



# ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג ו יולי 2012

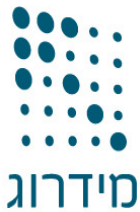
1

**מחבר:**

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)



## 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"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להרחבת הסדרה במחזור בהיקף של עד 70 מיליון ₪ ע.ג. (כ-80 מיליון ₪ במונחי חוב כולל הצמדה) תמורת ההנפקה תשמש הן לפירעון חובות והן לפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 08.07.2012. 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 האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח בספרים 31.3.12 (אלפי ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1107515	אוק-07	8.25%	מדד	93,234	2012-2015

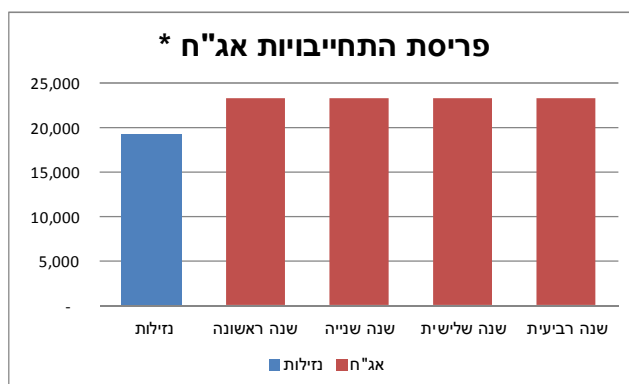
**הדירוג נתמך**, בין היתר, בהיותה של החברה חלק אינטגרלי מקבוצת שלמה שמלצר בישראל, התומכת בפעילות החברה, כך שנכסי החברה בישראל מושכרים לשוכרים מקבוצת שלמה וכן מאפשרת לחברה גמישות פיננסית על ידי תמיכה במתן קו אשראי, זאת על אף שהאמור יוצר תלות מסוימת בקבוצת שלמה; החברה השלימה את בניית ואכלוס פרויקט הייזום המרכזי- המרכז הלוגיסטי בצריפין, אשר מושכר לטווח ארוך לחברות מקבוצת שלמה ואשר סייע לחברה לייצר לראשונה תזרים פרמננטי חיובי; שיפור בתזרים מהנכסים המניבים בישראל המושכרים בתפוסה מלאה. בהקשר זה יצוין, כי במהלך השנה האחרונה, החברה פעלה להשבחת ערכם של הנכסים בישראל, הן באמצעות פעולות שנקטו להגדלת זכויות הבנייה הלא מנוצלות והן באמצעות פעולות שנקטו לצורך שיפור נראות התזרים העתידי; בגין הרחבת הפעילות למערב אירופה, (ראה להלן), חל שיפור משמעותי בפיזור והיקף הפעילות באופן המקטין את תלות החברה בנכס בצריפין, בשוכרים מקבוצת שלמה שמלצר ובפעילות בתוך מדינת ישראל בלבד. אף על פי כן, גם בהתחשב בפעילות המלונאית במערב אירופה אשר אינה באה לידי ביטוי באופן מלא (מכיוון שהפעילות מוצגת לפי שיטת השווי המאזני) בדוחות הכספיים, היקף פעילות החברה עדיין אינו בולט לטובה ביחס לחברות מדורגות בענף. מנגד, מאז שנת 2010 ובשל ההשקעות ברכישת והקמת מלונות במערב אירופה, חלה שחיקה ביחסי האיתנות של החברה, אף על פי שהנ"ל עדיין טובים ביחס לדירוג. בהקשר זה יש לציין כי במסגרת שיקולי הדירוג מידרוג מתחשבת גם במינוף הנובע מחלק החברה בחוב בגין הפעילות המלונאית ואשר אינו משתקף בדוחות הכספיים (הפעילות המלונאית מוצגת לפי שיטת השווי המאזני); ניצול מסגרות האשראי הבנקאית לצורך השקעה בפעילות המלונאית פגם בגמישות הפיננסית של החברה למרות שלהערכת החברה ובהתאם ל-LTV בין הנכסים המשועבדים להיקף המסגרת, ביכולתה להגדיל את מסגרת האשראי מחדש במידת הצורך. כמו כן, לחברה ישנה מסגרת אשראי לא חתומה מול בעל השליטה אשר נוצלה בעבר; כ- 21 מיליון ₪ מהמאזן מיוחסים לקרקעות במזרח אירופה, כגון רומניה, גרוזיה וצ'כיה, אשר טרם התאוששו מהמשבר הכלכלי וקיים ספק באשר ליכולת להפיק תזרים מזומנים מקרקעות אלו בטווח הקצר-בינוני.

להערכת מידרוג, לעומת ההשפעה השלילית על פרופיל הסיכון, הנובעת מגידול במינוף בגין הפעילות המלונאית, קיימת השפעה חיובית מגיוון וצמיחת היקף המקורות לשירות החוב; להערכת מידרוג, למרות שתחום המלונאות עלול להיות



מאופיין בתנודתיות, בעיקר בתקופות משבר, מתווה רכישת הנכסים מקטין במידה מסוימת את הסיכון המיוחס לפעילות מסוג זו. כך למשל, מרבית הנכסים נרכשו במחיר הנמוך משווים ההוגן בהתאם להערכות שמאי, בחלק מהנכסים החברה נהנית מקדימות במפל התשלומים ביחס לשותפים אשר מהווה מעין תשואה מובטחת לחברה, החברה רכשה חלק מהנכסים במתן ערבות בלבד וללא השקעת הון עצמי, התשלום לחברת ניהול המלונות הינו נדחה ביחס לשירות החוב הבנקאי והמלונות נרכשו בפיזור סביר, תוך ניצול יתרון לגודל וסינרגיה פנימית. יתרה מכך, מידרוג מציינת לחיוב את האופן המהיר בו החברה פעלה להסבה ובנייה של המלונות, אשר נרכשו עם אלמנט של פיתוח/הרחבה, כך שעד לסוף שנת 2012 כ-2,000 מתוך כ-2,400 חדרי המלון בפורטפוליו שנרכשו צפויים להתחיל לייצר הכנסה, כאשר יתר החדרים צפויים להתחיל לייצר הכנסות במהלך 2013-2014. אף על פי כן, ה-track record הקצר יחסית של הפעילות הנ"ל במסגרת החברה, השפיע לשלילה על הדירוג. ככל שניסיון החברה בתחום הנ"ל יגדל ותוצאות הפעילות יתאמו לתחזיות החברה, פרופיל הסיכון עשוי להשתפר.

### להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח המעקב מחדש נובמבר 2011<sup>1</sup>



\* יש לציין כי בנוסף לנזילות הנ"ל לחברה מסגרת אשראי לא חתומה (אך שנוצלה בעבר) בהיקף של כ-50 מיליון ש"ח מול בעל השליטה מר שלמה שמלצר

<sup>1</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים דוח כספי מאוחד (הפעילות המלוואית באקוויטי):**

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.03.2012	אירועים לאחר תאריך מאזן ***	אלפי ש"ח
9,131	6,993	21,842	6,707		NOI
1,633	28,193	23,290	-600		עליית שווי הגון נדל"ן להשקעה
4,890	3,176	17,325	4,390		EBITDA בנטרול שערזכים
-814	10,423	14,312	1,141		רווח (הפסד) נקי
<b>130,804</b>	<b>201,091</b>	<b>282,861</b>	<b>280,176</b>	<b>294,176</b>	<b>חוב פיננסי</b>
<b>46,014</b>	<b>7,162</b>	<b>8,459</b>	<b>18,513</b>	<b>19,263</b>	<b>יתרות נזילות</b>
<b>84,790</b>	<b>193,929</b>	<b>274,402</b>	<b>261,663</b>	<b>274,913</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
162,279	173,173	185,682	186,637	186,637	הון עצמי וזכויות מיעוט
310,349	410,258	525,674	525,230	539,230	סך מאזן
300,437	382,588	483,348	482,098	496,098	CAP
254,423	375,426	474,889	463,585	476,835	CAP נטו
-	36,430	86,365	90,069	102,269	השקעה במוחזקות (מלוונות) ***
255,411	355,383	406,036	412,137	413,187	נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע **
<b>-3,871</b>	<b>-7,331</b>	<b>4,122</b>	<b>2,132</b>	<b>11,713</b>	<b>FFO</b>
<b>52%</b>	<b>42%</b>	<b>35%</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>	<b>הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן</b>
<b>44%</b>	<b>53%</b>	<b>59%</b>	<b>58%</b>	<b>59%</b>	<b>חוב ל - CAP</b>
<b>33%</b>	<b>52%</b>	<b>58%</b>	<b>56%</b>	<b>58%</b>	<b>חוב נטו, ל - CAP נטו</b>
שלילי	שלילי	69	33	25	חוב פיננסי ל - FFO *
שלילי	שלילי	67	31	23	חוב פיננסי נטו ל - FFO *
17.3	61.1	15.8	14.9		חוב פיננסי נטו ל - EBITDA *
<b>0.4</b>	<b>0.2</b>	<b>1.0</b>	<b>2.1</b>		<b>EBITDA להוצאות מימון, נטו</b>

\* בגילום שנתי \*\* כולל תשלום נוסף בגין רכישת קומה במגדלי הארבעה, השקעות נוספות במלונות בגרמניה והולנד, ניצול מסגרת אשראי מבנק הפועלים והחזר כספים מהמלונות \*\*\* בשנת 2010 ההשקעה במוחזקות מיוחסת להשקעה בחברת אוברסיס (שמומשה לאחר מכן). החברה החלה בפעילות המלוואית במערב אירופה בשנת 2011.

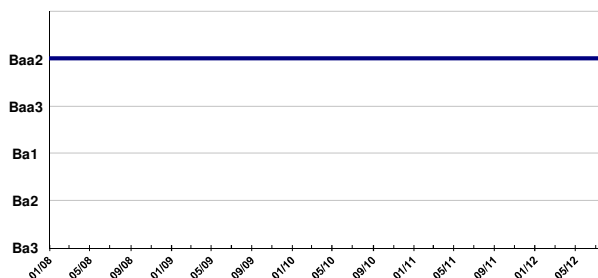
**אופק הדירוג**

**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

- הטמעת הפעילות במערב אירופה תוך שימור הפעילות בישראל בהתאם לתחזיות החברה ושמירה על רמת מינוף סבירה
- שיפור בהיקף הנזילות והגמישות הפיננסית

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

- חריגה משמעותית לשלילה מתחזיות החברה לתזרים הצפוי מהפעילות המלוואית
- אי יצירת תזרים פרמננטי ביחסי כסויי ההולמים את רמת הדירוג בד בבד עם שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות
- פגיעה משמעותית בנזילות החברה



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, כאשר המשמעותי מביניהם הינו המרכז הלוגיסטי בצריפין. כמו כן, בשנת 2011 החברה הרחיבה את פעילותה לתחום המלונאות במערב אירופה. החברה מוחזקת בבעלות מלאה על ידי ש.י.ר - יבוא 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](http://www.Midroog.co.il)

דוח קודם: דוח מעקב נובמבר 2011

תאריך דוח: 8 ביולי 2012

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 (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 ממחזקות 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](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. 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.