
דצמבר 2012

תחום הנדל"ן המניב - מבט ענפי:
הענף יציב, אבל הפער בין חברות בעלות דירוג גבוה
לבין החברות בעלות דירוג נמוך הולך ומתרחב

אנליסט אשראי ראשי:

אליס קדם, (972) 3-753-9739 alice_kedem@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

גל מנקס, (972) 3-753-9737 gal_menkes@standardandpoors.com

מנהל תחום חברות נדל"ן :

עופר עמיר, (972) 3-753-9715, ofer_amir@standardandpoors.com

תוכן

מבוא

פעולות דירוג

תחזית כלכלית של S&P למשק הישראלי

מגמות ענפיות

רשימת חברות

מחקרים קשורים

אנשי קשר

תחום הנדל"ן המניב - מבט ענפי

הענף יציב, אבל הפער בין חברות בעלות דירוג גבוה לבין החברות בעלות דירוג נמוך הולך ומתרחב

מבוא

בתקופה האחרונה מתגברים, להערכתנו, הסימנים למגמות שליליות אשר עלולות להשפיע לרעה על איתנות חברות הנדל"ן. סימנים כאלו ניכרים הן ברמה המאקרו-כלכלית, לאור הירידה בתחזיות הצמיחה לשנת 2013, והן בתחום הנדל"ן המניב עצמו, ובמיוחד בענף המשרדים, על רקע העלייה במספר התחלות הבנייה והצפי לגידול בהיצע בשנים הבאות.

להערכתנו ובהתבסס על ניסיון העבר של Standard & Poor's, הסקטור שבדרך כלל חשוף יותר לשינויים מאקרו-כלכליים הינו סקטור המשרדים, הרגיש יותר למחזורי העסקים מסקטור המרכזים המסחריים. בנוסף, על פי תוכניות הפיתוח הנוכחיות של החברות, היצע חדש של שטחי משרדים בהיקף גבוה צפוי להצטרף למלאי הקיים במהלך השנים 2014-2016, ועלול להאיץ אף הוא את המגמה השלילית. עם זאת, לפי תרחיש הבסיס שלנו, חלק מתכניות הפיתוח לא יצאו אל הפועל או יידחו, בעיקר עקב מחסור מימוני ודרישת המממנים לשיעורי השכרה מקדמית (pre-lease) גבוהים. בשלב זה אנו מעריכים כי בטווח הקצר שיעורי התפוסה בענף יישארו יציבים, בין היתר בזכות ניהול אקטיבי והענקת תמריצים לשוכרים על מנת לשמור על רמות תפוסה גבוהות.

ענף המרכזים המסחריים ממשיך להפגין עוצמה ובשלב זה אנו מעריכים כי חברות הנדל"ן המובילות בתחום ימשיכו ליהנות מביקושים גבוהים לשטחי מסחר חדשים, אך אנו עוקבים בזהירות אחר ההשלכות האפשריות של ההאטה בצמיחה הכלכלית והעלייה של יוקר המחיה על רמת הסיכון בענף.

בקרב החברות המדורגות על ידינו, אנו מבחינים בפערים הולכים וגדלים בין החברות בסקאלת הדירוגים הגבוהים (ilA+ ומעלה) לבין החברות בעלות הדירוגים הנמוכים יחסית (ilA- ומטה). חברות בעלות דירוג גבוה מאופיינות בפורטפוליו גדול, פיזור רחב של שוכרים ובדרך כלל ניהול ואסטרטגיה עקביים, לעומת חברות בדירוגים נמוכים שסובלות מפורטפוליו לא ממוקד ו/או לא מפורז ורמות מינוף גבוהות. המגמה השלילית בקרב החברות בסקאלת הדירוגים הנמוכים נובעת, בין היתר, מהקושי של החברות למחזר חוב בשוק האג"ח וההסתמכות הולכת וגוברת על מימושי נכסים לצורך שירות החוב.

להערכתנו, הסלקטיביות של המשקיעים תימשך גם בשנה הבאה, לאור ההתמתנות הצפויה בקצב הצמיחה והאיומים שעומדים בפני הכלכלה בכלל ובפני ענף הנדל"ן המניב בפרט, אשר עלולים להמשיך ולהקשות על חלק מהחברות לגייס מימון ולהפעיל לחץ נוסף על הגמישות הפיננסית והנזילות.

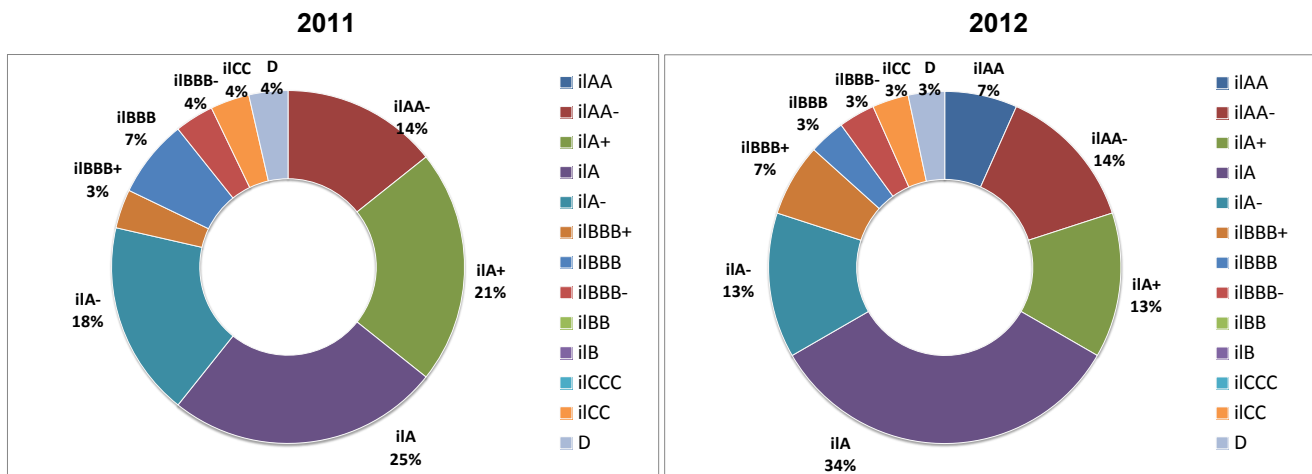
פעולות דירוג

מהלך 11 החודשים הראשונים של שנת 2012, Standard & Poor's Maalot ביצעה פעולות דירוג ב- 35 חברות נדל"ן מניב¹. מתוך פעולות אלו, 19 פעולות כללו אישור של הדירוג והתחזית הקיימים ללא שינוי, 5 פעולות שיקפו עלייה בדירוג או שינוי חיובי בתחזית הדירוג ו- 6 פעולות שיקפו הורדת דירוג או שינוי שלילי בתחזית הדירוג (מתוכן פעולה אחת אשר התייחסה לחברת קמור בע"מ, שהגיעה לחדלות פירעון- דירוג D (Default)).

בהשוואה לשנה הקודמת, מספר הפעולות החיוביות ירד מ- 12 ל- 5, כשבמקביל מספר הפעולות השליליות נותר יציב ועמד על 6 פעולות (בדומה לשנה הקודמת, ראה סקירת "מבט ענפי", דצמבר 2011). ראוי לציין כי במניין 5 הפעולות החיוביות שנעשו השנה נכללו 3 פעולות שקשורות להשוואת דירוגן של בריטיש ישראל והחברות הבנות שלה (אבנת השכרות, אזו-ריט נכסים) לדירוגה של מליסרון. בניטרול פעולות אלו, מספר הפעולות החיוביות היה נמוך יחסית וכלל 2 חברות בלבד: איירפורט סיטי ונצבא, השייכות לקבוצת עסקים אחת. העלאת הדירוג של השתיים נבעה מהשיפור המתמשך פרופיל הפיננסי (הורדת המינוף ושיפור ניכר ביחסי הכיסוי) תוך שמירה על יציבות המיצוב העסקי. הפעולות השליליות נבעו לרוב מעלייה במינוף ו/או משינוי לרעה במצב הנזילות והן בוצעו במרבית המקרים בחברות בעלות דירוגים נמוכים יחסית.²

בעוד שמרבית החברות נותרו בדירוגן, דבר המשקף, להערכתנו, את היציבות היחסית שמאפיינת את הענף, אנו מבחינים בפערים הולכים וגדלים בין החברות בסקאלת הדירוגים הגבוהים (iA+ ומעלה) לבין החברות בדירוגים הנמוכים יחסית (iA- ומטה). בעוד שהחברות ברמת הדירוגים הגבוהה נהנות מיציבות ואף מהשיפור בפרמטרים העסקיים וביחסים הפיננסיים לעומת שנה קודמת, המגמה שונה בקרב החברות בסקאלת הדירוגים הנמוכים. המגמה השלילית בקרב אלו נובעת, בין היתר, מהקושי של החברות למחזר חוב בשוק האג"ח וההסתמכות הולכת וגוברת על מימושי הנכסים לצורך שירות החוב. להערכתנו, הסלקטיביות של המשקיעים תימשך גם בשנה הבאה, לאור ההתמתנות הצפויה בקצב הצמיחה והאימונים שעומדים בפני הכלכלה בכלל ובפני ענף הנדל"ן המניב בפרט, דבר אשר עלול להמשיך ולהקשות על חלק מהחברות לגייס מימון ולהפעיל לחץ נוסף על הגמישות הפיננסית והנזילות.

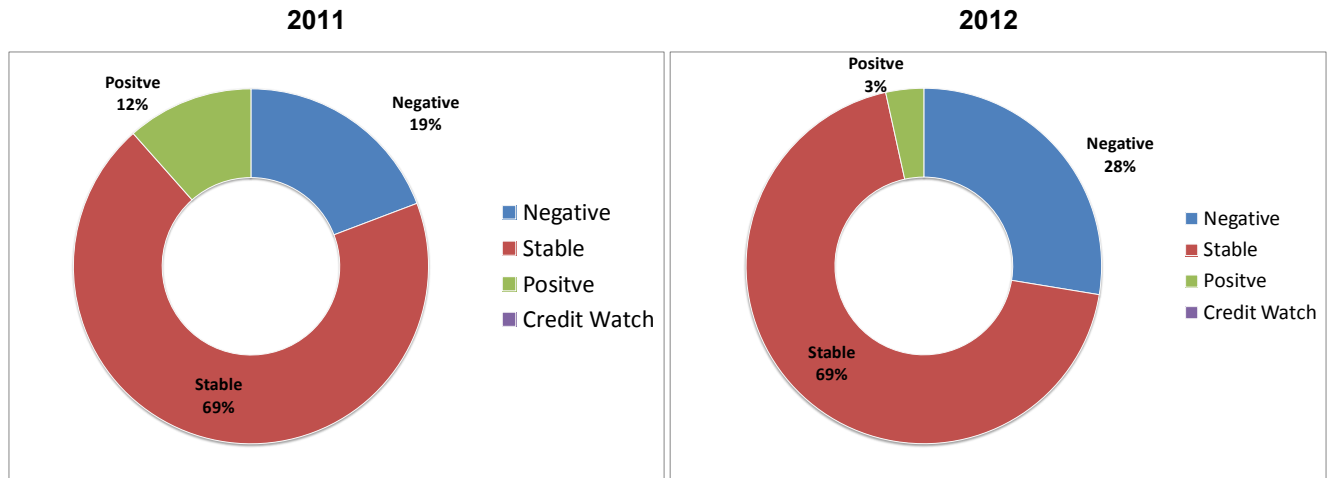
תרשימים 1-2: התפלגות* הדירוגים של חברות נדל"ן מניב לדצמבר 2012, ולסוף שנת 2011



¹ מתוכן 5 פעולות התייחסו לדירוג חדש.

² למעט פעולות שינוי תחזית הדירוג מחיובית ליציבה של גזית גלוב ונורסטאר, שנבעו מעדכון הערכתנו לגבי קצב נמוך יותר של הורדת המינוף בחברות הנ"ל בהשוואה להערכתנו בשנה הקודמת.

תרשימים 3-4: התפלגות* תחזיות הדירוגים של חברות נדל"ן מניב לדצמבר 2012, ולסוף שנת 2011

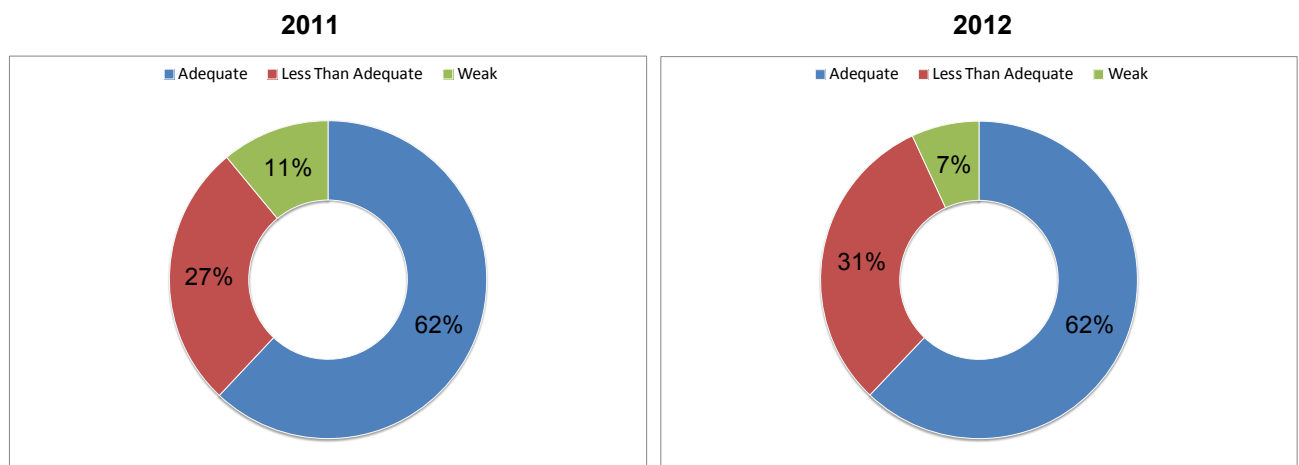


* החברות אבנת השכרות, אזו-ריט נכסים, נכסי הדריים, ישפרו ודרבן שדירוגן נקבע על ידי דירוגן של חברות האם מליסרון, נכסים ובנין וכלכלית ירושלים, בהתאמה, לא נכללו בהתפלגויות הנ"ל (תרשימים 1-4).

ההשוואה בין התפלגות תחזיות הדירוגים כיום לעומת ההתפלגות נכון לסוף שנת 2011 מצביעה גם היא על מגמה שלילית יותר: שיעור החברות עם תחזית דירוג שלילית עלה ל- 28% מ- 19% לפני שנה, ובמקביל שיעור החברות עם תחזית חיובית ירד ל- 3% מ- 12%.

שיעור ניכר מהחברות המדורגות על ידינו שומרות על נזילות "מספקת" לפי הגדרתנו (62% מהחברות) וליתר נזילות "פחות ממספקת" או "חלשה". בהשוואה לשנה קודמת לא חל שינוי מהותי בהתפלגות של רמות הנזילות: במרבית המקרים, החברות שהוגדרו כבעלות רמת נזילות מספקת שמרו על רמת מקורות נאותה גם השנה, בין היתר, באמצעות קווי אשראי מובטחים ו/או באמצעות ביצוע מחזור חוב בעוד מועד, ומאידך, החברות שבשנה הקודמת הוגדרו כבעלות רמת נזילות פחות ממספקת ממשיכות להסתמך על מימושי נכסים או מקורות חילופיים בעלי רמת ודאות נמוכה יחסית.

תרשים 5: התפלגות רמות הנזילות בחברות נדל"ן מניב המדורגות על ידי S&P מעלות לדצמבר 2012 ולסוף שנת 2011



תחזית כלכלית של S&P למשק הישראלי

בבואנו לערוך תחזית לחברות המדורגות בסקטור הנדל"ן המניב בישראל אנו מתמקדים באינדיקטורים מאקרו כלכליים שלהערכתנו משפיעים באופן משמעותי על ביצועי הענף, וכן בגורמים שקשורים בהתפתחות ההיצע החדש. אנו עוקבים אחרי אינדיקטורים רבים, אך להערכתנו, בין הגורמים המשפיעים ביותר נכללים צמיחת התוצר והסקטור העסקי, האינפלציה, שערי ריבית והיקף הפעילות בשוק החוב, מגמות בצריכה פרטית והתחלות בניה (שלא למגורים).

הסביבה הכלכלית ששררה בשנתיים האחרונות תמכה בהתרחבות של חברות הנדל"ן בישראל ובעליית שוויים של הנכסים: המשק צמח בקצב מהיר מאוד בהשוואה לכלכלות מפותחות אחרות, מעל 4.5% ב-2010-2011. שיעורי היוון ירדו במתינות לאורך התקופה הנ"ל ושיקפו ירידה ברמת הסיכון. כיום המגמה הפוכה ולהערכתנו, מתגברים סימנים שליליים שעלולים להשפיע על איתנותן של החברות, הן ברמה המאקרו כלכלית עם ירידה עקבית בתחזיות הצמיחה לשנת 2013.

הבסיס לתחזית הענף מושתתת על ההנחות הבאות לשנת 2013:

- כלכלי S&P צופים כי צמיחת התוצר בישראל תהיה בשיעור 3.1% (דומה לתחזית של בנק ישראל של 3.0%), בהשוואה לקצב הצמיחה של כ-2.7% בשנת 2012. בשנת 2014 S&P צופה עלייה ל-3.7%, שיעור שעדיין נמוך מהצמיחה בשנים האחרונות של מעל 4%.
- שיעור האינפלציה ינוע בטווח של 2.5%-2.7%.
- שיעור האבטלה יעלה ל-7.2% מ-5.7% בשנת 2011 ומ-6.5% החזוי לשנת 2012.
- הצמיחה בהשקעות הריאליות (כאינדיקטור לצמיחה של הסקטור העסקי) תהיה בשיעור של כ-1% בלבד, ותשתפר בשנת 2014 ל-3%-4%. ירידה רצופה במדד מנהלי הרכש במחצית השנייה של 2012 מצביעה גם היא על התמתנות בצמיחה של הסקטור העסקי.
- מדד בטחון הצרכנים מצביע על מגמה שלילית מתונה, שלהערכתנו מונעת מהחששות לעלייה בשיעורי האבטלה.
- התחלות הבניה בשנה האחרונה המשיכו להיות ברמה גבוהה יחסית, במיוחד באזור תל אביב והמרכז. לפי אומדנים שונים, שמבוססים על תכניות הבניה שאושרו, בשנים הבאות היצע השטחים המשרדיים צפוי לגדול בשיעור גבוה של כ-20% עד 25% מסך השטחים הקיימים באזורים הרלוונטיים. שיעור זה משקף תוספת של כ-450,000-600,000 מ"ר ב-3 השנים הבאות וכ-900,000 מ"ר עד שנת 2018.
- הנגישות למימון בקרב החברות בסקאלת הדירוגים הנמוכים ירדה.

מגמות ענפיות

ענף המשרדים בישראל

אנו מתחילים לראות אותות של עודף היצע בתחום המשרדים באזורים מסוימים במרכז הארץ, בין היתר, בעקבות פרויקטי יזום בהיקפים לא מבוטלים שבוצעו הן בחברות המדורגות אך בעיקר בחברות לא מדורגות ובאמצעות קבוצות רכישה. יחד עם זאת, בקרב החברות המדורגות אנו מזיהים כיום זהירות רבה יותר בכניסה לפרויקטים חדשים, שחלקה נובעת גם ממגבלות שמטילים הבנקים המממנים (כגון דרישה לשיעור השכרה מראש גבוה יותר מבעבר וכד'). לאור זאת, אנו סבורים כי חלק מהפרויקטים לא יתממשו או יתממשו במועדים מאוחרים יותר, מה שעשוי לווסת במידה מסוימת את קצב הגידול של ההיצע. בקרב החברות המדורגות על ידינו, פרויקטי יזום בולטים באזור תל אביב ומרכז הארץ כוללים את: פרויקט דרום הקריה של קבוצת עזריאלי ופרויקט סמוך של נצבא, פרויקטים של כלכלית ירושלים בדרך השלום בתל אביב ובחולון, פרויקט מגדלי תל אביב של מבני תעשיה, פרויקט באזור הבורסה

ברמת גן של אמות השקעות, פרויקטים של חברת גב ים בחולון והרצליה צפון, ופרויקט הרחבה של אדגר ברחוב יגאל אלון בתל אביב.

מאז 2009 ועד קיץ 2012 סקטור המשרדים בישראל הפגין חוזקה, עם שיעורי התפוסה ומחירי השכר דירה עולים במרבית האזורים הגאוגרפיים לרמה שאפיינה את המחצית הראשונה של 2008, לפני פרוץ המשבר הפיננסי. אולם, ברבעונים השני והשלישי אנו רואים עדויות להתמתנות בפעילות בפעם הראשונה מזה 3 שנים: מדד מאן³ נכסים לחוזקה של סקטור הנדל"ן ירד ברבעונים השני והשלישי בשיעור של 4% ביחס לשיא שהייתה ברבעון הראשון של 2012. ירידות מחירים נרשמו במעגל השני סביב תל אביב (אזור בני ברק, פתח תקווה, רעננה), מה שמצביע על כך שבאזורים אלה עודף ההיצע מתחיל להשפיע. כמו כן, בתל אביב עצמה נרשמה ירידה בתפוסה הממוצעת (ל-95% ברבעון השלישי מ-96%), אך טרם ניתן להסיק האם מדובר במגמה שתימשך. אנו מעריכים כי נכסי הפריים בתל אביב יישארו אטרקטיביים וכן החברות יפעלו להעניק לשוכרים תמריצים על מנת לשמור על רמות תפוסה גבוהות.

ענף מרכזי המסחר בישראל

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי שנת 2013 תהיה שנת מבחן עבור החברות בענף: ככל שרמת אי הוודאות הכלכלית תיגבר והסביבה העסקית תהיה פחות תומכת מבעבר, החברות עלולות להיתקל בירידה בביקושים לשטחי מסחר. אולם, אנו מאמינים, כי קיימים גורמים משמעותיים שממננים את השפעת ההאטה, כגון: פיזור גבוה של שוכרים (בד"כ אף שוכר אינו מהווה יותר מ-3%); שכ"ד קבוע, מרכיב הפדיון בדמי שכירות נמוך יחסית; קצב הגידול בצריכה הפרטית בשנים האחרונות שהיה גבוה בהשוואה לקצב הגידול של שטחי המסחר; ניהול אקטיבי של תמהיל הלקוחות; ושיפור האטרקטיביות של הקניונים.

עד כה ממשיך ענף המרכזים המסחריים להפגין חוזקה: הגידול בפדיון החנויות בקניונים המובילים על רקע העלייה הריאלית שחלה בהוצאה של משקי הבית על ביגוד והנעלה, תמך בהמשך הצמיחה בהכנסות של החברות הנדל"ן המסחרי. בנוסף, התחלופה שמתרחשת בתמהיל הלקוחות בקניונים המובילים שכוללת יציאה הדרגתית של רשתות המזון וכניסה של רשתות אופנה ולייפ-סטייל וכן השיפוצים, ההרחבות ופתיחת מרכזים חדשים שביצעו החברות תרמו גם הם לצמיחה בהכנסות משכר דירה. אולם, מנגד, אנו מזהים התעוררות של לחצים מצד השוכרים, בעיקר בקניונים החדשים שטרם הגיעו להתייצבות תפעולית. בשלב זה אנו מעריכים כי חברות הנדל"ן המובילות בתחום ימשיכו ליהנות מביקושים לשטחי מסחר חדישים, אך אנו עוקבים בהירות אחרי ההשלכות האפשריות של ההאטה בצמיחה הכלכלית והעלייה של יוקר המחיה על רמת הסיכון בענף.

להערכתנו, שתי החברות הדומיננטיות בסקטור הנדל"ן המסחרי – קבוצת עזריאלי וקבוצת מליסרון – ממשיכות לתת את הטון במפת הקניונים המובילים בישראל. בשנה האחרונה שתי החברות עמדו בתחזית הקודמת שלנו, לפיה התחרות בין השתיים לא תביא לירידת מחירים או תפוסות. ב-2012 חברות אלו הציגו שיעורי צמיחה גבוהים לפי נכסים קיימים (same-store) של כ-4%-5% ושיעורי תפוסה שממשיכים להיות קרובים ל-100%, דבר שמצביע על החוזק העסקי של החברות. לפי נתוני מאן נכסים, התפוסה הממוצעת בענף ברבעון האחרון נותרה ללא שינוי, ברמה גבוהה של כ-89.5%.

בדומה לענף המשרדים, גם בסקטור מרכזי המסחר אנו עדים להתגברות של התחלות הבניה ופיתוח, במיוחד באזורי הצפון והדרום שעד כה פיגרו בקצב ההתרחבות לעומת אזור המרכז. כך, 5 מרכזים הוקמו לאחרונה או עומדים להיבנות במהלך השנה הקרובה, וכולם שייכים לשחקנים המובילים בענף: קבוצת עזריאלי הוסיפה לפורטפוליו מרכזי המסחר בקרית אתא ועכו, שיכון ובינוי ואזורים את קניון עיר ימים בנתניה; קבוצת מליסרון-בריטיש מוסיפה את קניון באר שבע והרחבות בקניונים בפ"ת ורעננה, וקבוצת גזית גלוב הוסיפה את קניון כפר סבא.

³ ראה מאן נכסים, סקר שוק אוקטובר 2012.

לפי הערכה של חברת צ'מנסקי בן שחר⁴, משנת 2010 ענף הנדל"ן המסחרי עבר לקצב צמיחה מואץ עם תוספת של 32 מרכזים מסחריים חדשים בשטח כולל של 370,000 מ"ר, המהווים כ-10% ממספר כולל של מרכזים מסחריים נכון לתחילת 2012. המרכזים החדשים הוסיפו כ-3 מיליון מ"ר של שטחי השכרה. עם זאת, בהשוואה בינלאומית ישראל נמנית עם מדינות שהיקף שטחי המסחר לנפש בה אינו גבוה: 1.06 מ"ר לנפש בהשוואה לארה"ב (מספר 1 במונחי שטח מסחרי לנפש) עם 4.33 מ"ר, בריטניה עם 2.14 מ"ר, הולנד עם 1.7 מ"ר, קנדה עם 1.2 מ"ר ויפן עם 1.1 מ"ר. בתל אביב השיעור עומד על 1.5 מ"ר לנפש, דומה לממוצע הבינלאומי. לאור זאת, אנו מעריכים כי הצמיחה הנוכחית הינה עקבית עם הגידול הטבעי בביקושים לשטחי מסחר מודרניים ושיפור ברמת החיים. להערכתנו, המגמה של המעבר משטחי המסחר ברחוב לשטחי המסחר במרכזים מסחריים תימשך במקביל עם שיפור התחזוקה ושיפוץ של הקניונים שיידרשו לכך על מנת לעמוד בתחרות.

רמת המינוף ויחסי הכיסוי

בצד הפרופיל הפיננסי, רמת המינוף של החברות המדורגות בישראל ממשיכה להיות גבוהה יחסית, להערכתנו, ונראה כי רוב החברות לא הורידו את רמת המינוף באופן משמעותי במהלך השנה. בין החברות שכן פעלו להורדת המינוף המאזני נמנות איירפורט סיטי ונצבא, נורסטאר וגזית גלוב, אלוני חץ, וכלכלית ירושלים ומבני תעשייה מקבוצת פישמן.

בבחינת הפרופיל הפיננסי, אנו מתרכזים במספר היבטים אשר משמשים כפרמטרים עיקריים בקביעת הסיכון הפיננסי: מדיניות פיננסית ויחס לסיכון, יכולת הפקת תזרים מזומנים, מבנה הון ומינוף ורמת נזילות. בקביעת רמת האיתנות הפיננסית ארוכת הטווח אנו בוחנים בעיקר את היחסית הבאים: חוב לחוב והון עצמי, חוב ל-EBITDA, FFO (funds from operations) לחוב⁵, EBITDA להוצאות מימון (יחס כיסוי ריבית)⁶.

ניתוח הנתונים הפיננסיים של חברות הנדל"ן המניב המדורגות על ידי Standard & Poor's Maalot מעלה כי שיעור המינוף המאזני (חוב לחוב והון עצמי) הממוצע בחברות עמד על כ-64%, ללא שינוי מהותי בהשוואה לנתונים שדווחו בסקירה הקודמת. יחס החוב ל-EBITDA הממוצע עומד על כ-13x, הרעה מסוימת ברמה הממוצעת לעומת שנה קודמת (כ-12x)⁷.

אנו שמים דגש מיוחד על יחס כיסוי ריבית, אשר, להערכתנו, משמש כאינדיקטור טוב לגמישות הפיננסית של חברות נדל"ן מניב באשר לסיכויי החברה למחזר את החוב בעתיד. כך, אנו רואים ביחס של 1.0x ומטה כיחס בעייתי, שמבדיל, ברוב המקרים, בין חברות בעלות גמישות פיננסית נמוכה יותר וסיכון גבוה יחסית לאי מחזור החוב⁸. יחס כיסוי הריבית הממוצע בחברות הנדל"ן המניב המדורגות על ידינו הינו 1.5x.

גיוסי אג"ח

סך גיוסי האג"ח שביצעו החברות בחודשים ינואר-נובמבר 2012 הסתכמו ב-29 מיליארד ש"ח, קצב של 31.7 מיליארד ש"ח לשנה לעומת 33.9 מיליארד ש"ח שגויסו ב-2011, ירדה חזויה של 6%. חברות הנדל"ן⁹ מהוות בדרך כלל כרבע עד כשליש מהיקף ההנפקות הכולל בשוק האג"ח הקונצרני בישראל, נתון גבוה בהשוואה בינלאומית (אירופה וארה"ב). בחודשים ינואר-נובמבר 2012 חלקן של חברות הנדל"ן מסך הגיוסים עלה ל-28% (8 מיליארד ש"ח בחודשים ינואר-נובמבר) מ-23% ב-2011 (7.9 מיליארד ש"ח). העלייה בחלקן של

⁴ ראה צ'מנסקי בן שחר, פורסם בגלובס 19-20 באוגוסט 2012.

⁵ היחסים חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO מודדים את פרק הזמן (בשנים) שנדרש להחזיר חוב באמצעות EBITDA ובאמצעות FFO, בהתאמה.

⁶ למעט במקרים של חברות החזקה, דוגמת אלוני חץ נכסים והשקעות, בהם אנו בוחנים יחסי כיסוי המותאמים לחברות אלו (להרחבה, ראה דו"ח דירוג אלוני חץ נכסים והשקעות מיום 30 בינואר 2012).

⁷ הנתונים מושפעים לרעה בעיקר על ידי שתי חברות: אדרי-אל ואלקטרה נדל"ן, שמציגות יחסי כיסוי חוב ל-EBITDA נמוכים במיוחד (מעל 100x ו-28x בהתאמה).

⁸ יחס כיסוי ריבית מחושב כיחס בין תזרים ה-EBITDA להוצאות המימון ברוטו (ללא קיזוז הכנסות ריבית). הוצאות המימון ברוטו כוללות מרכיב ההצמדה למדד של הקרן שאינן תזרימיות במרבית המקרים (נצברות לקרן).

⁹ כולל חברות נדל"ן יזמי.

חברות הנדל"ן נובעת בעיקר כתוצאה מגיוסים גדולים של מספר מצומצם של חברות: מליסרון (1.6 מיליארד ₪), איירפורט סיטי ונצבא (כ- 780 מיליון ₪), שיכון ובינוי (כ- 700 מיליון ₪), גזית גלוב (כ- 400 מיליון ₪).

רשימת חברות

חברה (דירוג)	הערות	אנליסט אשראי ראשי
אבנת השכרות בע"מ (ilAA-/Negative)	ב- 8 לאפריל 2012 השונו את הדירוג של בריטיש ישראל השקעות בע"מ ואת הדירוג של חברות הבנות, המוחזקות 100% על ידה, נכסי אזז-ריט בע"מ ואבנת השכרות בע"מ, לדירוג של חברת האם, מליסרון בע"מ (ilAA-/Negative). לפרטים נוספים ראה דירוג מליסרון.	הילה פרלמוטר
אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (ilBBB/Stable)	ב- 30 באוגוסט 2012 אשררנו את הדירוג, תחזית יציבה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה צפויה להמשיך להגדיל את שיעורי התפוסה בנכסים ותמשיך לשמור על מיקוד בהחזקת נכסים מניבים כפעילות עיקרית. אנו רואים את היחס חוב לחוב והון עצמי של עד 75% כהולם את רמת הדירוג הנוכחי. הנזילות הינה גורם מפתח לפעולת דירוג נוספת עקב צרכי המיחזור הגבוהים של החברה ואי הודאות בשווקים. בפרט, אנו מאמינים כי חלויות האג"ח הקרובות בשנת 2013 מגבירות את סיכון המימון מחדש בגלל התנודתיות המתמשכת בשוק החוב הישראלי. עם זאת, אנו מאמינים כי תיק הנכסים של אדגר משאיר את החברה עם אפשרויות מימון חלופיות, המבוססות על מימון נוסף כנגד נכסים ו/או מכירת נכסים. אנחנו נשקול העלאת דירוג במידה והחברה תקטין את עומס פירעונות החוב שלה ותשפר את יחס ה- EBITDA להוצאות מימון מעבר ליחס של 1x שאנו צופים בשנת 2013. שינוי מהותי לרעה במגמות ההכנסה הנוכחית צפוי להשפיע על נזילות החברה ולכן לגרום לפעולת דירוג שלילית.	גיל אברהמי
אדרי-אל החזקות בע"מ (ilBBB-/Negative)	ב- 6 במרץ 2012 שינו את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה. שינוי תחזית הדירוג לשלילית משקף את חששנו כי במידה והחברה לא תממש נכסים בהיקף מהותי כבר ברבעון השני, או לחילופין היא לא תצליח לגייס חוב נוסף בשל תנאי השוק המשתנים, היא תתקשה לעמוד בפירעון החלויות החל מהרבעון השלישי 2012. זאת מאחר וקופת המזומנים שלה כיום מצומצמת ותיק הנכסים מייצר תזרים	הילה פרלמוטר

	<p>מזומנים שוטף מצומצם ואף שלילי לאחר תשלום הוצאות מימון. שינוי תחזית הדירוג ליציבה יתכן במידה ונזילות החברה תתייצב, כך שהיא תציג מקורות וודאיים למימון כל צרכיה ב- 12 החודשים הקרובים.</p>	
אליס קדם	<p>ב- 6 בדצמבר 2012 קבענו את דירוגה של אי.ד.א. גרופ. תחזית הדירוג החיובית משקפת את הערכתנו לשיפור פוטנציאלי בייצור המזומנים מפעילותה השוטפת, בין היתר, לאור הרכישות הצפויות להתבצע בשנה הקרובה וחתימה על הסכם ניהול הנכסים עם קרן Stenham שיגדילו את היקף ההכנסות בכ- 2.7 מיליון יורו ויאפשרו לחברה לייצר עודפים חיוביים אחרי שירות החוב (כ- 2% בשנה).</p>	<p>אי.ד.א. גרופ בע"מ (ilA-/Positive)</p>
עופר עמיר	<p>ב- 12 ליולי 2012 העלנו את דירוג החברה. העלאת הדירוג משקפת בעיקר את השיפור המתמשך והמשמעותי בפרופיל הפיננסי המאוחד כתוצאה מירידה ברמת המינוף הפיננסי. זאת, במקביל להתרחבות תיק הנכסים המניבים של החברה ויציבות תפעולית המאפיינת את נכסי החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו להמשך יציבות תפעולית, שמירה על פרופיל פיננסי ורמת נזילות המתאימים לרמת הדירוג הנוכחית. תחזית הדירוג נסמכת בנוסף על רמת ייזום שלא תעלה על 20% מהיקף תיק הנכסים, ועל כך שבנייה בהיקף מהותי בפרויקטים עתידיים תתבצע רק לאחר השכרה מראש של חלק מהותי מהשטחים הנבנים. כמו כן, נסמכת תחזית הדירוג על הערכתנו כי לא יחולק דיבידנד בשלב זה.</p>	<p>איירפורט סיטי בע"מ (ilAA-/Stable)</p>
אליס קדם	<p>ב- 30 לינואר 2012 אשרנו את הדירוג. תחזית הדירוג היציבה משקפת את המרווח הקיים בין ה- LTV בפועל לרף הדירוג של 60%, וכן הערכתנו שהחברה תמשיך ליהנות מתזרים דיבידנדים יציב מהחברות המוחזקות תוך שמירה על הפרופיל העסקי הקיים. אנו מעריכים כי במידה והחברה תבצע השקעות חדשות, היא תמשיך להתמקד בתחום הנדל"ן המניב תוך שמירה על מינוף התואם לדירוג הקיים. אנו עלולים לנקוט בפעולת דירוג שלילית במידה והחברה תתנהל ברמות מינוף של מעל 60%, במידה ותהיה הרעה בנזילות של החברה או במידה ושינוי בתמהיל תיק ההשקעות יפגע בהערכתנו הנוכחית לפרופיל העסקי של החברה.</p>	<p>אלוני-חץ נכסים והשקעות בע"מ (ilA/Stable)</p>
עמרי שטרן	<p>ב- 12 בדצמבר, 2011 הורדנו את דירוג החברה לדירוג 'ilBBB+' מדירוג 'ilA-' ובאותה עת עדכנו את תחזית הדירוג לשלילית מיציבה. הורדת הדירוג נובעת בעיקרה מהעלייה במינוף הפיננסי של החברה אשר צפויה, להערכתנו, להמשיך גם ברבעונים הקרובים, זאת בניגוד</p>	<p>אלקטרה נדל"ן בע"מ (ilBBB+/Negative)</p>

	<p>לציפיותינו הקודמות ובניגוד למגמת הירידה שאפיינה את החברה בשנתיים האחרונות. בנוסף, ירידת התפוסות במספר נכסים הובילה להפרה של התניות פיננסיות מול הגופים אשר מימנו את הנכסים ולפגיעה בתזרים המזומנים. תחזית הדירוג השלילית משקפת את ההסתמכות הרבה של החברה על מימושים וקבלת אשראי חדש לצורך כיסוי החלויות החל משנת 2013 וזאת בתקופה של חוסר יציבות כלכלית גלובלית. בנוסף, עקב הפרת מספר התניות פיננסיות ברמת הנכסים, החברה עומדת בפני מספר משאים ומתנים לגבי הנכסים הללו והמימון מחדש שלהם, שהשפעתם על הפעילות עצמה ועל היחסים עם הגופים הממנים אינה ודאית.</p>	
<p>אליס קדם</p>	<p>ב- 30 לינואר 2012 אשררנו את הדירוג. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הפרופיל העסקי היציב של החברה, הנתמך ע"י פורטפוליו איכותי, גדול ומפוזר בשוק המקומי, ואת הערכתנו שהחברה תשמור על פרופיל פיננסי ההולם את הדירוג.</p>	<p>אמות השקעות בע"מ (iIA+/Stable)</p>
<p>גיל אברהמי</p>	<p>ב- 8 למאי 2012 אשררנו את דירוג המנפיק של אפיק הירדן עם תחזית שלילית. לאור מצבה המתגבר של החברה איננו מעריכים כי צפוי שיפור משמעותי במצבה בטווח הזמן הבינוני. כמו כן אנו רואים אפשרות לאי עמידה בהתחייבויות לבנקים אשר יתכן ויאפשרו לבעלי אג"ח א' לדרוש פירעון מיידי. תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששותינו ממצב הנזילות "החלש" של החברה, הונה העצמי השלילי ותזרימי המזומנים הנמוכים אשר יכולים להקשות על המשך פעילותה. הדרישה לתשלום הערבות בסך 16.1 מיליון אירו מעלה חששות משמעותיים בנוגע ליכולת החברה להמשיך להתקיים כ"עסק חי". אנו נשקול שינוי של התחזית ליציבה במידה והבנק הזר יסיר את דרישתו לתשלום הערבות ויגיע להסכם עם המנהל המיוחד מטעם נציגות אג"ח ג' בקשר לקידום הפרויקט על הקרקע. אנו עלולים להוריד את דירוג החברה ל- 'D' במידה והמו"מ בין הבנק למנהל המיוחד ייכשל, ונקיטה של הבנק באמצעים משפטיים למימוש הערבות.</p>	<p>אפיק הירדן החזקות (2006) בע"מ (ilCC/Negative)</p>
<p>גיל אברהמי</p>	<p>ב- 20 לספטמבר 2012 אשררנו את הדירוג עם תחזית שלילית. תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי במידה ואשטרום לא תשכיל לפעול בהצלחה לצורך הקטנת רמת המינוף שלה מתחת ל- 68% אנו עלולים להוריד את הדירוג. אנו רואים את שיעור המינוף חוב לחוב והון מתחת ל- 68% בטווח של השנה הקרובה ובסביבות 65% בטווח של עוד כשנתיים, כיחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי.</p>	<p>אשטרום נכסים בע"מ (iIA/Negative)</p>

	<p>בשנים האחרונות הציגה החברה יחס EBITDA להוצאות ריבית של בסביבות 1.3x, יחס אשר אנו רואים כתומך בפרופיל הפיננסי הנוכחי של החברה. הידרדרות משמעותית ביחס זה ו/או שינוי מהותי במצב הנזילות של החברה, עלולים אף הם להפעיל לחץ שלילי על הדירוג ולגרום להורדת הדירוג. אנו עשויים לשנות את התחזית ליציבה במידה והחברה תפעל בהצלחה להורדת שיעור המינוף, כמצוין לעיל, תוך כדי שמירה על יחס EBITDA להוצאות ריבית בסביבות 1.3x לאורך זמן.</p>	
<p>עמרי שטרן</p>	<p>ב- 7 בפברואר 2012 קבענו את דירוגה של אשלד. הדירוג משקף בעיקר את תיק הנכסים המניבים הקטן אך יציב של החברה אשר מפוזר היטב ברחבי ישראל ואת הפרופיל הפיננסי השמרני של החברה המאופיין במינוף נמוך, הון עצמי גבוה ביחס להיקף המאזן ובחלופיות שוטפות נמוכות בכל שנה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את היקף המזומנים הנוכחי של החברה ואת יכולת ייצור המזומנים שלה מפעילותה השוטפת, הגבוהה מצרכיה הנוכחיים. בנוסף, משקפת התחזית היציבה את הערכתנו כי החברה תמשיך לשמור על מינוף נמוך. היות וגודלה של החברה הוא גורם המגביל את הדירוג ברמתו הנוכחית, פעולת דירוג חיובית עשויה להתרחש רק במקרה בו היקף פורטפוליו הנכסים של החברה יגדל במהלך השנים הבאות, לאור השקעות מתוכננות ברכישת נכסים מניבים חדשים. יחד עם זאת, אנו מצפים שגידול זה לא יפגע בפרופיל הפיננסי של החברה וייעשה תוך עלייה מתונה ברמת המינוף.</p>	<p>אשלד בע"מ (iIA-/Stable)</p>
<p>גיל אברהמי</p>	<p>ב- 3 ביוני 2012 אשררנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי תיק הנכסים בארץ ימשיך להציג יציבות תפעולית, וכי קיים פוטנציאל שיפור מתון בביצועי הנכסים בארה"ב. כמו כן, משקפת התחזית היציבה את הערכתנו כי הרחבת הפעילות בארץ ובארה"ב תעשה תוך שמירה על מדיניות החברה על פיה יחס חוב לחוב והון עצמי לא יעלה על 70%, יחס שאנו רואים כהולם את הדירוג הנוכחי. פעולת דירוג שלילית תיתכן במידה ויחס חוב לחוב והון עצמי יעלה מעבר ל- 70% ו/או במידה ויחס EBITDA להוצאות מימון יפחת מ- 1.5x. כמו כן, השקעות בהיקפים משמעותיים במדינות בעלות סיכון גבוה מזה של ישראל או ארה"ב או הרעה משמעותית בביצועים התפעוליים של הנכסים, עלולים ליצור לחץ שלילי על הדירוג. העלאת דירוג תיתכן במידה ורמת המינוף הפיננסי תרד, תוך שמירה לאורך זמן על יחס חוב לחוב והון עצמי של עד</p>	<p>ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ (iIA/Stable)</p>

	65% יחס EBITDA להוצאות מימון בין 1.5x-2x.	
עמרי שטרן	ב- 1 באפריל, 2012 קבענו לחברה דירוג של 'ilA' עם תחזית דירוג יציבה. הדירוג משקף בעיקר את תיק הנכסים המניבים היציב של החברה בגרמניה אשר מפוזר היטב בין תחומי המגורים והמסחר, אך מושפע לשלילה מפרויקט הייזום הגדול שהחברה מתכננת להקים בעיר דיסלדורף בשנים הקרובות. תחזית הדירוג היציבה משקפת את מצב הנזילות הנוכחי של החברה ואת הערכתנו ליכולת ייצור המזומנים מפעילותה השוטפת, בין היתר, לאור הרכישות האחרונות שהגדילו את היקף התזרימים מהנכסים וכן לאור הפער הנוכחי בין התשואה מהנכסים ובין עלות המימון. בנוסף, משקפת התחזית את הערכתנו לשמירתה של החברה על יחסים מתואמים של חוב לחוב והון שלא יעלה על 65% יחס כיסוי הריבית מה- EBITDA של כ- 2x.	בראק קפיטל פרופורטיז אנ. וי (ilA/Stable)
הילה פרלמוטר	ב- 8 לאפריל 2012 השונו את הדירוג של בריטיש ישראל השקעות בע"מ ואת הדירוג של חברות הבנות, המוחזקות 100% על ידה, נכסי אז-ריט בע"מ ואבנת השכרות בע"מ, לדירוג של חברת האם, מליסרון בע"מ (ilAA-/Negative). לפרטים נוספים ראה דירוג מליסרון.	בריטיש ישראל השקעות בע"מ (ilAA-/Negative)
עופר עמיר	ראה נורסטאר החזקות להלן.	גזית גלוב בע"מ (ilA+/Stable)
עמרי שטרן	ב- 29 באוגוסט, 2012 קבענו לחברה דירוג של 'ilA' עם תחזית דירוג יציבה. הדירוג משקף את תיק הנכסים המניבים הקטן יחסית, אך יציב, של החברה הממוקם בארה"ב ומרוכז באזור מדינת ניו יורק. מרבית הנכסים מושכרים לרשויות השונות ביניהן הממשל הפדרלי, מדינת ניו יורק ועיריית ניו יורק. כמו כן, משקף הדירוג את הפרופיל הפיננסי השמרני יחסית, המאופיין ברמות מינוף נמוכות במרבית הנכסים, תזרים מזומנים יציב מהנכסים, ובסיס הון גבוה ביחס להיקף המאזן. תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו להמשך שמירה על רמת מינוף נמוכה, תזרימי מזומנים יציבים ורמת נזילות גבוהה ב- 12 החודשים הקרובים.	דה לסר גרופ (ilA/Stable)
עמרי שטרן	בעקבות המיזוג עם כלכלית ירושלים בפברואר 2011, הושווה הדירוג	דרבן השקעות בע"מ

	של דרבן לדירוגה של כלכלית ירושלים. לפרטים נוספים ראה כלכלית ירושלים.	(iIA-/Stable)
עופר עמיר	ב- 15 במרץ 2012 אישרנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את היציבות העסקית והפיננסית המאפיינת את החברה ואת ציפיותינו כי החברה תצליח לשמור על יציבות זו גם בעתיד. כמו כן, אנו מצפים כי החברה תמשיך במדיניותה העסקית והפיננסית השמרנית.	וילאר אינטרנשיונל בע"מ (iIAA-/Stable)
הילה פרלמוטר	ב- 5 לאוגוסט 2012 אישרנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי מינוף החברה עדיין יכול להיות מעבר ל- 75% בשנה הקרובה, רמה שאינה הולמת את הדירוג הנוכחי, זאת במידה והיא לא תצליח לממש נכסים בהיקף נרחב תוך הימנעות מחלוקת דיבידנד אגרסיבית. פעולת דירוג שלילית תיתכן במידה ולא נראה התקדמות מהותית במימוש תוכניות ההנהלה למימוש נכסים והורדת מינוף או במידה ותבצע חלוקת דיבידנד אגרסיבית לבעלים. שינוי תחזית הדירוג ליציבה יתכן במידה והחברה תייצב את יחס חוב לחוב והון עצמי על 75% ומטה, ואת יחס EBITDA להוצאות מימון על 1x, יחסים אותם אנו רואים כהולמים את הדירוג הנוכחי.	חברה לנכסים ולבנין בע"מ (iIA/Negative)
הילה פרלמוטר	ב- 5 לאוגוסט 2012 אישרנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג השלילית משקפת את תחזית הדירוג השלילית של בעלת השליטה בחברה, נכסים ובניין, בשל הקשר הקיים, לדעתנו, בין החברות. הורדת דירוג החברה תיתכן במידה ויירד דירוגה של חברת אם, נכסים ובניין, או באירוע של העברת כספים אגרסיבית מחברת גב ים לחברת נכסים ובניין. הורדת דירוג תיתכן גם במידה ויחול גידול מהותי בהיקף פעילות היזום ביחס לתיק הנכסים הנוכחי, אשר יביא לגידול ביחס חוב לחוב והון עצמי מעל ל- 60% או לירידה ביחס EBITDA להוצאות מימון מתחת לרמה של 1.5x. שינוי תחזית הדירוג ליציבה יתכן במידה ונשנה את תחזית הדירוג של חברת האם ליציבה, זאת במידה והערכתנו את הפרופיל העסקי והפיננסי של גב ים ישמרו ברמתם הנוכחית.	חברת גב ים לקרקעות בע"מ (iIA+/Negative)
עמרי שטרן	ב- 11 למרץ 2012 אישרנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו לשיפור הצפוי ביכולת ייצור המזומנים של החברה ובפרופיל הפיננסי, לאור הגידול הצפוי בהכנסות מתחום	חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ (iIBBB+/Stable)

	<p>הנדל"ן המניב ומימוש הקרקעות בישראל. מימושים אלו צפויים, להערכתנו, לתמוך בנזילותה של החברה ולשפר את יכולתה של החברה לעמוד בהתחייבויותיה בעתיד. העלאת דירוג עשויה להתרחש במידה והכשרת הישוב תשפר את הפרופיל הפיננסי כך שרמת החוב לחוב והון תהיה נמוכה מ- 65%, יחס החוב ל- EBITDA יהיה מתחת ל- 10x, יחס ה- EBITDA למימון יציב וגבוה מ- 1x ותזרימי המזומנים יישארו חיוביים לאורך זמן. אנו עשויים להוריד את הדירוג במידה והחברה תציג בעתיד נתונים פיננסיים חלשים מהמצופה ותמשיך להציג תזרימי מזומנים שליליים מפעילותה השוטפת. עלייה במינוף, אשר עשויה להקשות על מימון מחדש של נכסים ובהתאמה להחליש את הנזילות, עלולה אף היא ליצור לחץ שלילי על הדירוג. בנוסף, השקעה מאסיבית בתחומים שאינם בליבת פעילותה של החברה עשויה להשפיע לשלילה על הדירוג.</p>	
<p>הילה פרלמוטר</p>	<p>ב- 5 לאוגוסט 2012 אישרנו את דירוג החברה. לפרטים נוספים ראה דירוג חברה לנכסים ולבנין בע"מ.</p>	<p>ישפרו חברה ישראלית להשכרת מבנים בע"מ (ilA/Negative)</p>
<p>עמרי שטרן</p>	<p>ב- 1 לאוגוסט 2012 אישרנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את חיזוק הפרופיל העסקי של כלכלית ירושלים, בעקבות עסקת המיזוג עם דרבן, אשר הגדילה את היקף הפורטפוליו שבבעלות כלכלית ירושלים תוך הגדלת פיזור הפעילות ושיפור הגמישות הפיננסית. בנוסף, אנו מעריכים כי במהלך שנת 2012 צפוי שיפור ביחסי הכיסוי, כאשר רמות המינוף יירדו ויתבטאו בירידה של רמת החוב לחוב והון מתחת ל- 80%, רמת החוב ל- EBITDA מתחת ל- 16x, ויחס ה- EBITDA למימון יישאר גבוה מ- 1x. תחזית הדירוג היציבה כוללת בתוכה את הערכתנו לכוונת החברה לממש נכסים לצורך הקטנת רמות המינוף ובכוונתנו לעקוב אחר המשך התקדמות תוכנית זו בטווח הזמן הקצר.</p>	<p>כלכלית ירושלים בע"מ (ilA-/Stable)</p>
<p>גיל אברהמי</p>	<p>ב- 2 לאוגוסט 2012 אישרנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תמשיך לשמור על פעילותה המניבה כפעילות עיקרית ללא גידול משמעותי בפעילות הייזום, תוך שמירה על יחסי כיסוי חוב דומים לנוכחיים. הדירוג נסמך, בין היתר, על כך שהחברה תמשיך לשמור על פרופיל פיננסי שמרני, כולל יחס מינוף (חוב לחוב והון עצמי) הנמוך מ- 55%, חוב ל- EBITDA נמוך</p>	<p>לוינשטין נכסים בע"מ (ilA/Stable)</p>

	<p>מ-8x ו- EBITDA למימון גבוה מ-2x. פעולת דירוג שלילית עלולה להתרחש במידה והחברה תחרוג מהיחסים הפיננסיים הנ"ל או במידה ותחול הרעה בפעילות בשל גידול משמעותי בפעילות הייזום. פעולת דירוג חיובית אינה צפויה בתקופה הקרובה בשל היקף הפעילות הקטן יחסית של החברה, אך תישקל במידה והחברה תגדיל את היקפי פעילותה תוך שמירה על מדיניות פיננסית הדומה לקיימת. שינוי בדירוג של חברת האם עשוי להשפיע גם על דירוג החברה.</p>	
<p>עמרי שטרן</p>	<p>ב-1 לאוגוסט 2012 אישררנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו ליציבות הצפויה בפרופיל העסקי תוך חזרה של רמות המינוף לאזור ה-70% בתקופה הקרובה. על אף שהיקף חלויות החוב בשנים 2012-2013 הינו גבוה והחברה פועלת עם קווי אשראי שאינם חתומים ומחייבים, אנו מעריכים כי נזילות החברה תואמת לרמת הדירוג הנוכחית, בעיקר בשל תוכנית המימושים הנוכחית אשר צפויה לתמוך בנזילות בשנתיים הקרובות. אנו רואים יחס חוב לחוב והון אשר לא יעלה על 70% לאורך זמן יחס EBITDA להוצאות מימון אשר יהיה באזור ה-1.5x כהולמים את הדירוג הנוכחי.</p>	<p>מבני תעשייה בע"מ (iI/Stable)</p>
<p>עופר עמיר</p>	<p>ב-23 באפריל 2012 אישררנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי החברה ניצבת בפני אתגרים בשנה הקרובה לביצוע מספר מהלכים עסקיים ופיננסיים משמעותיים, על מנת להוריד את רמת המינוף הפיננסי ולשפר את הנזילות, וכי אי התממשותם עלול להשפיע לשלילה על הדירוג. מהלכים אלו כוללים מכירת נכסים, מימון מחדש של נכסים וגיוס חוב. כמו כן, עומדים בפני החברה אתגרים הכרוכים במיזוג בריטיש לתוך מליסרון ובהשגת היתרונות הגלומים בסינרגיה מהמיזוג. אנו מעריכים כי היחסים המתאימים לדירוג הנוכחי הינם היחסים המתואמים: יחס חוב לחוב והון עצמי שלא יעלה על 70%, יחס חוב ל-EBITDA שלא יעלה על 9x ויחס EBITDA להוצאות מימון שלא יפחת מ-1.5x. אנו מעריכים כי במידה ויבוצעו המהלכים שצוינו לעיל, תוכל החברה לעמוד ביחסים אלו עד אמצע שנת 2013, אולם אנו מצפים לראות את החברה מבצעת חלק מהותי מהפעולות, לרבות מכירת נכסים ושימוש בתמורות להורדת חוב, ופועלת בכיוון זה כבר בשנת 2012.</p>	<p>מליסרון בע"מ (iIAA-/Negative)</p>
<p>גיל אברהמי</p>	<p>ב-2 לאוגוסט 2012 אשררנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תמשיך לשמור על פעילותה המניבה כפעילות עיקרית ללא גידול משמעותי בפעילות הייזום מסך</p>	<p>משולם לוינשטיין בע"מ (iIA-/Stable)</p>

	<p>הפעילות. אנו רואים את היחסים המתואמים הבאים כהולמים את הדירוג הנוכחי: יחס חוב לחוב והון? של כ- 65% ויחס חוב ל- EBITDA מתואם שלא יעלה על 1.2x. במידה ותחול הרעה משמעותית ביחסים הפיננסיים עד כדי אי עמידה ביחסים שצוינו לעיל, או הרעה בפרופיל העסקי הן בשל גידול משמעותי בפעילות הייזום והן בשל כניסה למדינות נוספות אשר אנו רואים כבעלות מאפייני סיכון גבוהים יותר, אנו עלולים לשנות את תחזית הדירוג לשלילית או אף להוריד את הדירוג. פעולת דירוג חיובית אינה צפויה בתקופה הקרובה בשל היקף הפעילות הקטן יחסית של החברה, וחשיפתה לענף ייזום הנדל"ן המאופיין בתנודתיות בהכנסות ובתזרימים. עם זאת, פעולת דירוג חיובית תישקל במידה והחברה תגדיל באופן מהותי את היקפי פעילותה בתחום הנדל"ן המניב תוך שמירה על מדיניות פיננסית הדומה לקיימת.</p>	
<p>עופר עמיר</p>	<p>ב- 15 במאי 2012 אישרנו את דירוג 'ilA+' של גזית גלוב בע"מ, ואת דירוג 'ilA' של חברת האם שלה, נורסטאר החזקות אינק. באותה עת עדכנו את תחזית הדירוגים ליציבה מחיובית. שינוי תחזית הדירוג ליציבה מחיובית משקף את הערכתנו כי הפעולות שקבוצה צפויה להמשיך ולנקוט להורדת המינוף, לא צפויות להשיג בשנה ממועד הדירוג את כל היחסים הפיננסיים (ברמת נורסטאר) הנדרשים לשם העלאת דירוג. יחסי הכיסוי האמורים כוללים, בין היתר, יחס EBITDA לחוב נמוך מ- 1.1x ויחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ- 1.5x. התחזית היציבה משקפת את ציפיותנו כי פעילות הקבוצה תמשיך לשמור על יציבות תפעולית תוך המשך צמיחה במקביל לשמירה על רמת המינוף המתאימה לדירוג ועל נזילות מספקת.</p>	<p>נורסטאר החזקות אינק (ilA/Stable)</p>
<p>הילה פרלמוטר</p>	<p>ב- 5 לאוגוסט 2012 אישרנו את דירוג החברה. לפרטים נוספים ראה דירוג חברה לנכסים ולבנין בע"מ.</p>	<p>נכסי הדרים בע"מ (ilA/Negative)</p>
<p>עופר עמיר</p>	<p>ב- 12 ביולי 2012, העלנו את הדירוג של נצבא החזקות (1995) בע"מ ל: 'ilAA' מ: 'ilAA'. העלאת הדירוג משקפת בעיקר את השיפור המתמשך והמשמעותי בפרופיל הפיננסי של נצבא כתוצאה מירידה ברמת המינוף הפיננסי. זאת, במקביל להתרחבות תיק הנכסים המניבים של החברה ויציבות תפעולית המאפיינת את נכסי החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו להמשך יציבות תפעולית, שמירה על פרופיל פיננסי ורמת נזילות המתאימים</p>	<p>נצבא החזקות (1995) בע"מ (ilAA/Stable)</p>

	<p>לרמת הדירוג הנוכחית. תחזית הדירוג נסמכת בנוסף על רמת ייזום שלא תעלה על 20% מהיקף תיק הנכסים ועל כך שבנייה בהיקף מהותי בפרויקטים עתידיים תבצע רק לאחר השכרה מראש של חלק מהותי מהשטחים הנבנים. כמו כן, נסמכת תחזית הדירוג על הערכתנו כי לא יחולק דיבידנד בשלב זה.</p>	
הילה פרלמוטר	<p>ב- 2 בדצמבר 2012 אישררנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה מבטאת את הערכתנו כי, יחד עם הרחבת תיק הנכסים וביסוס מעמדה העסקי והתחרותי, תשמור החברה על הפרופיל הפיננסי הנוכחי, ההולם את רמת הדירוג ומגלם מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב איתנים.</p>	<p>קבוצת עזריאלי בע"מ (ilAA/Stable)</p>
גיל אברהמי	<p>ב- 31 לאוקטובר 2012 הורדנו את דירוגה של קמור ל- D (חדלות פירעון). הורדת הדירוג ל-'D' משקפת את אי תשלום הקרן והריבית למחזיקי אגרות החוב של סדרה ח' במועד המקורי לפי תנאי אגרת החוב, כלומר בתאריך 30 לאוקטובר 2012. אנו מאמינים שהחברה לא צפויה לשלם את חלויות החוב בגין התחייבויות פיננסיות אחרות ברגע שיגיע מועד פירעון, וזאת לנוכח מורכבותו של המו"מ לגיבוש ההסדר עם הנושים מחד, ולנוכח מצב הנזילות הנוכחי של החברה והן בשל חשש להעדפת נושים מאידך. בנוסף, למחזיקי סדרת אגרות חוב ו' קיימת זכות לפירעון מיידי בשל אי התשלום לסדרה ח' אשר, במידה ותמומש, תחמיר את מצב הנזילות ותעיב על נכונותה ויכולתה של החברה לעמוד בתשלומים הקרובים ללא גיבוש הסדר נושים כולל.</p>	<p>קמור בע"מ (D)</p>
גיל אברהמי	<p>ב- 11 לספטמבר 2012 אשררנו את דירוג החברה. תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תמשיך במדיניותה השמרנית של שמירה לאורך זמן על שיעורי תפוסה גבוהים, יציבות יחסית בהיקף ההכנסות ושיעורי רווחיות גבוהים בנכסיה. בנוסף, התחזית משקפת את הערכתנו כי הגידול בפורטפוליו החברה יעשה בהדרגתיות, תוך שמירה על פרופיל פיננסי הולם. לאור העובדה שהיקף הפורטפוליו של מרבית המתחרות הנמצאות באותה קטגורית דירוג עולה על זה של ריט 1, אין אנו צופים העלאת הדירוג של החברה בטווח הקצר. נשקול העלאת דירוג של החברה, במידה והחברה תרחיב באופן משמעותי את מצבת הנכסים שלה, לשווי שוק של כ- 3 מיליארד ₪, תוך שמירה על הפרופיל הפיננסי השמרני.</p>	<p>ריט 1 בע"מ (ilA+/Stable)</p>
עמרי שטרן	<p>ב- 1 לאוגוסט 2012 אישררנו את דירוג החברה. לפרטים נוספים</p>	<p>Svitland Development</p>

	ראה דירוג חברת מבני תעשייה בע"מ.	Ltd. (ilA/Stable)
--	----------------------------------	----------------------

שם המנפיק	תאריך	לדירוג	מדירוג	סיבה
אדרי-אל החזקות	6/3/2012	ilBBB-/Negative	ilBBB-/Stable	יצוב מצב הנזילות
איי.די.או. גרופ	6/12/2012	ilA-/Positive	NR	דירוג חדש.
איירפורט סיטי	12/7/2012	ilAA-/Stable	ilA+/Stable	ירידה מתמדת במינוף.
אלקטרה נדל"ן	12/12/2011	ilBBB+/ Negative	ilA-/Negative	רמת נזילות מספקת וצפי להורדת מינוף
אשלד	7/2/2012	ilA-/Stable	NR	דירוג חדש.
אשרטום נכסים	29/5/2012	ilA/Negative	ilA/Stable	עליה במינוף.
בראק קפיטל פרופורטיז	1/4/2012	ilA/Stable	NR	דירוג חדש.
בריטיש ישראל השקעות, אבנת השכרות, אזו-ריט נכסים	8/4/2012	ilAA-/Negative	ilA+/Positive	השוואת דירוג לדירוגה של מליסרון.
גזית גלוב	15/5/2012	ilA+/Stable	ilA+/Positive	קצב נמוך מהצפוי של הירידה במינוף.
דה לסר גרופ	28/8/2012	ilA/Stable	NR	דירוג חדש.
נורסטאר (גזית אינק)	15/5/2012	ilA+/Stable	ilA+/Positive	קצב נמוך מהצפוי של הירידה במינוף.
נצבא	12/7/2012	ilAA/Stable	ilAA-/Stable	ירידה מתמדת במינוף.
קמור		ilCC/WatchNeg	ilBBB/Stable	יצוב מצב הנזילות
קמור		D	ilCC/WatchNeg	יצוב מצב הנזילות

מחקרים קשורים

- Criteria: Key Credit Factors: Global Criteria For Rating Real Estate Companies, June 21, 2011. הגרסה בעברית "גורמים עיקריים בדירוג חברות נדל"ן מניב" ניתן למצוא באתר www.maalot.co.il.
- מבט ענפי: חברות נדל"ן מניב בישראל פועלות בסביבה חיובית יותר עם זאת האתגרים ממשיכים להכביד על חברות ממונפות, יולי 2010
- מבט ענפי: מינוף גבוה ונזילות מאתגרת - חברות הנדל"ן המניב בצל משבר האשראי, 31 במאי, 2009

את המאמרים המוזכרים לעיל ניתן למצוא באתר www.maalot.co.il

- Criteria Methodology: Business Risk/Financial Risk Matrix Expanded, פורסם 27 במאי, 2009
- 2008 Corporate Criteria: Ratios And Adjustments, פורסם 15 באפריל, 2008
- 2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology, פורסם 15 באפריל, 2008

את המאמרים המוזכרים לעיל ניתן למצוא באתר <http://www.standardandpoors.com>

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המניק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובלים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.