

חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ

מעקב | אוגוסט 2016

אנשי קשר:

אורן שרייבר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
orans@midroog.co.il

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

חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ¹

אופק דירוג: חיובי	Baa1.il	דירוג סדרות (Issue)
-------------------	---------	---------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1.il ושינוי אופק הדירוג מאופק יציב לאופק חיובי לסדרות האג"ח 12-15 שבמחזור, אותן הנפיקה חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ (להלן: "הכשרת הישוב" ו"או"א "החברה").

להלן אגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג*:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	תאריך פירעון סופי
12	6120117	Baa1.il	חיובי	9/8/2017
13	6120125	Baa1.il	חיובי	5/2/2018
**14	6120141	Baa1.il	חיובי	3/2/2018
15	6120158	Baa1.il	חיובי	6/1/2020

*יש לציין כי לחברה סדרות אג"ח נוספות שאינן מדורגות על ידי מידרוג (סדרות 16-19) **סדרה 14, כמו גם סדרות 16, 17 ו-19 (שגויסה לאחר תאריך המאזן), כוללות שעבוד של מניות של חברות בנות ומוחזקות של החברה

דירוג החברה נתמך, בין היתר, מהיקף הפעילות המניבה המשמעותית של החברה, המציגה יציבות תפעולית ותזרימית היסטורית ובעלת שיעורי תפוסה ממוצעים גבוהים ברמות של כ-98%-95%, תזרים NOI שנתי מייצג של כ-200 מ' ש מהנכסים הקיימים למועד הדוח וצמיחה שנתי ממוצעת מנכסים זהים בשנים האחרונות (בשנים 2012-2015) של כ-2%; מיחסי איתנות טובים ביחס לרמת הדירוג, עם הון למאזן של כ-26% וחוב נטו ל-CAP נטו של כ-59% למרץ, 2016, כאשר על פי תחזיות החברה, יחסים אלו צפויים להישמר ואף להשתפר בעתיד בטווח הקצר-בינוני; משיפור משמעותי בפעילות הייזום למגורים בפולין, הן מבחינת התקדמות במכירות הפרויקטים שנגמרו ופרויקטים קיימים, והן מבחינת התרומה לרווחיות החברה ולתזרים החברה בשנים הקרובות, באופן שיביא לתוספת תזרים של כ-100 מ' ש. על פי תכניות החברה, בטווח השנתיים הקרובות תוך ייצור רווחיות גולמית שתנוע סביב -20% 30% בפרויקטים שיימסרו; מנגישות החברה לשוק ההון תוך יצירת חיסכון עתידי והקטנת עומס הפירעונות השנתי, בדרך של גיוס חוב בשוק האג"ח בעלויות נמוכות יותר ובפריסת פירעונות טובה (יש לציין למשל את גיוס סדרה 19 שבוצע באוגוסט 2016 על ידי החברה עם מח"מ של 5 שנים ובריבית שקלית של כ-4%). דירוג החברה מושפע לשלילה, בין היתר, מפעילות החברה בתחומי המלונאות בישראל, בדרך של בעלות, שכירות וניהול בתי מלון תחת רשת מלונות "רימונים", אשר ספגה פגיעה ברווחיות לאור הירידה ברווחיות בענף בשנים האחרונות, בין היתר מהשפעות גיאופוליטיות ועלייה בעלויות שכר עבודה לאור העלאת שכר המינימום, יחד עם הסיכון הבסיסי בפעילות מלונאית, שמשליך לשלילה על רמת הסיכון של החברה, כפי שנגזרת מפעילות הנדל"ן המניב והייזום למגורים; מחשיפה לפעילויות ייזום משמעותיות בטווח הזמן הקצר-בינוני, במידה ויבשילו תכניות החברה להרחבת זכויות הבנייה הקיימות בנכסים ובקרקעות של החברה. יש לציין כי על פי מדיניות החברה לשמירה על יחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג ועל פי פוטנציאל הצפת הערך בחברה, חשיפה לפעילות ייזום זו מתמתנת בצורה מסוימת; מיחסי כיסוי שאינם הולמים כיום את רמת הדירוג ומציגים יחסים איטיים בהתאם לנתוני הדוחות הכספיים בשנים האחרונות, אך עם מגמת שיפור מסוימת.

שינוי אופק הדירוג מציב לחיובי נובע, בין היתר, משיפור משמעותי שצפוי להתרחש בטווח הזמן הקצר-בינוני ביחסי הכיסוי של החברה שיביא ליחסים שצפויים לנוע תוך שנה-שנתיים סביב 25-30 שנים חוב נטו ל-FFO, וזאת בנטרול הרווח שהחברה צפויה להכיר ממכירת קרקעות מתוכננות, כפי שעושה החברה מעת לעת; מפוטנציאל השבחה משמעותי של קרקעות ונכסים מניבים קיימים לאור תהליכי הרחבת זכויות בנכסים בישראל, ולאור הצגתם בערכים היסטוריים (בנוגע לקרקעות ובנוגע לנכסים שתהליך השבחה טרם

¹ מר רון וייסברג, המכהן כדירקטור בחברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ, הינו בעל מניות במידרוג בע"מ. מר וייסברג אינו חברת בוועדת הדירוג

הושלם ואינו לקח בחשבון בהערכת שוויים), תוך הצפת שווי לחברה בדרך של העלאת שווי הנכס ולא רווחיות גבוהה בעת מכירתו ולא יצירת מקורות נוספים לגמישות החברה ליצירת מקורות נזילות בעת הצורך;

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון שמירה על היקף הפעילות הנוכחי במסגרת הנכסים המניבים הקיימים של החברה עם סטייה מסוימת אפשרית בצמיחת הכנסות החברה אשר נלקחה בחשבון בניתוחי רגישות לאור אפשרות לקיטון בתפוסה בחלק מהנכסים. כמו כן, נלקחה בחשבון הרחבה של הפעילות בתחום הפארקים הלוגיסטיים בפולין, בהיקף נמוך משמעותית מתכניות החברה ובתרומה בקצב נמוך יותר. יש לציין כי תרחיש הבסיס לוקח בחשבון המשך התמקדות אסטרטגית עסקית בתחומי הנדל"ן בישראל ובחו"ל, בדגש על תחומי הפעילות הנוכחיים בנדל"ן מניב ובייזום למגורים בישראל ובחו"ל, וככל שיתרחשו תהליכים שיביאו לכדי פיזור בתחומי הפעילות ברמות סיכון גבוהות מאשר הקיים בחברה, הנ"ל יכול להשליך לשלילה על דירוג החברה. היקף ה-FFO שהחברה צפויה לייצר בטווח השנים 2016-2018 צפוי להביא ליחסי כיסוי של כ-25-30 שנים וזאת בנטרול הרווחים שהחברה צופה לייצר ממכירת קרקעות, כפי שמבצעת מעת לעת. מבחינת יחסי האיתנות של החברה, אנו צופים כי החברה תשמור על יחסים שינועו בטווח של 65%-55% חוב נטו ל-CAP נטו. על פי הערכת מידרוג, היקף הדיבידנד השנתי הממוצע יעמוד בדומה לממוצע השנתי של החברה בשנים 2013-2015.

סדרת אג"ח 14 כוללת בטוחה בדרך של שעבוד החזקות החברה בסקייליין, חברה ציבורית המחזיקה בפעילות בקנדה. יש לציין כי להערכת מידרוג, בטוחה זו נבחנה ונקבע כי אינה משנה מהותית את רמת הסיכון ויכולת הפירעון של החברה כנגד הסדרות האחרות, בהתאם למרכיבי הביטחונות, היקף הנכסים הנוספים הלא משועבדים בחברה והגמישות של החברה לשירות אג"ח אלו.

פירוט גורמי מפתח

פעילות החברה בתחומי הנדל"ן המניב בישראל ובפולין הינה יציבה ומציגה נתונים תפעוליים טובים ויציבים לאורך השנים האחרונות. תחום הנדל"ן המניב צפוי לצמוח משמעותית בטווח זמן הבינוני-ארוך על פי תכניות החברה

החברה מחזיקה בכ-100 נכסים מניבים בישראל ובנוסף מחזיקה החברה בכ-6 פארקים לוגיסטיים בפולין (תחת חברת MLP Group SA, חברה פולנית ציבורית הנסחרת בבורסה בוורשה, בה החברה מחזיקה כ-38.3% בשרשור והינה בעלת שליטה בחברה). סך ה-NOI של החברה לשנת 2015 הסתכם בכ-200 מ' ש (מתוכם כ-20 מ' ש נבעו משני פארקים לוגיסטיים בפולין שנמכרו במהלך הרבעון ה-4 לאחר הבשלתם ומיצוי פוטנציאל הצמיחה בהם). ביחס לנכסים המניבים שנותרו, על פי תחזיות החברה לשנים הקרובות, ה-NOI צפוי להמשיך ולצמוח, וזאת בהתבסס על חידוש חוזים קיימים, החלפת שוכרים והגדלת מצבת השוכרים על בסיס שטח קיים להשכרה והרחבת שטחים נוספים. בנוסף לאמור, ה-NOI של החברה צפוי לצמוח מהגדלת מצבת הנכסים המניבים, בין היתר, בהתבסס על פתיחת המרכז המסחרי בראשון לציון ונכסים מניבים נוספים שנמצאים בשלבי הקמה ולא מו"מ לקראת הקמה בפולין, כך שה-NOI השנתי המייצג, על פי הערכות החברה, לשנות התחזית צפוי לנוע סביב 200 מ' ש, וזאת על אף מימושים של נכסים שבוצעו בפולין במהלך שנת 2015. על פי היסטוריית הפעילות של החברה, הנכסים המניבים נמצאים בשיעורי תפוסה גבוהים (בנטרול השפעות נקודתיות של החלפת ולא עזיבת שוכרים). לשם המחשה, בשנים 2012-2015, שיעורים אלו נעים סביב 95% בישראל וסביב 98% בפולין. כמו כן, החברה מציגה שיפור מתמשך ברמת ה-NOI מנכסים זהים בישראל, כאשר באופן ממוצע, בשנים 2012-2015, החברה מציגה צמיחה שנתית ממוצעת (CAGR) של כ-2% על ה-NOI. תכניות הפיתוח העתידי של החברה בכל הנוגע לפעילות בפולין, אשר כוללת מרכיב יזמי מסוים, הינן בעלות סיכון נמוך יותר בהשוואה לפעילויות יזמיות אחרות, וזאת לאור זמן ההקמה הקצר (שנע על פי רוב סביב חצי-שנה להקמת פארק לוגיסטי ממוצע בגודל שטח להשכרה של כ-40-60 מ"ר) ולאור מדיניות החברה שלא לבנות בנייה ספקולטיבית (משמעותה שהקמת פארק לוגיסטי או מבנה נוסף בפארק קיים תהיה רק כאשר לחברה יש שוכר לשטח המדובר). יחד עם זאת, יש לציין כי לחברה ישנה חשיפה מסוימת לנכס מרכזי, קניון "שבעת הכוכבים" בהרצליה, אשר מהווה

נדבך מרכזי בפעילות המניבה בפרט, וברמת החברה בכלל. לשם המחשה, מבחינת הנכסים המניבים הקיימים, הנכס תורם כ-35% מה-NOI השנתי וכ-27% מה-NAV. מנגד, חשוב לציין כי מידרוג רואה בנכס כבעל נתונים תפעוליים טובים ויציבים עם פיזור שוכרים גבוה (מעל 150 שוכרים). בו החברה מצליחה להגדיל את ההכנסות ברמה שנתית ולשפר את תפעולו השוטף, על ידי התייעלות בנייה הנכס, חידושי חוזים ושינוי תמהיל השוכרים. כמו כן, הנכס צפוי להמשיך ולהציג תזרים יציב, בין היתר לאור עומס שוכרים טוב (שכירות ביחס לפדיון השוכרים) וביקושים גבוהים לשטחי המחסר כפי שבא לידי ביטוי בתפוסה של כ-100% לאורך ההיסטוריה, בהתאם לנתונים שנמסרו למידרוג מהחברה.

תחום הייזום למגורים של החברה בפולין נמצא בהיפוך מגמה עם תרומה חיובית משמעותית שצפויה לקבל ביטוי בשנים הקרובות בתוצאות החברה

החברה מפעילה, באמצעות חברת Mil-Yon (הנמצאת בבעלות מלאה של החברה), תחום של ייזום למגורים בפולין, בדגש על הערים ורשה (3 פרויקטים בשלבים שונים) וגדנסק (פרויקט אחד עם מספר שלבים שונים). לאורך היסטוריית הפעילות בפולין החברה הכירה ברווח גולמי זניח יחסית, בדגש על השנים האחרונות, וזאת לאור תהליכים מימוניים שנעשו לאחר שנות המשבר של 2008, אשר העמיסו מימון משמעותי על פרויקטים שנסתיימו ולא שהיו בתהליך. עם סיום החזר ההלוואות האמורות, הרווחיות הגולמית של הפרויקטים שנותרו לחברה, צפויה לנוע סביב 20%-30%. נכון למרץ 2016, לחברה 4 פרויקטים שונים, בהם פרויקט Aura Park ברובע Wilanow בוורשה בו החברה הקימה כ-1,200 יח"ד ונותרה עם כ-80 יח"ד במלאי (מאז מועד הדוחות החברה מכרה ומסרה כ-30 יח"ד נוספות בהיקף של כ-15 מ' זלוטי). כמו כן, החברה נמצאת בתהליכי שיווק וייזום בשני פרויקטים משמעותיים נוספים. האחד, פרויקט Aura Sky ברובע Praga בוורשה, בהיקף של כ-600 יח"ד בשני שלבי בנייה (שלב א' מתוכנן להכיל כ-360 יח"ד ושלב ב' כ-240 יח"ד נוספות, בנוסף לשטחי מסחר בהיקף של כ-2,000 מ"ר). שלב א' נמצא בתהליך בנייה שצפוי להסתיים במהלך 2017 ובו נמכרו, נכון למועד הדוח, כ-60 יח"ד (כלל שטחי המסחר נמכרו וכלל שטחי המחסנים והחניות של שני השלבים נבנו). הפרויקט השני, Aura Gdansk, בגדאנסק, מורכב מ-3 שלבים, כאשר שלב א' הסתיים ובמלאי החברה קיימות כ-20 יח"ד נכון למרץ 2016. שלב ב' מכיל כ-126 יח"ד, מתוכן נמכרו נכון למועד הדוח כ-85 יח"ד וטרם החלה בנייתו (כאשר ייתכן והחברה אף תבנה את הפרויקט ללא שימוש בהלוואת הליווי לאור המכירות). שלב ג', הכולל כ-40 יח"ד, טרם החל בתהליכי השיווק.

יש לציין כי לחברה פרויקט נוסף, אשר לא מהותי מבחינת היקף ההכנסות וקצב ההכרה בהכנסה וברווח בטווח שנות התחזית, בהיקף של כ-1,500 יח"ד בבוקרשט, רומניה, בו החלה בנייה של שלב א' הצפוי להכיל כ-126 יח"ד ומכירתו, עם סיום הבנייה, צפויה להתרחש במהלך 2017.

על פי תחזיות החברה, הפרויקטים הקיימים של החברה בפולין צפויים לתרום לרווח הגולמי כ-20-15 מ' ש בשנת 2016 וכ-50-40 מ' ש לרווח הגולמי בטווח השנים 2017-2018 יחד עם תזרים משמעותי שיבצע, בין היתר, משחרור הון עצמי יחד עם הרווח הגולמי לאחר החזר הלוואות הליווי, בהיקף משמעותי בטווח השנתיים הקרובות לפי הערכות ונתוני החברה.

על פי תכניות החברה, פעילות הייזום למגורים בפולין תמשיך כאשר החברה צפויה להמשיך ולחפש קרקעות להמשך פיתוח פרויקטים נוספים, בדגש על סביבת העיר ורשה, וזאת, הן היתר, לאור היותה פעילות רווחית ומשמעותית לחברה, יחד עם המוניטין שהחברה צברה כיזמית נדל"ן למגורים (כפי שניתן להתרשם מהיקף המכירות ב-Pre-Sale שהחברה הצליחה לייצר במספר פרויקטים).

תחומי הפעילות הנוספים של החברה, בדגש על תחום המלונאות, משליכים לשלילה על רמת הסיכון בחברה

החברה מחזיקה בפעילות מלונאית בישראל בהתבסס על רשת מלונות "רימונים" על ידי חברת הבת הציבורית הכשרה מלונות בע"מ (החברה מחזיקה בכ-84% בחברה). פעילות זו מבוצעת על בסיס החזקה בבעלות מלאה או חלקית ב-4 בתי מלון ובשכירות וניהול של 6 בתי מלון נוספים. סך החדרים בניהול החברה מסתכם לכ-1,900, בפריסה ארצית במוקדי התיירות העיקריים, בהם אילת, ים המלח, ירושלים וטבריה (יש לציין כי החברה דיווחה לאחרונה על סיום התקשרות עם משכיר בית מלון בים המלח שיחול מה-1

בספטמבר 2016). כמו כן, לחברה מספר בתי מלון נוספים הנמצאים באזורים בעלי ביקוש נמוך יותר למלונאות, בהם עכו, נצרת ורמת הגולן. לאור הפגיעה בתיירות בישראל (תיירות הפנים ותיירות החוץ), בין היתר בשל המצב הגיאוגרפי-פוליטי בשנים האחרונות, ובשל עלייה בעלויות תפעול בתי מלון (בדגש על העלאת שכר המינימום בישראל), חלה שחיקה ברווחיות. באופן היסטורי, החברה שמרה על שיעורי EBITDA של כ-20% ביחס להכנסות ובשנת 2015 שיעור זה ירד משמעותית לכ-10%, בין היתר לאור שינוי מודל הפעילות עם שינוי תמהיל שכירות/בעלות, באופן שהקטין את כמות בתי המלון ובעלות והגדיל את כמות בתי המלון בשכירות. יש לציין כי לאור השחיקה ברווחיות, יחד עם היות ענף פעילות מלונאית בעל סיכון גבוה יותר מאשר פעילות נדל"ן מניב ולאזן ייזום למגורים, מידרוג מעריכה לשלילה את תרומת פעילות המלונאות לסיכון החברה. כמו כן, לחברה פעילות לא מהותית של פרסום על גבי שלטי חוצות (על ידי החזקה בחברת "רפיד ויז'ן") אשר תרמה באופן שלילי לא מהותי לרווחיות הקבוצה בשנים האחרונות.

צבר קרקעות משמעותי לפיתוח עתידי של פעילות מניבה ולאזן מכירה וליצירת מקורות להצפת ערך לחברה, תוך הגדלת גמישות ליצירת מקורות נזילות בעת הצורך

החברה מחזיקה בקרקעות ונכסים מניבים בערכים היסטוריים, אשר אינם לוקחים בחשבון פוטנציאל הצפת ערך עם אישור של תכניות, בשלבים שונים, לקידום ואישור תב"ע, במספר אזורים ביקוש בארץ. לשם המחשה, החברה נמצאת בתהליך לקבלת תב"ע מאושרת לבנייה של בית חולים סיעודי בהיקף של כ-1,000 מיטות ומבנה משרדים נוסף בהיקף של כ-50 א' מ"ר באזור ה-BBC בבני-ברק (זכויות שלא היו קיימות עד כה). כמו כן, החברה מחזיקה בקרקע בעלת תב"ע לפעילות מלונאית בהרצליה פיתוח, עם היקף מתוכנן של כ-150 חדרים, שטעון אישור הוועדה המקומית לנידוד זכויות בטווח המגרש הקיים (כאשר קרקע זו, לפי חלק החברה, שווה כ-8.5 מ' שו בדוחות הכספיים). נוסף על כך, החברה נמצאת בתהליכים שונים לקידום ואישור תב"ע למשרדים ולמגורים בנכסים מניבים קיימים של החברה במרכז ת"א ("בית מעריב", שעל פי תכניות החברה מתוכנן לקבל אישור זכויות של כ-50 א' מ"ר משרדים ואשר על פי תכניות הרכבת הקלה, תחנה של הרכבת הקלה ושני קווים של הרכבת צפויים להקמה מתחתיו ו"בית קלקא"). כלל הנכסים והקרקעות האמורים, יחד עם קרקעות משמעותיות נוספות ביפו וחדרה ונכסים מניבים קיימים נוספים הנמצאים בתהליכי שינוי תב"ע, ככל שיתקבלו ויושלמו התהליכים האמורים על פי תכניות החברה, צפויים לייצר הצפת ערך משמעותית לחברה, הן ברמת ההון העצמי של החברה עם עליית ערך משמעותית בשווי הנכסים המוחזק כנדל"ן להשקעה והן במידה ונכסים וקרקעות אלו ימכרו, ברמת הרווחיות הגבוהה שצפויה החברה לייצר ביחס לערכים היסטוריים של נכסים אלו. כמו כן, בראיית מידרוג, קרקעות ונכסים אלו טומנים בחובם מקור גמישות משמעותי לחברה לייצור מקורות תזרים, אם במכירתם ואם במינופם, בטווח זמן קצר, במידת הצורך של החברה.

יחסי יחסי איתנות בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג; צפי לשיפור ביחסים בטווח הקצר-בינוני מפעילות שוטפת של החברה ומפעולות נוספות להצפת ערך ייזום והגדלת זכויות בנייה בקרקעות ונכסים מניבים; מנגד, יחסי כיסוי אינם טובים ביחס לרמת הדירוג, הצפויים להציג שיפור משמעותי בשנים הקרובות

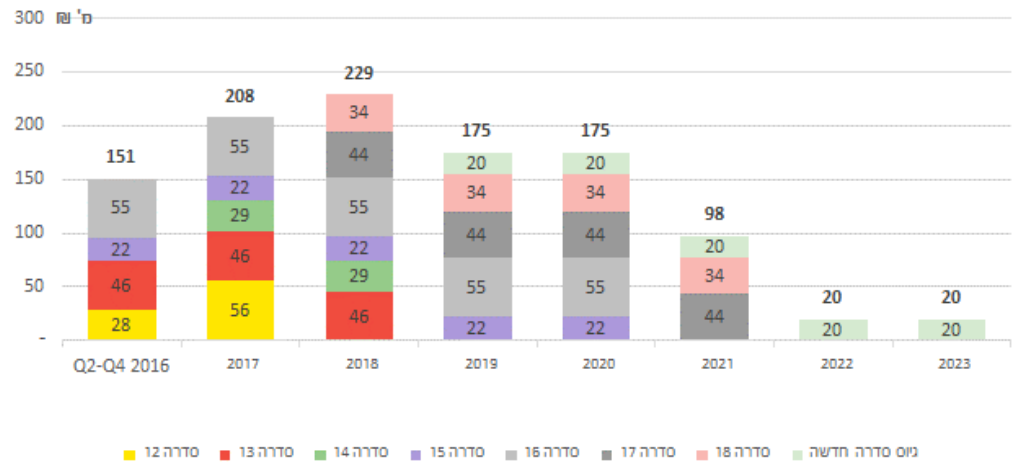
יחסי האיתנות של החברה בולטים ביחס לרמת הדירוג, עם יחס הון למאזן של כ-26% ויחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-59%, נכון למרץ 2016 (ההון העצמי הסתכם לכ-1,085 מיליון ש"ח במרץ, 2016). יחסים אלו צפויים להישמר ברמה דומה בטווח הזמן הקצר-בינוני, כאשר במידה והחברה תעמוד בתחזיותיה כפי שהוצגו למידרוג, יחסים אלו אף צפויים להשתפר ולנוע סביב 60%-55% חוב נטו ל-CAP נטו, יחסים הבולטים משמעותית ביחס לרמת הדירוג. מנגד, יחסי הכיסוי של החברה, לפי חוב נטו ל-FFO, אינם טובים ביחס לרמת הדירוג, כאשר על פי הדוחות הכספיים לשנת 2015, מציגים יחסים איטיים. על פי הערכות החברה, בהתאם לתכניות פיתוח קיימות ועתידיות, יחד עם שיפור משמעותי בתחום הייזום למגורים, היקף ה-FFO ויחסי הכיסוי הנגזרים ממנו צפויים להשתפר בטווח הזמן הקצר, על פי נתונים שנמסרו מהחברה, המתחשבים באיכלוס ותחילת הנבה של נכסים וכן מתחום ייזום המגורים, כך שינועו סביב 25-30 שנים תוך שנה-שנתיים, וזאת ללא התחשבות ברווח הגולמי שהחברה צופה לייצר ממכירת קרקעות, כפי שהיא מבצעת מעת לעת. יחסים

אלו מתבססים על תחזית הצמיחה של החברה מה-NOI של הנכסים המניבים הקיימים והחדשים שהחברה צופה לפתח, במקביל לירידה מסוימת בעלויות המימון של החברה עם פירעון של הלוואות ואג"ח "יקרות" יותר ביחס להלוואות ואג"ח שהחברה נטלה בתקופה האחרונה (לשם המחשה, החברה גייסה סדרת אג"ח לאחר תאריך הדוח בהיקף של כ-100 מ' ש בריבית שקלית של כ-4% עם מח"מ של 5 שנים). כמו כן, על פי תכניות החברה, היקף החוב של החברה צפוי להישמר ברמה דומה לקיים נכון למועד הדוח וצפוי להישמר ביחס מינוף כללי של כ-65% חוב ל-CAP.

נזילות החברה הינה טובה ביחס לחלויות השוטפות; גמישות החברה הינה סבירה ביחס לרמת הדירוג ובעלת מקורות מגוונים

יתרות הנזילות של החברה נכון למרץ, 2016, מסתכמות בכ-357 מ' ש ברמת הנתונים המאוחדים (ברמת הסולו המורחב, הלוקח בחשבון איחוד של חברות בנות בבעלות מלאה, יתרות אלו מסתכמות לכ-250 מ' ש). על פי תחזיות החברה בדבר המקורות והשימושים של החברה לשנים הקרובות ובהתחשב ביתרות הנזילות ההיסטוריות של החברה, החברה צופה כי תשמור על כ-100 מ' ש. במקביל, יש לציין כי לחברה גמישות פיננסית סבירה, המבוססת על מגוון מקורות, בהם נכסים וקרקעות לא משועבדים בישראל ובפולין (חלקם בעלי פוטנציאל שווי גבוה משמעותית מהעלות בדוחות הכספיים של החברה), מניות של חברות בנות ציבוריות הניתנות לשעבוד ואו למכירה, מלאי יח"ד גמור במספר פרויקטים בפולין ויכולת משיכת הון עצמי בחלק מהפרויקטים בתהליך בפולין עם קבלת הלוואות ליווי (יש לציין כי מימון בגין מלאי יח"ד גמור כבר בוצע על ידי החברה בעבר), מינוף נמוך יחסית של נכסים מניבים בישראל ובח"ל (לפי חלק החברה בנכסים) וגמישות החברה הנגזרת מנגישותה למקורות מימון חיצוניים כדוגמת שוק ההון והמוסדות הפיננסיים בישראל ובח"ל. על פי הערכות מידרוג וביצוע של מספר ניתוחי רגישות למקורות הגמישות האמורים, ניתן להעריך כי החברה יכולה לייצר היקף מספק של יתרות נזילות בעת הצורך לכיסוי התחייבויות האג"ח של החברה. צרכי הנזילות של החברה לצורך שירות האג"ח (הלוקחים בחשבון את הרחבות האג"ח שבוצעו במהלך 2016 של סדרות קיימות והנפקת הסדרה החדשה, סדרה 19, שבוצעה באוגוסט 2016) הינם כ-151 מ' ש ליתרת שנת 2016, כ-208 מ' ש לשנת 2017 וכ-229 מ' ש לשנת 2018. יתרת האג"ח, כולל סדרת האג"ח החדשה שגויסה לאחר תאריך המאזן (סדרה 19), נפרסת בעיקרה על השנים 2019 ו-2020 ונפרעת במלואה עד סוף שנת 2023 (כפי שניתן לראות בגרף האג"ח מטה). מנגד, יש לציין כי ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות מציג שחיקה מסוימת שהתרחשה בשנים האחרונות (בדגש על מחיקות הון בגין הפעילות ההיסטורית של חיפוש הנפט והגז וחלוקות דיבידנדים), כאשר מידרוג צופה לראות שיפור ביחס זה בשנים הקרובות, לאור תכניות החברה ומקורות חיזוק ההון שהחברה צופה לממש.

לוח סילוקין קרן אג"ח - מרץ 2016



*יש לציין כי החברה הרחיבה סדרות קיימות במהלך חודש אפריל 2016 בכ-41 מ' ש ע.ג. והנפיקה במהלך חודש אוגוסט 2016 סדרת אג"ח חדשה (סדרה 19) בהיקף של 100 מ' ש ע.ג. לפירעון בשנים 2019-2023, כאשר לוח הסילוקין לעיל מבטא את לוח הסילוקין של האג"ח כולל פירעונות ההרחבה והסדרה החדשה

נתונים פיננסיים מאוחדים עיקריים

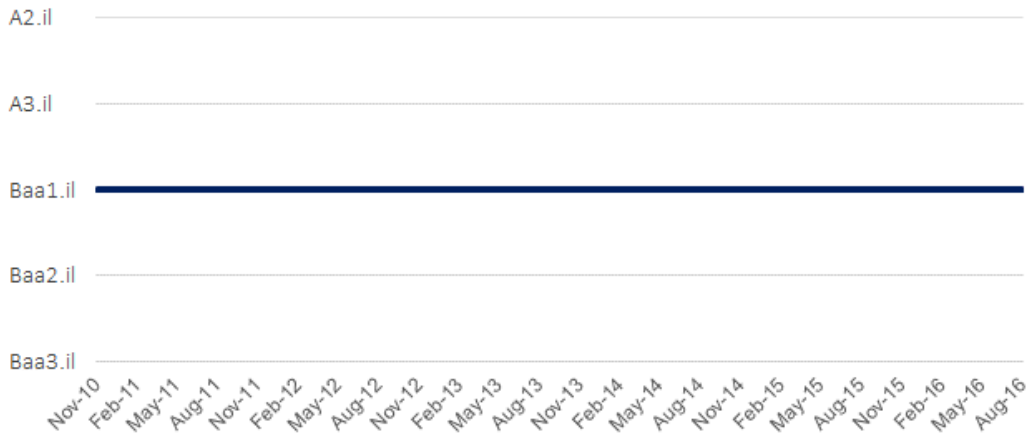
31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/03/2015	31/03/2016	מטבע: א' ש"ח
652,923	706,794	747,354	184,771	144,581	הכנסות
128,267	55,368	185,085	40,383	30,851	רווח גולמי
191,248	213,006	271,228	82,280	12,492	רווח תפעולי
72,712	220,797	67,379	(25,310)	(5,219)	שערוך נדל"ן להשקעה
(145,913)	(153,655)	(145,414)	(23,268)	(26,224)	הוצאות מימון, נטו
12,675	(16,277)	117,391	39,219	(2,770)	רווח נקי
165,148	146,601	397,394	219,484	356,738	יתרות נזילות
2,464,288	2,565,501	2,357,679	2,453,649	2,415,610	חוב פיננסי בניכוי פקדונות משועבדים
2,299,140	2,418,900	1,960,285	2,234,165	2,058,872	חוב פיננסי נטו בניכוי פקדונות משועבדי
1,187,429	1,119,097	1,109,601	1,069,949	1,084,635	הון עצמי
781,628	737,818	705,654	702,579	674,189	הון עצמי ללא זכויות מיעוט
4,287,280	4,366,448	4,122,978	4,233,165	4,157,036	מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
3,983,634	4,059,922	3,838,410	3,907,407	3,853,032	CAP
3,818,486	3,913,321	3,441,016	3,687,923	3,496,294	CAP נטו
28%	26%	27%	25%	26%	הון עצמי למאזן
62%	63%	61%	63%	63%	חוב ל-CAP
60%	62%	57%	61%	59%	חוב נטו ל-CAP נטו
(24,884)	(6,995)	15,745			FFO
(99.0)	(366.8)	149.7			חוב ל-FFO
(92.4)	(345.8)	124.5			חוב נטו ל-FFO
147,908	158,818	171,509			EBITDA
15.5	15.2	11.4			חוב נטו ל-EBITDA
1.0	1.0	1.2			EBITDA להוצאות מימון, נטו

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- גידול בהיקף הפעילות ושיפור בפיזור נכסי החברה, בהתאם לאסטרטגיה שהוצגה למידרוג, תוך עמידה בתכניות החברה ושמירה על יחסי הכיסוי הצפויים
- גידול בהיקף ההון העצמי של החברה, ברמת הסולו וברמת המאוחד, תוך שמירה על יחסי איתנות טובים
- שיפור בגמישות הפיננסית הנוכחית של החברה, בדגש על יצירת בסיס נכסים לא משועבדים משמעותי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- שחיקת יחסי האיתנות של החברה באופן משמעותי
- פגיעה בתזרים ה-FFO של החברה וביחסי הכיסוי
- פגיעה בשיעורי התפוסה והתדרדרות מצבת הנכסים המניבים
- פיזור תחומי פעילות החברה באופן שיגדיל את רמת הסיכון של החברה



פרופיל החברה

החברה פועלת במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות בחמישה תחומי פעילות עיקריים:

- תחום השכרת הנכסים השכרה וניהול של נכסים מניבים בישראל ופולין. פעילות זו נעשית באופן ישיר ע"י החברה וכן באמצעות חברות בנות פרטיות וציבוריות (בפולין החברה פעילה תחת חברה פולנית ציבורית MLP Group SA בה החברה מחזיקה בשליטה ובשיעור החזקה בשרשור של כ-38.3%)
- תחום עסקות בנייה יזום, ביצוע ומכירות של נכסים מניבים בארץ ובפולין ויזום ומכירה של דירות למגורים בפולין ורומניה.
- תחום מלונאות: בעלות, שכירת וניהול רשת של בתי מלון בישראל תחת מותג "רימונים" (החברה מחזיקה כ-84% בחברת הכשרה מלונות בע"מ הציבורית, תחתיה מופעל המותג האמור)
- תחום "התחדשות עירונית" שנכנס לפעילות במהלך 2015
- תחום שילוט חוצות שילוט חוצות מודפס תחת חברת "רפיד ויזן" (תחום לא מהותי)

בעלי המניות העיקריים בחברה הינם מר יעקב נמרודי ומר עופר נמרודי המחזיקים, בהתאמה, נכון למועד הדוח, בכ-41.81% וכ-29.07% מהון מניות החברה.

דוחות קשורים:

[חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ - דוח מעקב - נובמבר 2015](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי:

28/08/2016	תאריך דוח הדירוג:
01/11/2015	תאריך דוח קודם:
22/11/2010	תאריך מתן דירוג ראשוני:
חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ	שם יזום הדירוג:
חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

<p>מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.</p>	<p>Aaa.il</p>
<p>מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.</p>	<p>Aa.il</p>
<p>מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.</p>	<p>A.il</p>
<p>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.</p>	<p>Baa.il</p>
<p>מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.</p>	<p>Ba.il</p>
<p>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.</p>	<p>B.il</p>
<p>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.</p>	<p>Caa.il</p>
<p>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.</p>	<p>Ca.il</p>
<p>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.</p>	<p>C.il</p>

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 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.

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, 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 וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן 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 הדין 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 מניפק, 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוון הדין 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 היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של 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 אחרת שהדין אינו 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 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.