בצלאל איגר	מנכ"ל החברה ויו"ר הדירקטוריון	2	יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל דוראה מזה כ-7 שנים מנהל חטיבת הנדל"ן בבנק לאומי מנכ"ל קבוצת יצחק תשובה (בתחום הנדל"ן) איש עסקים פרטי בתחום הנדל"ן
רואי רויטמן	מנהל פיתוח עסקי	1	ניהול חברות נדל"ן מניב וקבלני בעסקים משפחתיים סמנכ"ל שיווק בינלאומי ותפעול בפז חן בע"מ מנכ"ל הולנד ישראל בע"מ
עירית שאבי-כהן	מנהלת הכספים ומזכירת החברה	6	רו"ח במשרד קסלמן וקסלמן רו"ח מוסמכת כ-10 שנים, עוסקת בחשבות וניהול כספים כ-10 שנים חשבת בב.ס.ר
הילדה ואזנה	מנהלת חשבונות ראשית	7	מנהלת חשבונות בקבוצת אלקו החזקות (בעלי השליטה לשעבר) בתחום המסחר והנדל"ן, עוסקת בתחום הנהלת חשבונות כ-19 שנה

מדיניות מתונה של הרחבת פעילות תוך ניצול הזדמנויות והתמקדות בתחום הנדל"ן המניב

הנהלת החברה הנוכחית החלה בניהולה בתחילת שנת 2006. מדיניות ההנהלה הינה איתור הזדמנויות עסקיות לרכישת נכסים מניבים (בכלל זה בתחום המלונאות) בארץ ובחו"ל בעלי פוטנציאל תשואה גבוה, תוך ניצול המנוף הפיננסי של החברה והתמקדות באיתור נכסים מניבים לרכישה וייזום נדל"ן לשם השבחתם. כמתואר לעיל, מאז כניסתה ביצעה ההנהלה שתי עסקאות עיקריות בארץ ברכישת נכסים מניבים בראש העין ורעננה וכן השקיעה במיזם לפיתוח זכויות במקרקעין בבולגריה והצטרפה לקרן למיזמי מלונאות באירופה. מדיניות הנהלת החברה הינה השקעה מתונה בנכסים מניבים חדשים או פיתוח זכויות בנכסים קיימים והשבחתם. הקבוצה שואפת במסגרת פעילותה בתחום הנדל"ן המניב, לרכוש נכסים מניבים כשהם מושכרים על פי הסכמי שכירות ארוכי טווח ולממן את רכישת הנכסים האמורים בהלוואות לזמן ארוך בריבית קבועה.

מימוש נכסים בהתאם לתנאי השוק

במסגרת פעילותה בתחום הנדל"ן המניב מממשת הקבוצה מעת לעת נכסים שבהחזקתה בנסיבות בהן היא סבורה כי מימוש הנכס כדאי ובהתחשב בתנאי השוק המשתנים מעת לעת. הקבוצה מימשה בשנים 2004-2006 שישה נכסים בחו"ל (בצ'כיה ובקנדה) ונכס נוסף בישראל.

שליטה מלאה בנכסי הקבוצה המניבים

כחלק מאסטרטגיית פעילותה שואפת החברה לרכוש בעלות מלאה על נכסיה, ובהתאם כל נכסיה המניבים בארץ הינם בבעלותה המלאה. עם זאת, התרחבות הקבוצה לפעילויות נוספות בחו"ל לאחרונה, בבולגריה ובמסגרת הקרן, חייבה אותה להתקשר עם שותפים עסקיים.

היעדר מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת. בחודש נובמבר 2007 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד בסך של 4 מיליון ש"ח. לדברי הנהלת החברה היא צפויה לחלק דיבידנדים בעתיד על בסיס רווחי החברה, ואולם הללו לא צפויים להיות בהיקף משמעותי. לצורך הדירוג החברה התחייבה שלא לחלק דיבידנד מעבר ל- 30% מהרווח הנקי בניטרול רווח משערוך נכסים.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה מתמקדת בפיתוח ואחזקה לאורך זמן בנכסים מניבים המקנים, להערכת מידרוג, אופי של יציבות לתזרים המזומנים; שליטה מלאה בנכסי הקבוצה המניבים; מיקום טוב ומיצוב עסקי גבוה של הנכסים המובילים; ניסיון, ידע, הבנה וקשרים מעמיקים של בעל המניות העיקרי בתחום הנדל"ן והמימון; פיזור גיאוגרפי של נכסי הקבוצה בישראל וכן פיזור בשימושים; הרחבה מתונה של פעילות החברה לתחומים נוספים והרחבת בסיס הנכסים הקיים של החברה; ערב הגיוס לחברה איתנות פיננסית גבוהה; הישענות על הכנסות ממספר מצומצם של נכסים; לחברה מספר נכסים פנויים שאינם מושכרים; לחברה קיימים שעבודים על נכסיה העיקריים לטובת הבנקים המממנים – לצורך הדירוג ועל מנת לשפר את הגמישות הפיננסית החברה מתחייבת כי נכסים מניבים בשווי של 70 מיליון ש"ח לפחות יהיו נקיים מכל שעבוד ולא ישועבדו במהלך תקופת האג"ח; עומס של לוח הסילוקין לאור פירעון צפוי של אג"ח בשנים הקרובות; מימון מחדש נדרש החל משנת 2010 בגין ההלוואה על הנכס בהולנד אשר מניב הכנסה משמעותית לחברה. החברה מעריכה בסבירות גבוהה כי השוכר יאריך את החוזה מולה.

מיקום טוב ומיצוב עסקי גבוה של הנכסים המובילים אשר תורמים תזרים מזומנים יציב יחסית

נכסי החברה המובילים נהנים ממיקום טוב ומיצוב עסקי גבוה המגדילים את הביקושים לשכירת שטחים בהם ואת פוטנציאל ההכנסות של החברה מהם. רוב הכנסות החברה נובעות מנכסיה בתל-אביב, בת-ים, באר-שבע והולנד אשר הניבו לה בשנת 2006 הכנסות של כ-17.8 מיליון ש"ח. נכסי החברה בתל-אביב הניבו לה בשנים האחרונות תזרימי מזומנים יציבים יחסית וכך גם נכס החברה בהולנד מאז שנרכש בשנת 2005. להערכת מידרוג, שני הנכסים צפויים להמשיך ולהניב תזרימי מזומנים יציבים יחסית לחברה בשנים הקרובות – הנכס בתל-אביב מטעמי מיקום המשליך על ביקושים לשטחים להשכרה שבו, והנכס בהולנד בשל ההתקשרות עד שנת 2012 (ללא אפשרות יציאה) של החברה עם העיתון ההולנדי ששוכר את הנכס כולו. להערכת מידרוג, ההתקשרות ארוכת הטווח בנכס בבת-ים של החברה ל-15 שנה עם גו אקטיב תמורת 1.5 מיליון ש"ח לשנה צפויה לתרום ליציבות תזרים המזומנים של החברה. כמו כן, רכשה החברה במהלך חודש אוגוסט 2007 שני נכסים מניבים נוספים, האחד בראש העין והשני ברעננה, הצפויים להניב לחברה דמי שכירות שנתיים בסך של כ-5.7 מיליון ש"ח. להערכת מידרוג, אף נכסים מניבים אלו הינם בעלי אופי יציב של הכנסה מדמי שכירות. בנוסף, השקעת החברה בקרן פתאל מזכה אותה בתשואה מינימלית מובטחת של 5% לשנה על השקעתה.

ניסיון, ידע, הבנה וקשרים מעמיקים של בעל המניות העיקרי בתחום הנדל"ן והמימון

מר בצלאל איגר, שמחזיק באמצעות דוראה בשליטה בחברה, הינו בעל ניסיון, ידע והבנה עשירים בתחום הנדל"ן והמימון בו הוא פועל מזה שנים רבות. כמו כן, קשריו הענפים וניסיונו של מר איגר מסייעים לחברה באיתור ומימוש הזדמנויות נדל"ניות שונות לקידום עסקיה של החברה.

שליטה מלאה של הקבוצה בנכסים המניבים בישראל ובהולנד

כמתואר לעיל, כל נכסי הקבוצה המניבים בישראל ובהולנד הינם בבעלותה המלאה ללא שותפים. להערכת מידרוג, השליטה המלאה בנכסים מאפשרת לחברה התנהלות גמישה, מקלה על קבלת החלטות מהירה ביחס לנכסים ותורמת להקטנת רמת הסיכון.

פיזור גיאוגרפי של נכסי הקבוצה בישראל

פריסתם הגיאוגרפית של נכסי הקבוצה הינה רחבה, עובדה המסייעת לה להקטין את הסיכון שבירידת ביקושים לשטחים להשכרה באזורים ספציפיים.

מגמת שיפור בתחום הנדל"ן המניב בישראל

בשנתיים האחרונות ניכרת מגמת שיפור בתחום הנדל"ן המניב בישראל לאחר שחיקה שחלה בענף בשנים האחרונות. השיפור נובע בעיקר משיפור ניכר במצב הכלכלי של המשק בישראל אשר הגדיל את הביקושים לשטחי מסחר ומשרדים להשכרה, לעלייה במחירי ההשכרה ולעליית שוויים של נכסים מניבים באזורי ביקוש. מגמת השיפור בתחום הנדל"ן המניב בישראל מגדילה את פוטנציאל ההכנסות של הקבוצה הן מהשכרת נכסיה והן ממימוש נכסים בהתאם לכדאיות כלכלית.

גורמי סיכון עסקיים

הישענות על הכנסות ממספר מצומצם של נכסים

ההכנסות מתבססות על מספר נכסים מהותיים מצומצם יחסית. היעדר פיזור זה מגדיל את התלות בכל נכס ונכס בכל הקשור בשימור תזרים המזומנים לאורך זמן. בנוסף, החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים מניבים. מידרוג מעריכה כי חלק מהסכמי השכירות הינם ארוכי טווח ולפיכך מגנים אם כי באופן חלקי מפני מחזור שלילי של ענף הנדל"ן המניב. מיקוד פעילות החברה בישראל בלבד מגדיל את הסיכון שבהישענות על כלכלה אחת בלבד.

תלות בשוכר מהותי יחיד בהולנד ובשוכר עיקרי בנכס החברה בראש העין

לחברה תלות בשוכר מהותי אחד השוכר 100% משטח הנכס בהולנד ואשר ההכנסות ממנו בשנת 2006 הסתכמו בכ-4.6 מיליון ש"ח. תקופת השכירות בנכס צפויה להסתיים בעוד כ-5 שנים. כמו כן, לחברה תלות בחברת דלתא אשר הינה השוכר העיקרי של נכס החברה בראש העין ושוכרת שטח של כ-7,000 מ"ר מתוך שטח נכס כולל של כ-12,500 מ"ר. להערכת מידרוג, אי חידוש הסכמי השכירות בהולנד ו/או דלתא או לחלופין סיום בטרם עת של ההסכם עם דלתא עלולים לפגוע משמעותית בהכנסות החברה. בנוסף, מרבית השוכרים בנכס ברעננה הינם חברות הייטק אשר משבר פוטנציאלי בענף ההייטק עלול להשפיע לרעה על יכולת החברה להשכיר את הנכס הזה. פארק זה נפגע בעבר ממשבר שזכה בשנת 2001 שהוביל לקיפאון בביקושים למשרדים, הורדת מחירי השכרה על ידי משכירי מבנים ולביטולם של פרויקטי בנייה רבים.

תלות באיש מפתח - מר בצלאל איגר, מנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון. הבעלות הנוכחית הינה צעירה יחסית

במהלך שנת 2005 התחלפה השליטה בחברה פעמיים, כאשר טרם רכישת השליטה בחברה על ידי דוראה מקבוצת רבינוביץ'-שורקה בסוף שנת 2005, נרכשה השליטה בחברה על ידי קבוצת רבינוביץ'-שורקה מקבוצת אלקו במחצית שנת 2005. להערכת מידרוג, חילופי שליטה תדירים אלו פוגעים ביציבות התנהלותה של החברה. מאז סוף שנת 2005 מוחזקת החברה ע"י דוראה כאשר בעל השליטה באחרונה מכהן כמנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון. להערכת מידרוג למר בצלאל איגר תרומה משמעותית לפיתוח העסקי.

גורמי סיכון פיננסיים

עומס שירות חוב צפוי החל משנת 2010

לחברה צפוי עומס תשלומי חוב בגין הלוואות ואג"ח בהיקפים משמעותיים החל משנת 2010. כאשר בשנת 2008 שירות הקרן צפוי להסתכם בכ-15 מיליון ש"ח (בנקים) ובשנת 2009 20 מיליון ש"ח (בנקים ואג"ח). כמו כן, נכון לסוף שנת 2006, לדוראה, חברת האם של ליברטי, יתרת הלוואה של כ-50.5 מיליון ש"ח בגין רכישת ליברטי וחובות נוספים לשלם. מידרוג מעריכה, כי האחזקה בליברטי מהווה אחד מהמקורות התזרימים שמשמשים את דוראה בפירעון החובות שלה. לצורך בחינת צרכי המזומנים של דוראה התבססנו על חלוקות דיבידנד שלא יעלה על 30% מהרווח הנקי בניטרול שערך מקרקעין.

גמישות פיננסית נמוכה

פעילות ההשקעות של החברה נסמכת על מרכיב השקעת הון עצמי מסוימת, כאשר יתרת ההשקעה ממומנת בהלוואות בשעבודים מדרגה ראשונה של הנכס לטובת הבנק המלווה. כמו כן, חלק מחוזי השכירות בנכס בבאר שבע משועבדים

לטובת הבנק המלווה. מרבית נכסי החברה העיקריים משועבדים לטובת הבנקים המממנים. לצורך הדירוג תשמור החברה על נכסים שאינם משועבדים בשווי של 70 מיליון ש"ח לפחות.

מימון מחדש נדרש החל משנת 2010 בגין ההלוואה על הנכס בהולנד. ההסכם עם השוכר בנכס צפוי להסתיים בשנת 2012

החברה תידרש למימון מחדש של ההלוואה שנטלה לרכישת הנכס בהולנד כאשר הסכום שייוותר לקרן ההלוואה בתום לוח הסילוקין של ההלוואה באפריל 2010 צפוי לעמוד על כ-7.4 מיליון אירו. ההסכם עם השוכר היחיד בנכס צפוי להסתיים בשנת 2012. להערכת החברה קיימת סבירות גבוהה כי השוכר הנוכחי יאריך את חוזה השכירות. יצוין כי הנכס בהולנד תורם כ-17% מסך הכנסות השכירות השנתיות הצפויות של ליברטי (כולל הנכסים בראש העין ורעננה).

סיכוני מטבע

לקבוצה נכסים והתחייבויות הצמודים או נקבעים במטבע חוץ. כתוצאה מכך חשופה הקבוצה לשינויים בשערי החליפין, ואולם גם הכנסות הקבוצה מפעילותה בחו"ל הינן במטבע חוץ.

סיכוני ריבית

שינויים בשערי הריביות בארץ ובמדינות בהן פועלת הקבוצה בחו"ל עלולים להשפיע לרעה על תוצאותיה העסקיות. עם זאת, עיקר הכנסות הקבוצה בישראל צמודות למדד המחירים לצרכן.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בהיקף ויציבות תזרים המזומנים.
- גידול בהיקפי הפעילות תוך הגדלת הפיזור הגיאוגרפי ופיזור הפרויקטים
- שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת יכולת נגישות לשוק ההון

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס החוב הפיננסי ל-CAP יעלה על 70%
- חלוקת דיבידנד שנתי בסך העולה על 30% מהרווח הנקי בנטרול רווח משערות נכסים
- שינוי באסטרטגיית החברה מפעילות של רכישת נכסים מניבים ופיתוחם
- עזיבת אנשי מפתח
- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות

החברה מדווחת לפי תקני החשבונאות הישראליים. החל מיום 1.1.2007 מיישמת החברה את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה לפי מודל השווי ההוגן. בכוונת החברה לאמץ את תקני החשבונאות הבינלאומיים החל ביום 1.1.2008.

תוצאות הפעילות – דוח רווח והפסד

ליברטי פרופרטיס (מאוחד): תמצית רווח והפסד (באלפי ש"ח)

FY-2004	FY-2005	FY-2006	Q1-Q3/2006	Q1-Q3/2007	
17,480	19,718	20,133	15,552	14,549	הכנסות מהשכרת מבנים
				9,539	הכנסות משערוך נדל"ן
16,905	-	20,051	20,023	-	הכנסות מממוש נכסים
34,385	19,718	40,184	35,575	24,088	סך הכנסות
3,289	3,350	3,483	2,737	2,167	הוצאות הנהלה וכלליות
24,597	9,902	14,605	12,538	20,042	רווח תפעולי
(9,783)	(10,853)	(12,503)	(9,688)	(12,595)	הוצאות מימון
4,751	1,080	2,300	2,850	7,447	רווח לפני מסים על הכנסה
3,324	217	1,162	1,329	7,156	רווח נקי

גידול בהכנסות מהשכרת מבנים בשנים האחרונות אשר טרם בא לידי ביטוי מלא בדוחות הכספיים נוכח רכישת נכסים בסוף הרבעון השלישי של 2007

בשנתיים האחרונות (2004-2006) רשמה החברה גידול מצטבר של כ-15% בהכנסות מהשכרת מבנים. שינוי זה נבע מהגידול בהכנסות מהשכרת מבנים בארץ אשר צמח בשנים אלו בשיעור מצטבר של כ-33% ואשר קוּזו בחלקו כתוצאה מירידה מצטברת של כ-8% בהכנסות מהשכרת מבנים באירופה. הגידול בהכנסות מהשכרת נכסים בארץ נבע מאכלוס שוכרים נוספים והעלאות של שכר דירה בחלק מהנכסים בעוד הקיטון בהכנסות מהשכרת נכסים באירופה נבע מממוש נכסים של החברה בפראג. החברה צפויה להגדיל את הכנסותיה מהשכרת מבנים בשנה הקרובה כתוצאה מרכישת הנכסים בראש העין ורעננה, אשר נרכשו באוגוסט 2007 וההכנסות בגינם טרם באו לידי ביטוי בדוחות החברה, והשבחת נכסים קיימים, כמפורט לעיל.

בשנים 2004-2006 מימשה החברה 7 נכסים בישראל, קנדה וצ'כיה אשר תרמו לגידול מצטבר של כ-37% מיליון ש"ח בסך הכנסותיה בשנים 2004 ו-2006. לאחר תאריך הדוחות הכספיים מימשה החברה גם את הנכס בעמק שרה, באר שבע ברווח צפוי של כ-600 אלפי ש"ח והחלה במהלכים לממוש נכסים אשר אינם מושכרים (יפו ורחובות) ומעריכה שנכסים אלה יומשו או יושכרו במהלך 2008.

הוצאות הנהלה וכלליות גבוהות מהממוצע

לחברה הוצאות הנהלה וכלליות ברמה גבוהה מהממוצע לחברות מסוגה ולהיקף הפעילות שלה אשר עמדו בשנים 2004-2006 על שיעור של כ-18%-17% מהכנסות החברה מהשכרת מבנים. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 ניכרת התייעלות מסוימת ברמת הוצאות זו לשיעור של כ-14.9% משיעור של כ-17.6% בשלושת הרבעונים הראשונים של 2006, אשר נבעה בעיקר מקיטון בהוצאות המשפטיות של החברה, בהוצאות בגין דירקטורים של החברה ובשכר מנהל הפיתוח העסקי. ואולם למרות התייעלות זו, רמת הוצאות ההנהלה והכלליות עדיין גבוהה. יחד עם זאת, מר בצלאל איגר, המכהן כמנכ"ל החברה, עושה כן כיום ללא תמורה.

גידול בהוצאות המימון בשנים 2006-2007 כתוצאה מגיוס אג"ח

הוצאות המימון נטו של החברה גדלו בשנת 2006 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 בשיעורים של כ-15.2% (מכ-10.9 מיליון ש"ח לכ-12.5 מיליון ש"ח) ובכ-30.0% (מכ-9.7 מיליון ש"ח לכ-12.6 מיליון ש"ח), בהתאמה. עיקר הגידול נבע מהוצאות מימון בגין גיוס האג"ח על ידי החברה. לחברה הפסדים צבורים לצרכי מס בהיקף של כ-19 מיליון ש"ח אשר צפויים לסייע לה בהגדלת הרווח הנקי בשנים הקרובות.

השקעה משמעותית בשותפות בבולגריה בשלושת הרבעונים הראשונים של 2007

בשלושת הרבעונים הראשונים של 2007 רשמה החברה תזרים שלילי מפעילות השקעה בעיקר כתוצאה מרכישת הנכסים בראש העין ורעננה ומביצוע השקעות בשותפות בבולגריה בסך של 7 מיליון אירו.

ליברטי פרופרטיס בע"מ: מאזן מאוחד (אלפי ש"ח)

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	פרופורמה לאחר הגיוס	
					נכסים
					נכסים שוטפים
26,466	15,258	113,940	56,210	56,210	מזומנים ושווי מזומנים
-	2,014	835	1,280	1,280	פקדונות לזמן קצר
1,042	1,849	2,086	3,283	3,283	לקוחות
539	357	564	2,147	2,147	חייבים ויתרות חובה
79,445	78,400	52,593	6,070	6,070	מקרקעין מיועדים למימוש
					רכוש קבוע
256					הלוואה למימון חברות מאוחדות לזמן ארוך
			13,682	13,682	הלוואות לבעלי מניות אחרים בחברות מאוחדות באיחוד יחסי
			16,847	16,847	השקעה בשותפות
16,832	16,832	15,374	15,394	15,394	מלאי מבנים בהקמה
165,045	217,661	191,106	377,313	477,313	נדל"ן להשקעה
		2,650	-	-	מבנה בהקמה המיועד להשכרה
51	47	308	240	240	רכוש קבוע
9,898	9,354	493	388	388	רכוש אחר
43,140	2,997		-	-	נכסים מיוחסים לפעילות מופסקת
342,714	344,769	379,949	492,854	592,854	סה"כ נכסים
					התחייבויות
					התחייבויות שוטפות
734	15	-	-		אשראי לזמן קצר מבנקים
1,780	1,498	1,670	1,150	1,150	ספקים ונותני שירות
4,759	5,303	5,982	7,578	7,578	זכאים ויתרות זכות
12,442	14,749	4,069	9,648	9,648	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך

המשך הטבלה

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	פרפורמה לאחר הגיוס	
					התחייבויות לזמן ארוך
713	644	525	787	787	פיקדונות משוכרים
171,128	204,155	124,750	196,465	196,465	הלוואות לזמן ארוך
3,353	2,908	161	2,294	2,294	מסים נדחים
-	-	62,165	64,862	164,862	אגרות חוב
-	-	25,459	26,517	26,517	אגרות חוב להמרה
31,122	831	-	-	-	התחייבויות מיוחדות לפעילות מופסקת
116,683	114,666	155,168	183,553	183,553	הון עצמי
342,714	344,769	379,949	492,854	592,854	סה"כ התחייבויות והון

עיקר נכסי החברה הינם נדל"ן להשקעה ומזומנים הממומנים בהון עצמי ובחוב

נכסי החברה נכון ליום 30.9.2007 הינם בעיקר נדל"ן להשקעה בסכום של כ-377 מיליון ש"ח (שווי הוגן לאחר שיערוך) ומזומנים בגובה כ-56 מיליון ש"ח המהווים יחד כ-88% מסך נכסיה אשר ממומנים בעיקר בהון עצמי ובחוב פיננסי. החוב הפיננסי של החברה מורכב ברובו המוחלט מחוב פיננסי לטווח ארוך – הלוואות לזמן ארוך בהיקף של כ-196 מיליון ש"ח ואגרות חוב בהיקף של כ-91 מיליון ש"ח. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 חל קיטון משמעותי ברכוש השוטף של החברה מסך של כ-170 מיליון ש"ח, שהיוו כ-45% מהמאזן לשנת 2006, לסך של כ-69 מיליון ש"ח המהווים כ-14% מהמאזן לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007. הקיטון ברכוש השוטף נבע בעיקר בשל קיטון במזומנים ומיון עלות מתחם אבן גבירול בתל-אביב לסעיף נדל"ן להשקעה בסכום של כ-47 מיליון ש"ח.

ליברטי פרופרטיס בע"מ: נתוני חוב פיננסי (באלפי ש"ח)

12.04	12.05	12.06	9.07	
734	15	-	-	אשראי לזמן קצר מבנקים
12,442	14,749	4,069	9,648	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך
171,128	204,155	124,750	196,465	הלוואות לזמן ארוך
-	-	62,165	64,862	אגרות חוב
-	-	25,459	26,517	אגרות חוב להמרה
184,304	218,919	216,443	297,492	סך הכל חוב פיננסי
26,466	17,272	114,775	57,490	מזומנים, שווי מזומנים ופיקדונות לזמן קצר
157,838	201,647	101,668	240,002	חוב פיננסי נטו
116,683	114,666	155,168	183,553	הון עצמי
342,714	344,769	379,949	492,854	סך נכסים במאזן
304,340	336,493	371,772	483,339	CAP
60.6%	65.1%	58.2%	61.5%	חוב פיננסי ל-CAP

גידול משמעותי בהון העצמי בשנתיים האחרונות

ההון העצמי של החברה נכון לתום שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 מסתכם בכ-184 מיליון ש"ח ומהווה כ-37% מהמאזן בהשוואה להון עצמי של כ-155 מיליון ש"ח נכון לסוף שנת 2006 שהיווה כ-41% מסך המאזן. הגידול בהון העצמי בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 נבע בעיקר משיערוך נדל"ן להשקעה בסך של כ-22 מיליון ש"ח וכן מגידול בקרן הון מהפרשי תרגום ורווח נקי. הגידול בהון העצמי המשיך את המגמה שהחלה בשנת 2006 בה גדל ההון העצמי בכ-40 מיליון ש"ח מכ-115 מיליון ש"ח (כ-33% מסך המאזן לשנת 2005) לכ-155 מיליון ש"ח (כ-41% מסך המאזן לשנת 2006). הגידול בהון העצמי בשנת 2006 נבע בעיקר מקרן הון בגין עסקאות עם בעלי שליטה בסך כ-28 מיליון ש"ח.

איתנות פיננסית המושפעת מעיתוי והיקף עסקאות חדשות

החברה מציגה נכון ליום 30.9.2007 נתוני איתנות פיננסית טובים המתבטאים בהון עצמי לסך מאזן של כ-37%, חוב פיננסי ל-CAP של כ-62% וחוב פיננסי לסך מאזן של כ-60%. יחסי האיתנות הפיננסית צפויים להרעה לאחר גיוס האג"ח כך שיחס ההון העצמי לסך מאזן יקטן לשיעור של כ-31%, החוב הפיננסי ל-CAP יגדל לכ-68% והחוב הפיננסי לסך מאזן יגדל לכ-67%. יחסי האיתנות לאחר הגיוס תואמים להערכת מידרוג את הדירוג גם בהתחשב בהתחייבות להשקעה נוספת בקרן פתאל בסך של כ-3 מיליון אירו.

ליברטי פרופרטיס בע"מ: יחסי איתנות פיננסית

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	פרופורמה לאחר הנפקה	
34.0%	33.3%	40.8%	37.2%	31.0%	הון עצמי לסך מאזן
60.6%	65.1%	58.2%	61.5%	68.1%	חוב פיננסי ל-CAP
51.9%	59.9%	27.3%	49.7%	58.3%	חוב נטו ל-CAP
53.8%	63.5%	57.0%	60.4%	67.0%	חוב פיננסי לסך מאזן
46.1%	58.5%	26.8%	48.7%	57.4%	חוב פיננסי נטו לסך מאזן

יחסי כיסוי

יחסי כיסוי מושפעים מעיתוי השקעה בנכסים חדשים. יחסי הכיסוי הנגזרים מהתוצאות לתשעת החודשים הראשונים של 2007 הינם חלשים יחסית, אולם כוללים את מלוא החוב בגין רכישת הנכסים ברעננה ובראש העין בעוד שתרומת הנכסים לתזרים הינה נמוכה שכן הם נרכשו בחודש אוגוסט 2007. ניתוח פרופורמה הכולל את תרומת שני הנכסים תחת הנחה שנרכשו ב-1.1.2007 מצביע על יחס כיסוי חוב ברוטו באמצעות FFO של 30. החוב כולל השקעה בקרן פתאל בסך של כ-7 מיליון אירו שטרם הניבה והשקעה בקרקעות בבולגריה שאינה מניבה. בחינה של יחס החוב פיננסי נטו של החברה בגין נכסים פעילים ומניבים ליום 30.9.2007 ל-FFO מעלה יחס של 15.7.

ליברטי פרופרטיס בע"מ: יחסי ביסוי

FY-2005	FY-2006	Q1-Q3/2007	
14,697	19,226	20,042	EBITDA
10,853	12,503	12,595	הוצאות מימון
6,599	4,257	4,423	FFO
1.4	1.5	1.6	EBITDA להוצאות מימון
14.9	11.3	11.1	*EBITDA ל- חוב פיננסי
13.7	5.3	9.0	*EBITDA נטו ל- חוב פיננסי
33.2	50.8	50.4	*FFO ל- חוב פיננסי
30.6	23.9	40.7	*FFO נטו ל- חוב פיננסי

* נתוני ה-EBITDA וה-FFO ביחסים אלו חושבו בגילום שנתי

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 משתמש 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.

דוח מספר : CRL080308100M

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") 2008.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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. 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.