



# ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג ו דצמבר 2013

1

## מחברים:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

גבריאל דרנוב, אנליסט  
[gabrieled@midroog.co.il](mailto:gabrieled@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

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1, באופק דירוג יציב לסדרת אג"ח א' וסדרת אג"ח ב' שבמחזור של חברת ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ (להלן: "שיר נדל"ן", "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה בהיקף של עד 110 מיליון ₪ ע.ג. תמורת ההנפקה תשמש לרכישת נכס נדל"ן להשקעה המיועד לתעשייה המצוי במרכז הארץ.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 25.12.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	*יתרת אג"ח בספרים 30.09.13 (אלפי ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1107515	אוק-07	8.25%	מדד	72,418	2013-2015
אג"ח ב'	1129436	יול-13	4.90%	מדד	159,644	2016-2020
					232,062	

\* באוקטובר החברה פרעה כ-24.3 מיליון ₪ ע.ג של אגרות החוב (סדרה א'). נכון למועד הדוח יתרת אג"ח א' הינה כ-48.3 מיליון ₪

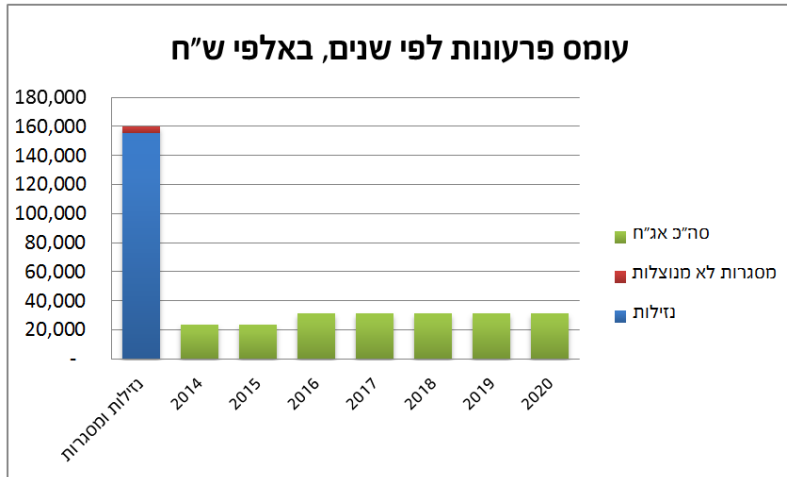
**הדירוג ואופק הדירוג נסמכים**, בין היתר, על המשך התפתחות הפעילות המלוונאית של החברה בגרמניה, ותחילת הפקת הכנסה ממרבית המלוונות, באופן התורם להכנסות החברה ולהיקף התזרים לצורך שירות החוב; במהלך שנת 2014 החברה צפויה להתחיל את הפעלת המלון המרכזי, המצוי בהקמה, כך שלמעט הרחבת מלוונות פעילים, כלל המלוונות צפויים להפיק הכנסה כבר בטווח הקצר. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את מימוש אחזקת החברה במלוונות באמסטרדם ורכישת חלק השותפים במלון בפרנקפורט, תוך הקטנת החשיפה היזמית הנובעת מהפרויקט באמסטרדם, אשר השלמת בנייתו צפויה רק בעוד מספר שנים; שיתוף פעולה עם רשתות בתי מלון בין לאומיות, לשימוש במותגיהן ומערכות השיווק שלהן. כגון, הולידיי אין ולאחרונה גם רשת Wyndham, צפוי לקדם את עסקי המלוונות של החברה. החברה קיבלה מענקי שימוש מרשות אלה עבור חלק מהמלוונות וצפויה לקבל מענקים נוספים בשנת 2014; במספר נכסי החברה בגרמניה נחתם הסכם שכירות לטווח ארוך עם החברה המתפעלת נכסים אחרים במדינה, כך שלמעשה, משנה החברה את אופי החזקתה באותם נכסים להחזקה מניבה עם שוכרים לטווח ארוך. הסכם זה משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה; יציבות מצבת הנכסים המניבים בישראל, המושכרים בעיקר לחברות מקבוצת שלמה שמלצר, בעל השליטה בחברה; מח"מ ארוך של מועדי סיום חוזים ושיעורי תפוסה גבוהים (כ-99%). בנוסף, בימים אלו החברה מקימה נכס נוסף באזור אשקלון, לאחר חתימה על חוזה שכירות ארוך טווח, אשר צפוי להוסיף גם הוא לתזרים החברה מישראל; נזילות גבוהה ביחס ללוח הסיילוקין, הפרוס בצורה נוחה יחסית. אף על פי כן, להערכת מידרוג, הנזילות צפויה לקטון בטווח הקצר, בשל השקעות הון עצמי במספר פרויקטים; צמיחה בהון העצמי, כאשר, להערכת מידרוג, ייתכן וקיים שווי כלכלי נוסף להון העצמי החשבונאי בחלק מהמלוונות הרשומים בדוחות כרכוש קבוע לפי בסיס עלות. בשל האמור, יחסי האיתנות בולטים לטובה לרמת הדירוג, הן בדוח המאוחד של החברה, הכולל את הפעילות המלוונאית כחברה מוחזקת, והן בנייתוח הפעילות המלוונאית על בסיס של איחוד יחסי. מנגד, הדירוג מביא בחשבון את ריכוזיות פעילות החברה בישראל, החשופה משמעותית לשוכרים מקבוצת שלמה שמלצר ואת חשיפת החברה לתחום המלוונות בגרמניה



(אף על פי שמדובר בעיקר במלונות הפונים לתיירות עסקית ולא לתיירות Leisure); פעילות החברה בגרמניה קיימת תקופה קצרה יחסית, וחלק מהמלונות טרם הפיקו הכנסה במשך שנה מלאה; העדר נכסים מניבים משמעותיים חופשיים משעבוד, אף על פי שישנם מספר נכסים המשועבדים ב-LTV נמוך.

יצוין כי, הדירוג מביא בחשבון את כוונת החברה להשתמש בתמורת ההנפקה ובנזילות הקיימת לצורך מימון רכישת נכס אשר צפוי להניב דמי שכירות יציבים למשך מספר שנים תמורת כ-120 מיליון ₪. הנכס משתרע על קרקע משמעותית. אולם, המח"מ של הסכמי השכירות אינו ארוך וקיימת סבירות גבוהה כי לאחר מספר שנים לא יחודשו הסכמי השכירות הקיימים. לאחר מכן, החברה מניחה כי בשלב מסוים לאור הפיתוח הצפוי בסביבת הנכס, ניתן יהיה לפתח נכס מניב משמעותי על שטח הנכס.

מחד, מידרוג מציינת לחיוב כי הנכס יביא לפיזור וגיוון בפעילות החברה ויתרום לתזרים הפרמננטי בשנים הראשונות. מאידך, בשל האפשרות לקיטון בתזרים הפרמננטי, לכל הפחות בתקופת הביניים, בין סיום הסכמי השכירות ועד לפיתוח הנכס והסביבה, ובמסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג מתחשבת גם בהיבט היזמי המיוחס לנכס.



### ש.ר. שלמה נדל"ן בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.9.2013	אלפי ש"ח
9,131	6,993	21,842	29,093	25,651	NOI
1,633	28,193	23,290	5,223	-1,402	שינוי שווי הוגן נדל"ן להשקעה
4,890	2,677	15,807	21,205	21,036	EBITDA בנטרול שערוכים
-814	10,423	14,312	11,138	10,877	רווח (הפסד) נקי
130,804	201,091	282,861	309,558	569,108	חוב פיננסי כולל חוב לבעל השליטה
46,014	7,162	8,459	10,231	155,474	יתרות נדילות
84,790	193,929	274,402	299,327	413,634	חוב פיננסי נטו
162,279	173,173	185,682	192,888	242,787	הון עצמי זכויות מיעוט
310,349	410,258	525,674	560,777	907,140	סך מאזן
300,437	382,588	483,348	521,277	834,769	CAP
254,423	375,426	474,889	511,046	679,295	CAP נטו
255,411	355,383	406,218	428,746	551,889	נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע (מלוונות באיחוד מלא)
-	36,430	86,365	113,871	153,294	מוחזקות (פעילות מלוונות)
-3,871	-7,331	5,110	11,495	37,771	FFO מותאם-תזרים ממוחזקות*
-3,871	-7,331	2,641	7,591	10,250	FFO
52.3%	42.2%	35.3%	34.4%	26.8%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
43.5%	52.6%	58.5%	59.4%	68.2%	חוב ל - CAP
33.3%	51.7%	57.8%	58.6%	60.9%	חוב נטו, ל - CAP נטו
שלילי	שלילי	55	27	11	חוב פיננסי ל - FFO כולל תזרים ממוחזקות
שלילי	שלילי	54	26	8	חוב פיננסי נטו ל - FFO כולל תזרים ממוחזקות
שלילי	שלילי	107	41	42	חוב פיננסי ל - FFO
שלילי	שלילי	104	39	30	חוב פיננסי נטו ל - FFO
17.3	72.4	17.4	14.1	14.7	חוב פיננסי, נטו ל - EBITDA בנטרול שערוכים
0.6	0.2	1.3	1.2	2.4	EBITDA התשלומי ריבית, נטו

\* תזרים ממוחזקות כולל גם החזר הלוואות בעלים שניתנו ע"י החברה לש.ר. מלוונות, המחזיקה בכספי מלוונות אשר אינם מאוחדים במסגרת הדוחות הכספיים

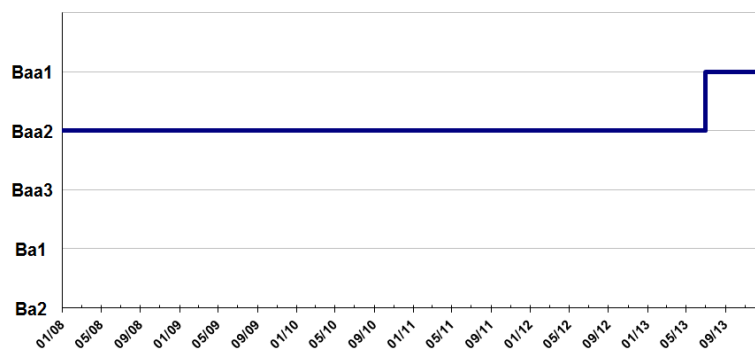
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- המשך הטמעת הפעילות במערב אירופה תוך שימור הפעילות בישראל בהתאם לתחזיות החברה ושמירה על רמת מינוף סבירה
- שיפור בהיקף הנזילות והגמישות הפיננסית לאורך זמן
- שיפור והתייצבות של יחסי הכיסוי לאורך זמן

**גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג**

- חריגה משמעותית לשלילה מתחזיות החברה לתזרים הצפוי מהפעילות המלוונאית
- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי בד בבד עם שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות
- פגיעה משמעותית בנזילות החברה

**היסטוריית דירוג**



ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ פועלת כזרוע נדל"ן של קבוצת שלמה. פעילות זו כוללת תפעול וייזום של נכסים מניבים בישראל ובחול, 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. מר שמלצר מהווה דמות מפתח בעסקי החברה ומעורב אישית בפעילותה.

### 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: יולי 2013

תאריך דוח: 25 דצמבר 2013

מושגי יסוד

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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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 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.



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") 2013.

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 לסיכוני 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 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.