



מצלאוי חברה לבנין בע"מ

מעקב | דצמבר 2015

1

אנשי קשר:

רו"ח אורן שרייבר, אנליסט
orans@midroog.co.il

עו"ד (רו"ח) אילון גרפונקל, ראש צוות בכיר
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד-חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

מצלאוי חברה לבנין בע"מ

דירוג סדרות	דירוג: Ba1.il	CR עם השלכות שליליות
-------------	---------------	----------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרות האג"ח ב'ד' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת מצלאוי חברה לבנין בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "מצלאוי") מ-Baa3.il ל-Ba1.il והותרת הדירוג תחת רשימת מעקב (Credit review) עם השלכות שליליות.

להלן פירוט סדרות האג"ח במחזור של החברה:

מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה**	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 30/9/15	יתרת שנות פירעון האג"ח
1118041	פבר-10	6.09%	שקלית	24	2016-2018
1123736	מאי-11	5.12%	שקלית	72	2016-2018
1130566	נוב-13	7.55%	שקלית	98	2015-2019
סה"כ					195

*לטובת סדרת אג"ח ד' שועבדו חשבונות העודפים של שני פרויקטים הנמצאים בביצוע בחברה ("שוק אשכנזי" ו"אנו פריים"). **יש לציין כי שיעור הריבית המצוין לעיל הינו טרם הורדת הדירוג האמורה בדוח זה

הורדת הדירוג נתמכת, בין היתר, בחשיפה התזרימית ולוחות הזמנים הקצרים שיש לחברה להשלים מהלכים משמעותיים ליצירת מקורות תזרים. יחד עם זאת, יש לציין כי החברה ביצעה ומתכננת לבצע לשם יצירת מקורות תזרים פעולות מסוימות, בין היתר ניתן לציין את מכירת ההחזקה של החברה במגרש באור יהודה, שתניב לחברה כ-3.5 מ' ש תזרים פנוי בנוסף לשחרור חלקי של עודפים שהצטברו בפרויקט "אלון" בקריית אונו בהיקף של כ-8 מ' ש עד סוף שנת 2015. לחברה היקף נזילות מינימאלי לסוף ספטמבר, 2015 ולתחילת דצמבר (כ-9 מ' ש וכ-5 מ' ש, בהתאמה) ועל כן נדרשת החברה למקורות התזרים הנוספים, ביחס לשימושי התזרים של החברה. כמו כן, יש לציין כי לחברה יש מספר נכסים מניבים, אשר ה-LTV בגין ההלוואות עליהם מסתכם בכ-40%-35% ומייצג גמישות מסוימת. בנוסף, לחברה קרקעות באזורי ביקוש שניתן להסתמך עליהם כמקור תזרימי מסוים, כל זאת לאור אפשרות בשעבוד ולאו הגדלת שעבוד הנכסים והקרקעות ולאו מכירתם בטווח זמן קצר; בהתקדמות בהליכי תכנון וקבלת אישורים להרחבת זכויות החברה בחלק מהקרקעות שבמלאי החברה, באופן שעשוי לאפשר הפקת תזרים ורווחים עודפים בעת מכירתם בעתיד. ניתן לציין את הקרקעות הגבעתיים (מתחם "כורזין") וברמת גן (מתחם "חילזון") אשר נמצאים בתהליכי אישור שונים לאישור והרחבה של זכויות הבנייה לשימושים שונים, בדגש על משרדים; ביחסי איתנות אשר אינם בולטים לטובה ונעים סביב 17% הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות וכ-77% חוב ל-CAP, נכון ל-30/9/15. יחסי האיתנות של החברה נמצאים במגמת שחיקה לאור ההפסדים של החברה במהלך השנים האחרונות, אשר מתבטאת באופן ישיר בשחיקה בהיקף ההון העצמי של החברה ויחסי האיתנות שלה, תוך גידול ביחס חוב ל-CAP לאור הגדלת מינוף החברה בהשקעות בפרויקטים וקרקעות שטרם הניבו פעילות לחברה או רווחים מממוש; בשיפור בהיקף הפעילות של החברה ביחס לשנים קודמות, כפי שבא לידי ביטוי במספר יחידות הדיור בביצוע, בגידול במקדמות מרוכשי דירות והעלייה בהיקף המכירות בשנה האחרונה (על בסיס חוזי מכר שנחתמו ולא על בסיס תנאי הכרה בהכנסה). על פי נתוני החברה, בהתאם לסטאטוס הפרויקטים הקיימים ואלו שבתכנון, ישנו גידול בהיקף הפעילות ביחס לשנים קודמות (בדגש על התקדמות בפרויקטים "אנו פריים" בקריית



אנו, "שוק אשכנזי" ביהוד ומתחם "עלית" ברמת גן יצוין כי עקב כללי הכרה בהכנסה, גידול זה לא ישתקף בתוצאות החברה באופן מיידי. כמו כן, מידרוג רואה פוטנציאל לגידול משמעותי נוסף בטווח הבינוני-ארוך, בהתבסס על הבשלה של פרויקטים בתחום הפינוי-בינוי, שנמצאים בתהליכי תכנון בשלבים שונים (העיקריים שבהם בערים בת-ים ורמת גן). יחד עם זאת, מידרוג מעריכה פרויקטים שבתכנון באי ודאות גבוהה (כל פרויקט והסטאטוס התכנוני שבו הוא נמצא), היות והם המאופיינים ברמת מורכבות תכנונית גבוהה (לאור היותם פרויקט פינוי-בינוי), אשר מתמתנת במידה מסוימת לאור ניסיון החברה בביצוע פרויקטים בעלי רמת תכנון גבוהה (יש לציין כי על פי עדכון החברה, קיימת התקדמות מהותית בשניים מהפרויקטים שצבר הפרויקטים של החברה). כמו כן, יש לציין כי החברה הוכיחה את יכולות התכנון שלה בפרויקטים המרכזיים שלה בצומת "עלית" ברמת גן ובמתחם ה"כלנית" בקריית אונו (פרויקט "אונו פריים"); בעלויות תפעול ומימון גבוהות ביחס לתזרים השוטף שהחברה מייצרת וצפויה לייצר עשויים להשפיע לשלילה על הדירוג.

בהמשך לאמור לעיל, הנראות התזרימית של החברה הינה מאתגרת וכוללת מספר מרכיבים עיקריים מעבר לפעילותה השוטפת הנדרשים לצורך עמידה בהתחייבויותיה. אולם, בהתאם למה שהוצג למידרוג, החברה פועלת כל העת להגדלת היקף הנזילות כבר בטווח הקצר. מידרוג רואה לחיוב את עמידת החברה בתכניותיה ליצירת מקורות תזרים לצורך שירות שימושי התזרים שלה, כפי שבוצע במהלך שנת 2015 עד כה וכוללות בין היתר מכירה של נכס מניב, משיכה של עודפים והון עצמי מפרויקט יזום מגורים בתהליך וקבלת הלוואות מגורמים שלישיים בהיקף כולל של כ-10 מיליון ש"ח.

הותרת רשימת מעקב עם השלכות שליליות הינה לאור האתגרים התזרימיים הועמדים בפני החברה בטווח הזמן הקצר, כאשר מקורות התזרים לשירות שימושים אלו מתבססים על מספר אירועים מרכזיים, הכוללים משיכה (לפחות חלקית) של עודפים שהצטברו בפרויקט "אלון" בקריית אונו ומכירה של קרקעות ולא נכסים מניבים נוספים. יחד עם זאת, ניתן לציין כי החברה, בהתאם לפרסומים שדווחו בשבועות האחרונים, פועלת למיגור החשיפה התזרימית על ידי השלמת עסקת מכירה של החזקה בקרקע באור יהודה והארכת מועד פירעון הלוואה לצד שלישי מדצמבר, 2015 עד לסוף חציין 1, 2016. בנוסף, החברה בוחנת מימוש מלא/חלקי ו/או ניצול הגמישות מהקרקעות הנוספות אשר בבעלותה. כמו כן, בטווח הבינוני, הפעילות השוטפת של החברה צפויה לתרום לשירות החוב בשל היקף המכירות של הפרויקטים בביצוע.

אף על פי שלסדרה ד' ישנה בטוחה של שעבוד עודפים ב-2 פרויקטים, בשלב זה מאפייני הבטוחה אינם מביאים להטבה בדירוג הסדרה להערכת מידרוג, היות ומדובר בעודפים שנצברו באופן חלקי וטרם ניתנים לשימוש לצורך פירעון כלל סדרת האג"ח.

היקף נזילות מינימאלי ביחס לצרכי המחזור וההשקעה של החברה כך שקיימת תלות במקורות שאינם חלק מהפעילות השוטפת של החברה; הגמישות הנגזרת ממצבת הנכסים המניבים והקרקעות באזורי ביקוש משפרים את נראות יכולת החברה ליצירת מקורות נוספים. אולם, קיימת שחיקה מסוימת בגמישות לאור מימוש נכסים בשנים האחרונות

נכון ליום 30/9/15, לחברה יתרת נזילות של כ-9 מיליון ₪ (נכון לתחילת דצמבר יתרות אלו מסתכמות לכ-5 מ' ₪). כמו כן, מלאי הדירות שטרם, למועד הדו"ח, הינו מינימאלי וצפוי לייצר תזרים של כ-4 מ' ₪ בטווח זמן הקצר.

לפי הערכות החברה, התזרים הפנוי מפעילות שוטפת של החברה שינבע בחציון השני של שנת 2015 יהיה שלילי בהיקף של כ-6-8 מ' ₪, וכולל, בין היתר, תשלום הוצאות שיווק, הנהלה וכלליות וריבית בגין אג"ח והלוואות. נכון למועד הדו"ח, עד סוף שנת 2015 נדרשת החברה לתשלום ריבית וקרן אג"ח בהיקף של כ-14 מיליון ₪ ותשלומי קרן וריבית אג"ח מתוכננים לשנת 2016 בהיקף של כ-51 מ' ₪.

מנגד, החברה צפויה לייצר תזרים ממשיכות הון ועודפים מפרויקטים שונים הנמצאים בתהליך, בהיקף תזרים של כ-20-25 מ' ₪, עד סוף רבעון 1, 2016 והשלמת תהליך למכירה של חלק מקרקע בבעלותה ברמת גן בהיקף תזרימי, נטו של כ-15-20 מ' ₪ נוספים. כמו כן, החברה קיבלה הלוואה מצד שלישי בהיקף של כ-10 מ' ₪ שעל פי פרסום של החברה מהתקופה האחרונה, גורם זה נתן אישור לדחיית הפירעון מסוף שנת 2015 לסוף חציון 1, 2016, באופן שיפרוס בצורה מסוימת את שימושי התזרים המתוכננים של החברה.

קיים חוסר התאמה בין התזרים מפעילות שוטפת של החברה לבין התזרים שנדרשת החברה על מנת לפרוץ את לוח הסילוקין, כאשר חלק מהתזרים שאמור לנבוע מפרויקטים בטווח הקצר, משועבד לטובת אג"ח ד'. לוח הסילוקין של האג"ח פרוס כך שכ-70% מהפירעון של קרן האג"ח מבוצע משנת 2017 ואילך (בהתאם לתנאים הקיימים בשטר הנאמנות, עודפים מפרויקטי "שוק אשכנזי" ביהוד ו"אונז פריים" בקרית אונז, משועבדים לטובת האג"ח). לפיכך, החברה נדרשת לייצר מקורות מעבר לפעילות השוטפת טווח הקצר. יחד עם זאת, בטווח הבינוני, בדגש על השנים 2017-2019, החברה צפויה לסיים את שלב ב' של פרויקט "אונז פריים", שאמור להניב לחברה תזרים משמעותי לצורך שירות אג"ח ד' וכן את פרויקט צומת עלית שצפוי לייצר תזרים משמעותי לשירות החוב גם כן.

מידרוג מעריכה כי החזקות החברה בנכסים מניבים וקרקעות בהיקף של כ-180 מ' ₪, המצויים באזורי ביקוש (בעיקר קרקעות ברמת גן וגבעתיים), עשויים לייצר מקורות נזילות מסוימים לצורך שירות החוב. יתרה מכך ההתקדמות התכנונית וההשבה שנעשתה בקרקעות אלו בשנים האחרונות משפרת את יכולת מימושן.

למרות האמור, בטווח הארוך החברה צופה לייצר תזרימים משמעותיים לשירות החוב, כתוצאה מפרויקטים שבנייתם החלה ופרויקטים שבנייתם צפויה להתחיל בשנים הקרובות. לאור העובדה כי מדובר בקרקעות בתכנון ולעיתים בפרויקטים לפינוי בינוי, מועד התקבול אינו ודאי.



יחסים פיננסיים שאינם בולטים אך הולמים לרמת הדירוג, לאור השלמת פרויקטים מתוכננים ברווחיות נמוכה, כאשר לא צפוי שיפור משמעותי מתוך הפעילות השוטפת. מנגד, לחברה מספר נכסים מניבים וקרקעות שהחברה משביחה ואשר ייתכן ויתרמו לרווחיות החברה במימושם

במהלך 2015 מגמת השחיקה ביחסי האיתנות של החברה המשיכה, כאשר פעילות החברה הניבה הפסד של כ-18 מ' ש. היחסים הפיננסיים של החברה נשחקו בשנים האחרונות ומגמה זו צפויה להימשך בטווח הקצר-בינוני. יחסי האיתנות של החברה בספטמבר, 2015, עמדו על כ-17% הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות. בטווח הזמן הקצר, פעילות החברה לא צפויה לייצר רווחים משמעותיים שישפרו את בסיס ההון של החברה. מנגד, החברה מחזיקה במספר נכסים מניבים וקרקעות לייזום באזורי ביקוש, שיתכן וישפיעו לחיוב על יחסי האיתנות של החברה (על פי עדכון החברה, מימושם מתוכנן בטווח הזמן הקצר-בינוני). בין נכסים אלו, ניתן לציין את החזקות החברה בקאנטרי בקרית אונז ואת קרקעות החברה בגבעתיים וברמת גן. יש להוסיף כי במסגרת אמות המידה הפיננסיות של סדרת אג"ח ד', קיימת עילה לפירעון מיד במידה וההון עצמי ירד מסך של 85 מ' ש. להערכת החברה, ההון העצמי של החברה לא צפוי להגיע לרמה זו בטווח הזמן המיד.

נכון לספטמבר, 2015, הון החברה מסתכם בכ-102 מ' ש, זאת לאחר שחיקה נוספת של כ-17 מ' ש מתחילת השנה. יש לציין כי מנגד, החברה גם הקטינה את היקף חובותיה עם פירעונות אג"ח והלוואות בגין נכסים שנמכרו בהיקף של כ-48 מ' ש.

בטווח הזמן הבינוני-ארוך, החברה צפויה לשפר במידה מסוימת את רווחיותה, זאת לאור הכרה צפויה בהכנסות וברווחים משני פרויקטים עיקריים שהחברה נמצאת בתהליכי ביצוע נוכחיים, בצומת "עלית" ברמת גן (שצפוי להימסר במהלך 2017) ובפרויקט "אונז פריים" בקרית אונז, שצפוי להימסר במספר שלבים במהלך השנים 2019-2017. יש לציין כי ישנה התעוררות במכירות החברה כפי שמשקפות עד סוף ספטמבר, 2015 ולאחר תאריך המאזן, וזאת ניתן ללמוד מהעלייה שחלה במקדמות מרוכשי דירות, שהסתכמה לכ-144 מ' ש לספטמבר, 2015 (לעומת כ-78 מ' ש לסוף שנת 2014 וכ-60 מיליון ש לסוף שנת 2013) ועל פי נתוני המכירות של החברה, כפי שהוצגו למידרוג.

כמו כן, חשוב לציין כי היקף ההוצאות התפעוליות של החברה (הוצאות השיווק והוצאות הנהלה וכלליות) אבסולוטית וכאחוז מסך היקף פעילות החברה הינן גבוהות. הוצאות אלו אף גבוהות בהשוואה לקבוצת חברות השוואה הפועלות בענף החברה. סך ההוצאות בשנת 2013 הסתכמו לכ-29 מ' ש (כ-24 מיליון ש ללא הוצאות שיווק) ובשנת 2014 הסתכמו לכ-24 מ' ש (כ-21 מ' ש ללא הוצאות שיווק). לפי תחזיות החברה כפי שהוצגו למידרוג, נלקחו הוצאות אלו באופן תזרימי בהיקף שנתי של כ-20 מ' ש. בראיית מידרוג, היקף הוצאות אלו הינו בעל תרומה נוספת לשחיקה ביחסי האיתנות וברווחיות של החברה. יחד עם זאת, יש לציין כי מתוכנן צמצום מסוים בהוצאות המטה בהיקף של כ-1-2 מ' ש לשנה על פי תחזיות אלו, ביחס לביצוע בשנים קודמות.

היקף פעילות סביר שצפוי להישמר בתקופה הקרובה לאור סיום פרויקטים במהלך התקופה הקרובה מצד אחד והתחלה של שלב נוסף בפרויקט "אונז פריים" בטווח הזמן הקצר; דחייה בשנים האחרונות של ביצוע פרויקטים ביחס לתחזיות העבר והיות הפרויקטים מורכבים תכנונית עלולים להביא לדחיות נוספות

נציין את העובדה כי בשנים האחרונות החברה לא הצליחה להגיע לכדי אישור להפעלה של מספר רב של פרויקטים בתחום הפינני-בינוי הנמצאים בתכניות החברה. יחד עם זאת, חשוב לציין כי החברה החלה בפעילות בפרויקט "אונז פריים"

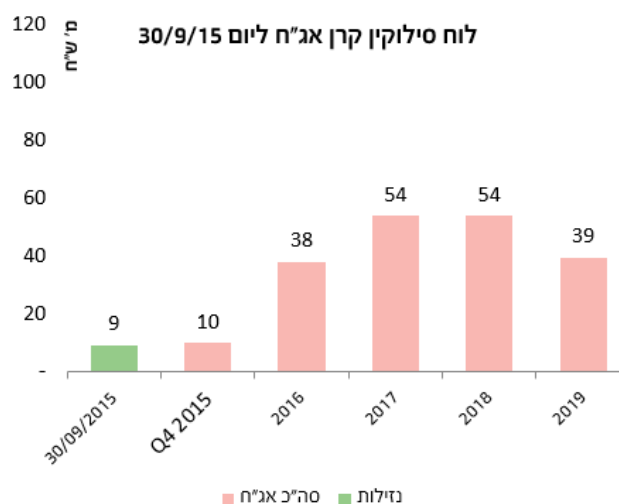
ואף השלימה מכירה של מעל 55% מהיח"ד של החברה בשלב א' של הפרויקט ועל פי עדכון החברה קיימת התקדמות מסוימת במספר פרויקטים של פינוי-בינוי. כמו כן, החברה מבצעת עבודות קבלניות בהיקף של כ-120-130 מ' ש בראייה שנתית במהלך השנים 2014-2015 (עם תרומה לא מהותית לרווח הגולמי של כ-2 מ' ש בשנה). יש לציין כי לחברה נותרו מספר נכסים מניבים שמייצרים תזרים לא מהותי נוסף לחברה בהיקף של כ-2-3 מ' ש בשנה, זאת לאחר השלמת מכירה של שני נכסים מהותיים במהלך השנים 2014-2015 (בניין "המניפה" ובניין "אביב 2000") לצורך פירעון חובותיה.

מנגד, נציין כי לחברה מספר קרקעות ברמת גן וגבעתיים שנרכשו בשנים 2007-2008 ואשר טרם ייצרו תזרים לשירות החוב. על אחת הקרקעות החלה בביצוע שלב א' של פרויקט "עלית" ובו מראה החברה התקדמות משמעותית בבנייה עצמה ובשיווק הדירות (עד יוני, 2015 החברה השלימה מכירה בשיעור של כ-60% מהדירות בפרויקט). אולם, גם כיום היקף התזרים והרווח בפרויקטים כפופים לקבלת אישורים והיתרים להגדלת הזכויות הקיימות בפרויקטים. יש לציין כי על פי עדכון החברה, חלה התקדמות משמעותית בקבלת זכויות מוגדלות באחת הקרקעות, באופן המגדיל את נראות התזרים והרווחיות ממכירת קרקע זו בטווח הזמן הקצר.

נכון למועד דוח דירוג זה, החברה בונה 4 פרויקטים בהיקף של כ-305 יח"ד (חלק חברה), מתוכן כ-50% נמכרו עד סוף יוני, 2015 (עד תחילת ספטמבר 2015, החברה התקדמה במכירות והגיעה לכ-60% שיעור מכירות). קצב מכירות זה הינו טוב, במיוחד לאור מועד תכנון מסירת הדירות במרבית הפרויקטים שמתוכנן לשנים 2016-2017.

יש לציין לחיוב את התקדמות החברה בשלב א' של פרויקט "אונז פריים", בו החברה אינה צופה לרווחיות משמעותית, אך מחזקת את הערכות החברה בדבר הרווחיות והתזרים שצפויים לנבוע בטווח הזמן הבינוני משלב ב' של הפרויקט.

לוח סילוקין קרן אג"ח, נכון ליום 30/9/15 (מ' ש)



מצלאוי - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

מטבע: אלפי ₪	30/09/2015	31/12/2014	30/09/2014	31/12/2013	31/12/2012
הכנסות מעבודות בביצוע	84,425	133,353	103,143	106,764	81,395
ממכירת דירות למגורים	77,354	71,698	16,401	21,823	114,510
נדל"ן מניב	8,163	12,143	9,438	10,913	16,459
סך הכנסות	169,942	217,194	128,982	139,500	212,364
רווח גולמי*	13,553	14,248	17,529	14,777	36,428
שיעור הרווח הגולמי	8.0%	6.6%	13.6%	10.6%	17.2%
EBITDA בנטרול שערך נדל"ן להשקעה	1,690	(7,096)	498	(11,911)	9,289
רווח נקי (הפסד)	(17,958)	(19,674)	(12,153)	(16,024)	(5,758)
חוב פיננסי	348,165	396,305	413,138	437,454	332,872
יתרות נזילות	9,259	18,005	34,478	7,294	8,313
חוב פיננסי נטו	338,906	378,300	378,660	430,160	324,559
הון עצמי	102,343	119,534	125,887	138,040	153,784
סך מאזן	740,204	736,870	815,359	791,577	661,336
מקדמות מרוכשי דירות	144,334	78,439	110,813	60,653	21,903
סך מאזן בנטרול מקדמות	595,870	658,431	704,546	730,924	639,433
CAP	450,508	517,557	545,635	586,341	502,543
CAP נטו	441,249	499,552	511,157	579,047	494,230
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בנטרול מקדמות	17.2%	18.2%	17.9%	18.9%	24.1%
חוב ל-CAP	77.3%	76.6%	75.7%	74.6%	66.2%
חוב נטו ל-CAP נטו	76.8%	75.7%	74.1%	74.3%	65.7%
FFO	(17,531)	(34,213)	(20,011)	(35,154)	(10,008)
חוב פיננסי ל- FFO	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי
חוב פיננסי נטו ל- FFO	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי
חוב פיננסי נטו ל- EBITDA	150	שלילי	570	שלילי	35

* הרווח הגולמי בשנת 2013 כולל ירידת ערך מלאי בגין אי קבלת היתר לבניית מרכז מסחרי בקריית אונו בהיקף של כ-3 מיליון ₪

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- ◀ שיפור משמעותי בנזילות, בגמישות הפיננסית ביחס ללוח הסילוקין
- ◀ שיפור משמעותי בהיקף ונראות תזרים המזומנים כתוצאה מהתקדמות בפרויקטים בבניה
- ◀ התפתחות החברה וגידול בהיקפי פעילותה בהתאם לתכניתה באופן אשר אינו פוגע בפרופיל הסיכון בצורה מהותית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- ◀ אי יצירת מקורות תזרימיים נוספים בהתאם לתוכניות החברה
- ◀ קיטון בנזילות החברה ביחס לצורכי שירות החוב
- ◀ עיכוב משמעותי בהתחלת פרויקטים חדשים ו/או קצב מכירות נמוך לאותם פרויקטים
- ◀ קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- ◀ חלוקת דיבידנדים, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

מצלאוי חברה לבניין בע"מ (להלן "החברה" או "מצלאוי") הוקמה והתאגדה ב-1977, ומצויה מאז בשליטתם של מר סמי מצלאוי וגב' קלרה מצלאוי. יצוין כי בשנה האחרונה, הודיע מנכ"ל החברה מר יהושע דוידוביץ' על סיום תפקידו כמנכ"ל לאחר כ-17 שנים בתפקיד, מר סמי מצלאוי החליף או מר דוידוביץ' בתפקיד המנכ"ל החל מיום 17 בדצמבר, 2014 ומר אברהם מנלה החליף את מר מצלאוי כיו"ר החברה.

החברה עוסקת בשלושה תחומים עיקריים:

- (1) **ייזום ופיתוח מקרקעין** - ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים, בעיקר בתחום הבניה למגורים בישראל, לרבות על בסיס העיקרון של "פינוי-בינוי". כמו כן, מבצעת החברה פעילות יזמית של בנייני משרדים ומבני תעשייה.
- (2) **קבלנות בניה** - ניהול וביצוע עבודות בנייה, בעיקר של מבני מגורים בישראל, הן עבור צדדים שלישיים והן עבור פרויקטים בייזום החברה.
- (3) **נדל"ן מניב** - החזקה וניהול של נכסים מניבים, שהקימה במסגרת פיתוח המקרקעין, כאמור לעיל, או שנרכשו על ידה, בעיקר ביעוד למשרדים, וכן תעשיית היי-טק ומרכזים מסחריים, בבעלות בלעדית או משותפת בישראל.

מחקרים מתודולוגיים

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

[חברות נדל"ן ייזום למגורים בישראל - sector comment](#), מאי 2015.

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים](#) - ספטמבר 2015.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח קודם: 18 בפברואר, 2015

תאריך דוח: 16 בדצמבר, 2015

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 בצידוד, 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.

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות שימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונות של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדיון החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.