



ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

מעקב 1 נובמבר 2011

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

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

1

ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	------	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa2 באופק יציב לסדרת אג"ח א' שבמחזור של חברת ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ (להלן: "שיר נדל"ן", "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 30.6.11 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ב האג"ח 30.6.11 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2015	114,945	מדד	8.25%	101,982	אוק-07	1107515	אג"ח א'

* לאחר תאריך המאזן החברה פרעה כ-20 מיליון ₪ ע.ב. מאג"ח א'

הדירוג נתמך, בין היתר, בהיותה של החברה חלק אינטגרלי מקבוצת שלמה בישראל, התומכת בפעילות החברה, כך שפעילות החברה בישראל משרתת את פעילות קבוצת שלמה וכן מאפשרת לחברה גמישות פיננסית על ידי תמיכה במתן קו אשראי, זאת על אף שהאמור יוצר תלות מסוימת בקבוצת שלמה; החברה השלימה את בניית ואכלוס פרויקט הייזום המרכזי- המרכז הלוגיסטי בצריפין, אשר מושכר לטווח ארוך לחברות מקבוצת שלמה וצפוי לסייע לחברה לייצר לראשונה תזרים פרמננטי חיובי; הנכסים המניבים מושכרים בתפוסה גבוהה.

מנגד, לאחרונה החברה החלה להרחיב את תחומי פעילותה למגזר המלונאות בגרמניה והולנד, באופן אשר צפוי להביא לשחיקה ביחסי האיתנות. להערכת מידרוג, על אף שהכניסה לתחום הנ"ל צפויה להביא לשיפור בהיקף ופיזור הפעילות, יתכן והשקעות אלו ישפיעו לשלילה על פרופיל הסיכון, בשל העדר ניסיון החברה בתחום אשר מאופיין בתשומות ניהול רבות וכן תנודתיות בתזרים, הנובע מפעילות מלונאית, בשל הסיכונים האינהרנטיים בענף, בייחוד בהתחשב בכך שהחברה מתכננת לרכוש גם נכסים הדורשים בנייה ופיתוח; תיק הנכסים המניבים של החברה, בשלב זה, עודנו מצומצם וריכוזי יחסית, כאשר חלק ניכר מהערך הגלום בחברה נובע מהנכס בצריפין; ניצול מסגרות אשראי לצורך השקעה בפעילות המלונאית פגם בגמישות הפיננסית של החברה אשר צפויה להמשיך ולהישחק; כ- 23 מיליון ₪ מהמאזן מיוחסים לקרקעות במזרח אירופה, כגון רומניה, גרזיה וצ'כיה, אשר טרם התאוששו מהמשבר הכלכלי וקיים ספק באשר ליכולת להפיק תזרים מזומנים מקרקעות אלו בטווח הקצר-בינוני.

פירוט גורמי מפתח

היקף ופיזור מצבת הנכסים המניבים אינם בולטים לטובה, למרות גידול משמעותי ב-NOI הצפוי בעיקר בשל אכלוס המתחם הלוגיסטי בצריפין; הנכסים מושכרים בתפוסה גבוהה מאוד על אף תלות בשוכרים מקבוצת שלמה

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה מצבת נכסים מניבים של כ- 7 נכסים, הממוקמים בעיקר באזורי תעשייה, בערים במרכז הארץ, המושכרים בתפוסה כמעט מלאה לטווח ארוך ואשר צפויים להניב NOI שנתי של למעלה מכ-25 מיליון ₪ בשנת 2012, לעומת כ-9 מיליון ₪ במחצית הראשונה של 2011 וכ-7 מיליון ₪ בשנת 2010. מרבית הגידול הנ"ל מיוחס להשלמת בניית ואכלוס המתחם הלוגיסטי בצריפין, המושכר במלואו לחברות מקבוצת שלמה, אשר אחראי על כ-73% מה-NOI הצפוי, באופן היוצר לחברה תלות בנכס. לחברה קיימת גם תלות בשוכרים מקבוצת שלמה אשר שוכרים את מרבית השטחים. יצוין, כי מדובר בהסכמי שכירות לטווח ארוך במרבית הנכסים.



מידרוג תבחן את ההשלכות של הרחבת פעילות החברה בתחום המלונאות במערב אירופה על פרופיל הסיכון, בייחוד לאור היקף ההשקעות הצפויות בתחום וכוונת החברה לרכוש גם נכסים לייזום והסבה

נכון למועד דוח דירוג זה, החברה השלימה את רכישת מחצית הזכויות ב-5 מלונות בגרמניה, 30% מבניין להסבה לשטחי מלונאות, מסחר ומשרדים בלייפציג-גרמניה ו-25% מבניין משרדים ואחסון, בתהליכי הסבה למלון באמסטרדם, הולנד. ההון העצמי ששולם בגין רכישות אלו ע"י החברה עד ליום זה עומד על כ-50 מיליון ש"ח, יתרת עלות המלונות מומנה באמצעות הלוואות בנקאיות. החברה בוחנת את רכישתם של מלונות נוספים בשנים הבאות. יציין, כי הפעילות המלונאית מוצגת בדוחות הכספיים על פי שיטת השווי המאזני, אשר אינה משקפת את החוב שנקח ברמת חברות הנכס. להערכת מידרוג, המינוף (בהתחשב בחוב בחברות הנכס) צפוי לגדול באופן משמעותי, בייחוד במידה והעסקאות שנבחנו יושלמו והמלונות בפיתוח ייבנו. מנגד, הפעילות הנ"ל משפרת את פיזור והיקף הפעילות של החברה, לרבות למדינות יציבות, כגון גרמניה והולנד ואף תורמת להקטנת התלות בנכס בצריפין. אולם, לאור העדר ניסיון קודם של החברה בתחום, התלות האפשרית בשותפים במלונות, אשר הינם בעלי ניסיון רב יותר בתחום (בשלב זה, הניהול יעשה באמצעות חברות חיצוניות, המצויות בבעלות חלקית של השותף והתפעול יתבצע במשותף בין החברה לשותף) ולאור התנדויות המאפיינת פעילות זו, מידרוג תבחן את השפעות ההשקעות הנ"ל על פרופיל הסיכון. יציין, כי להערכת מידרוג, הסיכון האינהרנטי הגבוה המיוחס לפעילות כגון זו (בייחוד למלונות בייזום), מתמתן לאור מספר מנגנונים שהוכנסו להסכמי הרכישה, לרבות, מודל waterfall להחזר הון ל.ש.י.ר ולבנקים המממנים ביחס לחברת הניהול, אופציית Put למכירת חלק מהמלונות לשותף, דחיית חלק מהתשלום לרכישת המלונות כבטוחה לתשואה המועדפת של ש.י.ר, ערבויות אישיות של השותף באותם נכסים, שנרכשו ללא הון עצמי, אך בערבות ש.י.ר נדל"ן וכדומה. יציין, כי יכולת החברה לייצר תזרים פרמננטי משמעותי ביחסי כסיו טובים, נשענת גם על עמידת החברה בצפיות לתזרימים הצפויים מתחום המלונאות.

3

חלק מערך החברה מיוחס לקרקעות לא מניבות, הממוקמות בחלק במזרח אירופה

יציין, כי בנוסף לנכסים שתוארו לעיל, חלק מערך החברה מיוחס למספר קרקעות, הן בישראל והן במדינות מזרח אירופה (רומניה, גרזיה וצ'כיה). קרקעות אלו רשומות בספרי החברה לפי שווי של כ-49 מיליון ש"ח (כ-23 מיליון ש"ח בגין קרקעות במזרח אירופה) בנטרול זכויות בנייה לא מנוצלות בנכסים המניבים. במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחיש של ירידת ערך בגין המקרקעין במזרח אירופה.

יתרת מזומנים נמוכה ביחס ללוח הסילוקין של החברה; גמישות פיננסית סבירה בעיקר בשל מסגרות אשראי לא מנוצלות הצפויה להישחק באופן משמעותי ללא גיוס חוב נוסף

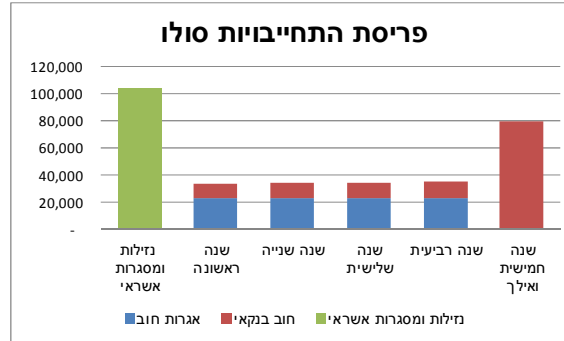
נכון ליום 30 ביוני 2011, לחברה יתרת נזילות של כ-19 מיליון ש"ח בלבד. לחברה פירעון קרן אג"ח שנתי עד לשנת 2015 של כ-23 מיליון ש"ח (הסכום לשנת 2011 נפרע לאחר תאריך המאזן). בנוסף, בשל מסגרת אשראי שנוצלה עד למועד דוח דירוג זה, החברה צפויה לפירעון קרן שנתי של כ-12-11 מיליון ש"ח. מלבד האמור, בגין ההלוואות של חברות הנכס המחזיקות במלונות, ישנה אמורטיזציה שנתי של כ-5% מגובה ההלוואה (כ-6 מיליון ש"ח חלק חברה בגין מצבת ההלוואות הקיימת למלונות שנרכשו עד כה - סכום זה צפוי לגדול בעתיד).

ככוונת החברה לפרוע את התחייבויותיה הפיננסיות מתוך התזרים הצפוי מהנכסים בישראל והמלונות במערב אירופה, מימוש שטחים להשכרה במערב אירופה שאינם בתחום המלונאות (נרכשו כחלק מעסקאות הרכישה) וניצול מסגרות



מידרוג

אשראי בהיקף של כ-85 מיליון ₪ מבנק הפועלים ובעל השליטה. אולם, להערכת מידרוג, במידה והחברה תשלים את תוכניתיה להשקעות נוספות במגזר המלונות במערב אירופה, הגמישות הפיננסית תשחק באופן משמעותי וסביר כי החברה תידרש למקורות מימון נוספים לצורך מימון הרחבת הפעילות. לפיכך, לאור תוכנית החברה, להערכת מידרוג הנזילות והגמישות הפיננסית אינן בולטות לטובה.



התפתחות התוצאות הכספיות

ש.ר. שלמה נדל"ן בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.11 (אלפי ₪):

31.12.2009	30.06.2010	31.12.2010	30.06.2011	אלפי ש"ח
9,131	2,823	6,993	9,263	NOI
1,633	14,841	28,193	-2,008	עליית שווי הוגן נדל"ן להשקעה
4,890	684	3,176	8,253	EBITDA בנטרול שערורים
54%	24%	39%	81%	שיעור רווח תפעולי בנטרול שערורים מהכנסות
11,603	8,295	18,376	11,722	הוצאות מימון, נטו
-814	6,636	10,423	-4,772	רווח (הפסד) נקי
130,804	157,768	201,091	240,026	חוב פיננסי
46,014	19,581	7,162	18,766	יתרות נדילות
84,790	138,187	193,929	221,260	חוב פיננסי נטו
162,279	169,243	173,173	167,841	הון עצמי זכויות מיעוט
310,349	362,171	410,258	456,053	סך מאזן
300,437	334,631	382,588	415,354	CAP
254,423	315,050	375,426	396,588	CAP נטו
-3,871	-3,681	-7,331	-239	FFO
52%	47%	42%	37%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
44%	47%	53%	58%	חוב ל-CAP
33%	44%	52%	56%	חוב נטו ל-CAP נטו
17.3	101.0	61.1	13.4	חוב פיננסי, נטו ל-EBITDA בנטרול שערורים*
0.4	0.1	0.2	0.7	EBITDA להוצאות מימון, נטו

* בגילום שנתי

אופק הדירוג

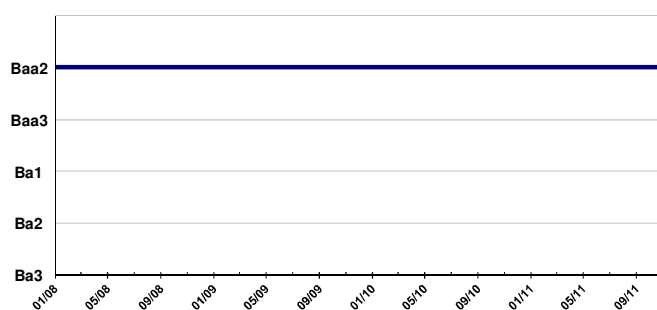
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- גידול בפיזור והיקף ההכנסות בעקבות הרחבת הפעילות במידה ניכרת, ללא פגיעה בפרופיל הסיכון ויצירת תזרים פרמננטי ויציב, תוך הגדלת הנזילות באופן משמעותי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה לתזרים הצפוי מהפעילות המלונאית
- אי יצירת תזרים פרמננטי ביחסי כיסוי ההולמים את רמת הדירוג בד בבד עם שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות
- פגיעה משמעותית בנזילות החברה והרעה בגמישות הפיננסית,

היסטוריית דירוג



5

אודות החברה

ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ פועלת כזרוע נדל"ן של קבוצת שלמה. פעילות זו כוללת תפעול וייזום של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל המשמעותי מביניהם הינו המרכז הלוגיסטי בצרפין. כמו כן, בשנת 2011 החברה הרחיבה את פעילותה לתחום המלונאות במערב אירופה. החברה מוחזקת בבעלות מלאה על ידי ש.י.ר. - יוא רכב בע"מ, חברה בבעלות ובשליטה מלאות של מר שלמה שמלצר ועתליה שמלצר.

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 מעקב אוקטובר 2010

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 ברטוב בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</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

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד 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 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 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. דירוגי 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 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.