

11/9/2006

הודעה לעיתונות

אלקטרה נדל"ן בע"מ

מעלות, שותפה אסטרטגית של Standard & Poor's, מודיעה בזאת על דירוג ראשוני (A+) לסדרת אג"ח ב' שתונפק על ידי אלקטרה נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה") בהיקף של עד 200 מיליון ש"ח.

הדירוג תקף לאג"ח החברה שבמחזור.

יש לציין, כי דירוג אגרות החוב של החברה מתבסס, בין היתר, על התחייבות החברה לשמירה על אמות מידה פיננסיות (כמתואר בשיקולים העיקריים הרצ"ב).

רצ"ב תמצית השיקולים העיקריים לדירוג.

"האם אתה משקיע בקרנות נאמנות? מעוניין בדירוגי קרנות? מידע עדכני ניתן למצוא באתר מעלות דירוג קרנות נאמנות www.maalot-funds.co.il"

רישום למועדון המינויים אפשרי באתר מעלות www.maalot.co.il

10.9.2006

לכבוד
שלמה שרף
אלקטרה נדל"ן בע"מ

שלום רב,

הנדון : דירוג לסדרת אג"ח ב'

הריני להודיעך כי ועדת הדירוג של דירקטוריון מעלות קבעה, ביום 7.9.06, דירוג ראשוני (A+) לסדרת אג"ח ב' שתונפק ע"י אלקטרה נדל"ן בע"מ (להלן "החברה") בסך של עד 200 מיליון ש"ח ע"נ ועל פי מבנה ההנפקה שמסרתם למעלות.

הדירוג תקף גם לאגרות החוב שבמחזור.

יצוין, כי דירוג אגרות החוב של החברה מסתמך, בין היתר, על אמות מידה פיננסיות שנטלה עליה החברה והמפורטים בדוח המצ"ב.

בברכה,
גדי בארי, סמנכ"ל ומ"מ מנכ"ל

העתק :
מר עמוס ספיר, יו"ר.
גב' דורית סלינגר, מנכ"ל.

שיקולים עיקריים לדירוג

אלקטרה נדל"ן בע"מ

ספטמבר 2006

עופר עמיר
עמירם דהן

דירוג:

דירוג	סדרה
A+	א'
A+	ב'

דירוגי מעלות מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר מעלות מאמינה כי הנם מהימנים. מעלות אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג מעלות אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח מעלות או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו למעלות כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות למעלות. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת מעלות, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.

1. אגרות חוב

1.1. אג"ח במחזור

מועד פירעון יתרת קרן	שיעור הריבית	בסיס הצמדה	ערך במאזן ליום 31.12.05	תאריך הנפקה	שם הסדרה	דירוג הסדרה
2008-2013	5.5%	מדד המחירים	361,671 א' ש"ח	8/2005	א'	A+

1.2. הנפקת אג"ח

בכוונת אלקטרה נדל"ן בע"מ (להלן: "אלקטרה נדל"ן" או "החברה") להנפיק בהנפקה פרטית אגרות חוב בסך של עד 200 מיליון ש"ח. ההנפקה תבצע ע"י הנפקת סדרה חדשה (סדרה ב'). תנאי האג"ח הינם תשלום ריבית בלבד ב-3 שנים הקרובות, ולאחריהן פירעון קרן במשך 10 שנים (מח"מ של כ-6.2 שנים).

דירוג החברה מתבסס בין היתר על ההנחה כי אלקטרה נדל"ן תישאר בעתיד תחת שליטה ואחזקה מהותית של חברת אלקו החזקות בע"מ (להלן "קבוצת אלקו") וכן על מדיניות החברה לשמירה על אמות מידה פיננסיות, כדלהלן:

1. יחס חוב פיננסי נטו במאוחד (כולל Non Recourse) לתזרים תפעולי שלא יעלה על 10.5 שנים.
 2. יחס חוב פיננסי Recourse ברוטו לתזרים לשירות חוב שלא יעלה על כ-8 שנים.
 3. שמירה על יחס חוב פיננסי מותאם מנוכה ל-CAP כלכלי מנוכה בשיעור של עד 80%, החל מהדוחות הכספיים של מרץ 2007 (זאת במידה ואכן תאמץ החברה את כללי ה-IFRS).
 4. החברה תשמור על נכסים לא משועבדים בהיקף של 50% מסך החוב הפיננסי מסוג Recourse.
- ראה הגדרות לאמות המידה הנ"ל, בפרק 5 להלן (נספח לדוח).

2. היסטורית דירוגים

מועד	דירוג	הערות
7/2005	A+	דירוג ראשון לחברה.
6/2006	A+	אישור הדירוג כולל הרחבת אג"ח ב-150 מיליון ש"ח

3. עסקאות מדוח דירוג אחרון (יוני 2006)

- ביולי 2006, השלימה חברה כלולה זרה עסקה למכירת מניות חברה המחזיקה 40% בזכויות ב-7 נכסים מניבים במערב גרמניה, המושכרים לחברת Deutsche Telekom. מכירת הזכויות בנכסים משקפת שווי כולל לנכסים (100%) של כ-334 מיליון יורו (העלות של הנכסים הסתכמה לשווי כולל של כ-282 מיליון יורו). חלקה של החברה בתמורה הסתכם בכ-133.6 מיליון יורו. הרווח שנבע לחברה בגין המכירה הסתכם בכ-103 מיליון ש"ח.
- ביולי 2006 דיווחה החברה כי חברה בת בבעלות מלאה רכשה 47% מזכויות בנכס מניב בעיר Louisville בארה"ב. מחיר רכישת הנכס (100%) הינו כ-42.85 מיליון \$ (כ-188.5 מיליון ש"ח), מזה כ-88.3 מיליון ש"ח חלקה של אלקטרה נדל"ן. הנכס הינו מגדל משרדים בן 23 קומות הנמצא במרכז העסקים של העיר. השטח הכולל נטו להשכרה הינו כ-26,750 מ"ר וכ-465 חניות מקורות. הנכס מושכר לשוכרים שונים לתקופות שונות.

הדייר העיקרי (כ- 62%) הנה חברת האנרגיה E.ON.US בחוזה המסתיים ב- 7/2015. שיעור התפוסה הנוכחי של הבניין הינו כ- 79%. דמי שכירות נטו (100%) הינם כ- 3.3 מיליון \$ (כ- 14.5 מיליון ש"ח, מזה סך של כ- 6.8 מיליון ש"ח חלקה של החברה. לצורך ביצוע העסקה הועמד מימון ע"י מוסד פיננסי בארה"ב בסך של כ- 32.0 מיליון \$ (כ- 140.8 מיליון ש"ח), בריבית קבועה של 6.14% ל- 10 שנים. ההלוואה מובטחת בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על הנכסים והתקבולים מהנכסים, ללא זכות חזרה לחברה (Non Recourse).

- בחודש יולי 2006, חברה בת בבעלות מלאה של החברה, רכשה 65% מזכויות בנכס מניב בעיר ציריך בשוויץ. מחיר רכישת הנכס (100%) הינו כ- 109 מיליון פר"ש (כ- 392.4 מיליון ש"ח), ובנוסף הוצאות נילוות של כ- 4.8 מיליון פר"ש (כ- 17.3 מיליון ש"ח). הנכס הינו בניין המשמש כמרכז התקשורת של חברת Swisscom בציריך. שטחו הכולל של הנכס הינו כ- 30,800 מ"ר והוא מושכר במלואו עד ל- 3/2026 עם אופציה להארכה ב- 15 שנים נוספות לחברת Swisscom, שהינה חברת התקשורת הלאומית של שוויץ. דמ"ש שנתיים ברוטו (100%) מסתכמים בכ- 6.0 מיליון פר"ש (כ- 21.6 מיליון ש"ח) ונטו בכ- 5.75 מיליון פר"ש (כ- 20.7 מיליון ש"ח). דמי השכירות צמודים ב- 80% למדד המחירים לצרכן השוויצרי, מידי תחילת שנה. מימון העסקה בוצע ע"י מוסד פיננסי בחו"ל אשר העמיד הלוואה לתקופה של 7 שנים בסך של 98.1 מיליון פר"ש, (לרכישת 100% בנכס), כ- 353.2 מיליון ש"ח, בריבית משתנה (כיום כ- 2.5%, עם הגנה לריבית מקסימלית (CAP) שלא תעלה על 4.35%. ההלוואה מובטחת בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על הנכסים והתקבולים מהנכסים, ללא זכות חזרה לחברה (Non Recourse).
- בחודש אוגוסט 2006, רכשה חברה בת בבעלות מלאה, 50% מזכויות בפורטפוליו המורכב משישה נכסים מניבים במערב גרמניה. מחיר רכישת הנכסים, לפי 100%, הסתכם בכ- 52.2 מיליון יורו (כ- 294.9 מיליון ש"ח) ובנוסף הוצאות נלוות של כ- 4.5 מיליון יורו (כ- 25.4 מיליון ש"ח).

תיק הנכסים כולל 3 בנייני משרדים בשטח כולל של כ- 16,000 מ"ר ובנוסף מבנה חניה סמוך ל- 125 מקומות חניה מקורים בפרנקפורט. 2 בנייני משרדים סמוכים בשטח כולל של כ- 4,650 מ"ר בדיסלדורף. מרכז מסחרי בשטח כולל של כ- 6,500 מ"ר ובנוסף 150 מקומות חניה בבאד המבורג.

הנכסים מושכרים לדיירים שונים ולתקופות שונות. הדיירים העיקריים בתיק הנכסים הינם – ממשלת גרמניה, הנהלת רשת בתי המלון Steigebberger, בנק UBS, הבנק הטורקי Oyak Ankar Bank והרשת הקמעונאית TOOM. תפוסת הנכסים הינה 100%.

דמ"ש שנתיים נטו מסך הנכסים הנ"ל (100%) מסתכמים בכ- 3.9 מיליון יורו (כ- 22.0 מיליון ש"ח), המהווה תשואה של כ- 7.5% על מחיר הרכישה וצמודים למדד המחירים לצרכן הגרמני. כל הוצאות הניהול והתחזוקה השוטפת משולמות ע"י השוכרים.

מימון העסקה בוצע ע"י מוסד פיננסי בחו"ל אשר העמיד הלוואה לתקופה של 7 שנים בסך 46.65 מיליון יורו (כ- 241 מיליון ש"ח) המהווה כ- 82% ממחיר רכישת הנכסים, בריבית קבועה של 5.16%. ההלוואה מובטחת בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על הנכסים והתקבולים מהנכסים, ללא זכות חזרה לחברה (Non Recourse).

4. שיקולים עיקריים לדירוג

4.1. כללי

אלקטרה נדל"ן בע"מ הנה חברה בת של חברת אלקטרה בע"מ (להלן: "אלקטרה"), המדורגת בדירוג (AA-) על ידי מעלות. אלקטרה הינה חברה בת של אלקו החזקות בע"מ, המדורגת בדירוג (AA-) על ידי מעלות. החברה פועלת החל משנת 1997.

החברה, חברות-הבת והחברות המוחזקות שלה (להלן: "הקבוצה") פועלות הן בישראל והן בחו"ל בתחום הנדל"ן. פעילותה העסקית של הקבוצה מתמקדת בהשקעות בתחומי הנדל"ן המסחרי המניב בישראל ובחו"ל (בעיקר באמצעות רכישת נכסים ולעיתים בייזום). נכסי החברה בארץ ובחו"ל מוחזקים ברובם באמצעות תאגידים המוחזקים על ידי החברה.

פעילות החברה מתמקדת כיום בעיקר בישראל (המדורגת בדירוג A- על ידי S&P), בריטניה, קנדה, ארה"ב, גרמניה ושוויץ (המדורגות בדירוג AAA ע"י S&P). החברה מחזיקה כיום ב- 62 נכסים מניבים, ב- 14 פרויקטים בהקמה וב- 10% מ- 16 בתי מלון בבריטניה. השטח הכולל של הנכסים המניבים (כולל חלק החברה בחברות כלולות) הינו כ- 600,000 מ"ר בשיעור תפוסה ממוצע של כ- 93%.

4.2. סיכון עסקי

להערכת מעלות, המיצוב העסקי של חברת אלקטרה נדל"ן הינו גבוה למול הממוצע. נקודות עיקריות, אשר להערכת מעלות משפיעות לחיוב על המיצוב העסקי של החברה: איכות הניהול הגבוהה של ההנהלה הבכירה ובפרט תרומתו המהותית של מנכ"ל החברה, מר שלמה שרף, הבאה לידי ביטוי בתוצאותיה העסקיות ומיצובה הגבוהה של החברה; השתייכות החברה לאלקו החזקות בע"מ; פיזור פעילויות בארץ ובחו"ל, בעיקר בשווקים מערביים בעלי דירוג בינלאומי גבוה; מיקום ומיצוב מרבית נכסי החברה הינם טובים מהממוצע; שיעורי תפוסה גבוהים לאורך השנים; חוזים ארוכי טווח עם שוכרים מהותיים במרבית הנכסים; הסתמכות החברה על שותפים מקומיים בניהול השוטף של נכסיה בחו"ל ובמציאת נכסים להשקעה, אשר להערכת מעלות, תורמת להקטנת הסיכון העסקי הכרוך בפעילות החברה בשווקים הזרים.

מנגד, קיימים מספר גורמים המשפיעים לשלילה על מיצובה העסקי של החברה וביניהם: פרויקטים בשלבי יזום שונים אשר מעלות מעריכה כבעלי סיכון גבוה אל מול הפעילות המניבה; חשיפה גבוהה יחסית ללקוחות מתחומי היי-טק ותקשורת, אם כי חלקם בעלי איתנות פיננסית ורמת נזילות סבירים; כניסה לפרויקטים בעלי מאפייני סיכון גבוהים יחסית (דוגמת עסקת הילטון ועסקת הורנבר) למול הפעילות המניבה וכוונת החברה להיכנס לתחום הייזום למגורים בהודו. כמו כן, להערכת מעלות, עלית מחירי הנכסים והצמצום במרווחים שחלו בין התשואות שמושגות על עסקות חדשות בתחום הנדל"ן (Cap Rates) לבין שיעורי המימון, עשויים להביא לגידול מסוים ברמת הסיכון של עסקאות חדשות אותן שמבצעת החברה במרבית שוקי פעילותה. מאידך, משפיעה עלית המחירים לחיוב על שווי הנכסים שבבעלות החברה.

נכסי החברה נמצאים בגידול מתמיד כאשר החל משנת 1998 ועד יוני 2006 גדלו נכסי החברה מסך של כ- 347 מיליון ש"ח, לסך של כ- 4.7 מיליארד ש"ח (כולל חלק החברה בחברות כלולות), מזה סך של כ- 2.7 מיליארד ש"ח גידול בשנת 2005. להערכת מעלות, הצמיחה והשיפור בפעילות העסקית של החברה לוו בהרעה מסויימת של היחסים הפיננסיים הנבחנו על ידי מעלות. עם זאת, להערכת מעלות, ההרעה ביחסים הפיננסיים נובעת, בין היתר, מסביבה ענפית הכוללת עלייה במחירי הנכסים למול ירידה בריבית. בנוסף, להערכת החברה, גלומים בנכסי החברה עודפי שווי מהותיים ומימוש חלקם ו/או הצגתם בשווי הוגן, עשויים לתרום לשיפור מהותי ביחסי המינוף של החברה.

בחודש אוגוסט 2006, הודיעה החברה על ביטול הסכם הניהול לפיו העניקה אלקטרה בע"מ שרותי ניהול לחברה. הסכם הניהול יגיע לסימו ביום 7/11/2006. חלף הסכם הניהול, תעסיק החברה באופן עצמאי את מערך האדמיניסטרציה של באופן ישיר. להערכת הנהלת החברה, אין הדבר אמור להביא לשינוי מהותי בתוצאות החברה בכלל ובהוצאות הנהלה וכלליות בפרט.

החברה בוחנת אפשרויות כניסה לפעילות יזמית בהודו. לדברי החברה הפעילות תבוצע בשיתוף פעולה עם עוד שני שותפים, אחד מהם מקומי. להערכת החברה החשיפה שתיווצר בגין פעילות זו הינה נמוכה ביחס לשאר פעילויות החברה וצפויה להניב רווחים גבוהים. להערכת מעלות, למרות העובדה כי פעילות מסוג זה בהודו, טומנת בחובה רמת סיכון גבוהה יחסית, אין בהיקפי הפעילות המתוכננים, כיום, בכדי להשפיע בצורה מהותית על תוצאותיה הכספיות של החברה.

4.3 סיכון פיננסי

מעלות מעריכה את רמת הסיכון הפיננסי בפעילות אלקטרה נדל"ן כנמוכה מהממוצע, בעיקר בהתבסס על רמת הנזילות, יציבות ברמת הרווחיות של החברה ופעילות בשווקים בעלי דירוג גבוה (כ- 85% מהכנסות החברה הינן ממדינות בעלות דירוג AAA).

מעלות מעריכה את רווחיות אלקטרה נדל"ן כגבוהה מהממוצע, כפי שבאה לידי ביטוי בשיעור הרווחיות של החברה ביניהם, שיעור הרווח התפעולי, שיעור הרווח הנקי של החברה ושיעור ה- Ebitda להכנסות ול- CAP של החברה.

להערכת מעלות, שיעורי המינוף של החברה משקפים רמת איתנות פיננסית פחות טובה מהממוצע: יחס החוב פיננסי ל- CAP ל- 6/2006 על פי הערכים בספרים, כולל חלק החברה בחוב חברות כלולות, עמד על כ- 85%. עם זאת, במסגרת הבחינה ערכה מעלות פרפורמה תוך התחשבות בהיקף וייעוד ההנפקה הצפויה (כולל מינוף נוסף בחו"ל של כספי ההנפקה), תוך התחשבות בערכים כלכליים לגבי שווי נכסים שסופקו על ידי החברה (לאחר מקדמי סיכון שהפעילה מעלות) ותוך התחשבות בחלק החברה בחוב חוץ מאזני בגין חברות כלולות (על פי נתונים שסיפקה החברה למעלות, היקף החוב החוץ מאזני עומד על כ- 1.55 מיליארד ש"ח). עפ"י פרפורמה זו עומד יחס החוב הפיננסי ל- CAP של החברה על כ- 79.2% ויחס החוב המנוכה ל- CAP המנוכה על כ- 78.2% אשר להערכת מעלות, מבטאים איתנות פיננסית ממוצעת.

יצוין, כי החברה התחייבה במסגרת הדירוג הראשוני לשמירה על אמות מידה פיננסיות. שאחת מהן היתה כי יחס החוב הפיננסי ל- CAP, נטו יעמוד על לא יותר מ- 83%. יחס החוב הפיננסי ל- CAP, ל- 6/2006 עמד על כ- 85%. עם זאת, להערכת מעלות, יחס זה צריך להיות מותאם כיום, מאחר וכאמור, לחברה קיימים עודפי שווי בהיקף נרחב

מאוד וגבוה משמעותית מהעודפים בזמן ההנפקה. להערכת מעלות, בחינת יחס המינוף בהתחשב בעודפי שווי אלו כולל מינוף ההנפקה הצפויה מצביעים על יחס של כ- 79% ב- 6/2006 לעומת יחס של 81.5% במתן הדירוג הראשוני ועל כן יחס זה תואם לרמת הדירוג גם לאחר ההנפקה. בנוסף, כאמור לעיל, החברה התחייבה לעמוד ביחס חוב פיננסי מותאם מנוכה ל- CAP כלכלי מנוכה בשיעור של עד 80%, החל מהדוחות הכספיים של מרץ 2007 (זאת במידה ואכן תאמץ החברה את כללי ה- IFRS). מעלות תמשיך לעקוב אחד התפתחות יחסי המינוף של החברה.

להערכת מעלות, נזילות החברה ונגישותה למקורות מימון הינם טובים מן הממוצע. זאת מכיוון שלחברה נכסים שאינם משועבדים בישראל בהיקף נרחב (שווי נכסים אלו בספרי החברה, עומד על כ- 385.5 מיליון ש"ח ושוויים להערכת החברה גבוה יותר). בנוסף, מעלות מעריכה כי השתייכות החברה לקבוצת אלקו החזקות בע"מ תורמת לנזילות ולנגישות החברה למקורות מימון.

להערכת מעלות, יחס כיסוי החוב המאזני נטו של החברה ל- 6/2006 באמצעות ה- Ebitda (כ- 15 שנים) הינם מעל הממוצע. בנוסף, בחנה מעלות את יחס המנוף נטו, כולל איחוד יחסי של חברות כלולות, ובחישוב זה היחס עומד על 10.8. החברה התחייבה למעלות במסגרת הדירוג הראשוני כי תעמוד ביחס של 10.5 יצוין כי אי העמידה ביחס, נובעת מהעובדה כי שיעורי התשואות על נכסים בחו"ל ירדו מהותית מאז ההנפקה הראשונה.

בחברות שממנות את פעילותן בחו"ל באמצעות התחייבויות ללא זכות חזרה ללווה בוחנת מעלות את יכולת כיסוי החוב ע"י התזרים החופשי כדלקמן: (חוב ה- Recourse של החברה)/NOI מפעילות בישראל + תזרים חופשי לשירות חוב Recourse מפעילות בחו"ל¹). להערכת מעלות, ב- 6/2006 יחס כיסוי החוב Recourse באמצעות התזרימים החופשיים של החברה עומד על כ- 5.9 שנים ועל כ- 7.2 שנים לאחר הגיוס הנוסף. להערכת מעלות, יחס זה הינו טוב למול הממוצע. החברה התחייבה כי תשמור על יחס של 8 ועל כן עומדת אף ביחס טוב מזה.

בבחינת היחס ביו המקורות העצמיים לחוב Recourse, עומדת החברה על שיעור של כ-67%.

¹ תזרים חופשי לשירות חוב Recourse = תזרים NOI בניכוי תשלומי קרן וריבית לבעל החוב הבכיר.

תקציר נתונים פיננסיים

רווחיות

2004	2005	יוני-06	פרפורמה 1	פרפורמה 2	סעיף
191,743	287,529	135,926	487,415	487,415	סך הכנסות משכירות, ניהול ומימוש השקעות ונכסים (כולל אחרות)
36.1%	50.0%		258.6%	0.0%	שיעור שינוי לעומת תקופה קודמת
81,339	131,440	78,468	156,936	156,936	הוצאות
110,404	156,089	57,458	330,479	330,479	רווח תפעולי
57.6%	54.3%	42.3%	67.8%	67.8%	שיעור רווח תפעולי
71,634	82,203	51,662	183,741	194,541	הוצאות מימון נטו
37.4%	28.6%	38.0%	37.7%	39.9%	שיעור הוצאות מימון
38,770	73,886	5,796	146,738	135,938	רווח לפני מס, נטו
20.2%	25.7%	4.3%	30.1%	27.9%	שיעור רווח לפני מס
2,691	15,142	3,301	6,602	6,602	מסים על הכנסה
36,079	58,744	2,495	140,136	129,336	רווח לאחר מיסים על הכנסה
18.8%	20.4%	1.8%	28.8%	26.5%	שיעור רווח לאחר מיסים על הכנסה
4,937	60,584	59,057	164	164	חלק ברווחי חברות כלולות, נטו
(4,147)	(301)	82			חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות, נטו
36,869	119,027	61,634	166,662	166,662	רווח נקי
19.2%	41.4%	45.3%	34.2%	34.2%	שיעור רווח נקי
8.5%	18.4%	7.2%	20.6%	21.4%	תשואה להון עצמי
1.9%	4.8%	1.3%	3.5%	3.1%	תשואה ל- cap
7.1%	7.8%	5.0%	12.8%	12.3%	cap ל- Ebitda
71.2%	68.2%	56.6%	60.7%	60.7%	Ebitda להכנסות

איתנות

2004	2005	יוני-06	פרפורמה 1	פרפורמה 2	פרפורמה 3	פרפורמה 4	סעיף
1,965,518	2,581,436	3,124,377	4,669,490	4,669,490	5,269,490	6,069,490	סך מאזן
361,490	617,264	680,151	680,079	680,079	1,280,079	1,280,079	הון עצמי כולל זכויות המיעוט והתחייבויות בגין דמי ניהול לבעל שליטה
18.4%	23.9%	21.8%	14.6%	14.6%	24.3%	21.1%	שיעור הון עצמי כולל זכויות המיעוט למאזן
1,555,386	1,883,716	2,319,731	3,864,844	4,064,844	4,064,844	4,864,844	חוב פיננסי
79.1%	73.0%	74.2%	82.8%	87.1%	77.1%	80.2%	חוב פיננסי למאזן
306,601	127,108	132,142	132,142	132,142	132,142	132,142	מזה: הלוואות מחברת האם ומבעלי מניות המיעוט בחברות מאוחדות
19.7%	6.7%	5.7%	3.4%	3.3%	3.3%	2.7%	שיעור הלוואות מחברת האם ומבעלי מניות המיעוט מסך החוב הפיננסי
1,517,197	1,704,015	2,146,390	3,591,503	3,791,503	3,791,503	4,591,503	חוב פיננסי מנוכה
77.2%	66.0%	68.7%	76.9%	76.9%	72.0%	75.6%	חוב פיננסי מנוכה למאזן
209,866	156,091	149,959	149,959	149,959	149,959	149,959	חוב פיננסי לזמן קצר
10.7%	6.0%	4.8%	3.2%	3.2%	2.8%	2.5%	חוב פיננסי זמן קצר לסך מאזן
13.5%	8.3%	6.5%	3.9%	3.7%	3.7%	3.1%	שיעור החוב לזמן קצר מסך החוב הפיננסי
1,916,876	2,500,980	2,999,882	4,544,923	4,744,923	5,344,923	6,144,923	cap
81.1%	75.3%	77.3%	85.0%	85.7%	76.1%	79.2%	חוב פיננסי ל- cap
80.8%	73.4%	75.9%	84.1%	84.8%	74.8%	78.2%	חוב פיננסי מנוכה ל- cap מנוכה

פרפורמה 1 - כולל חלק יחסי בחברות כלולות

פרפורמה 2 - כולל חלק יחסי בחברות כלולות והנפקת חוב חדש

פרפורמה 3 - כולל חלק יחסי בחברות כלולות, הנפקת חוב חדש ועודפי שווי

פרפורמה 4 - כולל חלק יחסי בחברות כלולות, הנפקת חוב חדש כולל מינוף נוסף וכולל עודפי שווי.

נזילות

2003	2004	2005	יוני-06	סעיף
24,537	38,189	179,701	273,341	תיק נדיל (מזומן + פקדונות לזמן קצר)
1.8%	1.9%	7.0%	8.5%	תיק נדיל למאזן
16.9%	18.2%	115.1%	182.3%	תיק נדיל לחוב ז"ק
(142,442)	(188,121)	(9,255)	28,072	הון חוזר
0.24	0.25	0.96	1.10	יחס שוטף

יחסי כיסוי

2004	2005	יוני-06	פרופורמה 1	פרופורמה 2	פרופורמה 3	סעיף
57,981	58,110	30,596	203,103	203,103	203,103	תזרים מפעילות שוטפת
30.2%	20.2%	22.5%	41.7%	41.7%	41.7%	תזרים מפעילות שוטפת להכנסות
(663,566)	(548,704)	(419,457)	NA	NA	NA	תזרים מפעילות השקעה
608,960	533,040	396,720	NA	NA	NA	תזרים מפעילות מימון
59,925	42,882	19,010	84,575	84,575	84,575	FFO
26.0	43.9	60.6	45.5	47.9	47.9	חוב ל- FFO
25.3	39.7	53.4	42.3	44.6	44.6	חוב פיננסי מנוכה ל- FFO
1.8	1.5	1.4	1.5	1.4	1.4	(מימון + FFO) למימון
136,459	195,976	76,962	295,835	295,835	295,835	Ebitda
11.4	9.6	15.0	13.0	13.7	13.7	חוב פיננסי ל- Ebitda
11.1	8.7	13.2	12.1	12.8	12.8	חוב פיננסי מנוכה ל- Ebitda
1.9	2.4	1.5	1.6	1.5	1.5	Ebitda למימון

5. נספח – הגדרות

1. יחס חוב נטו במאוחד (כולל Non Recourse) לתזרים תפעולי שלא יעלה על 10.5 שנים.

הגדרות:

- I. חוב פיננסי נטו: חוב ברוטו בניכוי תיק נזיל.
- II. חוב פיננסי ברוטו: כולל חוב לזמן קצר מבנקים (ובכלל זה חלויות שוטפות) בתוספת חוב לזמן ארוך מבנקים ובתוספת אג"ח. בנוסף, החוב הפיננסי כולל את כלל ההתחייבות האחרות אשר נושאות ריבית וכן את חלק החברה בגין התחייבויות של חברות כלולות.
- III. תיק נזיל: מזומנים, שווה מזומנים, פיקדונות לטווח קצר וני"ע.
- IV. תזרים תפעולי: תזרים NOI מכלל פעילות הנדל"ן המניב של החברה (כולל חלקה בתזרים NOI בחברות הכלולות).
- V. תזרימים בעלי אופי חד פעמי ובכלל זה: הכנסות בגין מכירת נכסים, שטחים, קרקעות, נדל"ן למגורים "הכנסות אחרות", לא יילקחו כחלק מהתזרים התפעולי.
- VI. תזרים NOI: הכנסות שכ"ד ברוטו בניכוי הוצאות תפעול וחכירה.

2. יחס חוב Recourse ברוטו לתזרים לשירות חוב שלא יעלה על כ- 8 שנים.

הגדרות:

- I. חוב Recourse – סך החוב הפיננסי במאוחד (כולל חלק החברה בגין החוב בחברות כלולות) בנטרול חוב מסוג Non Recourse.
- II. תזרים לשירות חוב: תזרים חופשי מנכסים הממומנים בחוב מסוג Non Recourse + תזרים תפעולי (NOI) מנכסים הממומנים בחוב מסוג Recourse.
- III. תזרים חופשי מנכסים הממומנים בחוב מסוג Non Recourse: תזרים NOI בניכוי תשלומי קרן וריבית בגין החוב הבכיר (Non Recourse) ששימש למימון ובניכוי הוצאות מס ו-Capex.
- IV. תזרים תפעולי: תזרים NOI (כפי שפורט לעיל).
- V. Capex: Capital Expenditure - השקעות הוניות.
- VI. תיק נזיל: מזומנים, שווה מזומנים, פיקדונות לטווח קצר וני"ע.

3. יחס חוב פיננסי ברוטו ל- Cap מאזני שלא יעלה על 83%.

הגדרות:

- I. חוב פיננסי ברוטו: כולל חוב לזמן קצר מבנקים (ובכלל זה חלויות שוטפות) בתוספת חוב לזמן ארוך מבנקים ובתוספת אג"ח. בנוסף, החוב הפיננסי כולל את כלל ההתחייבות האחרות אשר נושאות ריבית או מועדי פירעון וכן את חלק החברה בגין התחייבויות של חברות כלולות.
- II. $\text{Cap} =$ הון עצמי בתוספת זכויות המיעוט ובתוספת חוב פיננסי ברוטו.

4. מדיניות החברה לשמור על יחס חוב פיננסי מותאם מנוכה ל- CAP כלכלי מנוכה בשיעור של עד 80%, החל מהדוחות הכספיים של מרץ 2007.

הגדרות:

- I. חוב פיננסי מותאם = כולל חלקה היחסי של החברה בחברות כלולות.
- II. מנוכה: בניכוי תיק נזיל הכולל מזומן, פיקדונות ז"ק וני"ע.
- III. CAP כלכלי = החברה תספק במרץ 2007 ובדצמבר 2007 וכן לפי דרישת מעלות דוחות פיננסיים סקורים (ברבעוני) ומבוקרים (בשנתי) ע"י ר"ח הכוללים את שערך הנכסים (כולל נכסי כלולות) לפי תקן חשבונאות 16 (IASC 40).

5. החברה תשמור על נכסים לא משועבדים בהיקף של 50% מסך החוב הפיננסי מסוג Recourse.

הגדרות:

- I. חוב פיננסי מסוג Recourse כולל: ראה הגדרה לעיל.
- II. נכסים לא משועבדים = 100% מתיק נזיל שאיננו משועבד (חופשי להשקעות) + 100% משווי הוגן של נכסים לא משועבדים במידה והמדובר בנכס/השקעה מניב ו - 50% משווי הוגן במידה והמדובר בנכס שאיננו מניב + 100% ממסגרות אשראי בנקאיות פנויות כנגד נכסים לא משועבדים. בנוסף, במקרים מסוימים יתאפשרו החרגות (בהתבסס על מסמכים אשר יוצגו ע"י החברה ושיקול הדעת של מעלות).