



חברה לנכסים ולבנין בע"מ

פעולת דירוג מאי 2015

1

אנשי קשר:

אורן שרייבר, רו"ח - אנליסט
orans@midroog.co.il

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

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

חברה לנכסים ולבנין בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות (Issue)
------------------	----	---------------------

מידרוג מאשרת דירוג A1 באופק יציב לסדרות אג"ח ג' ד', ו' ו-ז' שבמחזור, אותן הנפיקה חברה לנכסים ולבנין בע"מ (להלן: "נכסים ובנין" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד כ-350 מיליון ש"ח ע.ג. אשר ישמשו לצורך הפעילות השוטפת, לרבות פירעון קרן אג"ח של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 25.05.2015. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרות האג"ח שבמחזור (בקיזוז אג"ח ברכישה עצמית) הנכללות בדירוג:

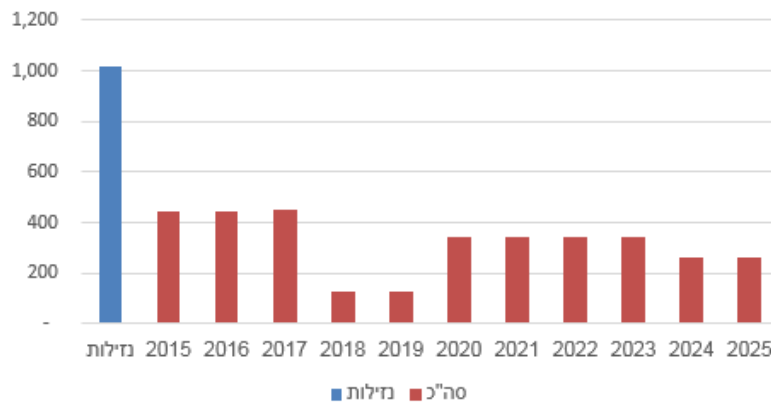
סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההפנקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח בספרים ליום 31.03.2015 מיליוני ₪	יתרת שנות פרעון האג"ח
ג*	6990139	נוב-05	5.00%	מדד	988	2015-2017
ד*	6990154	ינו-07	4.95%	מדד	1,330	2020-2025
ו'	6990188	דצמ-12	4.95%	מדד	767	2015-2023
ז'	6990196	דצמ-12	7.05%	ללא הצמדה	486	2015-2025
סה"כ					3,571	

* לא כולל אג"ח בהיקף של כ-377 מ"ש"ח אשר מוחזק ע"י חברת בת של נכסים ובנין.

הדירוג והאופק משקפים פרופיל עסקי גבוה של החברה ומיצוב פיננסי גבוה של החברות הבנות; איכות, היקף ופיזור הנכסים והמקורות לשירות החוב על פני מספר אזורים ומגזרי פעילות; מיצוב גבוה של נכסי הנדל"ן המניב בישראל ובמנהטן, הנהנים משיעורי תפוסה גבוהים ותורמים לייצור הכנסות ותזרים פרמננטי יציב לשירות החוב ולפיזור נרחב של שוכרים; נראות גבוהה לשיפור בתזרים הפרמננטי בטווח הקצר - בינוני בשל הצלחת החברה בביצוע השכרות משמעותיות של שטחים נוספים בישראל ובאר"ב, שטרם קיבלו ביטוי מלא בדוחות הכספיים, באופן הצפוי לשפר את היקף, יציבות ונראות התזרים הפרמננטי; נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסילוקין, הכוללות הן את יתרת הנזילות בהיקף של מעל 1.8 מיליארד ₪ ברמת המאוחד, וכ-1 מיליארד ₪ בסולו והן את המניות הסחירות ונכסי הנדל"ן הלא משועבדים בהיקף של כ-4.7 מיליארד ₪. זאת בנוסף ל-LTV הנמוך של חלק מנכסי הנדל"ן בקבוצה. מנגד, ביחס לדירוג החברה רמות המינוף הינן גבוהות ויחסי הכיסוי הינם איטיים יחסית, אף על פי שחל שיפור מסוים ביחסי האיתנות בתקופה האחרונה, כך שמאז סוף שנת 2012 ועד ליום 31.03.2015 יחס החוב נטו ל-CAP נטו, ירד מכ-71% לכ-65%. כמו כן, קיימים מספר אירועים שהתרחשו לאחר תאריך המאזן, בהם מכירת נכס ברחובות הנמצא בבנייה וקרקע צמודה לנכס, באופן המגדיל את יתרות הנזילות של החברה הבת - גב ים. בנוסף, דווח על ידי החברה כי מגדל HSBC הושכר כמעט במלואו (99%), וכן כי החברה דיווחה שהיא בוחנת מימוש של עד כ-49% מהמגדל. ככל שהמימוש החלקי יושלם, מידרוג תבחן את השימושים שיעשו ביתרת הנזילות הנובעת מהמימוש ביחס לפרופיל הסיכון. כמו כן, ככל שהחברה תחלק דיבידנדים מעבר לאלו אשר הוצגו למידרוג, האמור ישליך לשלילה על הדירוג.

להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח פעולת דירוג מיום 30.09.2014.

קרן אג"ח סולו נכסים ובנין מ' ש"ח 31.3.15



נתונים פיננסיים עיקריים מאזן מאוחד (מיליוני ₪)

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.3.2014	31.12.2014	31.3.2015	נתונים פיננסיים עיקריים מיליוני ₪
962	858	801	1,148	1,067	189	1,053	252	סה"כ הכנסות שוטפות
393	404	462	629	587	142	587	157	NOI
75	71	53	128	47	-	30	4	רווח נטו ממכירת מבנים וקרקעות
468	475	515	757	634	142	617	161	סה"כ רווח נטו
419	440	464	688	572	138	591	142	EBITDA בנטרול שערכים
139	225	189	530	383	105	431	11	שימי בשווי הוג נדל"ן להשקעה
(298)	80	(280)	(283)	(27)	(16)	(71)	31	רווח (הפסד) מוחזקות נטו **
(91)	236	(393)	192	183	72	264	146	רווח (הפסד) נקי
6,015	6,618	8,001	9,222	9,607	9,286	9,638	9,371	חוב פיננסי *
2,274	2,261	1,120	1,812	2,274	2,071	2,022	1,814	יתרות נזילות ****
3,741	4,357	6,881	7,410	7,333	7,215	7,616	7,557	חוב פיננסי נטו
9,234	9,914	10,772	12,252	12,692	12,582	13,397	13,337	Cap
6,961	7,653	9,652	10,440	10,418	10,511	11,375	11,523	Cap נטו
1,874	1,864	1,125	1,165	1,051	1,242	1,529	1,689	הון עצמי ללא זכויות מיעוט
2,845	2,860	2,139	2,219	2,138	2,317	2,683	2,839	הון עצמי וזכויות מיעוט
5,443	5,526	8,491	8,875	8,635	8,835	9,752	9,832	נדל"ן להשקעה ובפיתוח
10,173	10,688	12,015	13,164	13,433	13,312	14,144	14,115	סך מאזן בנטרול מקדמות
28.0%	26.8%	17.8%	16.9%	15.9%	17.4%	19.0%	20.1%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
36.0%	33.9%	19.6%	19.5%	19.2%	20.6%	22.1%	23.1%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות ונזילות
65.1%	66.8%	74.3%	75.3%	75.7%	73.8%	71.9%	70.3%	חוב ל-CAP
53.7%	56.9%	71.3%	71.0%	70.4%	68.6%	67.0%	65.6%	חוב נטו ל-CAP נטו
95	127	163	169	95	30	67	47	FFO מותאם ***
64	52	49	55	101	78	144	50	חוב ל-FFO מותאם בגילום שנתי
40	34	42	44	77	61	114	40	חוב נטו ל-FFO מותאם בגילום שנתי
9	10	15	11	13	13	13	13	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערכים בגילום שנתי
2	1	2	1	1	2	1	2	EBITDA/יבית תזרימית נטו

* החוב הפיננסי הינו בנטרול רכיב התחייבות המיוחסת לבעלי הקרקע ** הסכום מוצג נטו מהכנסות מימון של החברה בגין הלוואות בעלים שיניתנו לחברות המוחזקות

*** ל-FFO נערכות מספר התאמות בגין פריטים חד פעמיים, הפרשות שאינן תזרימיות והוצאות שאינן מתפלגות באופן שווה **** יתרות הנזילות אינן כוללות

מקדמות מרוכזי דירות אשר הינן מוגבלות בחשבונית ליווי בנקאי

נתונים פיננסיים עיקריים חברות מוחזקות (אלפי ₪)

מהדרין *	ישפרו	גבים	נתונים פיננסיים נבחרים של חברות מוחזקות אלפי ₪ (גילום שנתי 2015 Q1)
השכ' שטחי מסחר	השכ' שטחי מסחר	השכ' משרדים, תעשי, ולוג'	תחום פעילות עיקרי (הכל בישראל)
חקלאות	עיר הסרטים בבאר	הרצליה חיפה, באר שבע	פיתוח עתידי מרכזי
ל"ר	מגדלת ומייצאת פרי	פארקי היי טק ומתחמים	דגשים אחרים
הדר	power centers		שיעור החזקה
45.4%	100%	69.06%	
86,340	80,528	387,124	רווח מלמי
89,995	55,576	355,928	EBITDA
123,538	165,000	667,399	נזילות בנטרול מזומנים מוגבלים
37%	35%	36%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות
34%	46%	45%	חוב נטו ל-CAP נטו

* בשל השפעת העונותיות, יחסי הכיסוי והרווח של חברת מהדרין מתבססים על בסיס הרבעון הראשון אינם מייצגים את הפעילות לשנה מלאה

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- שיפור משמעותי של יחסי האיתנות תוך שמירה על רמת נזילות וגמישות פיננסית גבוהה
- הגדלת התזרים הפרמננטי ושיפור משמעותי ביחסי הכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שחיקה ביחסי האיתנות תוך קיטון משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית לאורך זמן
- שינויים מהותיים בניהול, מדיניות הדיבידנד ואסטרטגיית המימון והפיתוח של החברה והעלאת פרופיל הסיכון העסקי

היסטוריית דירוג



אודות החברה

נכסים ובניין הוקמה במרץ 1961 כחברה פרטית והפכה ציבורית בשנת 1963. החברה מצויה בשליטת חברת השקעות דיסקונט בע"מ, מקבוצת אי די בי. פעילות הקבוצה הינה בישראל וארה"ב ובאופן פחות מהותי - בהודו ואנגליה. הפעילות מתמקדת בניהול, תפעול, ייזום, ופיתוח של נכסים מניבים בתחום המשרדים, מסחר, תעשייה ולוגיסטיקה וכן בייזום פרויקטים למגורים. בנוסף, לחברה פעילות במגזר החקלאות. הנהלת החברה מרוכזת בישראל. יצוין כי בחודש מאי 2014, עברה השליטה בקבוצת אי די בי לה"ה אדוארדו אלשטיין ומרדכי בן משה.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח פעולת דירוג ספטמבר 2014

תאריך דוח: 25 במאי 2015

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 בציד, 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)

* 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.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C 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 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: CRPB100515480M

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") 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. 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 במישורין 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברה 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. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il