



ויתניה בע"מ

מעקב שנתי | ספטמבר 2011

1

מחבר:

שי פילר, אנליסט

shayf@midroog.co.il

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

ויתניה בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A3	דירוג סדרות (Issue)
-------------------	-----------	---------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרות האג"ח של חברת ויתניה בע"מ (להלן: "החברה") מדירוג A2 באופק יציב לדירוג A3 באופק יציב

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	יתרת אג"ח בספרים 30/06/2011 (אלפי ₪)	ע.ג. 30/06/2011 (אלפי ₪)	מועד הנפקה ראשוני	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2015	מדד	5.85%	143,543	130,950	27/03/2008	1109651	אג"ח א
2012-2016	אין	ריבית אג"ח + ממשלתי 4.9%	59,269	60,000	06/11/2009	1115922	אג"ח ב
2014-2017	אין	7.00%	98,906	100,000	16/09/2010	1120773	אג"ח ג

סה"כ 290,950 301,718
* לאחר תאריך המאזן החברה פרעה כ-16 מיליון ₪ מסדרה א'

הורדת הדירוג נובעת מפגיעה ברווחיות הצפויה של החברה בשל הרעה בפרויקט ייזום הבנייה למגורים בפולין; עיכוב ביצירת תזרים פרמננטי יציב ומשמעותי אשר העדרו משפיע על רמות הסיכון של החברה, בייחוד בהתחשב בהיקף פעילותה ופיזור נכסיה; עלייה ברמת המינוף של החברה וחריגה מאופק הדירוג שהוצב בפעולת הדירוג הקודמת¹, להערכת מידרוג, האמור אינו צפוי להתייבב או להשתפר בטווח הקרוב ללא עיבוי משמעותי של ההון העצמי.

רמת הדירוג הנוכחית והאופק היציב נתמכים ע"י מצבת הנכסים האיכותית של החברה, הכוללת 6 נכסים מניבים מרכזיים עם שיעורי תפוסה גבוהים, הממוקמים באזורי ביקוש. מצבת זו אמורה לגדול השנה עם השלמת שלב א' של פרויקט אור יהודה אותו מקימה החברה, אשר יגדיל את הכנסות החברה הצפויות; לחברה מספר פרויקטים נוספים בהקמה, שבעת השלמתם יתרמו לחיזוק התזרים לשירות החוב. בטווח הארוך, מידרוג מצפה כי החברה תפעל להגדיל את התזרים הפרמננטי באופן משמעותי ולהקטין את שיעור הייזום הגבוה של החברה (כ-41%).

¹ ראה דוח פעולת דירוג מחדש ספטמבר 2010

**עיכוב ביצירת תזרים פרמננטי יציב ופגיעה ברווחיות הצפויה של החברה עקב הפעילות בפולין;
גידול בהנבה מהנכסים בשל השלמת פרויקטים ואכלוס שטחים פנויים**

בשנה האחרונה חלה החלשות בקצב המכירות והפרמטרים הפיננסיים בפרויקט הבנייה למגורים של החברה בגדנסק פולין, וכן חלה הידרדרות משמעותית ברווחיות הצפויה, כך שלהערכת, החברה לא צפוי רווח משמעותי מהפרויקט אלא רק החזר ההשקעה של כ- 88 מיליון ש"ח, זאת לעומת תחזיות לרווח של עשרות מיליוני ש"ח במועד הדירוג האחרון. כמו כן, קיים חשש כי במועד השלמת הפרויקט בשנת 2012 יוותר מלאי משמעותי של דירות לא מכורות, באופן העלול להשפיע על רמת המינוף, התזרים של החברה ויחסי הכיסוי הצפויים.

לחברה מצבת נכסים מניבים איכותית, המורכבת מ- 6 נכסים הממוקמים באזורי ביקוש מרכזיים, הצפויים להניב NOI של כ-43 מיליון ש"ח בשנת 2012 (ללא פרויקטים בהקמה) ובעלי שיעור תפוסה גבוה (95% ללא מו"מ בתהליך).

השלמת מספר פרויקטים מניבים משמעותיים בישראל בשנים הקרובות תביא לשיפור ההכנסות והפיזור. עם זאת, מאז פעולת הדירוג האחרונה, חל עיכוב בהשלמת וייצוב מספר נכסים מניבים, גורם אשר, בד בבד עם החלשות בפולין פגע, ביכולת החברה לייצר תזרים FFO חיובי ויציב כבר בטווח הקצר לצורך שירות החוב. להערכת מידרוג, ה- FFO יגדל משמעותית בשנת 2013, בין היתר, בשל אכלוס הנכסים המניבים בהקמה והשלמת פרויקט המגורים בת"א ("פרויקט המושבה"). אולם, רק בטווח הארוך החברה צפויה לייצר תזרים פרמננטי משמעותי לשירות החוב, הנובע ממצבת הנכסים המניבים.

עקב רמת הייזום הגבוהה, היקף הפעילות והפיזור המצומצם יחסית של החברה בהשוואה לענף, רואה מידרוג ביצירת תזרים פרמננטי יציב כגורם משמעותי בהקטנת הסיכון הפיננסי הגלום בפעילות החברה.

**גידול ברמת המינוף של החברה וחריגה מאופק הדירוג שהוצב בפעולת הדירוג הקודמת; היקף
ייזום גבוה אשר מגדיל את פרופיל הסיכון**

מאז פעולת הדירוג האחרונה חלה הרעה ביחס חוב פיננסי ל- CAP של החברה, אשר עומד ליום 30.6.2011 על כ- 65%, המהווה חריגה מאופק הדירוג שהוצב לחברה לשנת 2011 (יחס חוב ל- CAP שאינו עולה על 60%). להערכת מידרוג, יחס זה אינו עומד להשתפר או להתייצב בשנים הקרובות, עקב האופי היזמי של החברה והצורך בהשקעות נוספות על מנת לפתח פרויקטים קיימים.

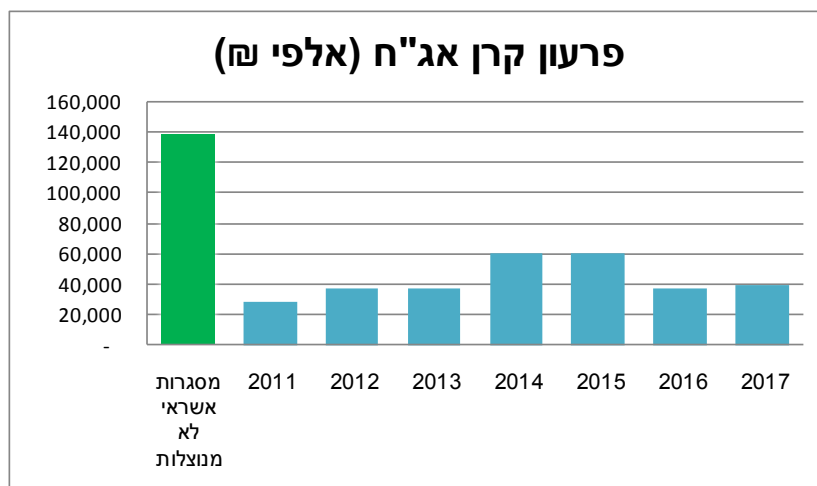


החברה מרחיבה את היקף פעילותה באמצעות יזום נדל"ן, כך שהיקף הייזום עומד, נכון ליום 30.6.2011 על כ - 41%. בשנים הקרובות החברה צפויה לסיים את הקמתם של מספר פרויקטים משמעותיים, להערכת מידרוג היקף הייזום עשוי לקטון אך עדיין ימשיך להיות משמעותי, באופן המגדיל את פרופיל הסיכון ומעצים את הצורך בשמירה על רמת מינוף נמוכה יותר.

רמת נזילות וגמישות פיננסית סבירה

אסטרטגיית החברה אינה להחזיק ביתרות מזומנים גבוהות אלא לשמור על מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות, גורם המקנה לה רמת נזילות וגמישות פיננסית טובה יחסית. ליום ה - 30.6.2011 לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בסך של כ - 138 מיליון ₪ המקנות יחס מסגרות אשראי לאג"ח של כ - 46%. מסגרות אלה מיועדות למטרת נזילות ושירות האג"ח. כמו כן, יחס LTV נמוך יחסית (43%) על הנכסים המניבים מקנה לה גמישות פיננסית נוספת.

יתרת האג"ח בספרים ליום ה - 30.6.2011 עומדת על כ - 300 מיליון ₪, עד כה שילמה החברה את כלל תשלומי קרן האג"ח לשנת 2011. ב- 2012 צפויה החברה לפרוע קרן אג"ח בסך של כ - 41 מיליון ₪ ובהתאם גם ב- 2013. מלבד מסגרות האשראי הלא מנוצלות, המקורות לפירעון האג"ח כוללים החזר השקעה ורווח מהפרויקטים למגורים ופרויקט בתחום הדיור המוגן. יש לציין כי, בכוונת החברה לנסות ולמכור חלק מאחזקותיה במספר נכסים, כגון שטחי משרדים בפיתוח ופרויקט דיור מוגן בתל אביב, מהלך זה אמור לשפר את מצב הנזילות של החברה ואף לחזק את הרווח הגולמי. להערכת מידרוג, לחברה מקורות מספקים לפירעון האג"ח בטווח הקצר-בינוני.



נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

אלפי ₪	30.06.2011	31.12.2010	30.06.2010	31.12.2009	31.12.2008
NOI	18,047	31,997	15,831	32,459	27,426
אחוז NOI	84.4%	84.7%	88.2%	94.1%	87.2%
EBITDA Adj בנטרול שערך נדל"ן*	12,206	18,911	7,472	22,753	40,037
רווח נקי	5,855	-8,469	3,022	30,859	4,212
חוב פיננסי	674,752	604,093	557,285	526,031	326,885
חוב פיננסי נטו	669,018	599,867	556,153	514,344	324,429
CAP	1,041,147	961,692	925,870	900,334	691,023
CAP נטו	1,035,413	957,466	924,738	888,647	688,567
הון עצמי	343,728	334,947	344,374	351,665	337,571
סך מאזן בנטרול מקדמות	1,092,812	1,005,869	953,509	927,860	751,463
חוב פיננסי / CAP	64.8%	62.8%	60.2%	58.4%	47.3%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	64.6%	62.7%	60.1%	57.9%	47.1%
הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות	31.5%	33.3%	36.1%	37.9%	44.9%
תזרים לפני שינויים בהון החוזר - FFO	-871	-4,679	-2,926	5,744	983
חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי	שלילי	שלילי	שלילי	91.6	332.5
חוב פיננסי נטו ל-FFO	שלילי	שלילי	שלילי	89.5	330.0
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בנטרול שיערוך	27.4	31.7	37.2	22.6	8.1

*בנטרול הכנסות אחרות ליום 30.6.2011 בגין רווח מרכישת זכויות בפריקט התחנה וליום 31.12.10 בגין הפסד מירידת ערך

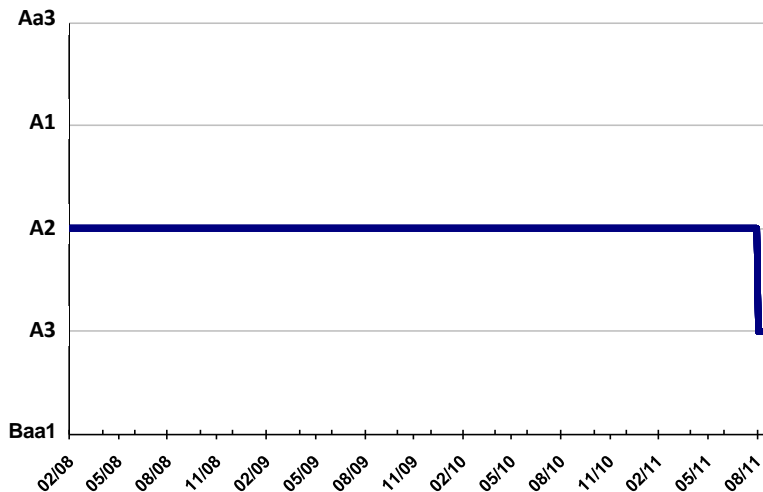
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- הגדלת תזרים המזומנים הפרמננטי, יצירת FFO חיובי ויציב, שיביא ליחסי כיסוי ההולמים את הדירוג, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- חיזוק משמעותי של ההון העצמי
- הרחבת תיק הנכסים המניבים וכן שיפור פיזור הנכסים של החברה

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית בגמישות הפיננסית ואי שמירה על יחס של 26% בין מסגרות האשראי החתומות הבלתי מנוצלות לבין יתרת קרן האג"ח בספרי החברה עד לסוף שנת 2013 ויחס של 35% לאחר מכן
- הרעה משמעותית באיתנות החברה
- הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה ואי עמידה בתחזיות
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת התזרים



אודות החברה

ויתניה בע"מ ("ויתניה" או "החברה") הינה חברה פרטית העוסקת, במישרין ובאמצעות חברות בנות, בפעילות בתחום ייזום הנדל"ן המניב והפעלתו וכן ייזום נדל"ן למגורים, בעיקר בישראל וכן בחו"ל. במסגרת תחום פעילותה עוסקת כיום החברה בפיתוח, ייזום, בנייה, השכרה והפעלה של נכסים מניבים, הכוללים שטחי משרדים, מסחר, מלונות וחניות. בעלי מניותיה כוללים את חברת פליינג קרגו בע"מ (כ- 20%), קבוצת הראל (כ- 20%), חברת טרא ביתא בע"מ (כ- 13%), בבעלות גד ודן פרופר, חברת אחים חממה ושות' בע"מ (כ- 13%), חברת גיתם מערכות תדמית בע"מ (כ- 12.5%), אהוד סמסונוב (כ- 7.55%), עמוס שמיע (כ- 7.55%) ובנוסף לכך, מחזיקה החברה ב- 4% ממניותיה שלה (מניות הנחשבות לרדומות).

דוחות מתודולוגיים ודוחות קשורים

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

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

[דוח פעולת דירוג](#), ספטמבר 2010.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

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

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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: CRV120911000M

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 פסיקה 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 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. 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.