



סאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ

דוח דירוג ראשוני | דצמבר 2012

1

מחבר:

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

איש קשר:

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

סאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ

A3	דירוג סדרה (Issue)
----	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3 לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 300 מיליון ₪ ע.ג., אותה תנפיק חברת סאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ (להלן: "סאמיט" או "החברה"). סדרת האג"ח תהיה שקלית (לא צמודה).

הדירוג יכנס לתוקף בכפוף לכך: שכספי הגיוס ישמשו לצורך ביצוע מימון מחדש של הלוואות בנקאיות בהיקף של כ-403 מיליון אירו (להלן: "החוב הבכיר") כך שסכום של כ-90 מיליון אירו ישמש לרכישה של רצועת חוב בהיקף של כ-120 מיליון אירו (כך שהיקף החוב הבכיר בגין הלוואות הנ"ל יפחת לכ-283 מיליון אירו) המובטח בשעבוד על תיקי נכסים Z3,Z6,CLARA אשר כוללים נכסי נדל"ן מניב בשווי של כ-465 מיליון אירו (נכון ליום 30.09.12), ובמקביל הלוואות החוב הבכיר תוארכנה בכ-5 שנים ובכפוף לכלל התנאים שהוצגו למידרוג ביחס למימון מחדש (להלן: "הריפיינס").

תנאי הסדרה המדורגת, שנלקחו בחשבון לצורך הדירוג, הינם כלהלן:

1. לבעלי הסדרה החדשה יינתן שעבוד על זכויות החברה בחוב הנרכש (B note) בהיקף של 120 מיליון אירו בגין רכישת רצועת החוב (ושעבוד על חשבון הנאמנות, הכולל את כלל הסכומים שיימשכו מחברות ה-SPV (חברות הנכס)).
2. החברה תעמיד לטובת מחזיקי האג"ח ערבות בנקאית אוטונומית בהיקף של כ-10% מהיקף הגיוס (אשר תשמש כמעין כרית עד לצבירת סכומים בהיקף זהה במסגרת חשבון הנאמנות, המשועבד לטובת בעלי האג"ח).
3. ככל שיתבצע מימוש חלק מהנכסים המשועבדים במסגרת הריפיינס, החברה תהיה מחויבת להשתמש בחלק מהתזרים השוטף (לאחר שירות החוב הבנקאי) בהתאם לשיעור מימון רכישת ה-B Note באמצעות האג"ח, לצורך פירעון מוקדם של האג"ח ו/או לשמור על אותן יתרות בחשבון הנאמנות.

בנוסף הדירוג מתחשב בכך ש:

1. החברה תבצע גידור מלא של תמורת ההנפקה השקלית אל מול שינוי בשער החליפין של האירו.
2. במועד הריפיינס החברה תתקשר בהסכם לקיבוע הריבית העתידית (לאחר פקיעת ה-SWAP הקיים אשר יגלם חיסכון בהוצאות הריבית השנתיות, בהתאם למידע שהוצג למידרוג)

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18.12.2012. 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 סדרת האג"ח במחזור (בקיזוז אג"ח ברכישה עצמית). הסדרה אינה מדורגת במסגרת דירוג זה:

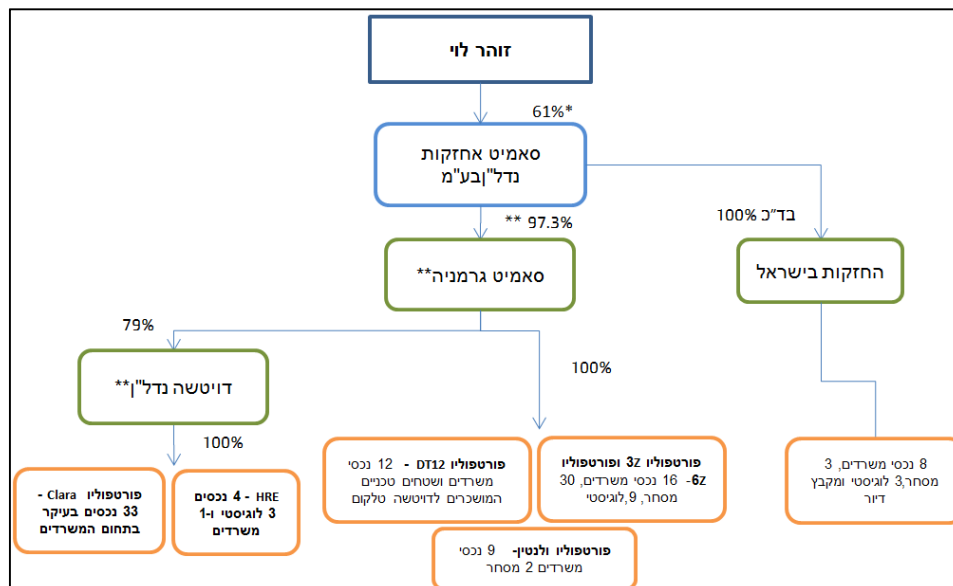
סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח	יתרת שנות פרעון האג"ח
ד'	1092956	מאי-05	5.50%	מדד	88	2013-2019

* לא כולל אג"ח בהיקף של כ-72 מ"ח אשר מוחזק באמצעות חברות בנות

החברה הוקמה בשנת 1965 תחת השם "חוף הדקל בע"מ" ובשנת 1998 הפכה לחברה ציבורית בישראל. בשנת 2003 רכש מר זוהר לוי את השליטה בחברה, כחלק מהסדר נושים. עד לאותו מועד, פעילות החברה התרכזת בתחום הנדל"ן בישראל. בין השנים 2005-2007 רכשה החברה נכסים מניבים בגרמניה, בעלות של כ-3 מיליארד ש"ח אשר נמכרו בשנים 2006-2007 ל-Summit Germany Limited (להלן: "סאמיט גרמניה") אשר הוקמה ע"י סאמיט וכיום הינה חברה בת של סאמיט. בשנת 2006 סאמיט גרמניה הונפקה לראשונה בבורסת ה-AIM בלונדון, כך שבשנים 2006-2007, סאמיט גרמניה ביצעה הנפקות הון בהיקף כולל של כ-305 מיליון אירו (החברה השתתפה בכ-14 מיליון אירו מתוך סך הנפקות, אלו). בעקבות הנפקות אלו, שיעור ההחזקה של החברה בסאמיט גרמניה ירד משיעור של 100%, ערב ההנפקה הראשונה לכ-5%. בשנים 2008-2009 רכשה החברה מניות של סאמיט גרמניה, בהיקף של כ-70 מיליון אירו, כך שכיום החברה מחזיקה כ-97.6% ממניותה (כיום סאמיט גרמניה הינה חברה פרטית). חלק מפעילות סאמיט גרמניה הינה באמצעות חברת Deutsche Real Estate AG (להלן: "דויטשה נדל"ן") חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה בפרנקפורט אשר מוחזקת בשיעור של כ-79% ע"י סאמיט גרמניה. כיום לחברה כ-130 נכסים מניבים, בשטח להשכרה של כ-970 אלף מ"ר (מתוכם, כ-115 נכסים, בשטח להשכרה של כ-905 אלף מ"ר, מצויים בגרמניה) בשווי בספרים של כ-4.3 מיליארד ש"ח. עיקר פעילות החברה מתרכזת בהשכרה וניהול של נכסים מניבים לצד מימוש נכסים מפעם לפעם, כאשר למעלה מ-65% משווי הנדל"ן להשקעה מיוחס לשטחי משרדים.

בעלות

תרשים מבנה אחזקות עיקריות בלבד



* מר זוהר לוי מחזיק כ-45% ממניות החברה אך מכיוון שכ-21.2% הינו מניות באוצר, זהו שיעור ההחזקה האפקטיבי ** ישנן הלוואות בעלים בין חלק מחברות הקבוצה (למשל בין סאמיט גרמניה לבין דויטשה נדל"ן), כך שלעיתים שיעור קבלת הכספים שונה משיעור ההחזקה.

סאמיט - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ₪):

31.12.2009	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	30.09.2012	** פרפורמות			נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
					ריפיינס	פיקעת Swap	שמיטת DT12 ו- valentine	
300,868	340,426	257,375	343,784	259,230				סה"כ הכנסות
279,042	313,879	240,142	320,432	242,686				NOI
92.7%	92.2%	93.3%	93.2%	93.6%				שיעור NOI
199,333	229,505	202,477	268,780	207,521				EBITDA בנטרול שיעורים
66.3%	67.4%	78.7%	78.2%	80.1%				שיעור EBITDA
213,751	115,492	-7,408	-61,881	-8,333				שערוך נדל"ן להשקעה
202,794	133,232	34,615	25,700	56,274				רווח נקי (לאחר מס)
4,245,015	3,650,280	3,764,437	3,680,011	3,729,953	3,429,953	3,429,953	2,191,079	חוב פיננסי
534,651	458,323	394,268	397,918	421,003	271,003	271,003	271,003	יתרות נזילות *
62,309	59,460	58,994	56,927	49,432	49,432	49,432	39,074	מזמנים ופקודנות אצל נותני אשראי
3,648,055	3,132,497	3,311,175	3,225,166	3,259,518	3,109,518	3,109,518	1,881,001	חוב פיננסי נטו
4,810,430	4,311,476	4,542,330	4,415,948	4,547,701	4,397,701	4,603,118	3,164,854	Cap
4,275,779	3,853,153	4,148,062	4,018,030	4,126,698	4,126,698	4,332,115	2,893,851	חוב נטו
521,645	618,804	735,850	721,883	804,299	954,299	1,159,716	913,709	הון עצמי וזכויות מיעוט
5,339,428	4,737,362	4,926,655	4,782,161	4,887,281	4,737,281	4,942,698	3,504,434	סך מאזן
9.8%	13.1%	14.9%	15.1%	16.5%	20.1%	23.5%	26.1%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן
10.9%	14.5%	16.2%	16.5%	18.0%	21.4%	24.8%	28.3%	הון למאזן בנטרול נזילות
88.2%	84.7%	82.9%	83.3%	82.0%	78.0%	74.5%	69.2%	חוב ל-CAP
85.3%	81.3%	79.8%	80.3%	79.0%	75.4%	71.8%	65.0%	חוב נטו ל-CAP נטו
31,729	45,994	61,759	78,096	63,512				FFO
134	79	46	47	44				חוב ל- FFO
115	68	40	41	38				חוב נטו ל- FFO
18.3	13.6	12.3	12.0	11.8				חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שיעורים
0.9	1.1	1.2	1.3	1.3				EBITDA/הוצאות מימון, נטו

* ללא מזמנים מוגבלים ** כולל השלמת עסקת הריפיינס, פיקעת ה-SWAP, המוצג כהתחייבות במאזן וכן כולל תרחיש של שמיטת תיקי הנכסים DT12 ו-Valentine, ללא תמורה

מבנה ההנפקה הינו גורם חיובי לדירוג בשל קשירת ההנפקה לביצוע הריפיינס, "צביעת" התזרים השיורי מהנכסים לטובת האג"ח ומשום שההנפקה תביא לקיטון בחוב הפיננסי, מנגד, כיוון שהשעבוד על הנכסים הינו שני לחוב הבכיר של הבנק המממן, השעבוד עצמו אינו גורם אשר משפיע מהותית על הדירוג

מבנה ההנפקה, כפי שהוצג למידרוג, מספק תמיכה לדירוג בשל קשירת ההנפקה להשלמת הריפיינס, בנוסף לגורמים תומכים, כגון מתן הערבות הבנקאית (אשר הינה חשובה יותר בשנים הראשונות), התקשרות ב-SWAP לקיבוע הריבית אשר צפוי להביא לשיפור ביחסי הכיסוי בטווח הבינוני (ראו להלן) ובעיקר- בשל צביעת התזרים השיורי (לאחר שירות החוב הבנקאי) מפורטפוליו Clara,Z3,Z6 לטובת בעלי האג"ח. יתרה מכך, כיוון שההנפקה קשורה בהשלמת הריפיינס, החוב הפיננסי של החברה יקטן לאחר הגיוס. אולם, מאחר ולמעשה בעלי האג"ח קיבלו שעבוד שני על הנכסים, עצם השעבוד לכשעצמו אינו גורם אשר משפיע מהותית על הדירוג.

התמקדות בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר בגרמניה, על פני מספר רב של נכסים ושוכרים; בשלב זה, מנוע הצמיחה העיקרי צפוי להיות השבחת תיק הנכסים הקיים ושיפור היקף התזרים השוטף מדמי שכירות, לצד קיטון בהוצאות המימון

החברה מעוניינת להמשיך להתמקד בתחום הנדל"ן המניב בגרמניה והפחתת הסיכון האינהרנטי באמצעות פיזור נרחב של נכסים ושוכרים. להערכת החברה, עיקר המיקוד האסטרטגי בטווח הקצר-בינוני הינו במימוש הפוטנציאל הגלום בתיק הנכסים הקיים, על ידי פעולות שניתן לבצע לשיפור התפוסה ושיפור חלק מהנכסים, בייחוד בתיק הנכסים Clara. כמו כן, מרבית חוזי השכירות של החברה הינם צמודים למדד המחירים לצרכן בגרמניה או כוללים עליות מובנות בשכ"ד. לעומת זאת, ההלוואות הינן נומינאליות. האמור, בתוספת לקיטון הצפוי בהוצאות הריבית לאחר השלמת הריפיינס ולאחר פקיעת חוזה ה-SWAP (ראו להלן), יביאו לשיפור יכולת החברה לייצר תזרים שירי.

בטווח הארוך יותר, אסטרטגיית החברה הינה ביצוע מהלכים משמעותיים להתפתחות ע"י עסקאות "אסטרטגיות", דוגמת רכישת סאמיט גרמניה, דויטשה נדל"ן והריפיינס. האסטרטגיה אינה כוללת מתווה של הגדלת תיק הנכסים באופן מתמיד ורציף על ידי רכישת נכסים בודדים. בנוסף, לחברה צבר פרויקטים בתחום האנרגיה הסולארית בישראל אשר, ככל שיבשילו, עשויים לגלם פוטנציאל ייצור חשמל של כ-450 מגה ואט. אולם, מרבית הצבר הנ"ל דורש ביצוע שינוי ייעוד סטטוטורי ואינו מצוי בשלב של אישור תעריפי מותנה. לפיכך, סביר כי לא צפויה השקעה מהותית בפיתוח הצבר בשנים הקרובות. יתרה מכך, לדברי הנהלת החברה, ככל שהצבר יבשיל, החברה תפעל לביצוע פעולות, כגון הכנסת שותפים וכדומה, לפני ביצוע השקעות מהותיות.

מידרוג מציינת לחיוב את מדיניות שמירת יתרות נזילות גבוהות, כפי שמשקף מהדוחות הכספיים ולדברי החברה, גם לאחר ביצוע הריפיינס בכוונתה לשמור על יתרת נזילות גבוהה. מנגד, רמות המינוף הגבוהות בהן פועלת החברה ובהן נרכשו הנכסים הינם להערכת מידרוג גורם המשליך לשלילה גם בהיבט של אסטרטגיית הפעילות.

לחברה אין מדיניות דיבידנד על אף שלא היו חלוקות מהותיות בשנים הקודמות; החברה נוהגת לשלם דמי ניהול משמעותיים לבעל השליטה

לחברה אין מדיניות דיבידנדים אך למעשה, מאז שנת 2009, חולק דיבידנד בהיקף כולל של כ-5 מיליון ₪ בלבד. כמו כן, החברה לא צופה חלוקות משמעותיות גם בשנים הבאות. מנגד, יש לציין כי לבעל השליטה, מר זוהר לוי, הסכם דמי ניהול עם החברה, לתשלום הנגזר, בין היתר, מהיקף הנכסים המאוחד. להערכת החברה, עד לסוף שנת 2013 דמי הניהול למר זוהר לוי יפחתו, בין היתר, בשל תיקון 16 לחוק החברות בישראל. יש לציין כי לדברי הנהלה, מניות החברה אינן משועבדות, לרבות המניות המוחזקות ע"י מר זוהר לוי.

שיקולים עיקריים לדירוג

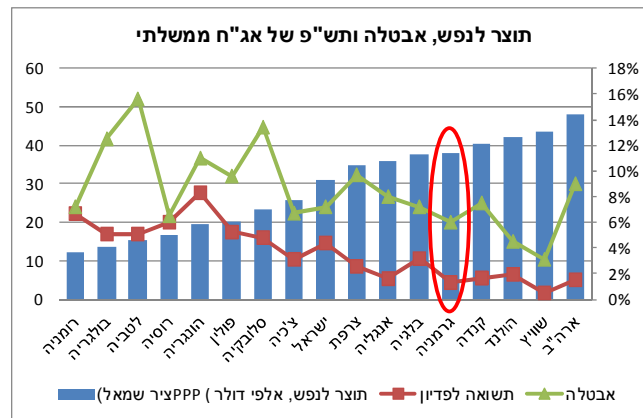
דירוג החברה מושפע לחיוב מפעילות בשוק הנדל"ן בגרמניה (המדינה מדורגת Aaa שלילי), המאופיין ביציבות ונתמך בפעילות עסקית איתנה במדינה, אשר תומכת בביקושים לשטחי נדל"ן להשכרה; היקף פעילות משמעותי ביחס לדירוג וכן פיזור גבוה של נכסים ושוכרים; החברה אינה עוסקת בפעילות ייזום משמעותית, כך שלמעט יתרת הנזילות הניכרת, מרבית המאזן משמש לייצור תזרים פרמננטי; לחברה פלטפורמה לניהול עצמי של הנכסים בישראל ובגרמניה ובנוסף - ניסיון ו-Track Record של ההנהלה הבכירה, המעיד על טיבן של יכולות הניהול הפיננסי; החברה נוהגת לשמור על יתרות נזילות גבוהות ביחס לצרכיה לאורך זמן; מבנה הגיוס (ראו לעיל) תורם לוודאות ולנראות התזרים לשירות החוב.

דירוג החברה מושפע לשלילה מרמות המינוף הגבוהות בהן החברה פועלת ופעלה בשנים האחרונות וזאת למרות שישנה מגמת שיפור אשר צפויה להימשך, בין היתר, בשל הריפיינסט ובשל התקרבות מועד פקיעת ה-SWAP לקיבוע הריביות (אשר מוצג כהתחייבות במאזן); על אף השיפור בשנים האחרונות, יחסי הכיסוי נותרו איטיים יחסית לדירוג. אולם, הנ"ל צפויים להשתפר משמעותית (ככל שלא יחול שינוי משמעותי לרעה בשכ"ד מהנכסים), בייחוד החל משנת 2014, לאחר פקיעת ה-SWAP הנוכחי ותשלום הריבית, בהתאם לעסקת הריפיינסט; הלוואה ברמות מינוף גבוהות לפרטפוליו DT12 ופרטפוליו Valentine אשר עברה איגוח ולפיכך קיים חשש כי ההלוואה לא תחודש במועד פירעונה ביולי 2013; גמישות פיננסית בינונית ביחס להיקף האג"ח לאחר הגיוס.

חוזקות

שוק הנדל"ן הגרמני הינו שוק סולידי המאופיין ביציבות בפרמטרים התפעוליים ובמחירים

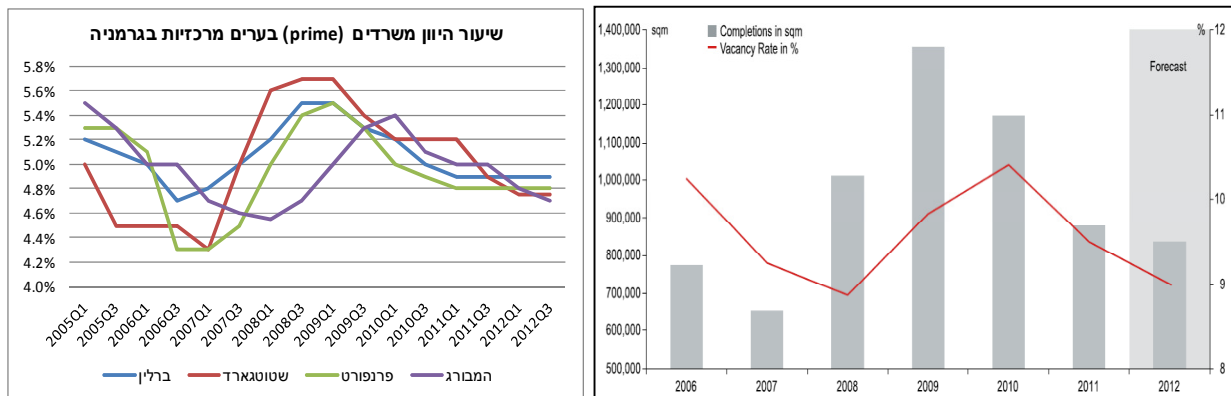
כלכלת גרמניה (מדורגת Aaa שלילי) הינה הכלכלה הגדולה באירופה ואחת מ-5 הגדולות בעולם. גם בהתייחס למשבר הפיננסי בסוף 2008 ולמשבר הפוקד את גוש האירו כיום, כלכלת גרמניה נותרה כלכלה איתנה, בכל קנה מידה, בעלת היקף תוצר לנפש גבוה ושיעורי אבטלה נמוכים, באופן שתומך בביקושים לשטחי משרדים ומסחר. אף על פי כן, משבר החוב בגוש האירו צפוי לתת את אותותיו בקיטון בצמיחה, כך שב-2013 המשק הגרמני צפוי לצמוח בכ-1% בלבד. כמו כן, בהתאם לתשואות לפידיון של אג"ח המדינה ושיעורי ההיוון בתחום הנדל"ן, עולה כי מתחילה להיווצר מגמה, לפיה גרמניה מהווה מעין "Safe Haven", לעומת החששות העולים לגבי חלק מהכלכלות האחרות בעולם:



*הנתונים מעודכנים לספטמבר 2012

תחום המשרדים (מהווה מעל 65% מתיק הנכסים של החברה) מפגין יציבות יחסית, כך שלאחר הרעה בפרמטרים של המגזר במשבר של 2009, ישנה מגמה של שיפור בתפוסות וירידה בתשואות, אשר נתמכת באיתנות המשק הגרמני ושיעור

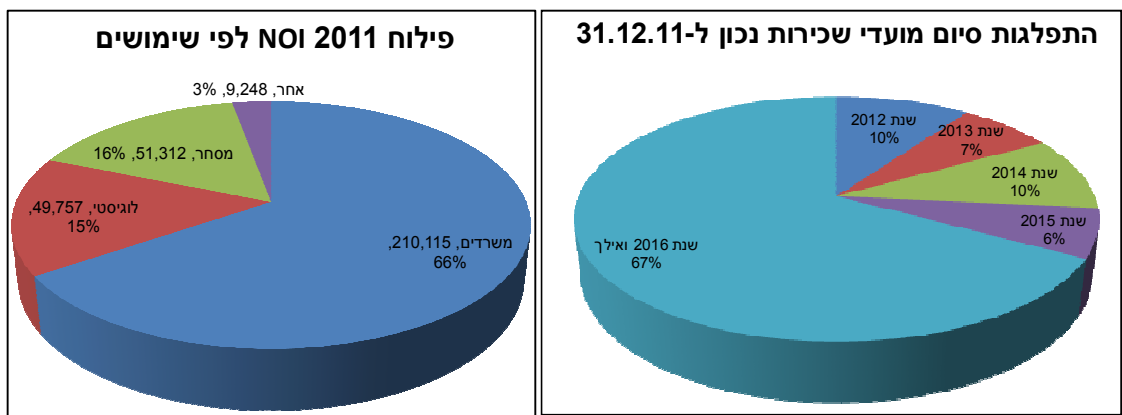
האבטלה הנמוך, לצד קצב השלמה מתון של שטחי משרדים חדשים. להלן (מימין) תרשים המתאר את התפתחות השלמות בניית שטחי משרדים לעומת אי התפוסה ב-7 הערים המרכזיות בגרמניה והתרשים משמאל מראה את התפתחות שיעורי היוון הנכסים ברמת מיצוב גבוהה (prime) בתחום המשרדים במספר ערים מרכזיות.



מקור: JLL

היקף פעילות ופיזור גבוה של נכסים ושוכרים, לצד מיקוד הפעילות בתחום הנדל"ן המניב, משפיעים לחיוב על הדירוג

לחברה כ- 130 נכסים מניבים, הרשומים בספרים בהתאם להערכות שווי, בסכום של כ-4.3 מיליארדי ש. השטחים להשכרה מושכרים לכ-1,000 שוכרים, בהתפלגות סבירה של מועד סיום החוזים ובשיעור תפוסה ממוצע של כ-90%. כמו כן, תיק הנכסים אינו כולל חשיפה לנכסים מהותיים, כך ששווי שלושת הנכסים המרכזיים מהווה כ-10% בלבד משווי סך הנדל"ן להשקעה. יצוין כי במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחיש לפיו החברה תאלץ להחזיר לבנק את פורטפוליו Dt12 ו-Valentine (ראו להלן), אולם, גם בהתחשב באמור, לחברה עדיין היקף פעילות ופיזור טובים ביחס לרמת הדירוג. מצבת הנכסים מיבנה NOI שנתי כיום בהיקף של כ-320 מיליון ש (כ-220 מיליון ש, בהנחת שמיטת DT12 ו-Valentine) כאשר החברה לא עוסקת בייזום נכסים, למעט פיתוח שלב נוסף בנכס בישראל וייתכן שתבוצע הסבה חלקית של כ-2-3 נכסים בגרמניה לשימוש אחר במהלך 2013, על מנת להשביח את שווי ותשואת הנכסים. להלן גרפים ליום 31.12.2011 של פילוח ה-NOI של החברה, לפי סוג הנכסים המניבים והתפלגות מועד סיום חוזי השכירות, לפי ההיקף הכספי של החוזים שפוקעים:



* יש לציין כי החברה כבר השכירה חלק ניכר מהשטחים בהם מועד סיום השכירות חל בשנת 2012

שליטה ובקרה ברמה גבוהה, בין היתר, בשל פלטפורמה לניהול עצמי לנכסים, המסייע לשמור על יציבותם ועל מיצוי הפוטנציאל הגלום בהם; פעולות ההנהלה בשנים האחרונות מצביעות על ידע בתחום הניהול הפיננסי

לחברה כ-70 עובדים, מתוכם כ-50 בגרמניה, אשר עוסקים בניהול ותפעול הנכסים לרבות, בין היתר, שיווק, תחזוקה, שיפורים במושכר, ניהול, גבייה וחשבות. האמור תורם לפיקוח על העלויות ועל רמת הנכסים, שמירת קשר רציף עם השוכרים וכן משפר את יכולות החברה בהשכרה מחדש/חידוש חוזים שפוקעים וכלוס השטחים הריקים. בנוסף, יכולות אלו מבדלות את החברה מחלק מהשחקנים הישראלים הנוספים בשוק הגרמני, אשר מאופיינים יותר בהיותם שחקנים פיננסיים. להלן טבלה המסכמת את פעילות חידושי ההשכרות של החברה בין 2010 לרבעון השלישי של שנת 2012:

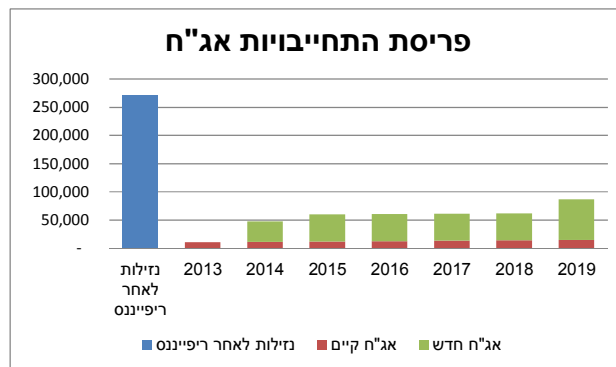
פעולות השכרה בגרמניה לפי שטח					
מ"ר	2008	2009	2010	2011	1-9 2012
השכרות חדשות	38,675	57,814	19,824	39,168	30,790
חידוש חוזים	33,937	25,739	49,858	87,822	86,148
סה"כ חוזים שנחתמו	72,612	83,553	69,681	126,989	116,938
מ"ר בפורטפוליו	919,755	919,755	916,140	916,140	916,140
שיעור מהשטח שהושכר	8%	9%	8%	14%	13%

כמו כן, ההנהלה הבכירה של החברה מיישמת כלים לשליטה ובקרה גבוהה. יתרה מכך, מאפייני רכישת הפעילות בגרמניה, הנפקת ההון של סאמיט גרמניה ולאחר מכן, ביצוע הרכישה העצמית במחיר נמוך משמעותית כמו גם זיהוי ההזדמנות הגלומה ברכישת דויטשה נדל"ן וכן ביצוע הריפיינס, הינם מהלכים המעידים על יכולות ההנהלה.

שמירה לאורך זמן על יתרות נזילות משמעותיות; גם בהתחשב בירידה הצפויה בהיקף הנזילות לאחר הריפיינס, הנזילות צפויה להיות טובה

החברה שומרת על יתרות נזילות גבוהות לאורך השנים, המהוות בין 8-10% מסך המאזן. גם בהתחשב בקיטון בנזילות בשל חלק החברה בריפיינס (90 מיליון אירו בניכוי סכום האג"ח שגויס), יתרת הנזילות צפויה להיות גבוהה ולעמוד על כ-270 מיליון ₪. כמו כן, התזרים השירי מהנכסים צפוי לגדול לאחר הריפיינס, באופן אשר עשוי להביא להגדלת יתרת הנזילות מחדש.

ההלוואות הבנקאיות כוללות כאלו שכבר מומנו מחדש, את אלו שימומנו מחדש במסגרת הריפיינס וכן הלוואות שלהערכת מידרוג, קיים חשש לקושי במימון מחדש (ראו להלן). בנוסף, לחברה אג"ח אשר עומד, נכון להיום, על כ-88 מיליון ₪ ואשר היקף פירעון הקרן השנתי בניגוד עומד על 10-13 מיליון ₪ בשנים הקרובות. האמורטיזציה בגין הלוואות הבנקאיות עומדת על כ-40 מיליון ₪ לשנה (28 מיליון ₪ ללא Valentine-i DT12). בהתחשב בתזרים הפרמננטי שהנכסים צפויים להפיק, מבנה ההנפקה ויתרת הנזילות של החברה, להערכת מידרוג, לחברה מקורות טובים לשירות החוב גם בהתחשב בגיוס האג"ח החדש.



רמות מינוף גבוהות משליכות לשלילה על הדירוג, גם בהתייחס ליחסי האיתנות כיום וגם בהתייחס ליחסים ההיסטוריים של החברה; הריפיינס ופקעת ה-SWAP ההיסטורי לקבוע שערי הריבית ישפרו את יחסי הכיסוי של החברה

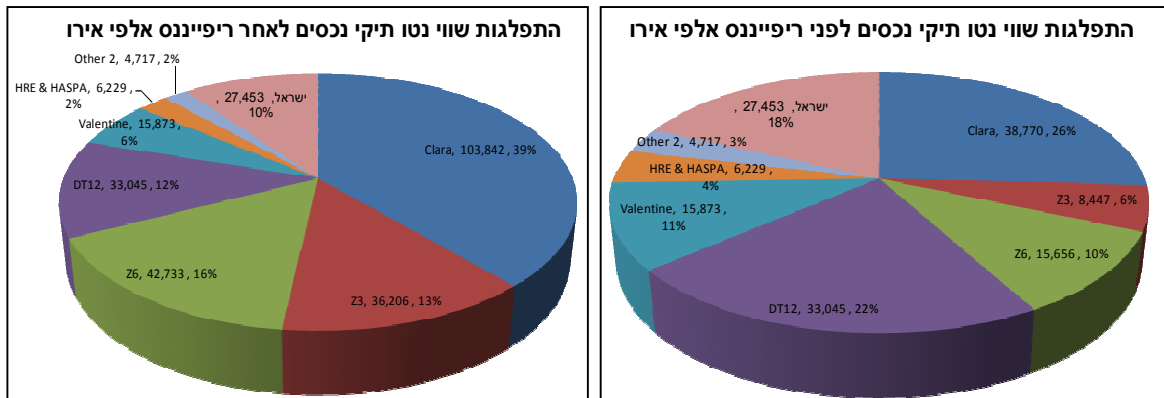
במהלך השנים האחרונות יחסי האיתנות של החברה לא בלטו לטובה, כפי שבא לידי ביטוי הן ברמת ה-LTV על חלק מההלוואות בגרמניה והן מיחסי החוב ל-CAP והון למאזן של החברה. על אף שרמות המינוף כיום עדיין גבוהות, ישנה מגמה של שיפור, הנובעת בעיקר מהגידול בהון העצמי, הן בשל הרווחים השוטפים והן בשל התקרבות מועד פקעת ה-SWAP ההיסטורי לקבוע שערי הריבית על כ-5% לשנה. מכיוון שתנאי השוק הנוכחיים מאפשרים התקשרות בריביות נמוכות יותר, הגידור ההיסטורי מייצר התחייבות במאזן אשר מפחיתה את ההון העצמי. ככל שמועד הפקיעה מתקרב, ההתחייבות קטנה, כנגד גידול בהון העצמי (ללא השפעה על דוח הרווח והפסד) המשך מגמה זו, בתוספת לגידול בתזרים השוטף עשויים לתרום לשיפור נוסף ביחסים. בנוסף, הריפיינס עצמו יביא לשיפור ביחסי האיתנות בשל הקיטון בחוב הפיננסי בהיקף של כ-60 מיליון אירו והרווח ממחילת חוב של כ-30 מיליון אירו. אולם, בטווח הארוך, יחסי האיתנות יושפעו ממדיניות המינוף העתידית של החברה, למשל באופן פיתוח צבר הפרויקטים בתחום הסולארי ורכישת נכסים נוספים. לפיכך, במסגרת הדירוג, מידרוג שיקללה מחד את הצפי ליחסי האיתנות בטווח הקצר-בינוני לאחר השלמת הריפיינס, פקיעת ה-swap ושמיטה אפשרית של DT12 ו-Valentine ומאידך את רמות המינוף הגבוהות בשנים האחרונות.

יחסי כיסוי אינם בולטים לטובה; בהתאם לתנאי ההסכם מול הבנק המממן, צפי לשיפור לאחר ביצוע הריפיינס והשפעת שיעורי הריבית החדשים החל מאמצע שנת 2014

רמות המינוף הגבוהות והיקף ההוצאות התפעוליות של החברה הביאו ליחסי כיסוי איטיים ביחס לדירוג. אף על פי כן, יש לציין כי, היקף ה-FFO וכן יחסי הכיסוי של החוב ברוטו ונטו אל מול ה-FFO מצויים בשיפור משמעותי בשנים האחרונות. לפי תחשיבי מידרוג, בהתייחס למימון מחדש, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר מעט בשנת 2013 והחל משנת 2014 להשתפר באופן משמעותי בהתאם לחוזי ה-SWAP החדשים והכל בכפוף לכך שלא יחול שינוי משמעותי לרעה בדמי השכירות מהנכסים, כך שהיחסים יעמדו על טווח של בין 30-35 לשנה ב-2013 וכ-27-20 שנים לאחר מכן. להערכת החברה, השיפור צפוי אף להיות משמעותי יותר בשל עליות מובנות והצמדות למדד המחירים בגרמניה של שכ"ד אל מול הלוואות נומינליות, צפי לקיטון בהיקף הוצאות הנה"כ וכן השכרות חדשות. ככל שתחזיות החברה תתממשנה, האמור עשוי להשפיע לחיוב על הדירוג. במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בשקלול של היחסים הצפויים בטווח הבינוני-ארוך לבין יחסי הכיסוי הצפויים בטווח הקצר.

חשש כי הלוואות בגין פורטפוליו DT12 ו-Valentine, אשר משועבדות ב-LTV גבוה, לא תחודשנה במועד פירעון ביולי 2013.

מעבר לתיקי הנכסים הצפויים להיות ממומנים מחדש בריפיינס, לחברה תיקי נכסים נוספים בישראל ובגרמניה. כפי שניתן לראות בגרף שלהלן, תיקי הנכסים הנוספים המרכזיים, במונחי שווי ותרומה להון העצמי (שווי נטו מהלוואות בנקאיות- לפני הקצאת חובות אג"ח) הינם תיקי הנכסים DT12 ו-Valentine:



תיקי הנכסים Valentine ו-DT12 משועבדים בהלוואות שמועד פירעון הסופי הינו ביולי 2013, ב-LTV גבוה יחסית, העומד על כ-84%. ההלוואות עצמן עברו איגוח, כך שמדובר במלווים שונים מאלו שנתנו את ההלוואה במקור. לפיכך, ביצוע מהלך של ריפיינס גם לתיקים אלו עלול להיות יותר מורכב. יתרה מכך, תיק הנכסים DT12 מורכב מ-12 נכסים המושכרים לחברת דויטשה טלקום, כאשר המח"מ של חוזי השכירות בתיק, נכון להיום, עומד על כ-5-4.5 שנים. לפיכך, על אף שמדובר בשוכר איכותי יחסית (מדורג Baa1 יציב במודיס), קיימת חשיפה לשוכר יחיד, אשר לאור המועד הצפוי של פקיעת חלק מחוזי השכירות, עלול לערים קשיים במימוש/מימון מחדש של התיק. יצוין כי בחלק מהנכסים דויטשה טלקום השכירו את השטחים לשוכרי משנה. לאור האמור, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחיש לפיו תיקי הנכסים יושטמו והבעלות תעבור לגוף המממן ובמקביל- ההון העצמי בגינם יימחק. יצוין כי, בכונת החברה לפעול להארכת ההלוואה, באופן אשר יקנה לה זמן להאריך את חוזי השכירות, לאתר שוכרים נוספים, כאשר הדבר רלוונטי ולפעול לחילוץ ההון העצמי מתיקי הנכסים. בנוסף, גם בהתחשב בתרחיש של שמיטה, היחסים הפיננסיים, היקף הפעילות והפיזור הולמים את רמת הדירוג.

גמישות פיננסית בינונית ביחס להיקף האג"ח לאחר הריפיינס בשל נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-60 מיליון ש"ח בלבד
 הגמישות הפיננסית של החברה נובעת בעיקר מהחזקה בנכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ-60 מיליון ש"ח ומספר נכסים בישראל אשר משועבדים ב-LTV נמוך יחסית. אולם, ביחס להיקף הצפוי של האג"ח לאחר הגיוס (כ-380 מיליון ש"ח- כולל האג"ח שכבר גויס בעבר), הגמישות הנ"ל אינה בולטת לטובה. יש לציין כי החברה מחזיקה במניות חברת דויטשה נדל"ן הנסחרות לפי שווי של כ-40 מיליון ש"ח (חלק חברה). אולם, בשל אופי פעילות דויטשה נדל"ן, הסחירות הנמוכה של המניה וקיומן של הלוואות בעלים מועדפות לטובת סאמיט גרמניה, מידרוג רואה במניות אלו כמייצגות גמישות פיננסית פחותה.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והכיסוי לאורך זמן
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית ושמירה על רמות הנזילות ההיסטוריות
- שיפור משמעותי בנתונים התפעוליים של תיקי הנכסים באופן שיבוא לידי ביטוי בהיקף התזרים הפרמננטי לשירות החוב

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה לתזרים שיופק מהנכסים וליחסים הפיננסיים הצפויים
- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה בדגש על שוק הנדל"ן המניב בגרמניה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי אשר תשליך לרעה על פרופיל הסיכון

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 18 בדצמבר 2012

מונחים פיננסיים עיקריים

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

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מוצייה 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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 בעינינו 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.