



# מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ

דו"ח דירוג ראשוני | אפריל 2015

1

אנשי קשר:

בועז בן שטרית - אנליסט  
[boazb@midroog.co.il](mailto:boazb@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)  
[ranq@midroog.co.il](mailto:ranq@midroog.co.il)



## מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרות (Issue)
------------------	------	---------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa1 באופק יציב לאגרות החוב שבמחזור ולהנפקת סדרת אג"ח חדשה בסכום של עד 60 מיליון ₪ ע.ג., לחברת "מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ" (להלן: "אביב" 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 13.4.2015 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

נציין כי החברה התחייבה במסגרת הדירוג לשמור על יתרת נזילות מינימאלית ו/או מסגרות אשראי חתומות של 10 מ' ₪ לאורך כלל חיי האג"ח לצורך שירות סדרות האג"ח.

להלן פרטי אגרות החוב שבמחזור של החברה ליום ה-31.12.2014

יתר שנות הפירעון	יתרת האג"ח בספרים אלפי ₪ 31.12.2014	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2015-2017	77,856	מדד	4.70%	פבר-07	4440079	אג"ח ד'

\*בחדש פברואר 2015 פרעה החברה כ-26 מ' ₪ מיתרת אגרות החוב

### פרופיל החברה

החברה התאגדה בישראל בשנת 1973 כחברה פרטית והפכה לציבורית בשנת 1993 עם רישום ני"ע שלה למסחר. כיום כ-84.4% ממניות החברה מוחזקות ע"י בני משפחת אביב, כ-6.4% מוחזקות בידי גוף מוסדי והיתרה ע"י הציבור. החברה הנפיקה לראשונה אגרות חוב בשנת 1993. לחברה שני תחומי פעילות עיקריים: איתור, ייזום ופיתוח של נכסי נדל"ן והשכרה והפעלת נכסים מניבים. בנוסף, לחברה אחזקה בחברת "פלפלון סנטר בע"מ" שפעילותה היחידה הינה אחזקה בשטח מקרקעין הידוע כ"מרכז בליליוס" בתלפיות-ירושלים (בשרשור סופי -אחזקה של כ-20%). כיום עיקר פעילות החברה מרוכזת בישראל ובהונגריה. פעילות החברה בהונגריה מאוגדת תחת חברת Tavaszi Invest KFT בה לחברה אחזקה מלאה. נכון לתאריך דו"ח זה, לחברה 315 יח"ד בהקמה בישראל, 129 יח"ד לקראת השלמת ההקמה בהונגריה ושני נכסים מניבים בישראל.

מרכזי אביב תעשיות בניה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ₪):

31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	אלפי ₪
108,857	109,972	117,124	99,617	הכנסות
18,213	23,955	27,931	23,434	רווח גולמי ממכירת דירות
18%	24%	26%	26%	שיעור רווח גולמי ממכירת דירות
16,745	23,298	25,836	19,013	EBITDA
15.4%	21.2%	22.1%	19.1%	שיעור EBITDA
3,523	5,036	7,305	5,303	הוצאות מימון נטו
18,926	16,765	18,239	12,037	רווח נקי
88	1,887	9,749	12,767	יתרות נזילות
302,786	318,474	310,706	334,726	חוב פיננסי
302,698	316,587	300,957	321,959	חוב פיננסי נטו
111,116	132,705	150,313	160,926	הון עצמי וזכויות מיעוט
171,179	158,170	164,786	172,629	מקדמות מרוכשים
474,379	510,721	519,577	547,125	מאזן בניכוי מקדמות מרוכשים
407,695	446,695	461,019	501,898	CAP
407,607	444,808	451,270	489,131	CAP נטו
23.4%	26.0%	28.9%	29.4%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בניכוי מקדמות
74.3%	71.3%	67.4%	66.7%	חוב ל-CAP
74.3%	71.2%	66.7%	65.8%	חוב נטו ל-CAP נטו
15,427	22,225	22,278	20,478	FFO
19.6	14.3	13.9	16.3	חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
19.6	14.2	13.5	15.7	חוב פיננסי נטו ל-FFO בגילום שנתי
18.1	13.7	12.0	17.6	חוב פיננסי ל-EBITDA בגילום שנתי

**התמקדות בתחום הנדל"ן למגורים, שמירה על היקף פעילות בישראל, לחברה שני נכסים מניבים**

בתחום הנדל"ן למגורים בישראל החברה מתמקדת בקהל יעד מהמעמד הסוציאקונומי הבינוני ובכוונתה לגוון בעתיד את אוכלוסיות היעד שלה. בנוסף, בכוונת החברה לשמור על היקף פעילות של כ-200 יח"ד בביצוע פרויקטים שונים ולאתר קרקעות לייזום על מנת להבטיח קיום מלאי קרקעות זמין שיאפשר פיתוח פרויקטים באופן שוטף. נכון למועד זה, החברה בונה בעצמה את הפרויקטים ופועלת ללא שותפים (למעט בעלי קרקע).

כיום החברה מקימה 315 יח"ד בשלושה פרויקטים שונים:

(א) רמלה - בשנת 1999 החברה החלה את הקמתו של פרויקט בהיקף של 868 יח"ד, במספר בניינים הבנויים בבניה נמוכה ושמונה בנייני מגורים. כיום החברה נמצאת בשלבים מתקדמים להקמתם של שני הבניינים האחרונים בפרויקט, כאשר בכל בניין 66 יח"ד. השלמת הפרויקט צפויה בשנים 2015-2016. בנוסף, לחברה עתודת קרקע נוספת בצמוד לפרויקט, הדורשת שינוי תב"ע להקמת מבנה מסחר, מגורים ומלונאות.

(ב) צומת בייט בירושלים - לחברה זכויות לבניית שישה בנייני מגורים של 220 יח"ד ושטח למסחר ומשרדים של כ-2,800 מ"ר. כיום החברה בשלבי סיום ומסירה של דירות בשני הבניינים הראשונים ושלבי הקמה של הבניין השלישי והרביעי (בסה"כ 82 יח"ד בביצוע ו-63 בסיום לקראת מסירה). חלקו העיקרי של שטח המסחר נמכר ע"י החברה לרשת סופרמרקטים. החברה הגישה תוכנית לשינוי התב"ע של הפרויקט, כך שבכוונתה להגדיל את יח"ד בפרויקט בכ-93 יח"ד ללא שינוי מהותי בזכויות הבינוי. הקמת כלל הפרויקט צפויה להסתיים בשנת 2019.

(ג) צור הדסה - החברה החלה בהקמת פרויקט של 101 יח"ד בצור הדסה, חלק מהיחידות יבנו בבניה רוויה וחלקם כקוטג'ים צמודי קרקע. הקמת הפרויקט תושלם עד לשנת 2016. נציין כי לחברה ניסיון עבר בהקמת שכונת מגורים בישוב.

בנוסף לחברה קרקעות הדורשות שינויי ייעוד

(ד) קריית השרון נתניה - לחברה עתודת קרקע הדורשת שינוי תב"ע כך שבכוונתה ליזום את הקמתם של 249 יח"ד ושטחי מסחר בין השנים 2017-2021.

(ה) בית שמש - לחברה זכות בקרקע בעלת ייעוד למסחר אשר נותרה מפרויקט עבר. החברה פועלת לשינוי ייעוד הקרקע במטרה לבנות בה 66 יח"ד.

בתחום הבניה למגורים בהונגריה החברה נמצאת לקראת סיום הקמתם של 129 יח"ד ברובע 14 בבודפשט ולרשותה קרקעות נוספות המאפשרות בניה של 654 יח"ד נוספות. החברה החלה בהליך השיווק והמכירה של יח"ד וכרגע אין בכוונתה לפתח את הקרקעות הנוספות.



בתחום הנדל"ן המניב בישראל לחברה שני נכסים בירושלים שבכוונתה להחזיק ולפתח:

(א) גבעת שאול - הנכס המניב העיקרי של החברה, בעל יעוד לתעשייה ומסחר ונמצא בתפוסה של כ-84%. השוכר העיקרי בנכס הינו רשת סופרמרקטים המחזיקה בחוזה המסתיים בשנת 2020, עם מספר אופציות לחידוש. כיום החברה נמצאת בהליכי הקמת תוספת בניה לנכס כאשר חלק מתוספת הבניה הינה עבור הסופרמרקט.

(ב) חלון ירושלים - לחברה זכויות בכ-2,425 מ"ר של שטחי משרדים ומסחר בנכס. בעבר הנכס סבל משעורי תפוסה נמוכים. החברה העבירה את מטה הניהול שלה לנכס והתקשרה במספר חוזים עם דיירים חדשים.

לחברה החזקה בקרקע שחלקה מניבה וחלקה נמצאת בשלבי ייזום להקמת יח"ד למגורים ושטחי מסחר:

(ג) "מרכז בליליוס" בתלפיות- לחברה אחזקה של 20% משטח של כ-29 דונם באזור התעשייה תלפיות. כיום עיקר השטח הינו בעל יעוד להקמת בנייני מגורים, שטחי מסחר ותעשייה.

לחברה שני נכסים נוספים שאינם מהותיים בעטרות, המשמשים אותה לצרכי אחסון וייצור חומרי גלם לתהליך הבניה (בעיקר מסגריה).

בשלוש השנים האחרונות החברה לא חילקה דיבידנדים ונכון להיום לא קיימת כל מדיניות בנושא זה.

## שיקולים עיקריים לדירוג

5

**דירוג החברה מושפע לחיוב:** וותק וניסיון רב של החברה בתחום ייזום, ביצוע ושיווק יח"ד למגורים. החברה נוהגת להקים פרויקטים בהיקפים גדולים, בשלבים ולאורך זמן. משכך היא נהנית מהיכרות טובה עם השווקים המקומיים בהם היא פועלת וקהל לקוחותיה הפוטנציאלי; שיעור מכירות גבוה בפרויקטים בביצוע (בישראל) יוצר נראות תזרימית גבוהה וצפי ליחסי כיסוי מהירים בטווח שלוש השנים הקרובות; יחסי איתנות והיקף הון עצמי ההולמים את רמת הדירוג; רווחיות סבירה ביחס לענף, בחברה מתבצעים תהליכי בקרת יעילות בהליך הבניה ומצבת העובדים הינה וותיקה; הכנסות מנכסים מניבים מייצבות את התנודתיות בהכרה ברווחים המאפיינת את ענף הייזום למגורים ומכסה את הוצאות המטה של החברה.

**דירוג החברה מושפע לשלילה:** בין היתר, מהיקף פעילות נמוך ביחס לחברות המדורגות; פיזור פעילות נמוך, לחברה שלושה פרויקטים פעילים בלבד וכלל נכסי החברה ועיקר הפרויקטים מרוכזים באזור ירושלים; לחברה חשיפה הונית אפשרית לקרקעות ופרויקט הנמצא בשלבי סיום הקמתו ותחילת שיווקו בהונגריה; מהסיכון הענפי של תחום ייזום הדירות למגורים בישראל, לרבות חשיפה לתנאי המקרו, מחזוריות עסקית ורצון הרגולטורים להוריד את מחירי הדירוג בישראל; העובדה כי הרחבת צבר קרקעות החברה תלויה במידה רבה ברכישת קרקעות בסביבת מחירים גבוהה, מעלה את חשיפת החברה לשחיקה ברמת רווחיות הפרויקטים.

**החברה צפויה לסיים מספר פרויקטים בישראל, בשנתיים הקרובות, אשר נראות התזרים בניגום הינה גבוהה**

כיום לחברה שלושה פרויקטים בביצוע בהיקף של כ-315 יח"ד, בשנים 2015-2016 החברה צפויה לסיים את הקמתן של כ-129 יח"ד וכ-207 יח"ד, בהתאמה. ליום ה-31.12.2014 נמכרו מעל ל-87% מהדירות שבנייתן תושלם בשנת 2015 ומעל ל-36% מיח"ד שיושלמו בשנת 2016. בהתחשב בקיפאון שחווה ענף הבניה בשנת 2014 בשל אי הוודאות שנבעה מהיתכנות כניסת חוק "מע"מ אפס", שיעור מכירות זה הינו טוב ביחס לענף. נציין כי למעט פרויקט "בייט" בו שיעור המכירות עומד על כ-80% שאר הפרויקטים של החברה תומחרו בטווח המחירים שנכללו בהצעת החוק. שיעור המכירות הגבוה של החברה לשנתיים הקרובות יוצר נראות תזרימית משמעותית לתקופה וממתן את חשיפת החברה לסיכון ירדת מחירים (בשל האטה במכירות). החברה מציגה רווחיות ממוצעת לפרויקטים לייזום למגורים הנמצאים בבניה של כ-20% (לאחר היוון עלויות מימון), רווחיות זו בולטת לטובה בהשוואה ענפית. בנוסף, התזרים הצפוי בגין הפרויקטים בביצוע (הכולל רווח והחזר הון עצמי) הינו משמעותי ביחס לצרכי הנזילות.

במהלך 2015 החברה החלה את בנייתם של שני בניינים נוספים בפרויקט "בייט". כאמור, החברה פועלת להגדלת היקף יח"ד בפרויקט, כך שבמידה ותאושר התוכנית בכוונתה לקדם את בנייתם של 109 יח"ד חלף 82 יח"ד המאושרות. בשנת 2016 בכוונת החברה להחל בניה של 70 יח"ד נוספות בפרויקט (חלף 37 יח"ד המאושרות). פרויקט "בייט" נהנה מביקוש רב, הבא לידי ביטוי בשיעור המכירות הגבוה. בבניין 6, אותו החלה החברה לבנות בחודשים שלאחר תאריך המאזן, נמכרו 18 יח"ד מתוך 40 יח"ד המתוכננות בו (או 42 יח"ד באם התוכנית תאושר).

6

לחברה קרקע נוספת בנתניה המצריכה אישורי תב"ע שלהערכת החברה תספק צבר לבניה של כ-249 יח"ד וקרקע נוספת לשינוי יעוד בבית שמש של 66 יח"ד. בטווח הארוך, ללא רכישת קרקעות, או כניסה למיזמי נדל"ן חדשים, צפוי קיטון בהיקף הפעילות. בהתאם להצהרות החברה, עיקר תמורת גיוס האג"ח תשמש לפעילותה השוטפת, לרבות רכישת קרקעות.

**החברה מציגה יחסי כיסוי הבולטים לטובה לקבוצת הדירוג, הכנסות החברה מנכסים מניבים ממתנות את התנודתיות ביחסים המאפיינת חברות ייזום בהיקף פעילות דומה, איתנות החברה סבירה ביחס לרמת הדירוג.**

חברות בתחום הייזום למגורים מאופיינות לרוב בתנודתיות ברמת ההכנסות שלהן וכנגזרת גם ביחסי הכיסוי וזאת בשל כללי החשבונאות הקובעים הכרה בהכנסה רק עם מסירת הדירות לרוכשים בעוד שחלק מהעלויות מוכרות בתקופת תשלומן. לחברה הכנסות מנכסים מניבים המכסות את הוצאות המטה ומשטחיות במעט את התנודתיות המאפיינת חברות בעלות היקף פעילות דומה. יחסי כיסוי החוב ל-FFO של החברה לסוף שנת 2014 עמדו על כ-16 ובהתאם לצפי סיום הפרויקטים בשנים 2015-2016 צפויים יחסים אלו להשתפר. יחסי הכיסוי של החברה בולטים לחיוב לקבוצת הדירוג.

יחסי האיתנות של החברה הינם סבירים בהשוואה לקבוצת הדירוג. ליום ה-31.12.2014 יחס ההון העצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות עומד על כ-29.4% ויחס חוב נטו ל-CAP נטו כ-66%. להערכת מידרוג, גם לאחר גיוס אגרות החוב יחסי האיתנות של החברה יותרו סבירים ביחס לדירוג. נציין כי בחודש פברואר 2015 פרעה החברה כ-26 מיליון ₪ מיתרת אג"ח ד', פירעון זה ממתן חלק מהגידול הצפוי בחוב לאחר הגיוס. הונה העצמי של החברה עומד על כ-160 מ' ₪, היקף ההון אינו בולט לטובה ביחס לחברות אחרות בדירוג דומה אך הולם לדירוג.



משמאל ניתן לראות תרשים המציג פילוח של תמהיל החוב של החברה, כאשר עיקר החוב הינו בגין נכסים מניבים, ליווי בניה וקרקעות. כ-37% מהחוב של החברה הינו חוב כללי שאיננו משויך לנכסים ספציפיים ומשמש את החברה למימון רובד ההון בפרויקטים ופעילותה השוטפת. בהנחת גיוס, המסגרת המאושרת בדו"ח זה, ובהתחשב בפירעון אג"ח מחודש פברואר 2015, שיעור החוב הכללי שאיננו משויך צפוי לגדול לכ-43%.

לחברה רמת נזילות סבירה אשר צפויה לגדול משמעותית בחודשים הקרובים לאור שחרור פיקדונות מוגבלים בשימוש בשל התקדמות הפרויקטים ומסירת דירות לדיירים. כאמור במהלך השנתיים הקרובות החברה צפויה לתזרים משמעותי מהפרויקטים בביצוע, מנגד פירעון האג"ח הבא של החברה יתקיים בפברואר 2016 (כ-26 מ' ₪ בלבד). משכך, להערכת מידרוג נזילות החברה הינה סבירה לרמת הדירוג. פיזור מקורות ההכנסה של החברה מחזקים את יכולת פירעון החוב.

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

חברת אביב החלה לפעול כחברת נדל"ן למגורים בישראל בשנת 1973, משכך היא צברה ידע וניסיון בביצוע הקמת פרויקטים למגורים וניהול כלל שרשרת האספקה בפעילותה. החברה מבצעת עבור עצמה את הקמת הפרויקטים שלה ולרשותה עומדת מצבת כוח אדם ותיקה ומערכות בקרה ושליטה. מרבית הפרויקטים של החברה הינם להקמת קומפלקסים למגורים המאופיינים במספר רב של בניינים, הנבנים בשלבים רבים הדורשים זמן רב להשלמתם.

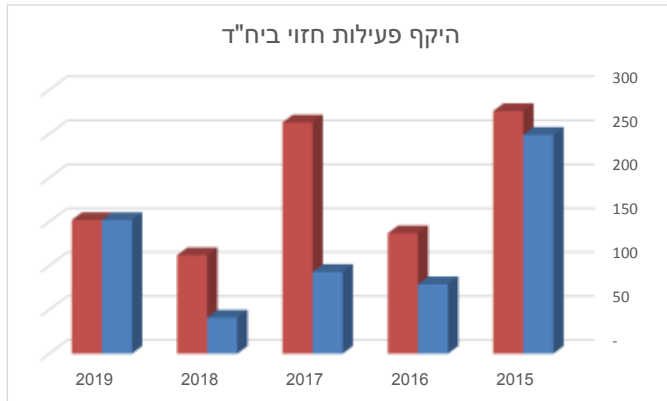
**סיכונים עסקיים ופיננסיים**

**היקף פעילות נמוך, ריכוזיות פרויקטים קיימים וירידה צפויה ברמת הפעילות של החברה בטווח הבינוני לאור מלאי קרקעות מצומצם**

היקף פעילות החברה אינו בולט בהשוואה לחברות מדורגות אחרות. בשנים האחרונות התמקדה החברה ברמלה, ירושלים וצור הדסה. בשווקים אלו, זוכה אביב למוניטין מקומי, עובדה המקלה בשיווק הפרויקטים ומיתוגם. מאידך, ריכוזיות הפרויקטים של החברה משפיעה לרעה על פרופיל הסיכון של החברה.



פעילות החברה מרוכזת כיום בשלושה פרויקטים, כאשר בשנת 2016 החברה צפויה למסור מספר רב של יח"ד אשר יפחיתו



משמעותית את היקף הפעילות. התרשים משמאל מתאר את היקף הפעילות החזוי, כאשר העמודות האדומות משקפות תרחיש בו תאושר תוכנית החברה לשינוי היקף יח"ד בפרויקט "בייט" והעמודות הכחולות משקפות תרחיש בו התוכנית לא תאושר (בהנחה ששאר הקרקעות יזכו לתב"עות בהתאם לצפי החברה). ניתוח הנתונים מורה כי בכדי לשמור על רצף הפעילות והיקף הפעילות, על החברה לבצע השקעות משמעותיות, בקרקעות בעלות זמינות קרובה עד

מיידית לביצוע. סביבת מחירי הקרקעות כיום הינה גבוהה ומעלה את חשיפת החברה לשחיקה ברמת רווחיות הפרויקטים העתידיים. יחד עם זאת, היות והחברה מבצעת עבור עצמה את הקמת הפרויקטים, טמון בכך יתרון תחרותי מסוים אל מול חברות הבונות בדרך של התקשרות עם קבלני ביצוע חיצוניים.

**לחברה חשיפה לשחיקה הניתנת עקב השקעתה בפרויקט בהונגריה**

לחברה פרויקט בשלבי גמר בהונגריה. בחודשים האחרונים החלה החברה בשיווק ומכירת הדירות בפרויקט. הצלחת מכירת הדירות תחזיר הון ששקוע בפרויקט שיוכל לשמש את החברה לפיתוח פרויקטים בישראל. להערכת החברה שווי הדירות בהונגריה עומד על מעל ל-30 מ' ש והיא מעריכה כי היא תשווק את כלל הדירות בטווח קצר משלוש שנים. לחברה קרקעות נוספות בהונגריה בעלות תב"ע להקמה של כ-654 יח"ד הרשומות בספרים בשווי של כ-24 מ' ש. להערכת החברה היא אינה צפויה לפתח קרקעות אלו. לחברה קיימת חשיפה הניתנת למחיקת שווי הקרקעות או לשינויים בשערי חליפין שעלולים לפגוע לרעה בשווי הכלכלי.

**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, חשיפת החברה לתנאים אלו מקוזזת חלקית בטווח הקצר בשל שיעור המכירות הגבוה של הפרויקטים בביצוע. 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. בשל רצון רגולטורי להורדת מחירים ובשל חילופי הממשלה בישראל, יתכן ותוכניות משרדי הממשלה להפשרת קרקעות ומרכזי בניה תוקפא בחודשים הקרובים, עובדה העלולה לגרום אי ודאות חדשה בשוק הנדל"ן העלולה לפגוע ביכולת החברה לבצע את ההשקעות הדרושות או בצד הביקוש רצון רוכשי דירות.



**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- גידול משמעותי בהון העצמי של החברה
- שיפור ברווחיות העתידית בפרויקטים של החברה
- שיפור משמעותי בצבר קרקעות הזמינות לטווח המידי - בינוני לבינוני, באופן המגדיל את פיזור והיקף פעילות החברה תוך שמירה על יחסים פיננסיים ונזילות הולמים

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג**

- צמצום משמעותי בהיקף פעילות החברה
- רכישת קרקעות אשר זמינות בנייתן אינה בטווח הקרוב
- ביצוע השקעות שאינן תואמות את פרופיל הסיכון של החברה
- הרעה משמעותית לאורך זמן ברמת האיתנות של החברה, ומעבר לתחזיות מידרוג
- פגיעה בנזילות החברה שיש בה כדי לסכן את יכולת שירות החוב לרבות אי עמידה בשמירת כרית הנזילות כמפורט לעיל

**דוחות מתודולוגיים:**

- [ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.
- [ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)
- תאריך דוח: 14.4.2015



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 הונית - 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.

התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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: CRMA110415060M

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") 2015.

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](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 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 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.

12

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.