

רד בע"מ

A2	דירוג סדרה
-----------	-------------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב בסך של עד 500 מיליון ש"ח שתנפיק רד בע"מ. אגרות החוב יהיו צמודות למדד המחירים לצרכן ויפרעו ב-5 תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2010. תמורת ההנפקה מיועדת בעיקר למימון פעילותה העסקית של החברה.

פרופיל החברה

רד בע"מ ("רד" או "החברה") פועלת בתחום הנדלין המניב ועוסקת באיתור ותפעול של נכסים מניבים בארץ ובחול. ב-12 למרץ 2007 רכשה פרתם נכסים בע"מ, בבעלותו של מר יגאל אהובי, 78.8% מהון המניות המונפק של החברה בתמורה לסך של כ-42 מיליון דולר. כיום מר אהובי הינו בעל השליטה בחברה כאשר יתרת החחוקה היא בידי הציבור. נכון ל-30.06.2007, לחברה ארבעה נכסים מניבים בקנדה, בשטח כולל של כ-78 אלף מ"ר, הממוקמים במונטריאול, ותורמים הכנסה שנתית של כ-31 מיליון ש"ח (על בסיס המחצית הראשונה של שנת 2007), שני נכסים מניבים בתל אביב התורמים הכנסות של כ-8 מיליון ש"ח לשנה (על בסיס המחצית הראשונה של 2007) וחמש קרקעות (4 בישראל ואחת באנגליה) המיועדות למימוש. לאחר תאריך המאזן רכשה החברה קומפלקס מפעל ומשרדים במונטריאול בשטח של כ-11 אלף מ"ר שצפוי לתרום כ-3.8 מיליון ש"ח הכנסות בשנה, נכס בברלין, גרמניה, בשטח של כ-21 אלף מ"ר, שמשמש את האוניברסיטה הטכנית של ברלין וצפוי לתרום כ-25 מיליון ש"ח הכנסות בשנה ובניין משרדים בשוויץ בשטח של כ-16 אלף מ"ר המושכר לחברת סוויסקום וצפוי לתרום הכנסות של כ-12 מיליון ש"ח בשנה. בנוסף, החברה מתכוונת לרכוש, בכפוף לאישור על פי כל דין, עוד שני נכסים במערב אירופה בזמן הקרוב שכיום נמצאים בבעלות חברת בלנהיים שבבעלותו של בעל השליטה. בעבר לחברה היו ארבעה נכסים בארה"ב שנמכרו במהלך שנת 2006 בתמורה כוללת של כ-66 מיליון ש"ח. כיום פעילות החברה מתרכזת בעיקר בישראל, מערב אירופה וקנדה.

מחברים :
לורי ונציה
אנליסטית
lauriev@midroog.co.il

רון גולדשטיין
ראש צוות
rang@midroog.co.il

אנשי קשר :
אביטל בר דין
סמנכ"ל, ראש תחום
תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל: 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

נתונים פיננסיים עיקריים

FY2004	*FY2005	*FY2006	*30.06.2007	אלפי ש"ח
22,504	39,465	39,204	18,745	הכנסות מהשכרת נכסים ושונות
6,167	-	-	-	הכנסות ממכירת מקרקעין ובניינים
13,424	24,838	23,592	13,567	רווח גולמי
3,600	3,161	3,108	1,937	הוצאות הנהלה וכלליות
9,824	21,677	20,484	11,630	רווח תפעולי
6,212	15,411	15,620	7,232	הוצאות מימון
2,489	32	13,712	47	הכנסות אחרות
6,153	6,489	11,883	4,409	רווח נקי
290,758	375,014	305,902	456,952	נדלין להשקעה נטו
359,398	425,661	349,149	511,818	סך מאזן
255,898	316,732	228,026	266,875	חוב פיננסי
31,948	10,800	6,553	14,642	יתרות מזומן
223,950	305,932	221,473	252,233	חוב נטו
26%	24%	32%	40%	הון עצמי לסך מאזן
73%	76%	67%	53%	חוב ל-CAP

* החברה מדווחת לפי התקינה הישראלית ** החל מ-01.01.2007 החברה מיישמת את תקן 16 בדבר נדלין להשקעה לפי מודל השווי ההוגן

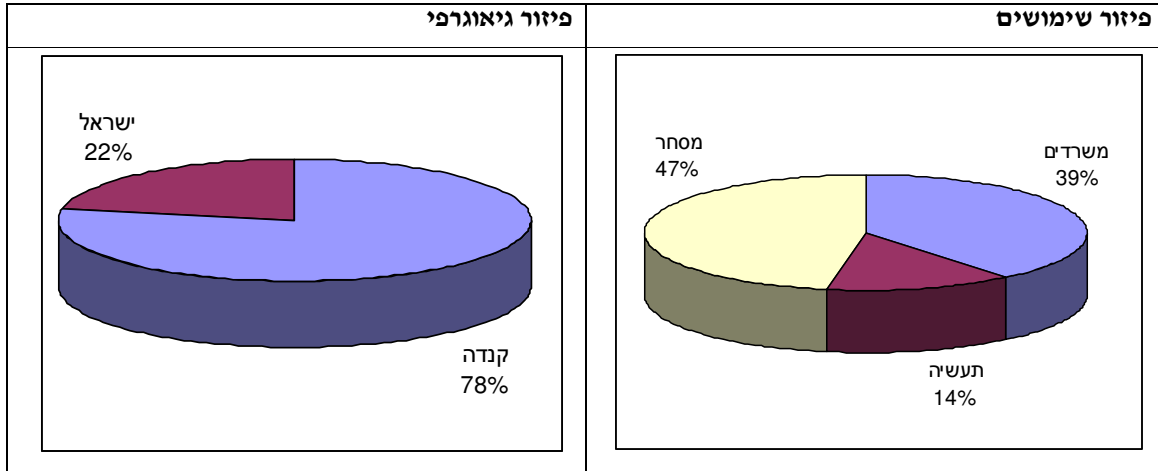
תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 12.12.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, יחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

תיאור נכסים

נכון למחצית של שנת 2007 לחברה ריכוזיות של נכסים בקנדה

נכון ל-30.06.2007 לחברה 6 נכסים מניבים בשטח של כ-88 אלף מ"ר אשר תורמים הכנסות בסך של כ-39 מיליון ש"ח בשנה (על בסיס נתוני המחצית הראשונה של 2007) ותפוסתם הינה גבוהה ועומדת על כ-98% בממוצע. 4 מהנכסים ממוקמים במונטריאול, קנדה, ותורמים כ-31 מיליון ש"ח הכנסות לשנה (כ-78%), 2 הנכסים הנותרים ממוקמים בתל אביב ותורמים כ-8 מיליון ש"ח הכנסות לשנה (כ-22%). בנוסף, לחברה 5 קרקעות (4 בישראל – ברעננה, רחובות, טבריה ופתח תקוה ואחת באנגליה) בשווי של כ-50 מיליון ש"ח המיועדות למימוש.

נתונים לגבי פיזור שימושים ופיזור גיאוגרפי (על בסיס הכנסות של H12007 בגילום שנתי):



להלן נתונים עיקריים על הנכסים המניבים ליום 30.06.2007 (נתונים כספיים באלפי ש"ח, חלק החברה):

הנכס	מיקום	שימוש	מועד רכישה	שיעור אחזקה	שיתפים	שטח במ"ר	תפוסה שיעור	מספר שוכרים	עיקרי שוכר	הכנסות שוכר עיקרי
Rene Levesque	מונטריאול, קנדה	משרדים	אוקטובר 2003	100%	-	8,200	94%	46	-	-
Brick	מונטריאול, קנדה	מרכז לוגיסטי ומרכז הפצה	יוני 2004	100%	-	32,700	100%	1	Brick חברת רהיטים	8,520
Nellson	מונטריאול, קנדה	מבנה תעשייה	ספטמבר 2004	100%	-	21,000	100%	1	Nellson חברה בתחום המזון	5,114
St. Therese	מונטריאול, קנדה	מרכז מסחרי	מרס 2005	92%	שותף פרטי	16,284	97%	36	-	-
פלטניום	תל אביב	משרדים	פרויקט יזמי של החברה שהוקם בשנת 1999	החזקה של 100% ב-30% מהנכס	-	5,947 (כולל שטחי אחסנה בשטח של כ-781)	99%	20	-	-
אגיש רבד	תל אביב	משרדים	פרויקט יזמי של החברה שהוקם בשנת	החזקה של 100% ב-45% מהנכס	-	3,867	100%	12	-	-

							1993				
											סה"כ
											116
											87,714

שעבוד על הנכס	שיעורי תפוסה			הכנסות			% NOI	NOI שנתי	שווי הוגן	עלות בספרים	הנכס
	2005	2006	H1-2007	2005	2006	H1-2007					
21,300	100%	98%	100%	6,598	6,266	3,207	7.5%	3,717	49,440	33,925	Rene Levesque
75,400	100%	100%	100%	8,221	8,756	4,090	6.3%	8,521	134,505	97,778	Brick
44,800	100%	100%	100%	5,524	5,505	2,559	7.2%	5,114	71,363	57,897	Nellson
*48,852	95%	95%	100%	7,109	9,675	4,780	7.1%	5,238	74,092	67,946	St. Therese
100,000	92%	92%	96%	5,415	5,672	2,830	6.9%	5,400	78,000	49,850	פלטינום
	66%	67%	100%	2,249	2,327	1,279	7.0%	2,200	31,590	29,630	אגיש רבד
241,500				35,116	38,201	18,745	6.9%	30,190	438,990	337,026	סה"כ

* חלק החברה

פירוט לגבי נכסים מהותיים:

Brick, מונטריאול (שיעור אחזקה 100%):

מרכז לוגיסטי בשטח כולל של כ-33 אלף מ"ר הממוקם באזור תעשייה קלה בקרבת האוטוסטראדה הראשית הסובבת את מונטריאול ומושכר לשוכר יחיד – חברת בריק שבבעלותה רשת שיווק רהיטים הגדולה בקנדה. הנכס מושכר לחברת בריק לתקופה של 20 שנה עד לשנת 2024 (קיימות שלוש אופציות נוספות להארכה ל-5 שנים כל אחת) והוא מניב דמי שכירות שנתיים בסך של כ-8 מיליון שקלים (2 מיליון דולר קנדי), כאשר דמי השכירות עולים בהדרגה כל חמש שנים ומגיעים לכ-9.6 מיליון ש"ח (2.4 מיליון דולר קנדי) בחמש השנים האחרונות של השכירות.

מגדל פלטינום, תל אביב (שיעור אחזקה 30% מתוך סך נכסי הבנין):

הנכס הינו מגדל משרדים, שטחי מסחר וחניונים בן 22 קומות בשטח כולל של כ-30 אלף מ"ר אותו החברה יזמה והקימה. בניית המבנה החלה בשנת 1998 והפרויקט הסתיים בשנת 1999 עם אכלוסו. החברה מכרה כ-70% מהנכס וביתרה היא מחזיקה כיום. הכנסות החברה השנתיות מהנכס מסתכמות בכ-5.7 מיליון ש"ח. קיימים כ-20 שוכרים כאשר מרבית חוזי השכירות מסתיימים בשלוש השנים הקרובות.

חוזה השכירות והמקרקעין בבניין פלטינום ובבניין אגיש רבד משועבדים לטובת הלוואה בנקאית לבנק בישראל.

נכסים שנרכשו לאחר ה-30.06.2007 (נתונים כספיים באלפי ש"ח, חלק החברה):

הנכס	מיקום	שימוש	מועד רכישה	שיעור אחזקה	שותפים	שטח במ"ר (%100)	שיעור תפוסה	שוכר יחיד	הכנסות	עלות הנכס
אפיגי	מונטריאול, קנדה	קומפלקס מפעל ומשרדים	יולי 2007	100%	-	10,800	100%	חברת אפיגי	3,870	46,224
אוניברסיטת ברלין	ברלין	קומפלקס בניינים	אוגוסט 2007	50%	דלק נדל"ן (DGRE)	21,125	100%	האוניברסיטה הטכנית של ברלין	24,600	298,980
סוויסקום	ברן, שוויץ	מבנה משרדים	ספטמבר 2007	100%	-	16,045	100%	חברת סוויסקום	11,670	224,224
סה"כ						47,970			40,140	569,428

להלן תיאור הנכסים שנרכשו לאחר תאריך המאזן:

אפיגיי (שיעור אחזקה 100%): המבנה הינו קומפלקס של מפעל, משרדים ואולמות תצוגה בשטח כולל של כ-10,800 מ"ר הממוקם במונטריאול. המבנה מושכר במלואו לשוכר יחיד – חברת אפיגיי, הפועלת בתחום הטקסטיל וכלי הבית מזה 20 שנה. דמי השכירות מהנכס מסתכמים בכ-4 מיליון ₪, כאשר החוזה עם השוכר הוא לעשרים שנה עד שנת 2027 ודמי השכירות עולים בשיעור של כ-10% כל חמש שנים. לחברה אין הוצאות עבור נכס זה שכן השוכר מנהל את הנכס בעצמו. עלות רכישת הנכס הסתכמה בכ-46 מיליון ₪ מזה כ-35 מיליון ₪ מומנו באמצעות הלוואת נון ריקורס לעשר שנים.

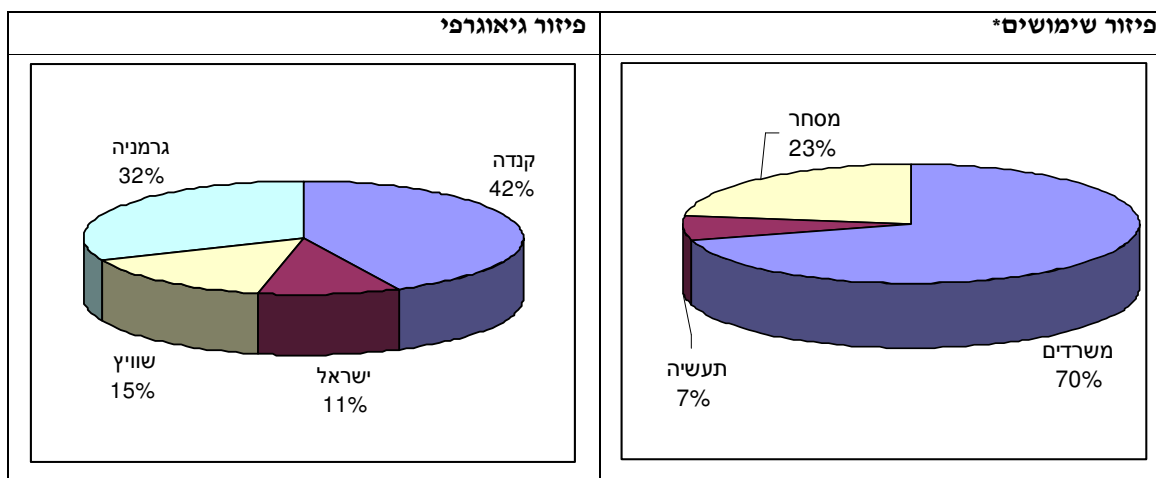
אוניברסיטת ברלין (שיעור אחזקה 50%): הפרויקט כולל שני בניינים בשטח כולל של כ-42 אלף מ"ר המהווים קומפלקס המשמש את האוניברסיטה הטכנית של ברלין. הבניינים ממוקמים על מגרש בשטח של כ-16 דונם בחלקה המערבי של ברלין. הקומפלקס מושכר במלואו לאוניברסיטה הטכנית בברלין, הנחשבת לאחד ממוסדות ההוראה הגדולים בגרמניה ונמצאת בבעלות עיריית ברלין, ודמי השכירות עבור שנה מלאה מסתכמים בכ-48 מיליון ₪. חוזה השכירות הוא עד לסוף שנת 2012, ללא אופציה להארכה. השותף בפרויקט הינה חברת דלק נדל"ן המחזיקה כ-50%. עסקה זו אותרה באמצעות חברת בלנהיים עבור רבד. העלות הכוללת של הנכס הסתכמה בכ-594 מיליון ₪ מזה כ-544 מיליון ₪ מומנו באמצעות הלוואת נון ריקורס לחמש שנים.

סוויסקום (שיעור אחזקה 100%): הנכס הינו מבנה משרדים הממוקם בעיר ברן שבשוויץ וכולל בעיקר כ-8,000 מ"ר של משרדים וכ-7,000 מ"ר שטחי אחסון. המבנה מושכר לחברת סוויסקום שהנה חברת התקשורת מהמובילות בשוויץ, לתקופה של כ-10 שנים עד שנת 2016 עם אופציות להארכה, כל תקופה בת 5 או 15 שנים לבחירת סוויסקום. דמי השכירות לאחר הוצאות מסתכמים בסך של כ-11 מיליון ₪. עסקה זו אותרה באמצעות חברת בלנהיים עבור רבד.

שיפור בפיזור הגיאוגרפי כתוצאה מרכישת הנכסים

רכישת הנכסים בגרמניה ובשוויץ שיפרה את הפיזור הגיאוגרפי של הנכסים המניבים של החברה שעדיין רובם מרוכז בקנדה, אך כיום מתפלג באופן יותר שווה בין קנדה (42%), גרמניה (32%), שוויץ (15%) וישראל (11%). בכוונת החברה, בטווח הקרוב, לרכוש שני נכסים מניבים נוספים בשוויץ ובגרמניה שצפויים אף הם להגדיל את הפיזור הגיאוגרפי של הנכסים המניבים. לעומת זאת, יחס פיזור השימושים של החברה הצטמצם, כאשר מרבית הנכסים המניבים משמשים כמבני משרדים. עם התרחבותה של החברה ורכישת נכסים נוספים צפויים הפיזור הגיאוגרפי ופיזור השימושים להשתפר.

נתונים לגבי פיזור שימושים ופיזור גיאוגרפי עם הוספת שלושת הנכסים שנרכשו לאחר תאריך המאזן (על בסיס הכנסות של H12007 בגילום שנתי ועל בסיס חוזי שכירות של החברה בנכסים החדשים):



*הנכס בברלין נחשב לצורך חישוב זה כמבנה משרדים.

לחברה תלות במספר שוכרים עיקריים

מרבית נכסי החברה מושכרים לשוכר יחיד ובכך נוצרת לחברה תלות במספר שוכרים מצומצם והחברה חשופה לאיתנותם הפיננסית ולעמידתם בתנאי הסכמי השכירות. הכנסות החברה משוכרים אלו מסתכמות בכ-54 מיליון ₪ (כ-68% מסך הכנסות החברה). לחברה תלות בשוכר אחד בפרט – אוניברסיטת ברלין, אשר דמי השכירות בגין הסכם זה צפוי לתרום כ-31% מסך הכנסות החברה לשנה מלאה. מרבית חוזי השכירות בנכסים אלו הינם ארוכי טווח, אך החוזה עם אוניברסיטת ברלין הינו קצר יחסית וצפוי להסתיים בשנת 2012 ללא אופציה מובנית להארכתו. עם התרחבותה של החברה ורכישת נכסים נוספים, ובפרט שני הנכסים שעשויים להירכש מחברת בלנהיים, התלות בשוכרים עיקריים צפויה לקטון.

שוכרים עיקריים המהווים מעל ל-5% מהכנסות החברה (נתונים באלפי ₪):

שם השוכר	סוג השוכר	הכנסה שנתית	תאריך תחילת החוזה	תאריך סיום החוזה	% מסך הכנסות
בריק	מרכז לוגיסטי	8,521	יוני 2004	יוני 2024	10.8%
נלסון	מבנה תעשייה ומרכז הפצה	5,114	ספטמבר 2004	ספטמבר 2019	6.5%
אפיגי	קומפלקס מפעל ומשרדים	3,900	יולי 2007	יולי 2027	4.9%
אוניברסיטת ברלין	קומפלקס בניינים	24,600	אוגוסט 2007	דצמבר 2012	31.1%
סוויסקום	מבנה משרדים	11,670	ספטמבר 2007	דצמבר 2016	14.7%
סה"כ		53,805			68.0%

נכסים מניבים שהחברה מתעתדת לרכוש:

בכפוף לאישור האסיפה הכללית, בכוונת החברה לרכוש שתי חברות בנות של בלנהיים המחזיקות בזכויות לנדל"ן מניב בשוויץ ובגרמניה.

חברת Fairland (נכס מון):

החברה מתעתדת לרכוש מבלנהיים את כל מניותיה של בלנהיים בחברת פיירלנד שבבעלותה שישה בתי מלון בגרמניה. כיום חברת פיירלנד הינה בבעלות מלאה של חברת בלנהיים. על פי העסקה, תעביר בלנהיים לחברה את כל מניות פיירלנד המוחזקות על ידה (100%) ואת הלוואת הבעלים שנתנה בלנהיים לפיירלנד, בתמורה לסך של כ-6.7 מיליון אירו ובתוספת ריבית בשיעור לייבור + 1%.

לחברת פיירלנד שישה בתי מלון בשש ערים שונות ברחבי גרמניה בשטח כולל של כ-170 אלף מ"ר, מתוכו שטח בנוי של כ-77 אלף מ"ר. בתי המלון משמשים כמרכזי הדרכה והכשרת עובדים של חברה Duette Telekom. כל הנכסים מושכרים לחברת GMG, חברת נכסים בבעלות מלאה של דויטשה טלקום. בכל הנכסים קיימים הסכמי שכירות ארוכי טווח, רובם לתקופה של כ-11.5 שנים מיום ה-25.04.2007. דמי השכירות מהנכסים מסתכמים בכ-4.7 מיליון אירו ועולים בכל שנה בשיעור של כ-1.9%.

חברת Grange (נכס מוזלי):

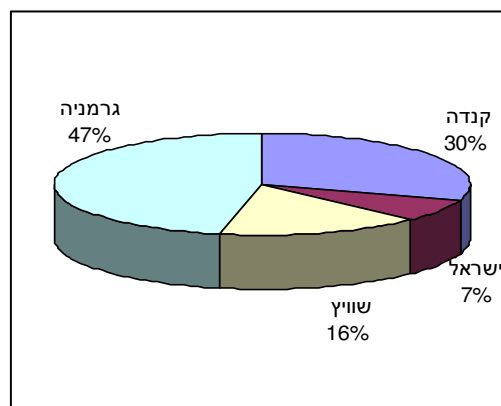
בכוונת החברה לרכוש מבלנהיים את אחזקותיה (50%) בחברת Grange ואת הלוואת הבעלים שנתנה בלנהיים לגריינג' בתמורה לסך של כ-3.15 פרנק שוויצרי בתוספת ריבית בשיעור של ליבור + 1%.

חברת גריינג' חתמה על הסכם לרכישת קומפלקס מסחר ומשרדים הממוקמים בסמוך לעיר ברן בשוויץ בשטח כולל של כ-20 דונם, מתוכו שטח בנוי של כ-13 אלף מ"ר. בנוסף, קיימות בנכס זכויות בנייה להקמה של שני בנייני משרדים בשטח של כ-6,400 מ"ר כל אחד. על פי הסכם הרכישה, ניתנה אופציה למוכר, במשך שנתיים מיום מסירת הנכס לרוכש, לבנות את בנייני המשרדים הנוספים (או את אחד מהם בלבד), בכפוף למספר תנאים, לרבות השכרתם מראש של לפחות 70% מהשטחים שייבנו לתקופה של 10 שנים לפחות במחיר שיכלול עלייה שנתית של לפחות 80% מעלית מדד המחירים לצרכן בשוויץ. לגריינג' הזכות למנוע את מימוש האופציה של המוכר על ידי רכישת אחוזי הבנייה בתמורה לסך של 1 מיליון פרי"ש. במידה והמוכר יחליט לבנות את בנייני המשרדים, גריינג' תרכוש אותם בתמורה לסך השווה ל-90% משווי בנייני המשרדים הנוספים כפי שיעלה מהערכות שמאי.

מוכר הנכס התקשר בהסכמי שכירות ארוכי טווח עם שישה שוכרים להשכרת כ-89% משטח הנכס לתקופות שבין 10-20 שנים שיתחילו לכל המאוחר ביום 01.03.2008. דמי השכירות הצפויים מהנכס עומדים על כ-3.4 מיליון פרי"ש (עבור חוזי השכירות הקיימים). בנוסף, ניתנה ערבות לשנה הראשונה על שכירות השטח שטרם הושכר.

פיזור גיאוגרפי בהנחה של רכישת שתי החברות לעיל: (על בסיס הכנסות של H1 2007 בגילום שנתי ועל בסיס חוזי שכירות צפויים בנכסים החדשים שהחברה עתידה לרכוש):

פיזור גיאוגרפי



בעלות וניהול

במרץ 2007 השליטה בחברה נרכשה על ידי חברה בבעלותו של מר יגאל אהובי

רבד הוקמה בשנת 1951 כחברה פרטית שעסקה בביצוע עבודות קבלניות בתחומי ההנדסה האזרחית שכללו, בין היתר, עבודות תשתיות עבור גופים מוסדיים ופרטיים. משנת 1990 החברה הרחיבה את פעילותה לתחום היזמות נדל"ן והתמחתה ביזום נדל"ן מניב, בעיקר לשימוש משרדי, כאשר בשנת 1999 הופסקה פעילותה של רבד בתחום הביצוע והחברה החלה להתמקד בתחום הנדל"ן המניב. משנת 2003 החברה פועלת גם בחו"ל (בעיקר בצפון אמריקה ואירופה) בתחום זה. ב-12 למרץ 2007 רכשה פרתם נכסים בע"מ, בבעלותו של מר יגאל אהובי, 78.8% מהון המניות המונפק של החברה בתמורה לסך של כ-42 מיליון דולר. כיום מר אהובי הינו בעל השליטה בחברה כאשר יתרת ההחזקה היא בידי הציבור.

דירקטוריון החברה אישר, בכפוף לאישור האסיפה הכללית, הסכם למתן שירותים עם חברה בבעלות בעל העניין

דירקטוריון החברה אישר הסכם שירותים עם חברת בלנהיים¹, חברה בבעלותו של מר יגאל אהובי, לפיו תספק בלנהיים לחברה שירותים הכוללים איתור עסקאות נדל"ן, בחינת נכסים המוצעים לרכישה, ניהול המשא ומתן ותהליך הרכישה ומכירת נכסים. התקשרות זו כפופה לאישור של האסיפה הכללית. על פי ההסכם המוצע תתחייב בלנהיים להציג לחברה עסקאות בשווי כולל של לפחות 50 מיליון דולר בשנה לתקופה של כ-5 שנים החל ממועד קבלת האישורים הדרושים להסכם. ההסכם יחול על כל הנכסים שתרכוש החברה באמצעות בלנהיים. בגין שירותים אלו תשלם החברה לבלנהיים סכום קבוע של כ-10 אלף לירות שטרלינג לחודש ובלנהיים לא תהא זכאית לקבל כל עמלה או החזר הוצאות מעבר לתשלום האמור. בהסכם המוצע נקבע מנגנון לאישור רכישת נכסים על ידי החברה, תוך הבחנה בין מקרים בהם מוצע לחברה לרכוש 100% מהנכס לבין מקרים בהם מוצע לחברה לרכוש חלק בנכס². כמו כן נקבע בהסכם המוצע הסכמי אי תחרות המגבילים רכישת נכסים מניבים במערב אירופה ובקנדה על ידי חברת בלנהיים, כך שאם חברת בלנהיים מציגה לחברה נכס לרכישה בתמורה כוללת (לכל הרוכשים יחדיו) של מעל ל-75 מיליון דולר והחברה איננה רוכשת את הנכס, בלנהיים מחויבת לרכוש את החלק בנכס שהוצע לחברה, אם חברת בלנהיים מציגה לחברה נכס בתמורה כוללת של מתחת ל-75 מיליון דולר והחברה איננה רוכשת את הנכס, חברת בלנהיים תהיה מנועה מרכישת החלק שהוצע לחברה בנכס.

בעקבות מכירת השליטה, הוחלפו המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון

בהסכם מכירת השליטה נקבע כי במועד השלמת העסקה והעברת השליטה יתפטרו מר אבי גרין, בעל השליטה בחברה דאז ויו"ר הדירקטוריון, וגב' סיגל סגל, מנכ"ל החברה. הסכם העסקה של גב' סגל תוקן ונקבע כי גב' סגל תמשיך בתפקידה עד ליום 30.09.2007. לאחר שהסתיימה תקופת כהונתה של גב' סגל, מונה לתפקיד מנכ"ל זמני לתקופת ניסיון של 3 חודשים, מר ערן מיטל המכהן גם כדירקטור בחברה. מר מיטל הינו רוי"ח במקצועו ולו ניסיון רב בתחום הנדל"ן הכולל פעילות גם עם חברת דלק נדל"ן בבעלות מר יצחק תשובה.

להלן בעלי תפקידי מפתח נוספים בהנהלת החברה:

מר אפרים קונדה – מכהן כיו"ר דירקטוריון ובעל ניסיון רב בתחום הנדל"ן בארץ ובחו"ל. **מר ערן מיטל** – מכהן כמנכ"ל הזמני של החברה וכדירקטור, מר מיטל הינו רוי"ח בהשכלתו ובעל ניסיון רב בענף הנדל"ן, בעבר פעל כרו"ח ונתן שירותים גם עבור חברת דלק נדל"ן. **גב' עדי שחור** – מכהנת כחשבת החברה מזה 4 שנים. דירקטוריון רבד מונה את מר אפרים קונדה, מר רם רינגל, גב' מאירה גזית, מר דב גרוס, עו"ד פנינה דבורין ומר ערן מיטל. גב' דבורין וגב' גזית משמשות כדירקטוריות חיצוניות.

אסטרטגיה עסקית

השקעה בנדל"ן מניב במדינות בעלות יציבות כלכלית ופוליטית

בכוונת החברה למקד את פעילותה בתחום הנדל"ן המניב במדינות בעלות יציבות כלכלית ופוליטית. החברה מתכוונת להמשיך לפעול בקנדה ובישראל, אך עם זאת להתרחב למדינות אחרות במערב אירופה ואף לאזורי פעילות אחרים הנבחרים כעת כגון, המזרח הרחוק, ארה"ב ורוסיה.

¹ בלנהיים הינה חברה תושבת חוץ, בבעלותה של משפחת אהובי, העוסקת ברכישת נכסים מניבים בעיקר במערב אירופה. החברה פועלת בחו"ל מזה 12 שנה.

² בגין עסקאות שתוצגנה על ידי בלנהיים לחברה בהן יוצע לחברה לרכוש חלק מהנכס (ולא 100%), לא תהא בלנהיים מנועה מקבלת עמלות מצדדים אחרים הרוכשים חלק בנכס. רכישת החלקים בנכס על ידי צדדים שלישיים תהיה בתנאים זהים לתנאים הרכישה המוצעים לחברה לגבי חלקה בנכס, למעט עמלות שתשלמנה על ידי הצדדים השלישיים לבלנהיים בנוסף לתמורה שתשולם על ידם למוכר הנכס.

התמקדות באזורי ביקוש

החברה מתכוונת להתמקד באזורים מרכזיים במדינות הפעילות או אזורים עם פוטנציאל לביקושים גבוהים.

היעדר מדיניות חלוקת דיבידנדים – לא חולקו סכומים משמעותיים בשנים האחרונות

כיום לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד והחברה לא חילקה דיבידנדים בשלוש השנים האחרונות.

שיקולים עיקריים לדירוג

ניסיון רב של בעל השליטה מר יגאל אהובי בתחום הנדל"ן בישראל ובעולם. בעל השליטה תורם תרומה אסטרטגית מהותית לפיתוח העסקי ולמיצובה הפיננסי של החברה; נכסים מניבים הממוקמים במדינות בעלות יציבות פיננסית; נכסים בעלי תפוסה גבוהה המושכרים לשוכרים בעלי איתנות פיננסית גבוהה; פעילות בתחום הנדל"ן המניב המאופיין בסיכון עסקי נמוך יחסית לענף הנדל"ן; הנהלה מנוסה ובעלת ניסיון בתחום הנדל"ן; פיזור גיאוגרפי מצומצם שצפוי לגדול עם רכישת נכסים חדשים; מספר מצומצם של שוכרים, עם תלות בשוכר עיקרי; תלות בבעל שליטה האחראי לאיתור חלק ניכר מהנכסים; חלק ניכר מהפעילות מתבצעת במערב אירופה אשר כיום הינה שוק רווי ולכן קיים קושי באיתור עסקאות אטרקטיביות; גריעה ביחסי האיתנות לאחר גיוס האג"ח; לחברה אין יתרות נזילות שכן מרבית נכסיה משועבדים ואין לה יתרות מזומן. אולם, על פי הערכת החברה, יש באפשרותה להגדיל את מסגרות האשראי שלה מבנקים בישראל על מנת להשתמש בהם לצורכי נזילות ובכך לשפר את גמישותה הפיננסית.

חוזקות

פעילות החברה מתרכזת בקנדה ובמדינות מערב אירופה בתחום הנדל"ן המניב המאופיין ברמות סיכון נמוכות

יחסית

קנדה שהייתה את מרכז פעילות החברה עד כה, נחשבת למדינה בעלת יציבות כלכלית והיא הינה מדינה מערבית מפותחת הנמנית עם המדינות החברות ב-G-7. הכלכלה הקנדית (המדורגת Aaa) מאופיינת ברמת אינפלציה נמוכה (העומדת על כ-2.2% בממוצע בארבע השנים האחרונות), בתשתית עסקית מפותחת, הגירה חיובית ושיעור ריבית נמוך. כלכלת קנדה נמצאת במגמת עלייה בשנים האחרונות הנובעת מעלייה בביקוש פנימי כתוצאה מעלייה בשכר ובמספר העובדים המועסקים, מהביקוש הגואה לנפט (קנדה הינה הספק החמישי בעולם לנפט) ומהתפתחות עסקית ענפה. עלייה זו השפיעה באופן חיובי גם על שוק הנדל"ן בקנדה שמראה עליה בהיקפי הפעילות בשנים האחרונות ופעילות השקעה ענפה בעיקר על ידי משקיעים מוסדיים מקומיים. כתוצאה מהעלייה בביקושים ישנה עליית מחירים ושיעורי תפוסה גבוהים בכל סוגי הנדל"ן המניב בקנדה.

השווקים החדשים אליהם נכנסת החברה, בעיקר במערב אירופה, נהנים אף הם מיציבות כלכלית גבוהה ומצמיחה. שוויץ, שהינה אחת מהמדינות העשירות בעולם במונחים של תמ"ג לנפש, סבלה בשנים האחרונות מהאטה כלכלית כתוצאה מתלות בכלכלת גרמניה (שאף היא סבלה מצמיחה איטית), שותפתה העיקרית לסחר. אך החל משנת 2006, ניכר שיפור משמעותי בכלכלת שוויץ וחלה עליה של כ-3% בתמ"ג. עם הצמיחה המחודשת של כלכלת שוויץ, חלה עלייה בביקושים לנדל"ן. גרמניה, כאמור לעיל, גם סבלה מקשיים כלכליים בעשור האחרון, אך לאחרונה נראית מגמת התאוששות המאופיינת בצמיחה של כ-2.5% בשנת 2006. ההתאוששות המאקרו כלכלית משפיעה באופן חיובי על שוק הנדל"ן בגרמניה שטמונות בו הזדמנויות עסקיות רבות הנובעות מירידת מחירי הנדל"ן בשנות השפל.

החברה מחזיקה מעל 50% במרבית הנכסים

מירב נכסי החברה (למעט הנכס של אוניברסיטת ברלין וסנט טרו בקנדה) מוחזקים בבעלות מלאה על ידי החברה. להערכת מידרוג, השליטה בנכסים מאפשרת לחברה התנהלות גמישה, מקלה על קבלת החלטות מהירה ביחס לנכסים ותורמת להקטנת רמת הסיכון.

שוכרים בעלי איתנות פיננסית גבוהה

מרבית השוכרים של הנכסים הינם חברות גדולות בעלות יציבות פיננסית. השוכר בנכס של החברה ברלין הינו עיריית ברלין, בנכס "סוויסקום" בשוויץ, חברת סוויסקום העוסקת בתחום התקשורת ובנכס "בריק" בקנדה, חברת בריק, אחת מהחברות המובילות בתחום הרהיטים בקנדה.

ניסיון רב של בעל השליטה בתחום הנדל"ן בארץ ובח"ל

לבעל השליטה, מר יגאל אהובי, ניסיון רב בתחום הנדל"ן הן בארץ והן בחו"ל. פעילותו של מר יגאל אהובי בחו"ל מתבצעת באמצעות חברת בלנהיים, שהינה חברה תושבת חוץ הקשורה למשפחת אהובי. להערכת החברה, חברת בלנהיים ויגאל אהובי ביצעו למעלה מארבע מאות עסקאות נדל"ן בהיקפים העולים על 30 מיליארד \$ במהלך חמש עשרה השנים האחרונות. מר יגאל אהובי הינו בעל מוניטין רב בתחום הנדל"ן ובעיקר התחום הנדל"ן המניב. כאמור, בין החברה לבין חברת בלנהיים עשוי להיחתם הסכם, בכפוף לאישור על פי כל דין, לפיו חברת בלנהיים תאתר עבור החברה נכסי נדל"ן מניבים והיא למעשה תהווה את הצינור המרכזי להזרמת עסקאות חדשות לחברה. פעילותו של מר יגאל אהובי בישראל כוללת אחזקות בנדל"ן מניב, בעלות של כעשרה בנייני מגורים במרכז תל אביב, אחזקות במתחמי נדל"ן לפיתוח במרכז הארץ והשקעות בתחום הטכנולוגיה (כ-15 חברות). לאור זאת, תרומתו של מר יגאל אהובי לפיתוח העסקי של חברת רבד הינה משמעותית ותהווה גורם מכריע להצלחת החברה בעתיד.

מידרוג מעריכה כי גרעין שליטה המזוהה עם יגאל אהובי ופעילותו הינו בעל השפעה חיובית על הדירוג במגוון היבטים, ואף תורם להתוויית כיוון אסטרטגי ארוך טווח לחברה על מנת שתעמוד בהתחייבויותיה ובתוכניות האסטרטגיות.

גורמי סיכון עסקיים

מספר שוכרים מצומצם עם תלות בשוכר עיקרי

בחמישה מנכסי החברה בקנדה ובנכסים בגרמניה ובשוויץ מצוי שוכר יחיד השוכר את הנכס כולו. ההכנסות מנכסים אלו מסתכמות בכ-68% מהכנסות החברה. לאור זאת, קיימת תלות של החברה במספר מצומצם של שוכרים, והחברה חשופה לאיתנותם הפיננסית ולעמידתם בתנאי הסכמי השכירות. לחברה תלות בשוכר אחד בפרט – אוניברסיטת ברלין, אשר צפויה לתרום כ-31% מסך הכנסות החברה לשנה. מעבר לכך, החוזה עם אוניברסיטת ברלין הינו קצר ונכון למועד כתיבת הדו"ח צפוי להסתיים בשנת 2012, כאשר לא קיימת אופציה מובנת להארכת השכירות. עם התרחבותה של החברה ורכישת נכסים נוספים התלות בשוכרים עיקריים צפויה לרדת.

בעל השליטה בעל תרומה מהותית לחברה

להערכת מידרוג, מר אהובי הינו דמות מפתח ברכישה ובאיתור של השקעות חדשות והן בנגישות שלה לשוקי ההון והשגת המימון הבנקאי ולכן, אם מסיבה כלשהי, יעזוב מר אהובי את תפקידו, תהיה לכך השפעה מהותית על פעילות החברה.

פעילות החברה במערב אירופה הינה בשוק רווי העלול להקשות על איתור עסקאות אטרקטיביות

להערכת מידרוג, שוק הנדל"ן במערב אירופה מצוי במגמת התפתחות חזקה בשנים האחרונות ויתכן והגיע לשלב גרות ומיצוי אפשרויות באיתור נכסי נדל"ן מניבים אטרקטיביים לרכישה אשר ישליך על התפתחות קצב פעילות החברה.

גורמי סיכון פיננסיים

עלייה במבנה החוב של החברה לאחר הגיוס

נכון ל-30.06.2007 יחסי האיתנות של החברה הינם טובים יחסית כך שיחס ההון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן עומד על כ-40% ויחס החוב ל-CAP על כ-53%. בהתחשב בעסקאות שבוצעו לאחר תאריך המאזן, רכישת הנכסים – אפיגיי, אוניברסיטת ברלין וסוויסקום, סך החוב גדל לכ-817 מיליון ₪ ויחס ההון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן יעמוד על כ-22% ויחס החוב ל-CAP יעמוד על כ-77%. גיוס אג"ח בסכום של כ-500 מיליון ₪ מעלה את החוב הפיננסי לכ-1,317 מיליון ₪ ומוריד את יחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן לכ-15% ומעלה את יחס החוב ל-CAP לכ-84%. החברה מתחייבת לשמור לפחות על יחס הון עצמי לסך מאזן של 15%-20% ולא לעמוד על יחס של 16% - 15% הון עצמי לסך המאזן מעבר ל-4 רבעונים רצופים³. יחד עם זאת, החברה פועלת להרחבת מסגרות האשראי מול הבנקים על מנת שמשגרות אלו ישמשו את צרכי הנזילות של החברה בכלל זה מילוי התחייבויות וגישור בפעילויות הכספיות שלה, בהתאם לכך תשתפר הגמישות הפיננסית של החברה.

מרבית הנכסים משועבדים בדרגת ביטחון ראשונה לטובת הבנקים המממנים

פעילות ההשקעות של החברה נסמכת על מרכיב הון עצמי נמוך יחסית, כאשר יתרת ההשקעה ממומנת בהלוואות בשעבוד מדרגה ראשונה של הנכס לטובת הבנק המלווה. הלוואות אלו מאופיינות בשעבוד ראשוני לטובת הבנק של התזרימים מהפרויקטים או של הקרקעות כנגדן נלקחה ההלוואה. בהתאם, מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים המממנים. הלוואות אלו באות בדרגת קדימות בכירה להתחייבויות החברה לבעלי חוב אחרים ולבעלי המניות.

משבר הסאבפריים בארה"ב עלול להקשות על נגישות החברה למקורות מימון בקנה ובמערב אירופה

הכלכלה הקנדית מצויה בתקופת גאות הנובעת בין היתר מרזרבות הנפט והגז הטבעי הגדולות במערב קנדה ועליית מחירי הנפט. מנגד, הכלכלה הקנדית תלויה תלות גבוהה בכלכלת ארה"ב, המהווה את יעד הייצוא העיקרי שלה. כלכלת ארה"ב נמצאת לאחרונה במשבר כתוצאה מקריסת שוק משכנתאות הסאבפריים. משבר הסאבפריים עורר פחדים לגבי מחסור באשראי ברחבי העולם והניע בנקים מרכזיים להזרים מיליארדי דולרים לשוק. הדי משבר הסאבפריים מתפשטים לקנדה ולמערב אירופה ועלולים להקשות בצורה משמעותית על נגישות חברות הנדל"ן למקורות מימון, כאשר גובה ההלוואה הניתנת בהלוואת non-recourse, תהיה נמוכה מהמקובל עד היום. יחד עם זאת, נציין כי כיום, בנקים כן נוטים לתת הלוואות לאנשים בעלי רקורד חיובי ולכן החברה לא צפויה להיפגע בצורה משמעותית ממשבר הסאב פריים.

מקורות התזרים העיקריים של החברה הינם צמודי דולר קנדי, אירו ופ"ש לעומת הגיוס המתוכנן בש"ח צמוד מדד

בכוונת החברה לגייס בישראל אג"ח שקלי צמוד מדד, זאת כאשר עיקר הכנסותיה ותזרימיה בשנים הקרובות צפויים לנבוע מהפעילות בקנדה, שהינה צמודת דולר קנדי. מצב זה יוצר לחברה חשיפה אינהרנטית להפסדי מימון הנובעים מפערים חדים בשערי החליפין. לאור העובדה שלראשונה החברה תגייס כסף במטבע שאינו תואם את מטבע ההשקעות, החברה תשקול את מדיניותה בתחום זה.

³ הון עצמי לסך המאזן מחושב עפ"י הדו"ח הכספי המדווח ע"י החברה כאשר החישוב כולל את החברות הכלולות על פי חישוב של איחוד יחסי.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הרחבה משמעותית של תיק הנכסים המניבים באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים הפרמננטי FFO, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- חיזוק משמעותי של ההון העצמי
- שיפור בגמישות הפיננסית לרבות אחזקה בנכסים שאינם משועבדים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על יחס הון עצמי לסך מאזן של 15%-20% וכן שהחברה תדווח על יחס של 16% - 15% הון עצמי לסך המאזן מעבר ל- 4 רבעונים רצופים⁴. לצורך חישוב ההון העצמי יילקחו הלוואות בעלי שליטה אשר מועד פירעונן ידחה מפני תשלום אג"ח הקרן ויהיו נחותות כלפי האג"ח בפירוק. לצורך חישוב ה-CAP ילקחו בחשבון כל ההתחייבויות הפיננסיות לרבות התחייבויות מסוג Non Recourse כולל חלקה של החברה בחוב של חברות כלולות.
- שינויים מהותיים בבעלי מניות החברה ובמבנה השליטה בחברה ובפרט יציאתו של מר יגאל אהובי מהבעלות החברה או מהמעורבות בפעילותה
- שינוי במתווה האסטרטגי אשר הוצג למידרוג ואשר כולל השקעה במדיניות מפותחות בנדל"ן מניב
- הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים ו/או בהון העצמי
- פגיעה חמורה בנזילות החברה ובנגישותה למקורות מימון
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת התזרימית
- אי יישום מדיניות גידור סיכונים

⁴ הון עצמי לסך המאזן מחושב עפ"י הדו"ח הכספי המדווח ע"י החברה כאשר החישוב כולל את החברות הכלולות על פי חישוב של איחוד יחסי.

ניתוח פיננסי

כללי

החברה מדווחת לפי תקני החשבונאות הישראליים. החל מיום 1.1.2007 מיישמת החברה את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה לפי מודל השווי ההוגן.

תוצאות הפעילות – דוח רווח והפסד

עקב מכירת נכסים בארה"ב חלה ירידה בהכנסות במחצית הראשונה של 2007, אך קיימת עלייה ברווחיות בשנת 2006

הכנסות החברה מהשכרת נכסים למחצית הראשונה של 2007 הסתכמו בכ-19 מיליון ₪ לעומת כ-20 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, הירידה בהכנסות נובעת ממכירת פורטפוליו הנכסים של החברה בארה"ב בתמורה לסכום של כ-66 מיליון ₪. כתוצאה ממכירת הנכסים רשמה החברה רווח הון בשנת 2006 בסכום של כ-13.7 מיליון ₪ הנרשם בסעיף הכנסות אחרות. לאור זאת, הרווח הנקי בשנת 2006 היה גבוה במיוחד והסתכם בכ-12 מיליון ₪ לעומת כ-6 מיליון ₪ בשנת 2005. הוצאות המימון של החברה למחצית הראשונה של 2007 הסתכמו בכ-7 מיליון ₪ לעומת סך של כ-8.3 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הוצאות המימון כוללות בעיקר הוצאות ריבית בגין הלוואות מט"ח בחו"ל ובגין הלוואות מט"ח בארץ. הירידה בהוצאות המימון נבעה בעיקרה מפירעון הלוואות בגין הנכסים המניבים שנמכרו בארה"ב. הוצאות ההנהלה וכלליות כוללות בעיקר הוצאות שכר, ובמחצית זו חלה עלייה מתונה בהוצאות אלו בגין מענק לגבי סגל סגל, תשלומים לשני דירקטורים שהתווספו לדירקטוריון ובגין הוצאות משפטיות גבוהות עקב העסקאות שבוצעו.

רובד (מאוחד): דו"ח רווח והפסד (באלפי ש"ח)

FY 2004	FY 2005	FY2006	H2 2006	H2 2007	
					הכנסות
22,504	39,465	39,204	20,242	18,745	השכרת נכסים ושונות
6,167	-	-	-	-	ממכירת מקרקעין ובניינים
					הוצאות
9,163	14,627	15,612	8,019	5,178	עלות אחזקת הנכסים
6,084	-	-	-	-	עלות מקרקעין ובניינים שנמכרו
13,424	24,838	23,592	12,223	13,567	רווח גולמי
3,600	3,161	3,108	1,501	1,937	הוצאות הנהלה וכלליות
9,824	21,677	20,484	10,722	11,630	רווח הפעלה
6,212	15,411	15,620	8,306	7,232	הוצאות מימון נטו
3,612	6,266	4,864	2,416	4,398	רווח הפעלה לאחר הוצאות מימון נטו
2,489	32	13,712	13,719	47	הכנסות אחרות
6,101	6,298	18,576	16,135	4,445	רווח לפני מיסים על ההכנסה
-	19	-6,719	-6,719	-	מיסים על ההכנסה
6,101	6,317	11,857	9,416	4,445	רווח לאחר מיסים על ההכנסה
52	206	43	43	0	חלק החברה בתוצאות של חברה כלולה נטו
-	-34	-17	34	-36	חלק המיעוט בתוצאות של חברה מאוחדת נטו
-	-	-	-	-	הפסד מפעילות מופסקת
6,153	6,489	11,883	9,493	4,409	רווח נקי

מקורות ושימושים - תזרים מזומנים

תזרים חיובי מפעילות

לחברה תזרים חיובי מפעילות שוטפת בשנים 2004-2007 כתוצאה מפעילותה העסקית. בשנת 2004 לחברה היה תזרים מפעילות שוטפת גבוה יחסית כתוצאה ממכירת חלק מהקרע ברעננה וקרע באשדוד. בשנת 2006 חלה ירידה בתזרים מפעילות שוטפת עקב מימוש הנכסים בארה"ב.

במחצית הראשונה של שנת 2007 נטלה החברה הלוואה לז"ק מתאגיד בנקאי ובנוסף השקיעה ברכוש קבוע ובנדל"ן להשקעה. בשנת 2006 החברה מימשה השקעות בסכום של כ-66 מיליון ₪ וכתוצאה מכך פרעה הלוואות לז"א ואשראי לזמן קצר בסכום של כ-67 מיליון ₪.

רִבֵּד (מאוחד): דוח מקורות ושימושים באלפי ₪

FY 2004	FY 2005	FY2006	H2 2007	
20,756	9,375	3,017	1,575	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
37	84	65,599	244	תמורה ממימוש השקעות
117,082	46,781	-	-	קבלת הלוואות נטו
10,421	-	-	-	החזר השקעה מחברות אחרות
-	17,963	-	-	מימוש (השקעה) בפיקדונות ובטוחות סחירות נטו
-	163	-	-	השקעה בחברות כלולות ומוחזקות
14,042	-	-	16,415	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
-	3,481	4,262	-	ירידה במזומנים ושווי מזומנים
48	284	-	407	אחר
162,386	78,131	72,878	18,641	סך מקורות
146,922	64,684	5,331	9,064	השקעה ברכוש קבוע ובנדל"ן להשקעה
3,094	-	-	7	השקעה בחברות כלולות ומוחזקות
-	-	41,546	1,463	פירעון הלוואות
-	13,447	25,681	-	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
5,130	-	-	-	מימוש (השקעה) בפיקדונות ובטוחות סחירות נטו
7,240	-	-	8,107	עלייה במזומנים ושווי מזומנים
-	-	320	-	אחר
162,386	78,131	72,878	18,641	סך שימושים

מצב פיננסי – מאזן

עלייה בסעיף נדל"ן להשקעה ובהון העצמי כתוצאה מיישום תקן 16

נכסי החברה כוללים בעיקר נדל"ן להשקעה המשקף את השווי ההוגן של הנכסים המניבים ועומד על סך של כ-456 מיליון ₪ נכון ל-30.06.2007. סעיף הנדל"ן להשקעה עלה בכ-125 מיליון ש"ח במחצית הראשונה של 2007 כתוצאה מיישום תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה ועלה בכ-25 מיליון ₪ עקב תיסוף בשער הדולר הקנדי. ההון העצמי של החברה אף הוא עלה בעקבות יישום תקן 16 מסך של כ-112 מיליון ₪ נכון ל-31.12.2006 לכ-206 מיליון ₪ נכון ל-30.06.2007. השפעה נוספת של יישום תקן 16 הינה יצירת סעיף מאזני של מסים נדחים בזכות בסך של כ-29 מיליון ₪.

רובד (מאוחד): תמצית מאזן באלפי ש"ח

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.06.2007	
				נכסים
				רכוש שוטף
14,219	10,738	6,476	14,583	מזומנים ושווי מזומנים
17,729	62	77	59	בטוחות סחירות
23,825	23,825	23,825	23,825	מלאי מקרקעין וזכויות מקרקעין
				השקעות הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך
				מקרקעין וזכויות מקרקעין
-	-	-	3,747	תשלומים בגין נדלן להשקעה
299,758	377,014	305,902	456,952	נדל"ן להשקעה נטו
6,321	5,967	5,632	5,225	רכוש קבוע (מופחת)
359,398	425,661	349,149	511,818	סך נכסים
				התחייבויות
				התחייבויות שוטפות
84,838	80,212	48,094	69,642	אשראי מתאגידים בנקאיים
125	67	114	114	ספקים וקבלני משנה
7,484	7,153	7,918	9,144	זכאים ויתרות זכות
				התחייבויות לזמן ארוך
171,060	236,520	179,932	192,505	הלוואות לזמן ארוך
		-	29,313	התחייבויות בשל מסים נדחים
		-	4,728	התחייבויות אחרות
-	34	51	365	זכויות מיעוט
94,925	100,868	112,283	205,850	הון עצמי
359,398	425,661	349,149	511,818	סך התחייבויות

גיוס האג"ח המתכונן מגדיל את רמת החוב

נכון ל-30.06.2007 לחברה חוב פיננסי בסכום של כ-267 מיליון ₪ המורכב ברובו מהלוואות מבנקים לז"א (כ-72%) ומאשראי לז"ק (כ-26%). במחצית זו חלה עלייה בחוב הפיננסי בסך של כ-38 מיליון ₪ לעומת שנת 2006, הנובעת ברובה מהפרשי שער של הדולר הקנדי לעומת השקל, ומנטילת הלוואה לז"ק בסך של כ-12 מיליון ₪ למימון רכישת הנכס אפיגי בקנדה.

נכון ל-30.06.2007 יחסי האיתנות של החברה הינם טובים יחסית כך שיחס ההון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן עומד על כ-40% ויחס החוב ל-CAP על כ-53%. בהתחשב בעסקאות שבוצעו לאחר תאריך המאזן, רכישת הנכסים – אפיגי, אוניברסיטת ברלין וסוויסקום, סך החוב גדל לכ-817 מיליון ₪ ויחסי האיתנות מורעים כך שיחס ההון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן עומד על כ-22% ויחס החוב ל-CAP עומד על כ-77%. גיוס אג"ח בסכום של כ-500 מיליון ₪ מעלה את החוב הפיננסי לכ-1,317 מיליון ₪ ומוריד את יחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן לכ-15% ומעלה את יחס החוב ל-CAP לכ-84%.

רביד (מאוחד): איתנות פיננסית באלפי ₪

31.12.2005	31.12.2006	30.06.2007	פרופורמה לפני גיוס ולאחר רכישת נכסים	פרופורמה אחרי גיוס	
316,732	228,026	266,875	816,879	1,316,879	חוב פיננסי
10,800	6,553	14,642	3,468	3,468	יתרות נזילות (מזומנים ופיקדונות לזמן קצר)
305,932	221,473	252,233	813,411	1,313,411	חוב פיננסי נטו
417,634	340,360	502,403	1,065,629	1,565,629	Cap
406,834	333,807	487,761	1,062,161	1,562,161	קאפ נטו
100,902	112,334	206,215	248,593	248,593	הון עצמי וזכויות מיעוט
425,661	349,149	511,818	1,131,481	1,631,481	סך מאזן
11,488	2,294	3,652			FFO (לפי שיטת תזרים שוטף לפני שינויים בהון חוזר)
27,867	26,563	11,870			EBITDA
24%	32%	40%	22%	15%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
76%	67%	53%	77%	84%	חוב ל-CAP
73%	65%	50%	77%	84%	חוב נטו ל-CAP נטו
3.14	2.03	1.29	3.29	5.30	חוב להון עצמי

יחסי הכיסוי הושפעו ממכירת הנכסים בארה"ב

לחברה יחסי כיסוי גבוהים יחסית לחברות נדל"ן הפועלת בתחום הנדל"ן המניב. נכון ל-30.06.2007 יחס החוב ל-FFO (תזרים פרמננטי) עומד על כ-36 שנים לעומת כ-99 שנים בשנת 2006. יחס זה היה גבוה במיוחד בשנת 2006, עקב מכירת הנכסים בארה"ב והניטרול שלהם מהתזרים הפרמננטי. יחס החוב ל-EBITDA הינו קטן יותר ועומד על כ-11 שנים נכון למחצית הראשונה של 2007 ועל כ-8.5 שנים נכון לשנת 2006.

יחסי כיסוי

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.06.2007*	
23.74	27.57	99.40	35.89	חוב פיננסי / FFO
18.08	11.37	8.58	11.04	חוב פיננסי / EBITDA
20.77	26.63	96.54	33.89	חוב פיננסי נטו / FFO
15.82	10.98	8.34	10.43	חוב פיננסי נטו / EBITDA

* יחס הכיסוי האפקטיבי לשנת 2007 עומד על כ-26.

נזילות נמוכה; מרבית נכסי החברה משועבדים ואין לה עודפי מזומנים

נכון למועד כתיבת הדו"ח, מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת הלוואות בנקאיות (למעט מספר קרקעות בישראל בסכומים לא מהותיים) ואין לחברה יתרות נזילות בסכום משמעותי. אולם, על פי הערכת החברה, יש באפשרותה להגדיל את מסגרות האשראי שלה מבנקים בישראל על מנת להשתמש בהם לצורכי נזילות ובכך לשפר את גמישותה הפיננסית. בנוסף, חוזי השכירות והמקרקעין בבניין פלטינום ובבניין אגיש רביד משועבדים לטובת הלוואה בנקאית לבנק בישראל. נתונים אלו משפיעים לרעה על נזילות החברה וכן על גמישותה הפיננסית.

נספח – סקירת שווקי הפעילות המרכזיים

פעילות הנדל"ן בקנדה:

נתונים כלליים על קנדה:

תוצר מקומי גולמי GDP ל-2006	\$1,169 מיליארד
אחוז גידול ריאלי ב-GDP ל-2006	2.8%
ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים אחרונות	3.0%
אינפלציה ל-2006	2.1%
GDP לנפש לפי נתוני 2005	\$34,993 לפי שערי חליפין \$32,886 במונחי כוח קניה
אוכלוסיה	32.6 מיליון תושבים
% אבטלה	6.4%
דירוג המדינה לפי Moody's	Aaa

מקור: Moody's

רקע לכלכלת קנדה בשנים האחרונות:

קנדה נחשבת למדינה בעלת יציבות כלכלית והיא הינה מדינה מערבית מפותחת הנמנית עם המדינות החברות ב-G-7. קנדה מאופיינת ברמת אינפלציה נמוכה (העומדת על כ-2.2% בממוצע בארבע השנים האחרונות), בתשתית עסקית מפותחת ושיעור ריבית נמוך. כלכלת קנדה נמצאת במגמת עלייה בשנים האחרונות הנובעת מעלייה בביקוש פנימי כתוצאה מעלייה בשכר ובמספר העובדים המועסקים, מהביקוש הגואה לנפט (קנדה הינה הספק החמישי בעולם לנפט) ומהתפתחות עסקית ענפה. התמ"ג הריאלי בקנדה צמח ב-2.9% ב-2004, בכ-2.9% ב-2005 וצפוי לצמוח בכ-3.2% ב-2006 וב-3.3% ב-2007. כיום נהנית קנדה משיעור אבטלה נמוך של 6.3% בלבד.

נספח – נתונים כספיים ל-30.09.2007

רבד (מאוחד): דו"ח רווח והפסד (באלפי ש"ח)

FY2006	Q1-3 2007	
		הכנסות
39,204	29,839	השכרת נכסים ושונות
-	-	ממכירת מקרקעין ובניינים
		הוצאות
15,612	8,092	עלות אחזקת הנכסים
-	-	עלות מקרקעין ובניינים שנמכרו
23,592	21,747	רווח גולמי
3,108	3,126	הוצאות הנהלה וכלליות
	-3,430	התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
20,484	22,051	רווח הפעלה
15,620	11,445	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
4,864	10,606	רווח הפעלה לאחר הוצאות מימון נטו
13,712	47	הכנסות אחרות
18,576	10,653	רווח לפני מיסים על ההכנסה
-6,719	-858	מיסים על ההכנסה
11,857	9,795	רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה
43	46,016	חלק החברה בתוצאות של חברה כלולה נטו
-17	-68	חלק המיעוט בתוצאות של חברה מאוחדת נטו
-	-	הפסד מפעילות מופסקת
11,883	55,743	רווח נקי (הפסד)

רִבֵּד (מֵאוּחָד) : תִּמְצִית מֵאֶזֶן בִּאלֶפֶי נ

30.06.2007	30.09.2007	נתוני 30.09.2007 עם איחוד יחסי של הנכס בברלין	
			נכסים
			רכוש שוטף
14,583	28,721	32,721	מזומנים ושווי מזומנים
3,250	3,648	17,648	חייבים ויתרות חובה
23,825	23,825	23,825	מקרקעין וזכויות מקרקעין
			השקעות הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך
	76,364	-	השקעה בחברה כלולה
	-	357,000	נכס בברלין
456,952	724,285	724,285	נדל"ן להשקעה נטו
5,225	5,140	5,140	רכוש קבוע (מופחת)
511,818	866,788	1,165,424	סך נכסים
			התחייבויות
			התחייבויות שוטפות
69,642	192,148	192,148	אשראי מתאגידים בנקאיים
9,144	33,303	53,303	זכאים ויתרות זכות
			התחייבויות לזמן ארוך
192,505	345,729	563,365	הלוואות לזמן ארוך
29,313	35,654	45,654	התחייבויות בשל מסים נדחים
205,850	253,840	304,840	הון עצמי
511,818	866,788	1,165,424	סך התחייבויות

רִבֵּד (מֵאוּחָד) : דוּחַ מִקּוּרוֹת וְשִׁימוּשִׁים בִּאלֶפֶי נ

FY 2004	FY 2005	FY2006	Q1-3 2007	
20,756	9,375	3,017	7,462	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
37	84	65,599	244	תמורה ממימוש השקעות
117,082	46,781	-	227,680	קבלת הלוואות נטו
10,421	-	-	-	החזר השקעה מחברות אחרות
-	17,963	-	39	מימוש (השקעה) בפקדונות ובטוחות סחירות נטו
-	163	-	-	השקעה בחברות כלולות ומוחזקות
14,042	-	-	65,412	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
	3,481	4,262	-	ירידה במזומנים ושווי מזומנים
48	284	-	388	אחר
162,386	78,131	72,878	301,225	סך מקורות
146,922	64,684	5,331	254,082	השקעה ברכוש קבוע ובנדל"ן להשקעה
3,094	-	-	24,898	השקעה בחברות כלולות ומוחזקות
-	-	41,546	-	פרעון הלוואות
-	13,447	25,681	-	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
5,130	-	-	-	מימוש (השקעה) בפקדונות ובטוחות סחירות נטו
7,240	-	-	22,245	עלייה במזומנים ושווי מזומנים
-	-	320	-	אחר
162,386	78,131	72,878	301,225	סך שימושים

רֶבֶד (מֵאוּחָד): יֶחֱסֵי אֵיִתְנוּת

30.06.2007	30.09.2007	פרופורמה של נתוני איחוד יחסי של הנכס בברלין עם 30.09.2007	פרופורמה אחרי גיוס	
266,875	543,078	760,714	1,260,714	חוב פיננסי
14,642	28,759	32,759	32,759	יתרות נזילות (מזומנים ופיקדונות לזמן קצר)
252,233	514,319	727,955	1,227,955	חוב פיננסי נטו
502,403	832,969	1,111,605	1,611,605	Cap
487,761	804,210	1,078,846	1,578,846	קאפ נטו
206,215	254,237	305,237	305,237	הון עצמי וזכויות מיעוט
511,818	866,788	1,165,424	1,665,424	סך מאזן
3,652	6,397	-	-	FFO (לפי שיטת תזרים שוטף לפני שינויים בהון חוזר)
11,870	22,415	-	-	EBITDA
40%	29%	26%	18%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
53%	65%	68%	78%	חוב ל-CAP
50%	62%	65%	78%	חוב נטו ל-CAP נטו

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמש במשתנים המספריים 1, 2 ו- 3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דו"ח מספר : CRE010807100M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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. 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