

אופטיבייס בע"מ

דוח דירוג ראשוני | מאי 2015

אנשי קשר:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

anna@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל

rang@midroog.co.il

אופטיבייס בע"מ

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

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa1 באופק יציב על הנפקת סדרת אג"ח בסכום של עד 60 מיליון ש"ח ע.ג. אשר תונפק ע"י חברת אופטיבייס בע"מ (להלן: "אופטיבייס" או "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, להשקעות נוכחיות ועתידיות ולפעילות השוטפת של החברה. להערכת החברה תגודר כנגד השקעות עתידיות ככל שיבוצעו במטבע זר.

דירוג האג"ח נערך בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 06/05/2015 ולמידרוג הזכות לדון בשנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם לתנאי האג"ח בפועל ונתונים נוספים, במידה ואלו ישתנו.

פרופיל החברה

החברה התאגדה ונרשמה בישראל בשנת 1990 תחת השם אופטיבייס מערכות מתקדמות (1990) בע"מ. בשנת 1993 שונה שמה של החברה לאופטיבייס בע"מ תחתיו היא פועלת עד היום (החברה הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסת NASDAQ). נכון ליום 31.12.2014 החברה מוחזקת ב- 74.07% ע"י קרן משפחתית בשם The Capri Family Foundation. יש לציין, כי עד לשנת 2012 בעל השליטה בחברה היה מר שלמה ויילר, המכהן כיום כמנכ"ל של חברת הבת בבעלות מלאה של החברה (OPTIBASE INC), המנהלת את פעילות החברה בארה"ב. ניסיונו של מר ויילר ברכישת וניהול נדל"ן מניב הינו למעלה מ-30 שנים, בעיקר בארה"ב ושווייץ. מאז הקמתה ועד לשנת 2009, עסקה החברה בתחום תעבורת הווידאו, כאשר בשנת 2009 החברה הרחיבה את תחום פעילותה ונכנסה לתחום הנדל"ן המניב. בשנת 2010 החברה מכרה את כל פעילותה בתחום תעבורת הווידאו וכיום החברה עוסקת ברכישה וניהול של נדל"ן מניב בתחומים שונים במדינות שווייץ וארה"ב. נכון למועד הדו"ח לחברה ארבע אחזקות עיקריות בנכסים מניבים ובפורטפוליו דירות למגורים, הממוקמים במדינות שווייץ וארה"ב:

- **שווייץ** - שני נכסים מניבים, האחד (CTN) בו החברה מחזיקה ביחד עם חברת "הפניקס", ממוקם בפארק תעשייה בקרבת העיר ג'נבה ובו שישה מבנים המשמשים למסחר, משרדים, מעבדות ועוד (בעיקר בתחום הביטוח והאלקטרוניקה). מבין השוכרים העיקריים בנכס ניתן למצוא, בין היתר, את חברה LEM (אחת החברות המובילות בשווייץ בתחום האלקטרוניקה אשר מלבד פעילותה בשווייץ לחברה פעילות ייצור בסין, יפן ובולגריה). הנכס השני ממוקם בעיר רומלנג (Rumlang) בקרבת שדה התעופה של ציריך ומשמש למשרדים, אזורי אחסון, לוגיסטיקה ומסחר. מבין השוכרים העיקריים של הנכס ניתן למצוא בין היתר את חברת DHL.
- **ארה"ב** - החזקה יחד עם שותפים בנכס מניב בתחום המשרדים בפילדלפיה והחזקה נוספת יחד עם שותפים (לרבות חברת "הפניקס") בפורטפוליו של מרכזים מסחריים בטקסס. כמו כן, נכון למועד הדו"ח, נותרו בבעלותה של החברה כ- 25 דירות למגורים במיאמי וזאת לאחר שבחודש אוקטובר 2014 מימשה החברה 11 דירות אשר היו בבעלותה. מימוש הדירות במיאמי צפוי לתרום לתזרים של החברה בטווח הקצר והבינוני.

בנוסף, בהתאם לדיווחי החברה, בחודש דצמבר 2014 החברה חתמה על הסכם לרכישת פורטפוליו של כ- 27 מרכזי קניות באזור בוואריה בגרמניה. השוכר המרכזי בהם הינה חברת EDEKA, אחת מרשתות הקמעונאות המובילות בגרמניה. בהתאם לדוחות השנתיים לשנת 2014 סיום העסקה צפוי במהלך הרבעון השני של שנת 2015.

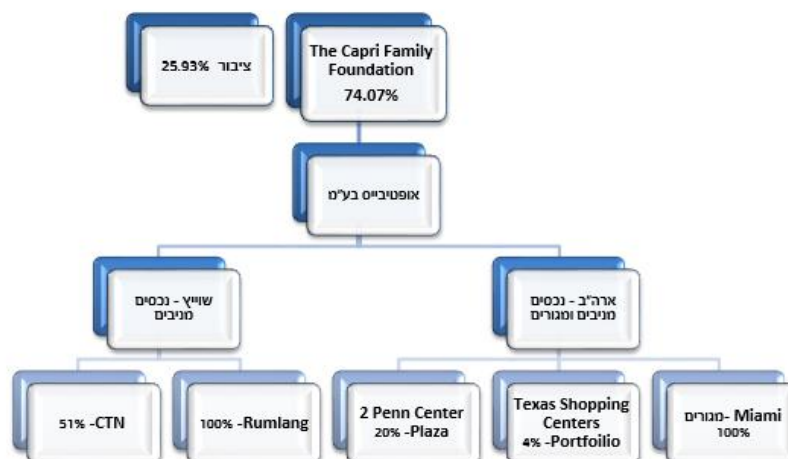
החברה נסחרת בנאסד"ק בארה"ב ודוחותיה הכספיים מוצגים לפי שיטת ה-US-GAAP ולא בשיטת ה-IFRS

מכיוון שדוחות החברה מוצגים בהתאם לכללי ה-US-GAAP ולא ה-IFRS, נכסי הנדל"ן להשקעה אינם משוערכים בדוחות וצוברים פחת בכל תקופה. בעת בחינת החברה, מידרוג התייחסה לפרופורמה הנגזרת משווי הנכסים בהתאם להערכות שווי מעודכנות של נכסי הנדל"ן המניבים אשר מאוחדים בדוחות לרבות התאמה, בין היתר, של היקף ההון העצמי, המאזן, ה-CAP והרווח הנקי מותאם ל-IFRS בגין סעיפים אלו (לתקופת הפרופורמה בלבד), על מנת שניתוח החברה יעשה על בסיס זהה לחברות מדורגות אחרות.

נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי \$) US-GAAP

31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי \$
12,479	13,676	13,711	13,938	סך הכנסות
10,610	11,710	11,512	11,161	NOI
7,553	9,642	10,026	12,097	EBITDA ללא שיעורים
61%	71%	73%	87%	שיעור EBITDA מהכנסות
1,799	4,055	3,624	5,445	רווח נקי
3,952	6,624	6,993	9,258	רווח נקי בנטרול פחת
126,135	126,895	127,741	112,481	חוב פיננסי
17,767	9,195	4,123	9,702	יתרות נזילות
5,178	9,947	14,688	13,200	נזילות המוחזקות בחברות נכס - CTN
103,190	107,753	108,930	89,579	חוב פיננסי נטו
202,101	208,709	222,480	203,793	Cap
179,156	189,567	203,669	180,891	Cap נטו
61,261	66,552	78,924	77,075	הון עצמי וזכויות מיעוט
45,099	47,474	57,063	57,439	הון עצמי ללא זכויות מיעוט
192,173	194,826	209,761	185,204	רכוש קבוע (נדל"ן מניב ודירות)
219,885	224,882	238,748	218,004	סך מאזן
28%	30%	33%	35%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
62%	61%	57%	55%	חוב ל-CAP
58%	57%	53%	50%	חוב נטו ל-CAP נטו
2,569	5,503	6,449	7,252	FFO מותאם *
49	23	20	16	חוב ל- FFO מותאם* בגילום שנתי
40	20	17	12	חוב נטו ל- FFO מותאם* בגילום שנתי
17	13	13	9	חוב פיננסי נטו/ EBITDA ללא שיעורים בגילום שנתי

* בשל סיווגים של פריטים באופן שונה בדוחות ביחס ל-IFRS, ה-FFO חושב לפי רווח תפעולי מדוח הרווח והפסד, בניכוי הוצאות מימון ומס תזרימיות נטו.
 ** נזילות החברה הוצגה בשתי שורות נפרדות שכן, משיכת הנזילות מרמת הנכס (CTN) כרוכה באישור השותף.



* נכון למועד הדו"ח החברה נמצאת בשלבים מתקדמים לרכישת פורטפוליו של כ- 27 נכסים מניבים בגרמניה.

אסטרטגיה

בכוונת החברה להמשיך ולעסוק בתחום הנדל"ן המניב במערב ומרכז אירופה ובארה"ב, בין היתר, דרך המשך ניהול והשבחת הנכסים הקיימים ואף הרחבת הפעילות הקיימת על ידי רכישת נכסים מניבים חדשים

בתחום הפעילות הקיימת, החברה צפויה להמשיך ולהשקיע בנכסים הקיימים תוך שמירה על הקיים ואף השבחתם של נכסים אלו במטרה למקסם את התזרים מהם. בנוסף, החברה פועלת באופן שוטף לאיתור עסקאות בתחום הנדל"ן המניב במערב ומרכז אירופה, בארה"ב וישראל. חשוב לציין שהחברה צפויה להמשיך ולהתמקד באזורים בעלי יציבות ואיתנות פיננסית, תוך רכישת נכסים מניבים בעלי תנאי מימון נוחים וכדאיות כלכלית. כפי שצוין, נכון למועד הדו"ח החברה נמצאת בשלבים מתקדמים לרכישת פורטפוליו של כ-27 מרכזי קניות בגרמניה, מרכזי הקניות ממוקמים במחוז בוואריה אשר נחשב לאחד המחוזות החזקים והאיתנים של המדינה. בכוונת החברה לאתר נכסים אשר רמת הסיכון הנגזרת מהן הינה נמוכה יחסית להערכתה, בין היתר, באמצעות פיזור שוברים, רכישת פורטפוליו עם מגוון שוברים, הסכמי שכירות ארוכי טווח ונכסים המפגינים ביקוש יציב לאורך זמן.

מדיניות דיבידנד

נכון למועד הדו"ח, לחברה אין מדיניות דיבידנד. יש לציין שבכל שנות פעילותה החברה לא חילקה דיבידנד ועל פי דיווחיה לציבור החברה אינה צופה חלוקת דיבידנד לבעלי מניותיה בעתיד הנראה לעין ובכוונתה לשמר את רווחיה, ככל שהיה, לטובת מימון פעילותה העסקית של החברה. יתרה מכך, בשנים 2011 ו-2013 ביצעה החברה הקצאות פרטיות לבעלי השליטה, בחברה במסגרתן הזרמו לחברה מזומנים ונכסים בהיקף כולל של כ-13 מיליוני דולר בתמורה להקצאת מניות לבעלי השליטה.

דירוג החברה מושפע לחיוב מיחסי איתנות טובים לרמת הדירוג. נכון ליום 31.12.2014 יחס הון למאזן של החברה עומד על כ- 35% ויחס חוב ל-CAP עומד על כ- 55%. מנגד, היקפה הנמוך של החברה חושף יחסים אלו לתנודתיות בעת עסקאות חדשות; מהיקף NOI ו-FFO אשר תואמים את השימושים הצפויים בחברה ומקטינים את התלות במחזור חוב אג"ח, השלמת העסקה בגרמניה אף צפויה להגדיל את היקף התזרים הפרמננטי בטווח הקצר, באופן שיתרום ליציבות התזרים תוך שמירה על יחסי כיסוי בולטים לחיוב ביחס לדירוג, מנגד, יצוין כי עסקת גרמניה טרם הושלמה וגם לאחר השלמתה, יש לבחון את יכולת החברה להטמיע את העסקה ולמצות את הפוטנציאל הגלום בנכסים; מנזילות טובה לרמת הדירוג ומקורות תזרימיים טובים לצורך שירות החוב הנובעים, בין היתר, מממוש הדירות במיאמי ומהתזרים השיורי השוטף המופק מהנכסים המניבים; מפעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב באזורים המאופיינים ביציבות ואיתנות פיננסית.

דירוג החברה מושפע לשלילה מריכוזיות גיאוגרפית ותלות בנכסים ובשוכרים מרכזיים. לחברה תלות בנכס מרכזי (CTN) בשווייץ, אשר נכון ליום 31.12.2014, אחראי על כ- 72% מה-NOI השנתי של החברה. אף על פי כן, יצוין כי המתחם כולל כ- 6 בניינים וכ- 40 שוכרים; מהיקף פעילות נמוך יחסית המתבטא בכמות הנכסים, היקף התזרים הפרמננטי וההון העצמי, המשפיעים לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה; מ-Track Record קצר בתחום הנדל"ן, שכן החברה החלה לפעול בתחום הנדל"ן המניב בשנת 2009 ועד לשנה זו עסקה בתחום פעילות שונה (תעבורת הווידאו); מחשיפה לשינויים בשערי חליפין של מט"ח ושינויים בשיעורי הריביות במדינות היעד.

חוזקות

יחסי איתנות טובים לרמת הדירוג ומנגד, היקפה הנמוך של החברה חושף יחסים אלו לתנודתיות בעת עסקאות חדשות

נכון ליום 31.12.2014, לחברה הון עצמי בהיקף של כ- 77 מיליון דולר (כולל זכויות מיעוט, ללא זכויות מיעוט היקף ההון העצמי עומד על כ- 57 מיליון דולר), יחס ההון למאזן עומד על כ- 35% ויחס חוב ל-CAP של 55%, יחסים בולטים לחיוב לרמת הדירוג. כפי שצוין לעיל, היקף ההון העצמי איננו כולל רווח בגין שערך הנכסים שכן החברה מציגה את דוחותיה הכספיים בכפוף לכללי ה-US-GAAP (בהתאמה ל-IFRS ההון העצמי וזכויות המיעוט גבוה יותר). עם זאת, היקפה הנמוך של החברה חושף יחסים אלו לתנודתיות שכן רמת המינוף של עסקאות חדשות ולקיימת חוב נוסף ברמת החברה עלולים לשחוק יחסים אלו ללא גידול נוסף בהון העצמי. כמו כן, חלק ניכר מפעילותה של החברה מתבצע במטבע הפרנק השווייצרי ודוחותיה מוצגים בדולר אמריקאי ולכן ישנה חשיפה בדוחות הכספיים לשינויים בשער החליפין. להערכת מידרוג ועל פי נתונים שנמסרו לנו מהחברה, העסקה החדשה של החברה בגרמניה וגיוס האג"ח צפויים לשחוק מעט יחסים אלו בטווח הקצר אף על פי שהיחסים עדיין צפויים לבלוט לחיוב לרמת הדירוג. מנגד, הרווח והתזרים ממכירת דירות המגורים במיאמי ככל שתושלם, בטווח הקצר והבינוני צפויים למתן שחיקה זו.

היקף NOI ו-FFO תואמים את השימושים הצפויים בחברה אף על פי שמדובר בהיקף נמוך-בינוני ביחס לחברות מדורגות אחרות; השלמת העסקה בגרמניה תגדיל את היקף התזרים הפרמננטי בטווח הקצר, תוך שמירה על יחסי כיסוי הולמים לדירוג

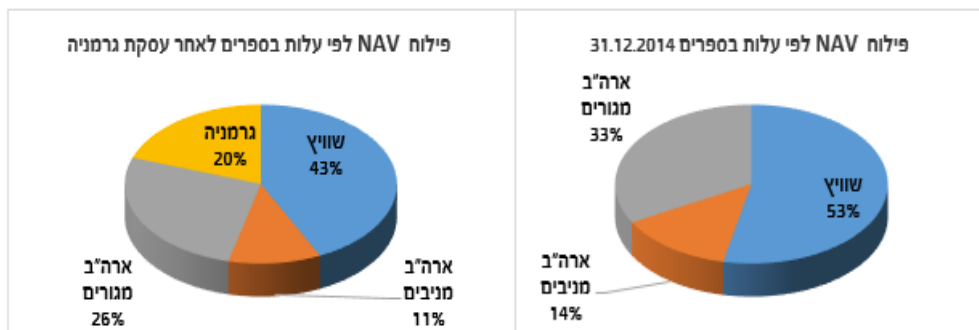
נכון ליום 31.12.2014, היקף ה-NOI של החברה עמד על כ-12.5 מיליון דולר (כולל NOI מחברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני). עם השלמת עסקת גרמניה היקף ה-NOI של החברה צפוי לגדול בכ-2.5 מיליון דולר ולעמוד על כ-15 מיליון דולר. לחברה יחסי כיסוי טובים הבולטים לחיוב לדירוג ובכללם יחס חוב ל-FFO העומד על כ-16 שנים נכון ליום 31.12.2014. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי צפויים להישחק בטווח הקצר עם השלמת גיוס האג"ח והשלמת העסקה בגרמניה, אך עדין צפויים להיות בולטים לחיוב לרמת הדירוג. עם זאת, הלוואות החברה בכלל הנכסים הנין בעלות ריבית משתנה, אשר חושפת את יחסי הכיסוי של החברה לשינויים בריבית. כמו כן, כפי שצוין לעיל היקפה הנמוך של החברה חושף יחסים אלו לתנודתיות בעת השקעות חדשות. בעת בחינת החברה מידרוג ביצעה תרחישי רגישות שונים לשינויים ברמת הריביות וה-NOI מהנכסים המניבים. בנוסף, יצוין כי עסקת גרמניה טרם הושלמה וגם לאחר השלמתה, יש לבחון את יכולת החברה להטמיע את העסקה ולמצות את הפוטנציאל הגלום בנכסים.

לחברה נזילות ומקורות תזרימיים טובים לשירות החוב וגמישות מוגבלת אשר נובעת מדירות המגורים במיאמי

נכון ליום 31.12.2014, לחברה יתרות נזילות בגובה של כ-22.9 מיליון דולר, כאשר כ-13.2 מיליון דולר מתוכן נמצאים ברמת חברת הנכס CTN בשוויץ, אשר מוחזק ע"י החברה ב-51% ביחד עם חברת "הפניקס" (משיכת המזומנים מתוך חברת הנכס כרוכה באישור הפניקס והחברה). נכון למועד הדו"ח וטרם גיוס האג"ח, לחברה חליות שוטפות של הלוואות בגובה של כ-2.5 מיליון דולר ופירעון האג"ח צפוי להתחיל רק בשנת 2016 ולעמוד בשנים 2016-2017 על כ-1.5 מיליון דולר. להערכת מידרוג, לחברה נזילות טובה לשירות החוב. כמו כן, נכון ליום 31.12.2014, בבעלות החברה 25 דירות למגורים במיאמי אשר אינן משועבדות ומהוות גמישות פיננסית עד למימושן, יש לצוין כי ככל שהחברה תשעבד דירות אלו גמישותה הפיננסית תפגע. במהלך השנים 2015-2017 החברה צופה לתזרים נטו של כ-20 מיליון דולר ממימוש הדירות אשר נותרו בבעלותה. כמו כן, לחברה תזרים שיורי חיובי מנכסיה (לאחר CAPEX ושירות חוב בנקאי) שאף צפוי לגדול לאחר השלמת עסקת גרמניה. בנוסף, מידרוג מציינת לחיוב את תנאי ההלוואות הבנקאיות של החברה בשוויץ אשר פרוסות לכ-50 שנים, באופן המקטין את סיכון המימון מחדש של הנכסים. לאור האמור, להערכת מידרוג לחברה מקורות תזרימיים טובים לשירות החוב.

פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב באזורי פעילות המאופיינים ביציבות ואיתנות פיננסית תורמים לפרופיל הסיכון

נכון למועד הדו"ח לחברה ארבעה נכסים מניבים וכ-25 דירות מגורים למכירה אשר ממוקמים במדינות שוויץ וארה"ב המאופיינות באיתנות ויציבות פיננסית ומדורגות על ידי Aaa MOODY'S. כמו כן, כפי שצוין לעיל החברה נמצאת בשלבים מתקדמים לרכישת פורטפוליו של 27 מרכזי קניות בגרמניה, הממוקמים במחוז בוואריה, אשר נחשב לאחד המחוזות היציבים והאיתנים במדינה. להערכת מידרוג, מיקום הנכסים תורם לפרופיל הסיכון של החברה ויציבות ההכנסות מנכסיה המניבים.

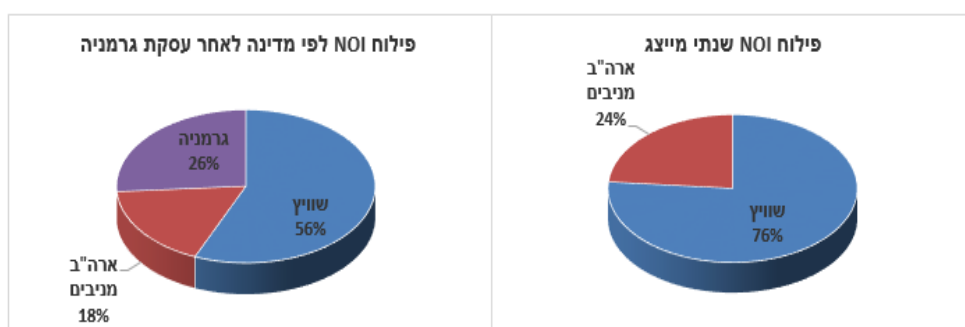


* ה-NAV מוצג לפי עלות בספרים ולפי חלק החברה בנכסים, יש לציין, כי NAV לפי הערכות שווי עשוי להיות שונה מהפילוח המוצג. כמו כן, לפי הערכות החברה שווין של הדירות למכירה בדומה לעסקאות דומות בשוק עומד על כ-39 מיליון דולר נכון ל-31.12.2014.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

ריכוזיות והיקף פעילות משפיעים לשלילה על פרופיל הסיכון; מנגד, אזורי הפעילות ותק הנכסים והשוכרים ממתנים סיכונים אלו במידה מסוימת

על אף מיקומם של נכסי החברה באזורים המאופיינים ביציבות ואיתנות פיננסית, הם מאופיינים בפיזור גיאוגרפי נמוך ומגדילים את חשיפת החברה למספר אזורי מצומצם שכן, נכון למועד הדו"ח, היקף ניכר מפעילות החברה ממוקם בשוויץ באופן המגדיל את חשיפה החברה למחזוריות כלכלית, תנודות בשווקים והאטה במשק. יתרה מכך, לחברה מספר נכסים מועט שכן מדובר בארבעה נכסים מניבים כאשר רק שניים מהם הממוקמים בשוויץ הם בשליטתה של החברה ומהווים את מקור ההכנסות העיקרי של החברה. לחברה תלות בנכס המרכזי המהווה כ-72% מה-NOI של החברה ושלושת הנכסים המרכזיים מהווים כ-92% מה-NOI של החברה (בהתאם לדוחות הכספיים). יש לציין, שלאחר השלמת רכישת פורטפוליו הנכסים בגרמניה שיעורים אלו צפויים לעמוד על כ-56% ו-88% בהתאמה. כמו כן, לחברה תלות בשוכר מרכזי אשר מהווה כ-22% מסך ההכנסות ושלושת השוכרים המרכזיים מהווים כ-36% מהכנסות החברה. אולם, יש לציין כי השוכר המרכזי בחברה הוא שיזם את הנכס ונמצא בו כ-30 שנים. כמו כן, לשלושת השוכרים המרכזיים חוזי שכירות ארוכים אשר נגמרים בשנים 2020-2024. יתרה מכך, לאחרונה שני שוכרים בנכסים מרכזיים של החברה צמצמו את שטחם והחברה השכירה את אותם שטחים בטווח של בין חודש לחודשיים ללא ירידה בדמי השכירות. בנוסף, החברה פועלת באופן שוטף לשמירה על הקיים ואף שיפור הנכסים והמתקנים בנכסים אשר בשליטתה.



* מוצג לפי חלק החברה בנכס

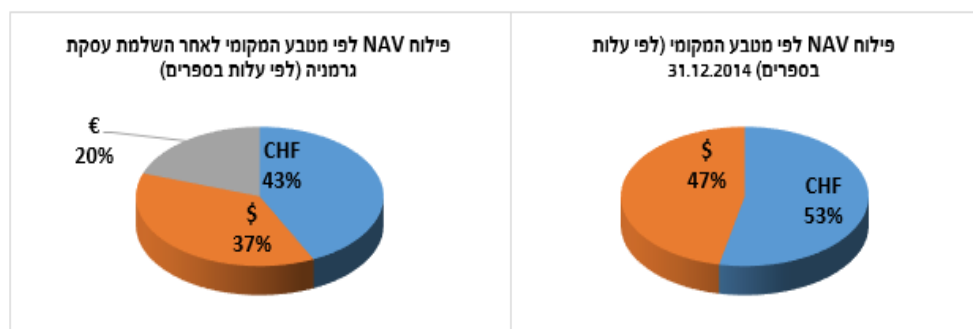
לחברה *Track Record* קצר בתחום הנדל"ן אשר משפיע לשלילה על פרופיל הסיכון, מנגד, מתווה פעילות החברה עד כה

ואסטרטגיה שמרנית ממתנת השפעה זו

עד לשנת 2009 עסקה החברה בתחום תעבורת הווידאו, החל משנת 2009 החלה החברה לרכוש נכסים בתחום הנדל"ן המניב, וכפי שצוין מעלה עד למועד הדו"ח רכשה החברה ארבעה נכסים מניבים בשיעורי החזקה שונים במדינות שווייץ וארה"ב. עקב מספר הנכסים המצומצם והוותק של החברה בפעילותה בתחום הנדל"ן לא נראתה יכולתה של החברה בהשבת הנכסים ושמירה על שווים לאורך זמן. עם זאת, החברה משקיעה באופן שוטף בנכסיה הן לשמירה על הקיים והן להשבחתם. כמו כן, לאחרונה הצליחה החברה לאכלס שטחים פנויים (לאחר ששוכרים קיימים צמצמו את שטחם בנכסים) בשני נכסיה בשווייץ בטווח זמן קצר יחסית (בין חודש לחודשיים). נכון למועד הדו"ח ומאז כניסתה של החברה לתחום הנדל"ן המניב, שמרה החברה על יחסי איתנות וכיסוי טובים. בהתאם למידע שהוצג למידרוג, החברה בוחנת היטב את הכדאיות הכלכלית בעת בחינת עסקאות חדשות כמו גם את תנאי המימון. כמו כן, החברה צפויה להמשיך ולפעול במדינות בעלות איתנות ויציבות פיננסית בתחום הנדל"ן המניב.

אופי פעילות החברה חושף אותה לשינויים במט"ח ושינויים בריבית המשפיעים לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה.

כפי שצוין לעיל, לחברה פעילות במדינות שונות אשר חושפת אותה לסל מטבעות שונה ובעיקר לפרנק שווייצרי ולדולר. עם זאת, נכון ליום 31.12.2014, כלל החוב הפיננסי מורכב ממימון ברמת הנכסים המניבים ובמדינות היעד, ולכן קיימת התאמה בין הוצאות הנכסים ברמת הנכסים לבין התזרים מהם. גיוס האג"ח בחלקו צפוי לממן את השקעתה של החברה בגרמניה, אולם לא צפויה חשיפה לשינויים במט"ח בגין עסקה זו שכן להערכת החברה, החברה צפויה לגדר את חלק המימון העצמי שאינו במטבע העסקה. בנוסף, נכון ליום 31.12.2014 כלל ההלוואות של החברה ברמת הנכסים הן בעלות ריבית משתנה ולכן קיימת חשיפה לשינויים ברמת הריבית אשר עשויים להשפיע על יחסי הכיסוי של החברה עם זאת, ביום 15.01.2015 הבנק המרכזי של שווייץ הוריד את ריבית הבנק המרכזי ב-0.5% בד בבד עם ביטול שער הרצפה של 1.2 פרנק שווייצרי לאירו, כתוצאה מכך בזמן הקרוב הוצאות המימון של החברה אף צפויות לרדת. בעת ניתוח היחסים הפיננסיים של החברה מידרוג ביצעה תרחישי רגישות שונים לשינויים בריבית. כמו כן, נכון למועד הדו"ח החברה לא צופה שינויים משמעותיים לרעה, בריבית במדינות פעילותה ואם יהיה צפי לשינויים אלו, לדברי החברה היא תשקול לבצע מהלכים לקיבוע הריבית.



* ה-NAV מוצג לפי עלות בספרים ולפי חלק החברה בנכסים, יש לציין, כי NAV לפי הערכות שווי עשוי להיות שונה מהפילוח המוצג. כמו כן, לפי הערכות החברה שווין של הדירות למכירה בדומה לעסקאות דומות בשוק עומד על כ-39 מיליון דולר נכון ל-31.12.2014.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ובכמות הנכסים גידול משמעותי ב-FFO תוך שיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן.
- שמירה על היחסים הפיננסיים הקיימים לאורך זמן.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- הרעה מהותית במצב הנזילות ובסביבת הפעילות של החברה.
- חלוקת דיבידנד מהותי באופן המשליך על פרופיל הסיכון.
- שחיקה מהותית ביחסי האיתנות.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 06 במאי 2015

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<i>Interest</i> הוצאות ריבית תזרימיות
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<i>Cash Interest</i> רווח תפעולי
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<i>EBIT</i> רווח תפעולי לפני הפחתות
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<i>EBITA</i> רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<i>EBITDA</i> רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
סך נכסי החברה במאזן.	<i>EBITDAR</i> נכסים
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<i>Assets</i> חוב פיננסי
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<i>Debt</i> חוב פיננסי נטו
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<i>Net Debt</i> בסיס ההון
השקעות ברוטו בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<i>Capitalization (CAP)</i> השקעות הוניות
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<i>Capital Expenditures</i> מקורות מפעילות *
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<i>Funds From Operation</i> תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<i>Cash Flow from Operation</i> תזרים מזומנים פנוי *
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	<i>Retained Cash Flow (RCF)</i> תזרים מזומנים חופשי *
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.	<i>Free Cash Flow (FCF)</i>

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

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: CRSE090515060M

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 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 שירותי 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.