



חברה לנכסים ולבנין בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2011

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
ranq@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמונכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

חברה לנכסים ולבנין בע"מ

A1	דירוג סדרות אג"ח א', ב', ג', ד' ו-ה'
-----------	---

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A1 לסדרות האג"ח א', ב', ג', ד' ו-ה' שבמחזור, אותן הנפיקה החברה לנכסים ולבנין בע"מ (להלן: "נכסים ובנין", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יטרת אג"ח בספרים 30.06.11 מיליוני ש"ח	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	עג ליום 30.06.11 מיליוני ש"ח	מועד הנפקה	מספר נ"ע	סדרת אג"ח
2009-2013	62	מדד	5.10%	52	ינו-05	לא סחיר	א'
2007-2012	83	מדד	4.60%	71	יוני-06	6990121	ב'
2009-2017	1,354	מדד	5.00%	1,180	יוני-06	6990139	ג', **
2020-2025	1,434	מדד	4.95%	1,229	ינו-07	6990154	ד' **
2012-2014	500	ללא הצמדה	5.70%	500	נוב-09	6990170	ה'

3,433

3,032

סה"כ סולו

* לאחר תאריך המאזן נעשתה הרחבה של אג"ח ג' בסכום של כ-400 מיליון ש"ח עג.

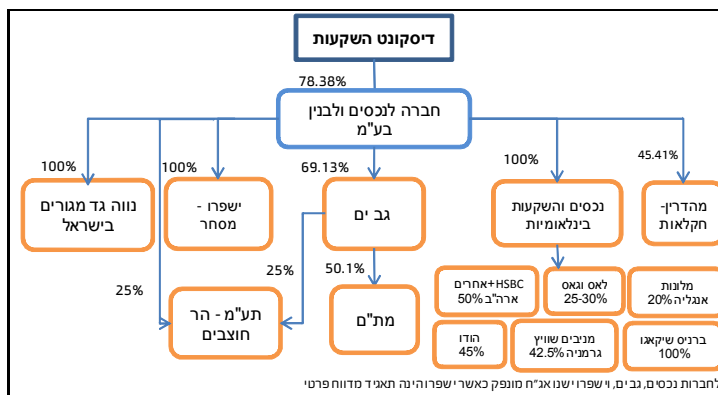
** אג"ח ג' ו-ד' כוללים כ-375 מיליון ש"ח עג. המוחזקים ע"י חברות הקבוצה ואשר לא נמחקו מהמחזור - בנוסף לאג"ח המונפק בחברה סולו, לחברת גב ים אג"ח בהיקף של 1.7 מיליארד ש"ח.

פרופיל החברה

נכסים ובנין הוקמה במרץ 1961 כחברה פרטית והפכה ציבורית בשנת 1963. החברה מצויה בשליטת חברת השקעות דיסקונט בע"מ (78.38%), 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. הקבוצה מהווה את אחת מקבוצות הנדל"ן המשמעותיות בישראל. נכון ליום 30.06.2011, לחברה (במאוחד) נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה בשווי הוגן של כ-7.5 מיליארד ש"ח וכן מלאי מקרקעין בבנייה למעל 800 אלף מ"ר נכסים מניבים, וכן זכויות לבניית אלפי יח"ד, וכן מקרקעין בחברות כלולות לפי שיטת השווי המאזני בהודו, לאס וגאס, גרמניה, אנגליה וישראל. החברות המוחזקות הנ"ל רשומות בספרי החברה בסכום של כ-1 מיליארד ש"ח.

בעלות וניהול

תרשים מבנה ובעלות - אחזקות עיקריות בלבד



** לחברות נכסים, נב"ם, וי שפרוי ישנו אג"ח מונפק כאשרי ישפרי הינה תאגיד מדוח פרטי

חברה לנכסים ולבנין בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (מיליוני ₪):

31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010	31.12.2010	30.06.2011	הרחבת סדרה ג' ודיבידנד שהוכרז *	נתונים פיננסיים עיקריים מיליוני ₪
1,390	1,451	757	1,424	746		סה"כ הכנסות שוטפות
438	420	228	474	259		NOI
70	76	35	71	35		רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
29	23	37	38	29		רווח גולמי מחקלאות
537	518	300	583	323		סה"כ רווח גולמי
39%	36%	40%	41%	43%		שיעור רווח גולמי
451	450	255	499	265		EBITDA בנטרול שערוכים **
-78	-92	118	313	312		שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה ור"ק
-39	-92	123	236	174		רווח נקי (לאחר מס)
6,920	7,049	7,464	7,980	8,604	9,054	חוב פיננסי
1,967	2,338	1,935	2,336	2,040	2,409	יתרות נזילות
4,954	4,712	5,529	5,644	6,564	6,645	חוב פיננסי נטו
10,638	10,286	10,878	11,296	11,746	12,069	Cap
8,671	7,949	8,943	8,960	9,706	9,660	חוב נטו
3,203	2,845	2,974	2,860	2,619	2,492	הון עצמי וזכויות מיעוט
6,094	5,908	6,507	6,648	7,445	7,445	נדל"ן להשקעה ובפיתוח
11,740	11,699	12,133	12,575	13,124	13,447	סך מאזן
11,354	11,392	11,704	12,234	12,716	13,039	סך מאזן בנטרול מקדמות
27.3%	24.3%	24.5%	22.7%	20.0%	18.5%	הון עצמי לסך מאזן
28.2%	25.0%	25.4%	23.4%	20.6%	19.1%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
65.1%	68.5%	68.6%	70.6%	73.3%	75.0%	חוב ל-CAP
57.1%	59.3%	61.8%	63.0%	67.6%	68.8%	חוב נטו ל-CAP
250	89	149	170	115		FFO
294	242	228	245	124		CFO
28	79	25	47	37		חוב ל- FFO
20	53	19	33	29		חוב נטו ל- FFO
11.0	10.5	10.8	11.3	12.4		חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערוכים
1.4	1.0	1.7	1.3	1.0		EBITDA/הוצאות מימון נטו

* החברה הרחיבה את סדרה ג' בכ-400 מ"ח ענ (450 מ"ח), כולל הפרשי הצמדה). העמודה כוללת גם דיבידנד שהוכרז ע"י החברה וחלק המיעוט בדיבידנד שהוכרז ע"י גב ים לאחר תאריך המאזן ** EBITDA כוללת את ההפרשה ל-Rock Real- בנין תשלום לעליית ערך בניין ה-HSBC ואינה כוללת הכנסות ממימוש השקעות ורכוש קבוע. בנטרול האמור ה- EBITDA הייתה עומדת על כ-282 מיליון ₪

אסטרטגיה

הגדלת מצבת הנכסים המניבה באמצעות רכישת נכסים בארה"ב וניצול זכויות בנייה קיימות בישראל

אסטרטגיית החברה הינה הגדלת התזרים הפרמננטי על בסיס הרחבת פורטפוליו הנכסים המניבים. בנוסף לרכישת נכסים חדשים, צפוי גידול בתזרים מנכסים מניבים בחו"ל ובפרט בטווח הקצר-בינוני, מהשבת והשכרת השטחים הפנויים בבנין HSBC וכן השכרת השטחים הפנויים בלאס וגאס בכפוף לרמת הביקושים. אסטרטגיית החברה בקשר לרכישת נכסים בחו"ל הינה להתמקד באזורי ביקוש ובנכסים המאוכלסים ע"י שוכרים איתנים בחוזים לטווח ארוך. עיתוי העסקאות הינו על בסיס הזדמנויות עסקיות. מידרוג מצפה שרכישות נכסים ככל שיתקיימו לא יובילו לחריגה מיחס של חוב נטו ל-CAP נטו של 75%, גם בהתחשב בפיתוח הפרויקטים בלאס וגאס (שלביו ב' וג' במרכז מסחרי טיבולי ושלב א' בפרויקט הפלאזה, הכולל 1,800 חדרי מלון שטחי מסחר וקניינו).

בישראל, הקבוצה מתכננת לצמוח באופן אורגני ע"י פיתוח קרקעות וזכויות בנייה ניכרות בבעלותה (בייחוד בחברות גב ים וישפרו), אולם נשקלות רכישות של נכסים מניבים בייחוד בתחום הנדל"ן לשימוש מסחרי.

מדיניות דיבידנדים

לחברה אין מדיניות דיבידנדים אולם החברה מחלקת דיבידנד לבעלי המניות. מידרוג מצפה כי היקף הדיבידנד לא ישפיע לרעה על הפרופיל הפיננסי של החברה. יצוין כי בשנים האחרונות החברה חילקה דיבידנדים בהיקפים גבוהים ביחס ל-FFO, למרות זאת, נשמרה רמת נזילות וגמישות פיננסית גבוהים.

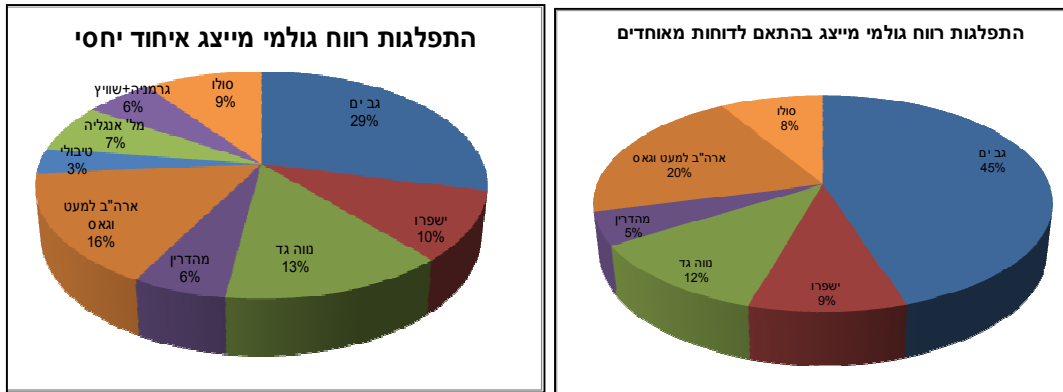
שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מגודל, היקף ופיזור נכסים ועסקים משמעותי בתחום הנדל"ן על פני מספר אזורים, בתמהיל פעילות מגוון תוך בסיס פעילות בולט לטובה בישראל ומוטה נכסים מניבים- מגזר פעילות המאופיין ברמת סיכון נמוכה יחסית, התורם לפיזור הסיכון; מיצוב גבוה של נכסי הנדל"ן, הודות להיותם נכסים מרכזיים ומובילים באזורי ביקוש, הנהנים משיעורי תפוסה גבוהים (כ-95%) ומפגינים יציבות תפעולית לאורך שנים ונהנים מפיזור נרחב של שוכרים בעלי חוסן פיננסי; פרופיל עסקי ומיצוב פיננסי גבוה של חברות מוחזקות עיקריות - חברת גב ים לקרקעות בע"מ (להלן: "גב ים") וחברת ישפרו; נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה, ברמת הסולו, רמת המאוחד ובחברות הבנות; שליטה ובקרה גבוהה ברמת המטה ושדרת ניהול בעלת ניסיון וותק נרחב, הן בחברות הבנות והן בפעילות בחו"ל.

דירוג החברה מושפע לשלילה מהסיכון הנגזר מחשיפה לפרויקטים ייזמיים מורכבים וגדולים ובפרט בלאס וגאס (בעיקר פרויקט הפלאזה), אשר החלשותם הובילה לשחיקה בפרמטרים הפיננסיים בשנים האחרונות; צפי לגידול בהיקף הייזום בקבוצה בשנים הקרובות, בעיקר בלאס וגאס וזאת במידה והחברה תפעל לפיתוח עתודות קרקע קיימות; אסטרטגיה של ניצול הזדמנויות עסקיות, אף בעסקאות משמעותיות; שחיקה ביחסי הכיסוי והאיתנות בשנים האחרונות, על רקע עליה במנוף הפיננסי הכרוכה בהרחבת הפעילות בחו"ל והפסדים בגין השקעה בחלק מן הנכסים הללו תוך גריעה של 1.1 מיליארד \$ מההון העצמי; חשיפה מטבעית שאינה מגודרת ואשר גרמה לשחיקה בהון העצמי בשל החלשות שעי"ח של הדולר אל מול השקל.

חוזקות

היקף פעילות משמעותי ותמהיל מגוון, ממתנים את חשיפת החברה למספר נכסים בהיקפים משמעותיים בפורטפוליו
פעילות הקבוצה חולשת על מספר רב של מגזרים ואזורי פעילות בתחום הנדל"ן, באופן המפזר את חשיפתה לסיכונים ספציפיים הנובעים מכל מגזר. כך למשל, לחברה פעילות בתחום הנדל"ן למגורים, השכרת שטחי משרדים והיי טק, מסחר, תעשייה, לוגיסטיקה, חניות, תפעול מלונאות ומרכזי נופש במספר מדינות (ניתן לציין שמרבית הכנסות החברה נובעות מישראל וארה"ב). למעשה, מלבד הפעילות בהודו, אשר אינה מהווה אחזקה מהותית בשלב זה, הפעילות מתבצעת במדינות בהן קיימת שקיפות גבוהה. ניתוח התרומה לרווח הגולמי לפי איחוד יחסי (כולל פתיחת החברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני), משקף את הפיזור המייצג את משקל הפעילויות השונות. להלן התפלגות הרווח הגולמי המייצג הצפוי נכון למועד דוח דירוג זה:



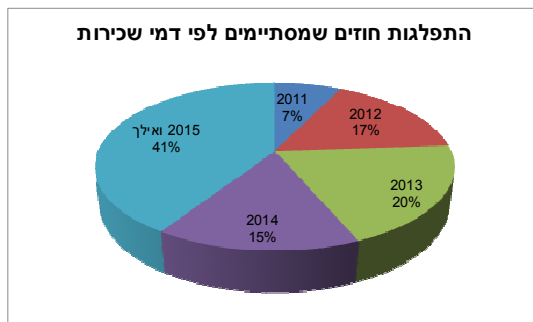
כמו כן, היקף הפעילות הניכר מקנה לחברה יתרון לגודל, בשל יכולתה להחזיק נכסים משמעותיים ללא יצירת תלות מהותית באף נכס. מלבד מוקדי הפעילות המרכזיים, לחברה החזקות בשיעורים נמוכים במספר חברות עם זכויות במקרקעין בישראל. בשנים האחרונות ההחזקה בחברות הנ"ל הניבה תזרימים לשירות החוב וסביר להניח כי על פני ציר הזמן הן ימשיכו לעשות כן.

מצבת נכסים איכותית באזורי ביקוש אשר כוללת נכסים מרכזיים ומובילים, המפגינים יציבות לאורך זמן ומייצרים תזרים פרמננטי משמעותי לשירות החוב

נכסי הבסיס של החברה הינם נכסים איכותיים, המושכרים בתפוסה גבוהה בכל מגזרי הפעילות ומייצרים תזרים פרמננטי וצומח (במונחי הכנסות, NOI, EBITDA כדומה). החברה מחזיקה (בשיעורים שונים) מעל 70 מתחמים להשכרה (הכוללים מספר גדול באופן משמעותי של בניינים), המושכרים בתפוסה של כ-95% ואשר צפויים לייצר NOI שנתי הגבוה מכ-500 מ"ש" בשנת 2011 (לעומת 470 מיליון ש"ח בשנת 2010) וצפוי להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות, בשל איכוסם ופיתוח נכסים בבנייה. מצבת הנכסים כוללת, הן נכסים הפונים לצרכים בסיסיים של קהל היעד כגון power centers, המוחזקים ע"י חברת ישראל והן נכסים, הנחשבים בולטים מבחינת מיקומם, מיצובם וסביבת העבודה שהם מספקים, כגון פארק מת"מ בחיפה, הכולל כ-20 בניינים המושכרים בתפוסה של כ-96% ומניבים NOI שנתי העולה על 100 מיליון ש"ח (חלק גב'ים - 50%), מתחם מרכז גב'ים הרצליה, הכולל 6 בניינים המושכרים בתפוסה של כ-97% ומניבים NOI שנתי של למעלה מ-52 מיליון ש"ח, בניין מטה HSBC במנהטן (חלקה של החברה 50%) אשר שוויו (100%) עומד על כ-480 מיליון דולר (לעומת עלות רכישה של כ-350 מיליון דולר, כולל הוצאות עסקה) אשר הניב NOI של כ-73 מיליון ש"ח בשנת 2010 ובעל פוטנציאל NOI של למעלה מכ-100 מיליון ש"ח בהנבה מלאה וכן נכסים נוספים.

פיזור נרחב של שוכרים לטווח ארוך בעלי איתנות פיננסית טובה, מסייע להקטנת פרופיל הסיכון

לחברה מצבת שוכרים איכותית של למעלה מ-1,100 שוכרים, הכוללים מגוון רב של תאגידים בינלאומיים וחברות בולטות במשק הישראלי, כך שלא קיימת תלות בשוכרים מהותיים. פיזור השוכרים הנרחב, איתנות השוכרים (מדובר בחברות בשלות, בעלות היקף פעילות ניכר אשר מרביתן מציגות רווחיות) ותקופות השכירות הארוכות, מסייעות להקטין את פרופיל הסיכון של החברה. להלן גרף סיום הסכמי השכירות נכון ליום 31.12.10:

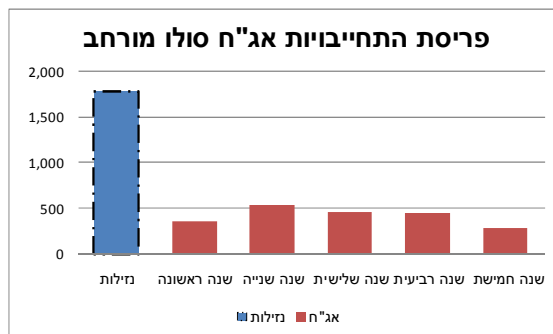


נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה הן ברמת הסולו והן ברמת המאוחד, אתגרים באשר להשקעה בפרויקט הפלאזה (לאס וגאס)

החברה שומרת על יתרות נזילות גבוהות לאורך השנים, המהוות בין 16-20% מסך המאזן, אשר הינו יחס גבוה ביחס לחברות נדל"ן אחרות. יתרת הנזילות כולל פרפורמה להרחבת סדרת אג"ח מיום 25.7.2011 וחלוקת דיבידנד לאחר ה-30.06.2011, מסתכמת בכ-2.6 מיליארד ש.

ברמת הסולו, לחברה יתרת נזילות כיום של כ-1.3 מיליארד ש (כ-1.8 מיליארד כולל ישפרו, נכסי הדריס ונווה גד, המוחזקות 100% ע"י החברה) ואחזקות במניות סחירות לא משועבדות של חברות גב ים ומהדרין (בשווי של 1.1 מיליארד ש).

כמו כן, לקבוצה נכסי נדל"ן לא משועבדים, בשווי של כ-4 מיליארד ש, יחס טוב בין נכסים לא משועבדים לחוב אג"ח, העומד על כ-78% ובהתחשב בנזילות, עומד היחס על כ-161%, רמות המינוף הנמוכות במרבית נכסי הקבוצה (50% לנכסים המשועבדים), אשר תורמים להערכתנו כי היכולת לבצע מימון מחדש של ההלוואות במידת הצורך הינה גבוהה. לוח הסילוקין לשנים הקרובות מורכב מפירעון אג"ח והלוואות בנקאיות. פירעון קרן האג"ח סולו בשנה הקרובה עומד על כ-323 מיליון ש וברמת המאוחד על כ-480 מיליון ש (כולל הרחבת האג"ח האחרונה). בנוסף, לקבוצה צפויים פירעונות של הלוואות בנקאיות בגובה של כ-280 מיליון ש בשנה הקרובה. להערכת מידרוג, נזילות החברה הינה טובה ביחס לחלויות של השנים הקרובות, בפרט בהתחשב בתזרים הפרמננטי מהנכסים המניבים. יחד עם זאת, מידרוג מציינת כגורם סיכון כי בחודש אוגוסט 2012 מגיע מועד פירעונה של בנקאיות בהיקף של כ-540 מ"ש בגין הקרקע בפרויקט הפלאזה (חלקה של החברה).



גמישות פיננסית מעצם ההחזקה בחברות סחירות

מחד, החברה מחזיקה במספר חברות בישראל, בעלות פעילות יציבה לאורך שנים וגידול עקבי בתזרים שהן מייצרות. הבולטת מבין החברות המוחזקות הינה גב ים, אשר מציגה לאורך זמן פרמטרים פיננסיים ועסקיים בולטים לטובה והינה מבין החברות הבולטות בישראל בתחום ההשכרה למשרדים ותעשייה, בדגש על מתחמים הכוללים מספר בניינים ובנייה ייעודית עבור שוכרי הקצה. יצוין, כי הקבוצה נוהגת לשמור על יתרות נזילות גבוהות ויחסי מינוף טובים בחברות המוחזקות, באופן אשר עשוי לתרום ליצירת מקורות תזרימיים נוספים, במידה ותנאי השוק והגמישות לאשראי ישתנו לרעה.

נתונים פיננסיים נבחרים של חברות מוחזקות אלפי ₪ (נתוני Q1 בגילום שנתי)	גב ים	ישפרו	נווה גד	מהדרין **
שיעור החזקה	69.2%	100%	100%	45.4%
רווח גולמי	304,948	67,836	53,536	91,265
EBITDA בנטרול שערות	289,028	58,680	33,196	86,853
FFO *	153,900	20,000	34,444	76,434
יתרות נזילות בנטרול מזומנים מוגבלים	864,008	221,863	78,782	47,427
הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות	37%	32%	31%	39%
חוב נטו ל-CAP נטו	45%	49%	חוב נטו שלילי	37%
חוב נטו ל-FFO	12	20	חוב נטו שלילי	3.4
חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערות	7	7	חוב נטו שלילי	3.0

* ה-FFO המייצג של חלק מהחברות צפוי להיות גבוה יותר, בשל הנבה שנתיית מלאה של מספר נכסים חדשים ואכלוס נכסים אחרים ** בשל העונתיות, אשר ככל הנראה השפיעה לטובה על תוצאות מהדרין במחצית הראשונה, הרווח הגולמי, FFO ו-EBITDA של מהדרין מוצגים לפי תוצאות שנת 2010

מאידך, נציין כי הקבוצה הינה חלק מקבוצת אידיבי ויכול שיחולו עליה מגבלות בשל היותה חלק מקבוצת הלויים בגדולה במשק, אשר יש בה כדי להשפיע על גמישותה הפיננסית.

שליטה ובקרה ברמה גבוהה ושדרת ניהול בעלת ניסיון וותק נרחב, לרבות בחברות הבנות ובפעילות בחו"ל, התורמים לניסיון עשיר ומוניטין בשוק

שדרת הניהול בקבוצה כוללת מטה מנוסה, התורם להטמעת האסטרטגיה העסקית והמימונית ברחבי הקבוצה ומוניטין בתחום, תוך שליטה ובקרה גבוהה על כלל הפעילות, כאשר הפעילות בארה"ב מקבלת תשומת לב ניהולית גבוהה יותר מאנשי המטה. בנוסף, חלוקת הפעילות בין החברות הבנות בישראל לפי תחומי התמחות תרמה לביסוס הנהלות עצמאיות אשר מתמחות במגזרי פעילותן. בחו"ל ובייחוד בארה"ב, החברה מעסיקה צוותים הנמצאים באזורי הפעילות ואשר הינם בעלי היכרות עם תנאי השוק והשחקנים הרלוונטיים, באופן המשפר את נגישות החברה למקורות מימון ולעסקאות off market. כמו כן, יצוין כי החברה מספקת לשוכרים בישראל שירותי ניהול איכותיים, הן באמצעות חברת הון חברה להשקעות ונאמנות בע"מ (אשר מספקת שירותי ניהול גם לנכסים מחוץ לקבוצה) והן באמצעות חברת שת"מ בפארק מת"מ, אשר מספקת לשוכרים במתחם מגוון רחב של שירותים ותשתיות, באופן התורם למיצוב המתחם.

סיכונים עסקיים

אתגרים בחשיפה לפרויקט הפלאזה בלאס וגאס שהיקפו משמעותי

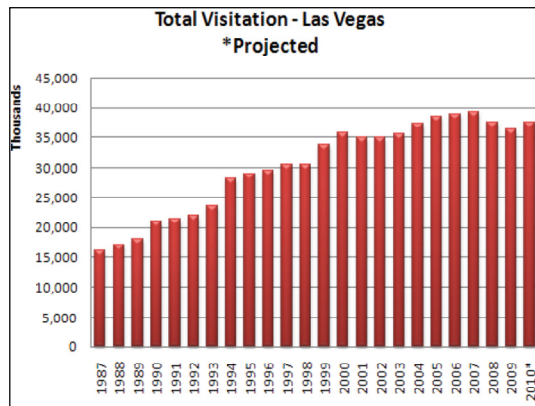
מאז שנת 2007 החברה מחזיקה ב-25% בעתודות קרקע בגודל של כ-140 דונם ברחוב הראשי של לאס וגאס (להלן: "פרויקט הפלאזה"), לבניית מעל 5,500 חדרי מלון, שטחי קזינו, מסחר ואף דירות למכירה. במועד הרכישה העמידו השותפות בפרויקט 590 מיליון \$ הון עצמי (מזה חלקה של החברה 147.5 מיליון \$) והיתרה מומנה באמצעות הלוואה אשר עומדת לפרעון בחודש אוגוסט 2012. ההשקעה בקרקע השפיעה לשלילה על יחסי האיתנות והכיסוי של החברה, הן בשל

חלקה בהלוואה הבנקאית ואג"ח שהונפק לצורך הזרמת ההון העצמי לרכישתה והן בשל תשלומי הריבית על ההלוואה והפחתת שווי בגובה של כ-460 מיליון ש"ח ממועד רכישתה.

קיימת אי וודאות באשר לאסטרטגיית החברה בקשר להמשך השקעתה בפרויקט זה, אשר תלוי בסביבה המאקרו כלכלית ששורת בלאס וגאס ובתנאי המימון אשר ניתן יהיה להשיג מול הגופים המממנים.

על מנת להקטין את הסיכון הייזמי הנובע מהקמת הפרויקט, פוצל הפרויקט למספר שלבים כאשר שלב א' כולל הקמת כ-1,800 חדרי מלון, שטחי מסחר וקזינו, בעלות כוללת (cost to complete) של כ-850 מיליון דולר. שלב א' צפוי להניב EBITDA שנתית בהיקף כולל של כ-120 מיליון דולר. החברה ביחד עם השותפים פועלת להאריך את מועד פירעון ההלוואה בנין הקרקע. יחד עם זאת, תרחיש של פיתוח והקמת שלב א' של הפרויקט יתבצע בכפוף לקבלת ליווי בנקאי, סביר שתהיה חבירה לשותף אסטרטגי מתפעל ויכול שיהיה כרוך בהזרמת מקורות נוספים מצד השותפים בפרויקט, בכלל זה מצד החברה. מפאת היקף החשיפה הנוכחית והיקף השקעה חזוי (cost to complete) מידרוג תעקוב אחרי התפתחות סיכוני האשראי תוך בחינת השלכות ההחלטות העסקיות אשר יתקבלו באשר לפרויקט הפלאזה. מהדוחות הכספיים של החברה עלות הפרויקט נטו בספרים עומדת על כ-400 מיליון ש"ח, כ-15% מסך ההון העצמי.

להלן תרשים המראה את מספר המבקרים בלאס וגאס לשנה (באלפי איש). נציין כי מגמת השחיקה במספר המבקרים נבלמה בשנת 2010 ואף חלה עלייה מסוימת:



צפי לגידול בהיקף הייזום בשנים הקרובות בשל ניצול זכויות בנייה קיימות

ענף הנדל"ן מושפע משינויים בביקושים, הקשורים בתנאי הסביבה המאקרו כלכלית ומאופיינים בהשקעות עתירות הון. סיכונים אלו מקבלים משנה תוקף בפעילות הייזום בענף הנדל"ן אשר הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, משך הזמן להתנעת הפרויקט, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם ולאחר מכן מציאת שוכרים/מכירת הדירות והטמעת פעילות הנכס לאורך זמן.

בהתחשב בשווי הנדל"ן בהקמה והשווי בספרים של מלאי הבניינים למכירה והקרקע בפלאזה, כ-15% מסך המאזן המאוחד בקבוצה ליום 30.06.2011 מיוחס לפעילות הייזום. אולם, בהתחשב בתוכניות האמורות של שלב א' בפרויקט הפלאזה וצפי להמשך פיתוח מרכז מסחרי בלאס וגאס, אשר חלק החברה בעלות הקמתו צפויה לעמוד על כ-370 מיליון ש"ח, וכן פיתוח פעילות בניית נדל"ן למגורים למכירה בהודו, היקף הייזום צפוי לגדול בשנים הקרובות. יחד עם זאת, החברה אינה מתכוונת לבצע רכישות נוספות של פרויקטים לייזום וכפי שמשקף מהרכישות בשנים האחרונות, הנ"ל נועדו לחזק

את מצבת הנכסים המניבים. להערכת מידרוג, היקף, תמהיל ופיזור התזרים הפרמננטי של החברה מסייעים למתן את הסיכון הנובע מפעילות הייזום.

סיכונים פיננסיים

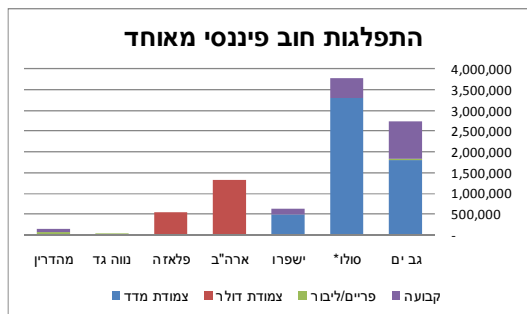
שחיקה ביחסי הכיסוי והאיתנות של החברה; צפי לעצירת מגמת השחיקה עם תחילת הנבה בפרויקטים בארה"ב

עד לשנת 2007 אופיינה החברה בפרמטרים פיננסיים מעולים. מאז שנת 2007 ועד היום חלה הרעה ביחסי הכיסוי והאיתנות עקב תנופת השקעות בחו"ל אשר לוותה בהגדלת המנוף הפיננסי והועצמה עקב שחיקת ערך של חלק מההשקעות. נוסף כי יחסי האיתנות נבחנו גם בהתחשב ברמת הנזילות הגבוהה.

יחסי הכיסוי נשחקו אף הם כתוצאה מהשקעות בעתודות מקרקעין שטרם פותחו (לאס וגאס) ונכסים אשר מצויים בתהליכי השבחה ואלוס.

מידרוג מעריכה כי בשנתיים הקרובות ישמרו יחסי הכיסוי בסביבתם הנוכחית. אולם, בהמשך לאסטרטגיית החברה לעבודת את זרוע הנכסים המניבים והתקדמות בתהליכי הקמה, אלווס והשבחה של פרויקטים בתהליך ירשם שיפור ביחסי הכיסוי. המחוללים העיקריים לשיפור ביחסי הכיסוי כוללים את השלמת אלווס בנין ה- HSBC בניו יורק, השיפור הצפוי ב-NOI מחברת גב ים והכרה בתזרים ה- FFO ממגזר הייזום למגורים.

להערכת מידרוג, תמהיל והיקף הפעילות, איכות הנכסים, והפיזור מפצים במידה מה על השחיקה ביחסי הכיסוי. בנוסף, בהתחשב בפרויקטים בביצוע (בייחוד בישראל), מגזר המגורים צפוי לייצר תזרים משמעותי לשירות החוב בשנים הקרובות.



חשיפה מטבעית

החברה נוהגת לגדר מפני שינויי בשערי חליפין ושינויי ריבית באופן חלקי בלבד ובהתאם קיימת חשיפה מטבעית, הנובעת מכך שהמקורות העצמיים אשר מושקעים בחו"ל מקורם בישראל ולרוב הינם בריבית קבועה צמודת מדד. חשיפה זו פגעה בתוצאות בעקבות החלשות הדולר מול השקל וחוסר גמישות ביכולת לנצל את סביבת הריביות הנמוכה ששררה בשנים האחרונות. מידרוג רואה את החשיפה המטבעית כחולשה ותעקוב אחר המדיניות הפיננסית של החברה בהקשר זה.

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
- שינוי בסיכוני האשראי של קבוצת השליטה, באופן אשר יכול להשליך על החברה

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation</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.

סולם דירוג התחייבויות

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

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") 2011.

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. 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 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.