

# סלע קפיטל נדל"ן בע"מ

דוח דירוג ראשוני | יוני 2012

1

**מחבר:**

שי פילר - אנליסט

[shayf@midroog.co.il](mailto:shayf@midroog.co.il)

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר

[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## סלע קפיטל נדל"ן בע"מ

|    |                     |
|----|---------------------|
| A3 | דירוג סדרות (Issue) |
|----|---------------------|

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3 לסדרת אג"ח חדשה, בהיקף של עד 120 מיליון ש"ח, אשר תונפק ע"י חברת סלע קפיטל נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה" או "סלע"), לצורך רכישת נכסים מניבים.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 03.06.2012. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. 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.

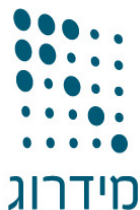
### פרופיל החברה

סלע קפיטל נדל"ן בע"מ הוקמה ביוני 2007 כחברה פרטית, ובפברואר 2008 הפכה לחברה ציבורית. החברה הוקמה במטרה לפעול כקרן להשקעות במקרקעין (להלן "ריט"), בהתאם להוראות חלק ד' פרק שני לפקודת המס. החברה פועלת בישראל בהחזקה וניהול של נכסי נדל"ן מניבים, כגון משרדים, מרכזים מסחריים, ומבני תעשייה קלה וללא פעילות ייזום. מיום הקמתה קשורה החברה בחוזה ניהול עם חברת ניהול חיצונית - סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ (להלן: "חברת הניהול"), לפיו תספק חברת הניהול שירותי ייעוץ בנושאי איתור, רכישה ותפעול של נכסים מניבים עבור החברה בלבד. לחברה מצבת נכסים מניבים בשווי של 687 מיליון ש"ח, בשטח כולל של כ- 84,500 מ"ר, המושכרים לכ - 150 שוכרים.

### הגדרת קרן השקעות במקרקעין "ריט"

על מנת לעמוד בהגדרות קרן השקעות במקרקעין על פי פקודת מס הכנסה החברה מחויבת למספר תקנות ואילוצים מיוחדים:

- שווי נכסיה שהינם מקרקעין מניבים, תיק ני"ע, מלוות מדינה, פיקדונות ומזומנים לא פוחת מ - 95% משווי כלל נכסיה.
  - שווי נכסיה שהם מקרקעין מניבים ו"נכסי הנפקה ותמורה" לא פחת מ - 75% משווי כלל נכסיה ולא פחות מ-200 מיליון ש"ח. (נכסי הנפקה ותמורה הינם כספים שהתקבלו מהנפקת ני"ע או ממכירת מקרקעין).
  - שווי הנכסים המניבים בחו"ל רשאי להיות עד 25% מכלל ההשקעה בנכסים מניבים.
  - סך החוב הפיננסי של החברה אינו גבוה מ- 60% משווי נכסיה המניבים בתוספת 20% משווי נכסיה האחרים.
  - ההחזקה, במישרין או בעקיפין, ב- 50% או יותר מאמצעי השליטה בקרן, תהיה בידי יותר מחמישה בעלי מניות.
  - החברה חייבת לחלק 90% לפחות מן ההכנסה החייבת של הקרן, למעט שבח מקרקעין או רווח הון במכירת מקרקעין מניבים (רווח הון או שבח מקרקעין עד תום 12 חודשים ממועד המכירה). יצוין כי בשנת 2011 ההכנסה החייבת הינה שלילית, בין היתר, בשל פחת לצרכי מס על נכסי הנדל"ן להשקעה.
- עמידה בכלל התנאים האמורים מקנה לחברה פטור ממס חברות, כך שמיסוי רווחי החברה מתבצע ברמת בעלי המניות בלבד.
- היותה של החברה קרן ריט ממתנת את פרופיל הסיכון, בשל ההגבלות על רמת המינוף, העדר עסקאות עם בעלי שליטה (הבעלות בקרן ריט הינה מפוזרת ולפיכך אין בעל שליטה), ותמהיל פעילות סולידי ויציב על פי חוק, בנוסף לפטור ממס



אשר תורם לרווח הנקי ולתזרים הפרמננטי. מנגד, חופש הפעולה, המינוף והיכולת להחזיק רמות נזילות גבוהות, מוגבלים בצורה מסוימת על פי חוק ולפיכך פוגמים בגמישות הפיננסית ואפשרויות הפעולה במקרים שונים.

### בעלות וניהול

החברה הינה קרן "ריט", בהתאם לכך, אין לה בעל שליטה כהגדרתו. ההחזקה בחברה כיום מפוזרת בין מספר גופים מוסדיים אשר מחזיקים בין 1% - 7% מהון המניות המונפק. חברת הניהול מחזיקה בכ- 0.6% מההון המונפק וכן סכומים זהים מוחזקים ע"י מייסדי החברה: בן חמו אלי וסלבין שמואל. ניהול החברה מתבצע ע"י חברת ניהול אשר אחראית על איתור השקעות, ניהול משא ומתן לרכישה, יעוץ כלכלי ופיננסי, ליווי פיקוח וניהול השקעות החברה, גיוס הון ועוד. כמו כן, חברת הניהול מחויבת להעמיד לחברה מנכ"ל מטעמה אשר עומד בדרישות הדירקטוריון, והיא מוגדרת כנושא משרה בחברה ועל כן חלות עליה כל הוראות חוק החברות בהתאם. החברה משלמת דמי ניהול שנתיים בשיעור של 1% מנכסי החברה בגין נכסים ששוויים הינו עד 850 מיליון ₪, 0.85% בגין נכסי החברה ששוויים בין 850 מיליון ₪ ל 1.5 מיליארד ₪, ו- 0.75% בגין נכסי החברה ששוויים מעל 1.5 מיליארד ₪. (בהתאם לכך, בשנת 2011 שילמה החברה דמי ניהול בסך 6.7 מיליון ₪). בנוסף, בחברה מועסקים באופן ישיר חמישה עובדים, מרביתם בתחום הכספים וניהול הנכסים.

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

| 31.12.2008   | 31.12.2009   | 31.12.2010    | 31.03.2011   | 31.12.2011    | 31.03.2012   | פרופורמה רכישת נכס ואג"ח* |                                   |
|--------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------------------|-----------------------------------|
| 17,691       | 20,820       | 29,920        | 9,180        | 50,520        | 14,780       |                           | NOI                               |
| 92%          | 92%          | 88%           | 88%          | 88%           | 89%          |                           | שיעור רווח גולמי                  |
| 5,366        | 4,870        | 3,780         | 0            | 6,190         | 0            |                           | התאמות שווה הגן של נדל"ן להשקעה   |
| 18,272       | 19,440       | 25,030        | 6,790        | 45,960        | 11,670       |                           | רווח תפעולי                       |
| 12,928       | 14,599       | 21,279        | 6,799        | 39,825        | 11,695       |                           | EBITDA בנטרול שערך נדל"ן להשקעה   |
| 6,501        | 7,700        | 13,100        | 3,000        | 28,000        | 7,600        |                           | רווח נקי                          |
| 34%          | 34%          | 39%           | 29%          | 49%           | 46%          |                           | שיעור רווח נקי                    |
| <b>1,135</b> | <b>2,830</b> | <b>9,320</b>  | <b>3,000</b> | <b>21,810</b> | <b>7,600</b> |                           | <b>**רווח נקי ללא התאמות שוני</b> |
| 24,588       | 80,230       | 130,165       | 42,725       | 10,658        | 91,265       | 11,265                    | יתרת נזילות                       |
| 135,785      | 214,448      | 330,471       | 354,026      | 364,012       | 364,492      | 364,492                   | הון עצמי                          |
| 264,091      | 397,594      | 585,380       | 618,816      | 702,776       | 783,362      | 903,362                   | סך מאזן                           |
| 237,758      | 315,826      | 452,439       | 573,527      | 686,994       | 687,508      | 887,508                   | נדל"ן מניב                        |
| 124,789      | 178,512      | 249,290       | 252,197      | 323,444       | 397,881      | 517,881                   | חוב פיננסי                        |
| 100,201      | 98,282       | 119,125       | 209,472      | 312,786       | 306,616      | 506,616                   | חוב פיננסי נטו                    |
| 260,574      | 392,960      | 579,761       | 606,223      | 687,456       | 762,373      | 882,373                   | CAP                               |
| 235,986      | 312,730      | 449,596       | 563,498      | 676,798       | 671,108      | 871,108                   | חוב נטו CAP                       |
| <b>48%</b>   | <b>45%</b>   | <b>43%</b>    | <b>42%</b>   | <b>47%</b>    | <b>52%</b>   | <b>59%</b>                | <b>חוב ל-CAP</b>                  |
| 42%          | 31%          | 26%           | 37%          | 46%           | 46%          | 58%                       | חוב נטו CAP ל-נטו                 |
| <b>51%</b>   | <b>54%</b>   | <b>56%</b>    | <b>57%</b>   | <b>52%</b>    | <b>47%</b>   | <b>40%</b>                | <b>הון עצמי למאזן</b>             |
| <b>7,682</b> | <b>8,292</b> | <b>13,141</b> | <b>4,209</b> | <b>25,525</b> | <b>7,765</b> |                           | <b>FFO</b>                        |
| 16.2         | 21.5         | 19.0          | 15.0         | 12.7          | 12.8         |                           | חוב ל-FFO                         |
| 13.0         | 11.9         | 9.1           | 12.4         | 12.3          | 9.9          |                           | חוב נטו ל-FFO                     |
| 7.8          | 6.7          | 5.6           | 7.7          | 7.9           | 6.6          |                           | חוב נטו ל-EBITDA                  |

\*פרופורמה רכישת נכס ואג"ח – חישוב בהתאם לנתונים שהתקבלו מהחברה על רכישת נכסים חדשים בסך של 200 מיליון ש"ח וגיוס אג"ח בסך 120 מיליון ₪ במקביל \*\* מכיוון שלחברה אין יתרת מיסים נדחים ניתן לנטרל את השפעת ההתאמות על שינוי בשווי ההון על הרווח הנקי

אסטרטגיה

האסטרטגיה של החברה נגזרת, בין היתר, מעצם היותה קרן השקעות בנדל"ן (ריט) וההגבלות הכרוכות בכך. האסטרטגיה הינה סולידית ומתמקדת בהמשך השקעה בנכסים מניבים מתחום המשרדים, מסחר ומבני תעשייה. כאשר שווי כל נכס לא יפחת מכ- 20 מיליון ₪. החברה אינה מעוניינת להיכנס לייזום נדל"ן על כל סוגיו (כמו כן, החוק אינו מאפשר גמישות רבה בנושא זה). מבחינת מיקום גיאוגרפי החברה מעוניינת בנכסים הקרובים למרכז הארץ על מנת שתוכל לפקח עליהם ביתר קלות, אך גם שוקלת רכישת נכסים בצפון ובדרום הארץ, בתנאי שהיו בסדר גודל משמעותי, כך שתשומות הניהול שידרוש הנכס יהיו בהתאם. מבחינת תמהיל שוכרים, החברה לעיתים רוכשת נכסים עם שוכר יחיד, על אף שמרבית הנכסים מושכרים לשוכרים רבים. אסטרטגיית ההתרחבות של החברה הינה לגידול שנתי של כ- 250 מיליון ₪ בשנה, בתמהיל של גיוס הון וחוב, בכפוף למגבלות המינוף בחוק. מטרת הקרן היא לצמוח להיקף של כ- 2 מיליארד ₪ נכסים בחמש השנים הקרובות, כאשר מיקוד הפעילות הינו ברכישת נכסים עם ביקוש יציב, המניבים תשואה של כ- 8% מיום רכישתם.

מדיניות דיבידנדים

מדיניות החברה קובעת חלוקת דיבידנד שנתי, שלא יפחת ממלוא הכנסתה השנתית החייבת במס, מדיניות רחבה יותר מזו הקבועה בחוק. בפועל, חילקה החברה בממוצע בשלוש השנים האחרונות 90% מה FFO. בגין הרבעון הראשון של שנת 2012 החברה חילקה גם כן כ-90% מה FFO כדיבידנד.

**דירוג החברה מושפע לחיוב** מיחסי כיסוי ואיתנות בולטים לטובה; מצבת נכסים מניבים סולידית, שהפגינה ביקושים יציבים בשנים האחרונות ואשר שומרת על שיעורי תפוסה גבוהים של כ- 93% וכן עליה בשכ"ד; מהיותה של החברה קרן ריט, גורם המקנה לה אסטרטגיה יציבה וסולידית וכן מסגרת ברורה של התנהלות; נגישות טובה למקורות מימון בנקאיים וחוץ בנקאיים; פיזור נרחב של שוכרים, המסייע להקטנת פרופיל הסיכון; אסטרטגיית מימון ורמות מינוף סולידיות; פוטנציאל השבחה והגדלת התזרים הפרמננטי מתוך הנכסים הקיימים.

**דירוג החברה מושפע לשלילה** מהיקף פעילות החברה, המצומצם בהשוואה ענפית; חברה בעלת ותק פעילות לא ארוך יחסית לחברות מדורגות אחרות; מצבת נכסים קטנה יחסית היוצרת חשיפה למספר נכסים ושוכרים מרכזיים; היבטים מסוימים בקשר להיותה של החברה קרן ריט, גורם הבא לידי ביטוי במדיניות חלוקת הדיבידנדים האגרסיבית וכן בגמישות פיננסית, הכפופה למגבלות המינוף וגיוס חוב אף על פי שכאמור, להערכת מידרוג, היות החברה קרן ריט הינה גורם התורם לחיזוק הפרופיל הפיננסי.

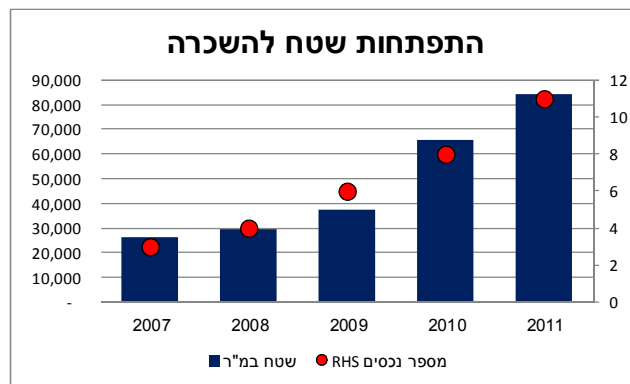
**תזרים פרמננטי בצמיחה, יחסי כיסוי בולטים לטובה**

נכון למועד דוח הדירוג, לחברה תזרים NOI יציב ופרמננטי מנכסים מניבים של כ- 55 מיליון ₪ לשנה (להערכת מידרוג, ה- NOI לרבעון הראשון לשנת 2012 הינו מוטו לטובה במידה מסוימת, בשל התחשבות שכ"ד בגין תקופות קודמות), תזרים זה הינו בצמיחה מתמדת וצפוי לגדול ביחס לשנים קודמות, עקב הנבה שנתית מלאה של נכסים קיימים, גידול בדמי השכירות (בשל חילוף שוכרים) וכן מרכישת נכסים חדשים.

יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO של החברה, נכון לתאריך ה- 31.03.12 עומד על כ- 10 שנים, יחס זה בולט לטובה בהשוואה ענפית והינו מהיר בהשוואה לשנים קודמות של פעילות החברה. להערכת מידרוג, יחס הכיסוי של החברה צפוי לעלות לרמה של כ- 16 שנים עקב לקיחת הלוואה חדשה ומהלכים נוספים שיתבצעו, יחס כיסוי זה עדיין יהיה בולט לטובה. המגבלות החלות על החברה מתוקף חוק "הריט" והאסטרטגיה שהוצגה למידרוג, מגדילות את הסבירות שיחסי הכיסוי צפויים לשמור על רמה דומה, גם בטווח הארוך, כאשר היקף הפעילות צפוי לצמוח משמעותית.

**מצבת נכסים מניבה סולידית הפונה לשירות צרכים בסיסים של שוכרים תורמת ליציבות החברה**

מצבת הנכסים של החברה כוללת 11 נכסים באזור מרכז מדינת ישראל. הנכסים פונים לשירות צרכים בסיסיים של שוכרים (מרכזי מסחר קהילתיים, תעשייה זעירה וכדומה) והינם יציבים מאד, כפי שמשקף מהתפוסות הגבוהות לאורך השנים. בשנת 2011 שיעורי התפוסה הממוצעים היו 93%. לחברה מצבת שוכרים רחבה של מעל 150 שוכרים (כ-200 שוכרים כולל שכירות משנה בנכס בראשון לציון), המורכבת ממגוון של חברות מתחום ההיי-טק, תעשייה קלה, לוגיסטיקה, שירותים ומסחר. הפיזור הרחב של שוכרים וענפים הינו גורם חיובי, המשפר את יציבות התזרים וכן מאפשר גמישות רבה לחברה מבחינת אכלוס המבנים וחידוש חוזי שכירות, על אף תלות אפשרית בשוכרים מסוימים (ראה להלן).



**אסטרטגיית הפעולה סולידית, חשיפה מצומצמת לייזום**

כפי שצוין לעיל, אסטרטגיית החברה הינה בקנה אחד עם הוראות קרנות "ריט". על כן, החברה אינה עוסקת בייזום נדל"ן ואינה מתכננת להתרחב לתחום זה, מלבד אפשרות של תוספת קומה אחת באחד מנכסיה, בכפוף להשכרה מראש. לפיכך, הענף בו פועלת החברה הינו ענף הנדל"ן המניב בישראל, ענף יציב יחסית, בעל מאפיינים סולידיים. אסטרטגיית הפעולה וההתרחבות שלה אף הם סולידיים. צמיחת החברה תתבצע הן ע"י שעבוד נכסים ב- LTV של 60% והן ע"י נטילת

חובות ברמת החברה, ככל שיתאפשר, בכפוף לרמת מינוף כוללת של עד 60%. בד"כ רכישת הנכסים תלווה בגיוס הון. רמת מינוף זו נמוכה בהשוואה ענפית ומקנה יציבות לחברה. כל הגורמים הנ"ל ממתנים את רמת הסיכון של החברה ומאחר והם מעוגנים בחוק, ישנה רמת סבירות גבוהה כי לא יחול שינוי בגורמים הנ"ל.

### נגישות טובה לשוק ההון ומקורות מימון

לחברה נגישות טובה לשוק ההון ומקורות מימון נוספים, הן בזכות ההנהלה, אשר הינה בעלת ניסיון רב בתחום הפיננסי (יו"ר החברה ומנכ"ל חברת הניהול הינם בעלי ותק רב וכיהנו בתפקידים שונים בשוק ההון הישראלי) והן בזכות היותה קרן "ריט". בהתאם לאופן פעילות החברה וכפי שבא לידי ביטוי בכל אחת משלוש השנים האחרונות, כאשר החברה הנפיקה הון כולל של למעלה מכ- 220 מיליון ש"ח ב- 3 הנפקות שונות. בכוננת החברה להמשיך ולגייס הון בדרך זו גם השנה. להערכת מידרוג, לא צפויות לחברה בעיות בעת מחזור הלוואות שבבעלותה, מאחר ונכסי החברה משועבדים להלוואות ב-LTV סביר של עד 60% וכן עקב אופי הנכסים ושיעורי התפוסה הטובים.

### סיכונים עסקיים

#### היקף פעילות ופיזור נמוך מגדילים את תלות החברה בנכסים ספציפיים

הפעילות בתחום הנדל"ן המניב בישראל בלבד מביאה לחשיפה גבוהה לענף יחיד וכלכלה בודדת. יחד עם זאת, רוב נכסי החברה אשר ממוקמים באזור מרכז הארץ, מראים ביקוש יציב והינם מפוזרים בין מספר מתחמי תעסוקה מרכזיים. היקף הפעילות הנוכחי של החברה הינו נמוך בהשוואה ענפית, באופן המגדיל את הרגישות לביצועי כל אחד מנכסיה ועשוי ליצור תנודתיות גדולה בהכנסות, עקב פגיעה באחד הנכסים. הנכס המרכזי של החברה, הממוקם ברעננה מניב כ- 22% מה NOI השנתי, כמו כן, שלושת נכסי החברה ברעננה, ירושלים ונתניה מניבים יחדיו כ- 54% מה NOI השנתי. יצוין כי, בכוננת החברה להגדיל את מצבת הנכסים המניבים בשנה הקרובה, באופן שיביא לשיפור בפיזור והיקף הפעילות.



#### חברה בצמיחה בעלת ותק פעילות קצר יחסית לעומת חברות מדורגות אחרות אשר טרם התמודדה עם מחזור עסקים שלילי מהותי

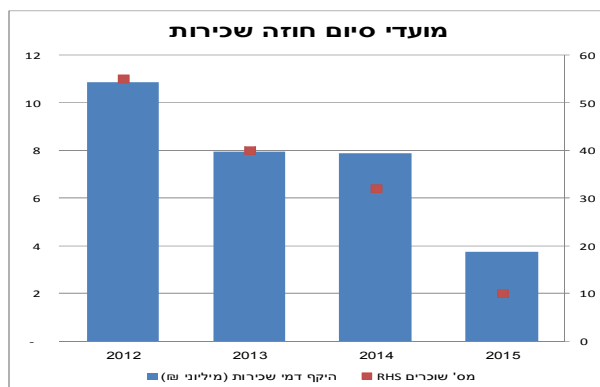
כפי שצויין, החברה הוקמה ב 2007 ומאז נמצאת בשלבי צמיחה וגדילה מהירה. לפיכך, לחברה ותק פעילות קצר יחסית בהשוואה לחברות מדורגות אחרות וטרם ניתן היה לבחון את התמודדותה עם משבר מהותי בשוק המקומי, וכן את יכולתה לבצע פעולות של השקרת שטחים נרחבים, מימוש נכסים וגיוס חוב אג"ח. מנגד, יצוין כי גורם הממתן סיכון זה, הינו

שלמנהלי החברה ניסיון נרחב בתחום הנדל"ן וכן בניהול פיננסי, ובשנות קיומה של החברה, ובתוכן אף המשבר הפיננסי של 2008-2009, היא נהנתה והוכיחה נגישות נרחבת להנפקות הון ולמקורות אשראי ואף השכילה לשמור על שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים בנכסים.

**תלות במספר שוכרים מרכזיים וסיום הסכמי שכירות רבים בשנה הקרוב, עם זאת, החברה חתמה על מספר חוזי המשך ובמו"מ עם שוכרים נוספים**

שני נכסים מרכזיים של החברה מושכרים במלואם לשוכר יחיד, שני שוכרים אלה מהותיים מאד והינם אחראים יחדיו על כ- 30% מה - NOI. מצב זה יוצר תלות מהותית של החברה בשוכרים הנ"ל, במידה ויעזבו, הכנסות החברה ושיעורי התפוסה יפגעו משמעותית. כמו כן בשנה הקרובה באים לסיימום מעל 55 חוזי שכירות שונים, עם שווי הכנסות שנתי של מעל 10 מיליון ₪. מצב זה, של סיום מספר רב של חוזי שכירות בו זמנית ותלות במספר שוכרים מהותיים, מחזק את הסיכון הגלום בחברה.

עם זאת, יש לציין כי השוכרים המהותיים שהוזכרו, הינם חברות בעלות מוניטין רב בשוק המקומי אשר חתומות על חוזים ארוכי טווח וביצעו השקעה נרחבת בנכסים, מה שמחזק את מחויבותם לחוזה וכן להארכתו. כמו כן, פעלה החברה על מנת לצמצם נוכחות שוכר אחד ע"י התקשרות בחודש מאי 2012 בחוזה שכירות ארוך טווח עם שוכר ממשלתי בכ- 40% מהשטח המושכר לו. בהתמודדות מול סיום חוזי השכירות הרבים, החברה כבר חתמה עד כה עם כ- 35 שוכרים על הארכת חוזה השכירות ונמצאת במו"מ עם שוכרים נוספים. רוב החוזים שמסתיימים הינם של חברות קטנות ומתייחסים לשטחים קטנים, בנכסים בעלי ביקוש רב, החברה אף רואה בזאת הזדמנות להשבחת הנכסים מאחר ומחיר השכירות למ"ר עלה בשנים האחרונות.



**סיכונים פיננסיים**

**מדיניות חלוקת דיבידנד נרחבת, מחויבות לחלוקת דיבידנד גבוה עקב היותה "ריט"**

מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה הינה נרחבת מאד ועומדת על כלל ההכנסה החייבת, בפועל, מחלקת החברה מעבר למחויבות על פי חוק, סכומים העומדים על כ- 90% מה FFO השנתי כדיבידנד. עקב חלוקה זו, לחברה אפשרות מצומצמת לחזק עצמאית את ההון עצמי ולשפר את נזילותה. תהליך זה משפיע לרעה על פרופיל הסיכון של החברה. יחד עם זאת, החברה מחויבת על פי חוק לחלק 90% מההכנסה החייבת שלה ומאחר והכנסה זו לצורכי מס הינה שלילית (עקב הוצאות פחת מהותיות על נכסים שרכשה ואף תגדל עקב רכישת נכסים נוספים), קיימת לחברה גמישות בעניין זה ובעת הצורך תוכל להגדיל את היקף הנזילות כתוצאה מצבירת הון מרווחיה השוטפים.



### **גמישות פיננסית ונזילות נמוכה**

נכון ליום 31.03.2012 כל נכסי החברה משועבדים במלואם בהלוואות עם LTV מקסימאלי (60%), כך שאין לחברה אפשרות להגדלת היקף ההלוואות כנגד הנכסים המניבים הקיימים באופן משמעותי ובסה"כ כיום (עד לרכישת נכסים נוספים ו/או ביצוע הנפקת הון). החברה רשאית להגדיל את החוב הפיננסי בהיקף של כ-30 מיליון ₪ (יש לציין, כי למועד דוח דירוג זה, לחברה יתרת נזילות בהיקף של כ-90 מיליון ₪). בהתחשב בכך, הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה מאד והיא תלויה בגיוסי הון ורכישת נכסים עם חוב, על מנת להמשיך ולהתפתח. במסגרת הדירוג נלקחה בחשבון העובדה כי החברה יכולה להימנע מתשלום דיבידנד בשנה-שנתיים הקרובות (כפי שצוין לעיל), גורם התורם לגמישות הפיננסית שלה במידת מה. כמו כן, הדירוג ניתן בהנחה של שמירת יחס נכסים בלתי משועבדים ו/או משועבדים לטובת האג"ח של 1.2 אל מול יתרת האג"ח.

כמו כן, מדיניות החברה אינה כוללת, בדרך כלל, שמירת היקפים ניכרים של יתרות נזילות. ככל שעומס פירעונות האג"ח של החברה יגדל, מידרוג מצפה כי החברה תיערך מבעוד מועד עם מקורות הדרושים לפירעון האג"ח.

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג**

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ושיפור בפיזור בנכסי החברה בהתאם לאסטרטגיה שהוצגה למידרוג, תוך שמירה על יחסי הכיסוי הנוכחיים
- חיזוק הגמישות הפיננסי, ורמת הנזילות של החברה
- הקטנה משמעותית של היקף חלוקת הדיבידנד ביחס ל- FFO

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג**

- פגיעה בתזרים ה- FFO של החברה ויחסי הכיסוי
- אי עמידה בהגדרת החברה כקרן "ריט"
- פגיעה בשיעורי התפוסה והתדרדרות מצבת הנכסים המניבים
- אי שמירת יחס נכסים בלתי משועבדים ו/או משועבדים לטובת האג"ח של 1.2, אל מול יתרת האג"ח

**דוחות מתודולוגיים:**

---

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

תאריך הדוח 03 ביוני 2012

**מושגי יסוד:**

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

|   |            |                       |
|---|------------|-----------------------|
| 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 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© 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](http://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 צריכה 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.