



חברה לנכסים ולבנין בע"מ

פעולת דירוג ו אפריל 2012

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - אנליסט בכיר
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

חברה לנכסים ובנין בע"מ

אופק דירוג: יציב	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" או "החברה") ומציבה אופק יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד כ-400 מיליון ש"ח ע.ג. אשר ישמשו לצורך פעילות שוטפת לרבות פירעון קרן אג"ח של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.04.2012. 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 שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההפגה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח בספרים ליום 31.12.11 מיליוני ש"ח	יתרת שנות פרעון האג"ח
א**	לא סחיר	ינו-05	5.10%	מדד	62	2012-2013
ב'	6990121	יונ-06	4.60%	מדד	42	2012
ג'	6990139	יונ-06	5.00%	מדד	1,563	2012-2017
ד'	6990154	ינו-07	4.95%	מדד	1,092	2020-2025
ה'	6990170	נוב-09	5.70%	ללא הצמדה	498	2012-2014

3,257

סה"כ נכסים ובנין סולו

* לאחר תאריך המאזן (בחודש ינואר 2011) נערך פירעון של כ-31 מיליון ש"ח מתוך אג"ח א'

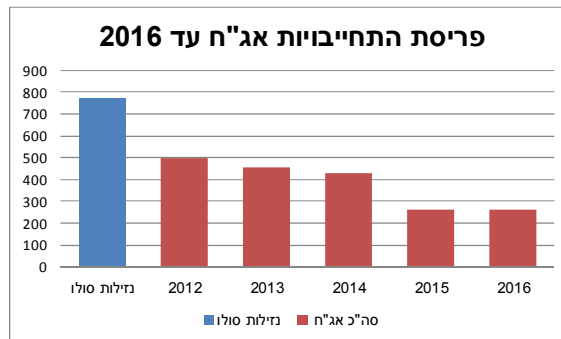
הדירוג נסמך, בין היתר, על נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסילוקין, הכוללות הן את יתרת הנזילות בסולו המורחב ובחברות הבנות המרכזיות והן את המניות הסחירות ונכסי הנדל"ן הלא משועבדים, המוחזקים ע"י החברה, בנוסף ל-LTV הנמוך של חלק ניכר מנכסי הנדל"ן בקבוצה; גודל, היקף ופיזור הנכסים והמקורות לשירות החוב על פני מספר אזורים ומגזרי פעילות, משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון; מיצוב גבוה של נכסי הנדל"ן המניב בישראל ובארה"ב, הנהנים משיעורי תפוסה גבוהים ומפגינים יציבות תפעולית לאורך שנים ונהנים מפיזור נרחב של שוכרים, בעלי חוסן פיננסי. בהקשר זה, יש לציין את ההשכרות הנוספות (מרביתן לטווח ארוך) בבניין מטה HSBC במנהטן, במרכז המסחרי טיבולי בלאס וגאס ובחברת גב ים, באופן התומך באיכות מצבת הנכסים המניבים ושיפור בהיקף התזרים הפרמננטי הצפוי; פרופיל עסקי ומיצוב פיננסי גבוה של חברות מוחזקות עיקריות - חברת גב ים וחברת ישפרו - משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון; שליטה ובקרה גבוהות ברמת המטה ושדרת ניהול בעלת ניסיון ווותק נרחב, הן בחברות הבנות והן בפעילות בחו"ל. מנגד, לחברה חשיפה לפרויקטים ייזמיים מורכבים וגדולים ובפרט בלאס וגאס (בעיקר פרוייקט הפלאזה), אשר החלטותם הובילה לשחיקה בפרמטרים הפיננסיים בשנים האחרונות. כך למשל, בשנת 2011 שווי הקרקע בלאס וגאס הופחת בהיקף של כ-280 מיליון ש"ח בספרי החברה, כך שכיום שווה עומד על כ-650 מיליון ש"ח לעומת חוב של כ-575 מיליון ש"ח (מדובר בהלוואת recourse חסם אשר עומדת לפירעון בחודש אוגוסט 2012). יצוין, כי החברה דיווחה כי מתקיימים מגעים עם המלווים בפרויקט, להסדר החוב האמור; יחסי איתנות אינם בולטים לטובה על אף שלאור שערורים חייבים במספר נכסים, הצפויים להשתקף בדוחות הרבעון הראשון לשנת 2012, יחסי האיתנות



נותרו דומים ליחסים של החברה במועד דוח הדירוג הראשוני מחודש אוגוסט 2011. אף על פי כן, בהתאם למידע שהוצג ע"י החברה, מידרוג מצפה כי החברה תפעל להקטנת רמת המינוף.

יש לציין, כי בשל אימוץ מוקדם של תקנים חשבונאיים, שונה אופן ההצגה של מספר נכסים בספרים, כך שהנ"ל מוצגים כיום לפי שיטת השווי המאזני (שיטת האקוויטי) במקום שיטת האיחוד היחסי. שינוי השיטה הנ"ל (משפיע גם על מספרי השוואה בטבלת הנתונים הפיננסים להלן) הביא לשיפור מסוים ביחסי האיתנות, אך מנגד, בשל כך שהתזרים מהנכסים הנ"ל אינו משתקף בדוחות, יחסי הכיסוי בדוחות הכספיים אינם משקפים את כלל המקורות של החברה, לרבות המקורות בחברות המוצגות כיום לפי שיטת האקוויטי, כך שלהערכת מידרוג, ללא שינוי השיטה, יחסי הכיסוי של החברה היו מהירים יותר.

מכיוון שלהערכת מידרוג, לא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון של החברה מאז דוח הדירוג האחרון, היננו להפנות לפירוט גורמי המפתח לדירוג, בדוח הדירוג הראשוני מחודש אוגוסט 2011¹.



-בנוסף לאמור לחברה פירעון אג"ח של כ-1.3 מיליארד ₪ בין השנים 2017-2025

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

התפתחות התוצאות הכספיות - יחסים פיננסיים

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	נתונים פיננסיים עיקריים מיליוני ₪
962	858	801	סה"כ הכנסות שוטפות
393	404	462	NOI
75	71	53	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
468	475	515	סה"כ רווח גולמי
49%	55%	64%	שיעור רווח גולמי
400	402	429	EBITDA בנטרול שערורים
139	225	189	שינוי בשווי הון נדל"ן להשקעה
-481	-42	-456	הפסד מוחזקות (כולל פלאזה בלאס וגאס)
-91	236	-415	רווח (הפסד) נקי
6,015	6,618	8,214	חוב פיננסי
2,274	2,261	1,266	יתרות נזילות
3,741	4,357	6,948	חוב פיננסי נטו
9,234	9,914	10,984	Cap
6,961	7,653	9,718	Cap נטו
2,845	2,860	2,084	הון עצמי וזכויות מיעוט
5,443	5,526	8,491	נדל"ן להשקעה ובפיתוח
10,173	10,688	12,014	סך מאזן בנטרול מקדמות
28.0%	26.8%	17.3%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
36.0%	33.9%	19.4%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות ונזילות
65.1%	66.8%	74.8%	חוב ל-CAP
53.7%	56.9%	71.5%	חוב נטו ל-CAP נטו
95	127	153	FFO
40	34	45	חוב נטו ל-FFO
9.4	10.8	16.2	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערורים
1.6	1.5	1.4	EBITDA/הוצאות מימון נטו

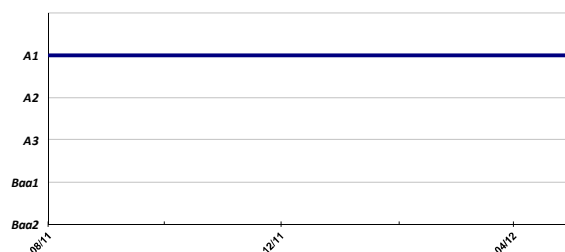
אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי והאיתנות של החברה והגדלת התזרים הפרמננטי של החברה
- הקטנת חשיפה לפרויקטים יזמיים משמעותיים בלאס וגאס

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שינויים מהותיים בניהול, מדיניות הדיבידנד ואסטרטגיית המימון והפיתוח של החברה והעלאת פרופיל הסיכון העסקי
- קיטון משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה
- הידרדרות משמעותית בכלכלה האמריקאית, בפרט בלאס וגאס ופיתוח פרויקט הפלאזה, באופן שמגדיל את פרופיל הסיכון



אודות החברה

נכסים ובנין 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

תאריך דוח: 29 באפריל 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.
	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.
דרגת השקעה ספקולטיבית	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 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.

© 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 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 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.