



חברה לנכסים ולבנין בע"מ

פעולת דירוג ו נובמבר 2012

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

חברה לנכסים ובנין בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 לסדרות אג"ח א', ב', ג' ד' ו-ה' שבמחזור, אותן הנפיקה חברה לנכסים ובנין בע"מ (להלן: "נכסים ובנין", "הקבוצה" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד כ-500 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 29.11.2012. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור (בקיזוז אג"ח ברכישה עצמית) שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח ליום 30.09.12 מיליוני ש"ח *	יתרת שנות פרעון האג"ח
א**	לא סחיר	ינו-05	5.10%	מדד	31	2013
ב'	6990121	יונ-06	4.60%	מדד	42	2012
ג'	6990139	יונ-06	5.00%	מדד	1,963	2012-2017
ד'	6990154	ינו-07	4.95%	מדד	1,119	2020-2025
ה'	6990170	נוב-09	5.70%	ללא הצמדה	500	2012-2014

3,655

סה"כ נכסים ובנין סולו

* לא כולל אג"ח בהיקף של כ-400 מ"ש"ח אשר מוחזק ע"י החברה וחברות מקבוצת נכסים ובנין

הדירוג נסמך, בין היתר, על פרופיל עסקי ומיצוב פיננסי גבוה של החברות המוחזקות בישראל; איכות, היקף ופיזור הנכסים והמקורות לשירות החוב על פני מספר אזורים ומגזרי פעילות; מיצוב גבוה של נכסי הנדל"ן המניב בישראל ובמזרח ארה"ב, הנהנים משיעורי תפוסה גבוהים ותורמים לייצור הכנסות ותזרים פרמננטי יציב לשירות החוב ולפיזור נרחב של שוברים; נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסילוקין, הכוללות הן את יתרת הנזילות בסולו המורחב ובחברות הבנות העיקריות והן את המניות הסחירות ונכסי הנדל"ן הלא משועבדים, בנוסף ל-LTV הנמוך של חלק מנכסי הנדל"ן בקבוצה. מנגד, יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי אינם בולטים לטובה ביחס לדירוג החברה.

שינוי האופק מיציב לשלילי נובע, בין היתר, מהפסדים והפחתות הערך הניכרות, שנערכו בגין אחזקות החברה בלאס וגאס, מאז דוח הדירוג הראשוני, כך שמאז תחילת שנת 2011 החברה הכירה בהפסד משמעותי בגין חברות מוחזקות. האמור, בנוסף לעלייה בחוב הפיננסי (הנובע בעיקרו מהשקעה בנכסי נדל"ן להשקעה), הביא לשחיקה משמעותית ביחסי האיתנות. יצוין כי כיום לאחר מחיקת יתרת ההשקעה של החברה בפרויקט הפלאזה בלאס וגאס ולאחר ההפחתות המהותיות שכבר נעשו בפרויקטים הנוספים בעיר, החשיפה המאזנית והתזרימית לפרויקטים הנ"ל, אשר הינם מורכבים וכוללים רכיב מהותי של ייזום, פחתה משמעותית. אי שיפור יחסי האיתנות עלול להוביל למימוש האופק השלילי.

שינוי אופק הדירוג בלבד נובע, בין היתר, מהיקף פעילות החברה ואיכות מרבית תיק הנכסים, כך שככל שהחברה תפעל להקטנה משמעותית של רמות המינוף הנוכחיות וכן תתמקד בהשקעות המגלמות סיכון ייזמי מתון, פרופיל הסיכון ישתפר באופן אשר עשוי להשליך לחיוב על אופק הדירוג.

החזקה במספר נכסים וחברות בעלות פרופיל עסקי ופיננסי בולטים לטובה, תורמת משמעותית לפרופיל הסיכון

בקבוצת נכסים ובנין ישנן מגוון חברות אשר חלק ניכר מהן מאופיינות בפרמטרים איכותיים ופיננסיים, אשר נותרו בולטים ביחס לחברות בתחומן והציגו תוצאות פיננסיות ותפעוליות טובות בשנה האחרונה, החזקות אלו כוללות שליטה בחברת גב ים (Aa3 יציב), ישפרו, נווה גד וכן שליטה משותפת בחברת מהדרין, אשר פועלת בתחום החקלאות. חברות אלו מחזיקות במספר רב של נכסים במגוון מגזרים בתחום הנדל"ן (למעט מהדרין, אשר אינה פועלת בתחום הנדל"ן, אולם הינה בעלת היקף קרקעות משמעותי), המאופיינים ברמת מיצוב גבוהה ואשר המשיכו להציג תוצאות תפעוליות חזקות ויציבות גם בשנת 2012. כמו כן, החברות המוחזקות פועלות ברמות מינוף סבירות אשר תומכות ביכולת שירות החוב של החברה:

נתונים פיננסיים נבחרים של מוחזקות אלפי ש' נתוני (Q1-Q3 2012)	גב ים	ישפרו	נווה גד	מהדרין
תחום פעילות עיקרי (הכל בישראל)	השכ' משרדים, תעשי, ולוג'	השכ' שטחי מסחר	בנייה למגורים	חקלאות
פיתוח עתיד מרכזי	הרצליה, חולון, חיפה, באר שבע	עיר הסרטים בבאר שבע	פתח תקווה, בת ים, חולון וחובות	ל"ר
דגשים אחרים	משרדים (פארקים ומתחמים)	מסחר (בעיקר מרכזים פתוחים)	התמק' קומב ופינוי בינוי	מגדלת ומייצאת
שיעור החזקה	69.2%	100%	100%	45.4%
רווח גולמי	250,340	53,961	115,404	49,375
EBITDA	237,532	47,832	99,456	75,611
FFO	268,824	20,772	96,754	40,222
נזילות	728,347	130,254	57,804	38,944
הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות	36%	32%	33%	41%
חוב נטו ל-CAP נטו	44%	51%	18%	43%
חוב נטו ל-FFO	11.2	15.1	0.4	6.4
חוב נטו ל-EBITDA	6.3	6.6	0.4	3.4

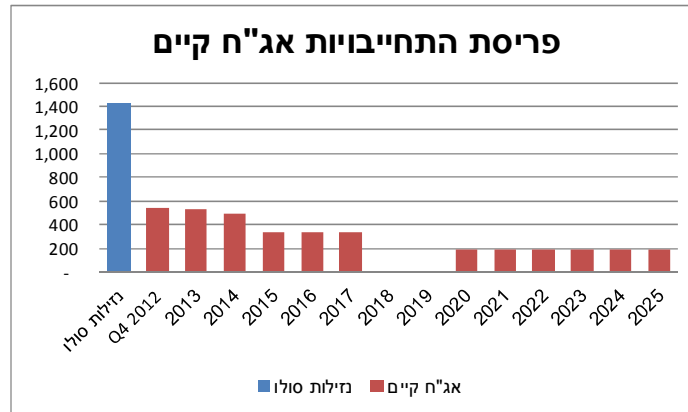
לצד החזקות אלו, לחברה בעלות בנכסים בישראל (כגון 50% מקניון קריית אונו), ארה"ב אנגליה והודו. בהקשר זה, המשך ההתקדמות בהשכרות בבניין מטה HSBC במנהטן, צפויה להביא לצמיחה משמעותית מהתזרים השוטף מהנכס בשנים הקרובות.

שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות וכן מחיקת השקעות בלאס וגאס משליכה על פרופיל הסיכון

ברבעון השלישי של שנת 2012 החברה הפחיתה את ההחזקות בלאס וגאס בהיקף של כ-227 מיליון ש' וזאת בנוסף להפסדים בגין החזקות אלו בשנים קודמות, לרבות מחיקת כלל ההשקעה בפרויקט הפלאזה. בהתאם לדיווחי החברה, בעלי ההלוואה בפרויקט פתחו בהליכים לחילוט הקרקע לצורך פירעון ההלוואה. בנוסף, במהלך השנים האחרונות החברה הכירה גם בהפסדים ניכרים בגין פרויקט הטיבולי לבניית מרכז מסחרי, בהיקף של כ-70 אלף מ"ר וכן כ-340 יח"ד. הפחתות השוויו, בנוסף להוצאות המימון ואחזקת הפרויקטים האמורים, גרמו לקיטון בהון העצמי ולשחיקה ביחסי האיתנות. שחיקה זו הינה גורם משמעותי להצבת האופק השלילי לדירוג. מידרוג מצפה כי החברה תפעל לשיפור רמות המינוף.

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה ביחס ללוח הסילוקין בחברה ובחברות הבנות

החברה שומרת על יתרות נזילות גבוהות לאורך השנים, נכון ליום 30.09.12 לחברה נזילות ברמת המאוחד בהיקף של כ-2.3 מיליארד ₪ המהווה כ-16% מסך המאזן כיום, אשר הינו יחס גבוה ביחס לחברות נדל"ן אחרות. ללא גב ים (אשר הינה חברה ציבורית עם חוב אג"ח משל עצמה) הנזילות עמדה על כ-1.5 מיליארד ש"ח (כ-1.4 מיליארד ₪ בנטרול הנזילות של חברות ישפרו ונווה גד). יתרת נזילות זו הינה משמעותית ביחס לפירעון קרן אג"ח של כ-530,540 וכ-500 מיליון ₪ בשנים 2012-2014 בהתאמה. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית טובה, הן בשל נכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי בחברות הקבוצה והן בשל החזקה במניות סחירות לא משועבדות של חברות גב ים ומהדרין, הנסחרות כיום לפי שווי שוק של כ-1.2 מיליארד ₪. בנוסף לנזילות ולגמישות הפיננסית, המקורות לשירות החוב כוללים את התזרים השוטף שנכסי החברה צפויים לייצר, דיבידנדים והחזר הלוואות בגין חברות מוחזקות בישראל ובחו"ל ומימוש נכסים. כך למשל, החברה מימשה נכסים וקרקעות בהיקף של למעלה מ-320 מיליון ₪ בשנת 2012 עד כה.



נתונים פיננסיים עיקריים מאזן מאוחד (מיליוני ₪)

31.12.2009	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	30.09.2012	נתונים פיננסיים עיקריים מיליוני ₪
962	858	560	801	950	סה"כ הכנסות שוטפות
393	404	344	462	478	NOI
75	71	42	53	128	רווח גולמי ממכירת דירות וקרקעות
468	475	386	515	606	סה"כ רווח גולמי
49%	55%	69%	64%	64%	שיעור רווח גולמי
400	402	322	429	505	EBITDA בנטרול שערורים
139	225	182	189	525	שינוי בשווי הוגן נדל"ן להשקעה
-481	-42	-379	-455	-410	הפסד מוחזקות (כולל פלאזה בלאס וגאס)
-160	337	-143	-141	341	רווח (הפסד) לפני מס
-91	236	-231	-393	87	רווח (הפסד) נקי
6,015	6,618	7,894	8,001	9,147	חוב פיננסי
2,274	2,261	2,241	1,216	2,244	יתרות נזילות
3,741	4,357	5,653	6,785	6,903	חוב פיננסי נטו
9,234	9,914	10,584	10,772	12,212	Cap
6,961	7,653	8,343	9,556	9,968	Cap נטו
2,845	2,860	2,213	2,139	2,225	הון עצמי וזכויות מיעוט
5,443	5,526	6,420	8,491	8,920	נדל"ן להשקעה ובפיתוח
10,173	10,688	11,468	12,015	13,588	סך מאזן בנטרול מקדמות
28.0%	26.8%	19.3%	17.8%	16.4%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
36.0%	33.9%	24.0%	19.8%	19.6%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות ונזילות
65.1%	66.8%	74.6%	74.3%	74.9%	חוב ל-CAP
53.7%	56.9%	67.8%	71.0%	69.3%	חוב נטו ל-CAP נטו
95	127	210	153	206	FFO
64	52	28	52	33	חוב ל- FFO
40	34	20	44	25	חוב נטו ל- FFO
9.4	10.8	13.2	15.8	10.3	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערורים
1.6	1.5	1.2	1.4	1.8	EBITDA/הוצאות מימון, נטו

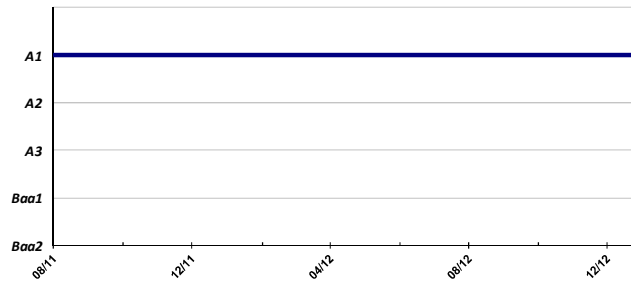
אופק הדירוג

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

- אי שיפור יחסי האיתנות הנוכחיים
- שינויים מהותיים בניהול, מדיניות הדיבידנד ואסטרטגיית המימון והפיתוח של החברה והעלאת פרופיל הסיכון העסקי
- קיטון משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה



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 במערב אירופה והודו. הפעילות מתמקדת בניהול, תפעול, ייזום, ופיתוח של נכסים מניבים בתחום המשרדים, מסחר, תעשייה ולוגיסטיקה וכן בייזום פרויקטים למגורים. בנוסף, לחברה פעילות במגזר החקלאות. מטה החברה מרוכז בישראל.

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 דירוג ראשוני אוגוסט 2011 ודוח פעולת דירוג אפריל 2012

תאריך דוח: 29 בנובמבר 2012

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 ושוי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* 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 שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	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.
	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	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 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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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 במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגי מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.