

אלרוב (ישראל) בע"מ

A2	דירוג Issue
-----------	--------------------

הדירוג ניתן לגיוס חוב במסגרת הנפקה פרטית ו/או ציבורית של אג"ח בסך של עד 250 מיליון ₪ לתקופה של שנה ממועד פרסום הדו"ח, מתוכה 130 מיליון ₪ כתוספת לחוב הקיים והיתרה להחלפת חוב בחוב. אגרות החוב צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן, עומדות לפירעון בשישה תשלומים שווים בין השנים 2008-2013.

פרופיל החברה

חברת אל-רוב (ישראל) בע"מ (להלן: "אלרוב" או "החברה") התאגדה בשנת 1978 כחברה פרטית בישראל, בבעלות מר אלפרד אקירוב ועוסקת כיום במישרין ובעיקר באמצעות חברה בת ציבורית אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן", כ- 88%) ואחרות (להלן: "הקבוצה") במגוון פעילויות בתחום הנדל"ן. הפעילות כוללת ייזום, בנייה וניהול של נדל"ן כגון: דירות מגורים למכירה; אחזקה ותפעול של נדל"ן מניב מסחרי לרבות משרדים וקניונים; וכן אחזקה, ניהול ותפעול של בית מלון ומרכז לדיור מוגן.

החל משנת 2001 השקיעה הקבוצה במגוון נכסים מניבים בחו"ל בפרט בבריטניה, צרפת ולאחרונה גם בשוויץ. בכוונת הקבוצה להמשיך ולהרחיב את פעילותה בחו"ל, בעיקר בשוויץ, זאת במקביל לצמצום הפעילות בשוק המקומי. בשנים האחרונות נובע עיקר הרווח מהתקדמות בהקמה ובשיווק פרויקט דירות יוקרתי בת"א ("מגדלי צמרת").

יהודית רוזנברג-צירט
אנליסטית בכירה
j.r.cirt@midroog.co.il

אביטל בר דיין
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

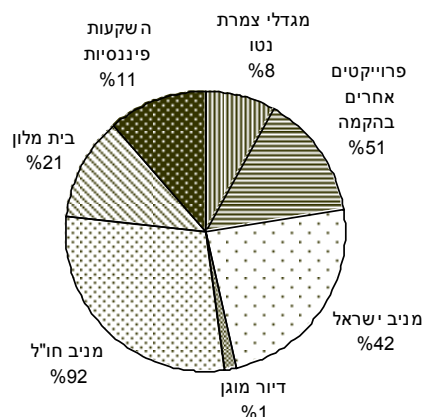
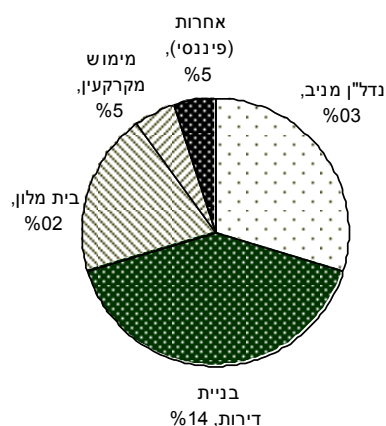
אלרוב (מאוחד): נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)

FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	Q1.2005	
331	353	283	354	187	הכנסות מפעילות הנדל"ן
0	0	0	20 ²	4	הכנסות אחרות נטו
25	0	6	19	0	רווח ממימוש מקרקעין
356	353	289	394	191	הכנסות
84	58	72	123	63	רווח מפעולות רגילות אחרי הוצאות הנהלה וכלליות
17	-6	13	54	31	רווח (הפסד) נקי
25%	16%	26%	35%	34%	רווח מפעולות רגילות להכנסות מפעילות נדל"ן - %
5%	-2%	5%	14%	16%	רווח (הפסד) נקי לסך ההכנסות - %
62	32	78	210 ²	161	מזומנים שווי מזומנים והשקעות לז"ק
1,344	1,476	1,675	1,374	1,592	חוב פיננסי
311	305	313	343	375	הון עצמי
1,965	2,012	2,228	2,246	2,245	סך נכסים
1,752	1,828	2,038	1,772	2,023	CAP
16%	15%	14%	15%	17%	הון עצמי לסך מאזן - %
77%	81%	82%	78%	79%	חוב פיננסי ל- CAP - %
68%	73%	75%	61%	71%	חוב פיננסי לסך המאזן - %

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 22.6.2005. אם יחולו שינויים בהנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

¹ במהלך Q1.2005 נרשם גידול מהותי בהיקף החוב הפיננסי בסך של כ- 260 מיליון ש"ח, אשר נבע מגיוס חוב בנקאי זר לז"א בגין רכישת שני מרכזים מסחריים בשוויץ בשנת 2004. נכון ליום 31.12.2004 הוצגה יתרת התשלום בגין הנכסים בסך של כ- 290 מ"ש"ח כיתרת "זכאים בגין מקרקעין". כמו כן הסבה הקבוצה במהלך Q1.2005 הלוואות לז"ק לאשראי לז"א בסך של כ- 238 מיליון ש"ח.

² בעקבות החלטה משנת 2004 לגבי מימוש אחזקות הקבוצה במניות, בעיקר של בנק הפועלים, מוצגת היתרה בגין כרכוש שוטף במקום השקעת קבע. המהלך שנת 2004 מומשו כ- 27% מהאחזקות בסך של כ- 31 מיליון ₪ ובמהלך Q1.2005 מומשו מניות בהיקף של כ- 17 מיליון ש"ח נוספים.



מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג.

לקבוצה השקעות בחברות טכנולוגיה שונות בשלבים מוקדמים (Start Up), באמצעות חברת הבת טכנורוב אחזקות (1993) בע"מ (להלן: "טכנורוב אחזקות", 77.4%). כמו כן, משקיעה החברה בקרנות הון סיכון ובתיק ניירות ערך. החל משנת 1983 רשומות מניות החברה למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א, כחברה ציבורית. נכון ליום פרסום הדו"ח מחזיק מר אקירוב במישרין ובאמצעות חברות בעלותו ובשליטתו בכ- 77.5% מהון המניות של החברה. יתרת המניות מוחזקות ברובה בידי הציבור. בכפוף להסכמי ניהול של הקבוצה עם חברת ניהול בשליטתו של מר אקירוב, משמש מר אקירוב כיו"ר הדירקטוריון בחברה וכמנהלה הכללי. הנהלת הקבוצה בישראל ממוקמת בת"א.

אסטרטגיה עסקית

צמצום פעילות ייזום והקמה של נכסים בישראל

בשנת 2000 החליטה הנהלת הקבוצה שלא ליזום פיתוח של פרויקטים חדשים בתחומי הנדל"ן למגורים והנדל"ן המניב בישראל, מעבר לאלו שכבר מבוצעים על ידה. מאז פועלת החברה להשלמת פרויקטים קיימים בלבד, בהם מגדלי צמרת, המרכז המסחרי ממילא בירושלים (בכפוף לקבלת היתרי הבניה) וסיום עסקה להקמת יחיד בפרויקט מגורים בממילא.

הרחבת ההשקעות בנדל"ן מניב בחו"ל, כפרט בשוויץ

במקביל לצמצום הפעילות בישראל, פועלת הקבוצה בשנים האחרונות לאיתור ורכישה של השקעות בנדל"ן מניב באירופה. נכון ליום 31.5.2005 לקבוצה פורטפוליו הכולל 11 נכסים מניבים בחו"ל, התורמים תזרים שנתי פנוי, לאחר הוצאות שוטפות ופירעון הלוואות לבנקים, בסך של כ- 20 מיליון ש"ח. הפעילות מתנהלת באמצעות שותף מקומי, אשר אחראי על איתור ורכישת נכסים, בקרה וניהול פיננסי. הניהול התפעולי מתבצע באמצעות חברות ניהול מקומיות מהמובילות בתחומן. מימון רכישת הנכסים מתבסס על לקיחת הלוואות מגופי מימון בינלאומיים בתנאי Non Recourse בשיעור גבוה, הנע בטווח של 80%-90% מעלות הרכישה. יתרת ההשקעה ממומנת ממקורות עצמיים, לרבות ניצול קווי אשראי פנויים מבנקים בישראל ומקורות מימון חוץ בנקאיים. מעת לעת ובהתאם לאיתור הזדמנויות עסקיות פועלת הקבוצה למימוש נכסים. בשנת 2004 נרשם רווח הון בסך של כ- 19 מיליון ש"ח ממימוש מקרקעין באנגליה, מזה חלק הקבוצה כ- 13 מיליון ש"ח.

צמצום פעילות ההון סיכון

הקבוצה אינה מתכוונת להגדיל את החשיפה לתחום ההון סיכון ואינה מבצעת השקעות נוספות בתחום זה. יחד עם זאת, היה והקבוצה תממש חלק מאחזקותיה בחברות הפורטפוליו, הרי שבכוונתה לשקול מחדש את עמדתה בנושא זה. כיום משמרת הקבוצה את שיעור אחזקותיה בחברות הפורטפוליו ומעת לעת נוטלת חלק בהשקעות נוספות בחברות קיימות.

שיקולים עיקריים לדירוג

מגוון פעילויות בתחום הנדל"ן בישראל ובשנים האחרונות במדינות בעלות יציבות כלכלית גבוהה; לצד רמת סיכון עסקית בינונית הטמונה בתיק הנכסים המניבים בחו"ל ובישראל לקבוצה פעילויות המאופיינות ברמת סיכון גבוהה יותר בהן השלמת ייזום פרויקטים שונים בישראל, אחזקה בנכס מהותי - בית מלון בירושלים והשקעות פיננסיות שונות; בשנים 2001-2003 נפגעו התוצאות הכספיות מהמיתון הכלכלי במשק הישראלי ומהרעה במצב הביטחוני; התפתחויות אלו פגעו בנכסי הקבוצה ובמיוחד בביצועי בית המלון בירושלים; ההתאוששות הכלכלית החל משלהי שנת 2004 תורמת לשיפור הבא לידי ביטוי בקצב מכירות מואץ לדירות המגורים במגדלי צמרת; שיפור במצב הביטחוני ובענף התיירות הנכנסת תורם לשיפור בביצועי בית המלון; בשנים האחרונות עיקר הרווחיות נובעת מהתקדמות פרויקט מגדלי צמרת התורם שיעור רווח גולמי מעל לממוצע בענף בשיעור של כ- 35%; סיום הפרויקט מתוכנן לשנת 2006; פעילות ממומנת באמצעות חוב פיננסי מקומי ובינלאומי, האחרון משמש למימון עסקאות רכישת נכסים מניבים בחו"ל; בשנים האחרונות מרבית הפעילות מומנה באשראי לז"ק; מידרוג מעריכה כי הישענות הפעילות על מרכיב מהותי של חוב לז"ק, לצד שיעבוד של מרבית הנכסים פוגעים בנוילות ובגמישות הפיננסית; יתרות מזומן, השקעות בני"ע סחירים ומסגרות אשראי לא מנוצלות תורמות לשיפור מסוים בגמישות; הקבוצה פועלת להחלפת חוב בנקאי לז"ק בחוב לז"א תוך ניצול ירידת הריבית בישראל והחליפה במהלך הרבעון הראשון של 2005 חלק ניכר מהחוב לחוב לז"א; מידרוג מעריכה כי בחלק מן הנכסים קיים שווי כלכלי עודף באופן שיחסי האיתנות המתבססים על השווי הכלכלי עולים על יחסי האיתנות הנגזרים מהשווי החשבונאי; לקבוצה חשיפה מטבעית, אשר עפ"י רוב היא פועלת לגידורה, אם כי באופן חלקי; להערכת מידרוג המבנה הניהולי של הקבוצה שטוח וניכרת מעורבות חזקה של בעל השליטה מר אקירוב במרבית תחומי הפעילות; הפעילות התפעולית בחו"ל מתבצעת באמצעות חברות ניהול מקומיות מובילות, תחת פיקוח של שותף מקומי של הקבוצה אשר אחראי גם על איתור השקעות חדשות ועל הניהול הפיננסי של פעילות זו.

חוזקות

צמצום החשיפה למשק הישראלי והשקעות במדינות בעלות יציבות כלכלית

החל משנת 2000 פועלת הקבוצה לאיתור והשקעה בנכסים מניבים בחו"ל, מדינות מערב אירופה ולאחרונה מתמקדת בשוויץ. מידרוג מעריכה כי הפיזור הגיאוגרפי ומאפייני הנכסים אותם רכשה, לצד צמצום פעילות הייזום בתחום הנדל"ן תורמים לירידה ברמת הסיכון העסקי של הקבוצה. מידרוג רואה בחיוב את אסטרטגיית הקבוצה לניצול חלון הזדמנויות שנפתח בשוק הנדל"ן המניב בשוויץ ואת יכולתה להתקשר ברכישת נכסים עם מקורות מימון בינלאומיים. יחד עם זאת, מדגישה מידרוג את העובדה כי מדובר בהשקעות ממונפות, הממומנות באמצעות חוב בנקאי זר בתנאי Non Recourse, באופן המעלה את הסיכון הפיננסי שבהשקעות אלו. נציין כי הפעילות בשווקים הבינלאומיים, חושפת את הקבוצה למגמות כלכליות ואחרות בשווקי היעד החדשים ולשינויים בש"ח, בעיקר האירו, הפרנק השוויצרי והלירה סטרלינג, באופן שעלול להגדיל את הסיכון העסקי והפיננסי של הקבוצה.

לקבוצה מוניטין בתחום הייזום והמכירה של דירות יוקרה בישראל וניסיון בייזום והקמת פרויקטים ייחודיים

החל משנת 1987 פועלת הקבוצה בייזום ומכירה, ניהול ותחזוקה של דירות יוקרה בישראל. פעילות זו נחשבת כיום לפעילות המובילה בקבוצה במונחי הכנסות ורווחיות אם כי היקפה מוגבל. להערכת מידרוג הקבוצה צברה מוניטין חיובי בפרט בקרב קהל יעד ייחודי בעל פרופיל סוציו-אקונומי גבוה. בשנה האחרונה ניכר גידול בהיקף רכישת דירות בעיקר על ידי משקיעי חוץ. הקבוצה נהנית ממגמה זו.

שיפור מבנה החוב תוך החלפת חוב לז"ק בחוב ז"א

בשנים האחרונות מרבית הפעילות מומנה באשראי לז"ק. מידרוג מעריכה כי הישענות הפעילות על מרכיב מהותי של חוב לז"ק מקשה על הגמישות הפיננסית. בתקופה האחרונה ובפרט ברבעון הראשון של 2005 פעלה הקבוצה להחלפת חוב בנקאי לז"ק בחוב לז"א תוך ניצול הירידה בריבית במשק הישראלי. מידרוג מעריכה כי מהלכים אלו משפרים את מיצובה הפיננסי של הקבוצה.

שיפור בניצועים התפעוליים של בית המלון בירושלים

אחד הנכסים המרכזיים של הקבוצה הינו בית מלון יוקרתי "מצודת דוד" בירושלים המונה כ-420 חדרים (בהמשך **אומרים 384 חדרים וסוויטות- מה מדויק יותר?**). העלות המאזנית של בית המלון עומדת על 245 מליון ש"ח, המהווה 15% מסך הרכוש הקבוע (נתוני 31.12.2004). בשנים 2000-2003 נרשמה ירידה בתזרים התפעולי של בית המלון אשר הושפע גם מההרעה במצב הביטחוני בישראל ובפרט בירושלים. כמו כן החל בשנת 2001 עבר ניהול בית המלון לידי הקבוצה, בעקבות מחלוקת בינה לבין רשת הילטון אשר ניהלה את בית המלון מיום הקמתו. כתוצאה מהשיפור במצב הביטחוני, נרשם שיפור בתזרים התפעולי של בית המלון החל מהרבעון השני של 2003 ונכון ליום 31.3.2005 חזרו רמות המחירים ושיעורי התפוסה לרמתם ערב פרוץ האינתיפאדה השנייה בסוף שנת 2000.

עודף שווי של נכסים

מידרוג מעריכה כי בחלק מן הנכסים קיים שווי כלכלי עודף באופן שיחסי האיתנות המתבססים על השווי הכלכלי עולים על יחסי האיתנות הנגזרים מהשווי החשבונאי.

בעל שליטה אסטרטגי בעל תרומה לפיתוח העסקי

בעל שליטה אסטרטגי התורם תרומה ניכרת לפיתוח העסקי ולקשרים העסקיים.

גורמי סיכון עסקיים

חשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית במשק הישראלי

למרות גיוון תיק הנכסים לחו"ל, עדיין מרבית הפעילות מתבססת על נדל"ן בישראל. מבנה זה יוצר רגישות למחזוריות הכלכלית במשק ובפרט למגמות בענף הנדל"ן המניב. בשנים האחרונות נרשמה ירידת מחירים, אשר פגעה בהכנסות חלק מנכסי הקבוצה. בתקופה האחרונה, פעלה הקבוצה לשדרג נכס מסחרי מרכזי בנתניה ושוקלת ביצוע השקעות נוספות להשבת הנכסים. כמו כן נשקלת מכירה של נכסים קטנים יחסית בתיק.

מקור הרווחיות המרכזי מגדלי צמרת מצוי לקראת השלמה

מקור עיקרי לרווחיות הינו פרויקט מגדלי צמרת בת"א. פרויקט זה הינו פרויקט מגורים ייחודי הכולל כ-350 דירות בשלושה בניינים A,B,C. נכון ליום 31.3.2005 דיווחה הקבוצה על מכירת דירות בפרויקט, בהיקף כספי של כ-1.1 מיליארד ש"ח, המהווים כ-88.3% מהיקף המכירות הכולל הצפוי של בניינים A ו-B וכ-50.3% מהיקף המכירות הכולל הצפוי של בניין C. הפרויקט צפוי לתרום רווח גולמי בשיעור של כ-35%, תרומתו בשנים הקרובות לתזרים המזומנים משמעותית וסיומו מתוכנן לשנת 2006. הערך של הדירות המיועדות למכירה נכון ל-31 למרץ 2005 עומד

על כ- 365 מיליון ₪ מתוכם נמכרו עד היום דירות בהיקף כספי של 58 מיליון ₪. היתרה המיועדת למכירה מהווה כ- 20% מהיקף הפרויקט כולו. מידרוג מעריכה כי פגיעה מכל סיבה שהיא ביכולת החברה לשווק את יתרת הדירות בפרויקט עלולה לגרום לסטייה מתחזית תזרים המזומנים הצפויה.

פעילות בית המלון מבוססת בעיקר על תיירות נכנסת ולפיכך רגישה במיוחד למצב הביטחוני בישראל בכלל ובירושלים בפרט

לאורך השנים, נבעו מרבית הכנסות בית המלון מתיירות נכנסת. התערערו היציבות הפוליטית והביטחונית באזור לקראת סוף שנת 2000, בעקבות פרוץ האינתיפאדה השנייה, הביאה לפגיעה מהותית בהיקפי הפעילות בענף התיירות בישראל בכלל ובירושלים בפרט. שיעורי התפוסה במלון ירדו ועימם גם המחירים. גם הכנסות המלון מפעילויות משלימות כגון אירועים וכנסים נפגעו מהותית במהלך אותה תקופה. מידרוג מייחסת רמת סיכון עסקי גבוהה יחסית להחזקה זו, הנובעת מהרגישות הגבוהה למצב הביטחוני ולמצב הכלכלי וממבנה הוצאות קשיח יחסית, אשר מקשה על התייעלות בתקופות שפל בביקושים.

שדרה ניהולית צרה במיוחד, עם תלות מהותית בבעל השליטה

להערכת מידרוג המבנה הניהולי של הקבוצה שטוח, עם מעורבות חזקה ומקיפה של מר אלפרד אקירוב לרבות בקביעת יעדיה האסטרטגיים של הקבוצה. החברה מעריכה את התלות במר אקירוב כמהותית, לעניין יזום פרויקטים חדשים וביצוע פרויקטים בייזום שכבר מבוצעים על ידה.

פעילות הקבוצה במגזר ההשקעות וההון סיכון אינה סינרגטית לתחומי פעילותה האחרים וכרוכה במידה רבה של סיכון

לאורך השנים השקיעה הקבוצה במגוון השקעות פיננסיות אשר אינן סינרגטיות לליבת הפעילות בתחומי הנדל"ן. בשנים האחרונות נפגע שווי הקבוצה כתוצאה ממספר משברים שפקדו את שווקי ההון בכלל ואת תעשיית ההון סיכון בפרט וכתוצאה מעסקאות פיננסיות, אשר הסבו הפסדים בעיקר בתחומי הנגזרים. מידרוג מעריכה כי להשקעות אלו מאפייני השקעה ברמת סיכון גבוהה המושפעת מגורמים חיצוניים רבים, אשר לקבוצה אין שליטה עליהם. עליה במשקל ההשקעות בתחומים אלו משמעותה עליה ברמת הסיכון העסקי והפיננסי והיא עלולה להשליך על יכולת הפירעון הכוללת של הקבוצה. נכון 31 מרץ 2005 מסתכמת יתרת השקעות הקבוצה בפרוטפוליו של טכנורוב ובקרנות הון סיכון בסך של כ- 81.5 מיליון ₪ וכ- 41 מיליון ₪ בהתאמה. לקבוצה מחויבות להשקיע עוד כ- 5.1 מיליון \$ בקרנות הון הסיכון האמורות.

שינויים באמנות למניעת כפל מס

התבססות המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות/הנאמנויות השונות, חושפת את הקבוצה לשינוי באמנות אלה, באופן שעלול לפגוע בתזרים המזומנים השוטף בגין הנכסים, אך בעיקר בתזרים שיתקבל ממימוש הנכסים.

גורמי סיכון פיננסיים

רמת חוב גבוהה, כמחציתה בגין חוב בנקאי לזמן קצר וכן שעבוד של מרבית עד כל הנכסים, פוגעים באיתנות הפיננסית של הקבוצה, בניזילותה ובגמישותה הפיננסית

נכון ליום 31.3.2005 הסתכם החוב הפיננסי של הקבוצה בכ- 1,592 מיליון ₪, מזה כ- 1,029 מיליון ש"ח מבנקים בישראל, כ- 491 מיליון ש"ח מגופים פיננסיים בחו"ל, כ- 62 מיליון ש"ח אג"ח ואג"ח להמרה וכ- 10 מיליון ש"ח בגין חלקם של בעלי מניות המיעוט. החוב הפיננסי לז"ק של הקבוצה ליום 31.12.2004 הסתכם בכ- 1,039 מיליון ₪ (כ- 79% מסך החוב הפיננסי), אולם במהלך הרבעון הראשון של שנת 2005 פעלה הקבוצה להסבה משמעותית של הלוואות לז"א. סך החוב לז"ק הסתכם נכון ליום 31.3.2005 בכ- 781 מיליון ₪, המהווים כ- 49% מסך החוב הפיננסי

בקבוצה. להערכת מידרוג אף כי ניכרת ירידה משמעותית ביחס בין החוב לז"ק מסך החוב, השלמת התהליך, בפרט נוכח רמת הריבית הנמוכה, עשויה להוריד את הסיכון הפיננסי. בהסתמך על ניסיונה בעבר עם המערכת הבנקאית, מעריכה הנהלת החברה כי ביכולתה להמיר חוב בנקאי לז"ק בחוב לז"א. בשנים 2005 ו-2006 עתידה החברה לפרוע שני תשלומים מהותיים בסך של כ- 80 מיליון ₪ מידי שנה, מזה בכל שנה כ- 63 מיליון ש"ח למחזיקי אג"ח נוכחיים. החברה מתכוונת לממן פירעונות אלו באמצעות יתרות נזילות קיימות, מקווי אשראי בלתי מנוצלים ומתמורת כספי ההנפקה.

גיוס האג"ח נשוא הדירוג, בתוספת מינוף באמצעות חוב בנקאי זר בחו"ל, ירעו את יחסי האיתנות הפיננסית של הקבוצה

בניתוח פרופורמה, על בסיס דוחות 31.3.2005, בוחנת מידרוג את השפעתו של גיוס חוב באמצעות אג"ח בישראל בסך של כ- 130 מיליון ₪, כתוספת לחוב קיים, על האיתנות הפיננסית של הקבוצה ועל יחסי הכיסוי. בנוסף מניחה מידרוג כי סכום הגיוס ישמש תחליף להון עצמי ברכישות ממונפות יותר בחו"ל עפ"י יחס של כ- 85% חוב בנקאי זר ו-15% אג"ח מקומי. להערכת מידרוג, הגידול בהיקף החוב, ישפיע מהותית על יחסי האיתנות הפיננסית של הקבוצה. יחס ההון העצמי החשבונאי צפוי לרדת מכ- 17% לכ- 12% ויחס החוב הפיננסי ל-CAP, צפוי לעלות מכ- 79% לכ- 85%. יחד עם זאת, בהתחשב בשווי הכלכלי של הנכסים הקיימים, עדיין יחס ההון העצמי הכלכלי לסך המאזן ימשיך לתאם חברות המדורגות בקבוצת ה-A2.

יחסי כיסוי מושפעים מנכסים לא פעילים

מניתוח רגישות לתחזית תזרים מזומנים של הקבוצה, שביצעה מידרוג, על בסיס תחזית שנתקבלה מהחברה, עולה כי יחס החוב הפיננסי לתזרים המזומנים, עומד על כ- 10 (בהתעלם מחלוקת דיבידנד). תחזית התזרים מניחה: 1. שיפור מסוים בתוצאות בית המלון; 2. יציבות בתרומת הנכסים המניבים; 3. עודף מזומן שעתיד לנבוע מסיום פרויקט צמרת. נציין כי ללא תרומת מגדלי צמרת עומד היחס על כ-15. מידרוג מעריכה כי יחס זה מושפע לרעה מאחזקה בנכסים לא פעילים, כדוגמת מתחם ממילא ומשיעורי תשואה נמוכים בחלק מהנכסים כדוגמת בית האופרה.

חשיפה מטבעית הפוגעת ברווחיות

לקבוצה הלוואות בישראל ובחו"ל באשראי בריבית משתנה. חלק מהאשראי צמוד ללייבור של המטבע הרלוונטי, בתוספת מרווח קבוע לכל הלוואה והלוואה. ההלוואות לזמן קצר בשקלים שאינן צמודות מדד הינן בתנאי ריבית "און קול". בשנת 2004 נרשמה ירידה בהיקף ההתחייבויות הפיננסיות של הקבוצה, אשר לוותה בירידה בהוצאות המימון בגינן, יחד עם זאת, ירידה זו בהוצאות המימון לא באה לידי ביטוי, בין היתר בעקבות עלייה חדה בהוצאות מימון בגין מכשירים פיננסיים נגזרים נטו (הגנות מטבע).

העדר מדיניות דיבידנד מוגדרת

הקבוצה נוהגת לחלק דיבידנד לבעלי המניות. בשנת 2004 חילקה הקבוצה דיבידנד בסך של כ- 31 מיליון ₪, מתוך רווח נקי של כ- 54 מיליון ₪ המהווה כ- 46% מהרווח הנקי בשנת 2004. בשנת 2002 חילקה הקבוצה דיבידנד בסך של כ- 19 מיליון ₪. נכון ליום 31.12.2004 כולל ההון העצמי של קבוצה עודף נצבר של כ- 127 מיליון ₪, לעומת כ- 98 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2003. להערכת מידרוג, העדר מדיניות דיבידנד מוצהרת פוגע ברמת השקיפות כלפי מחזיקי האג"ח.

מרבית עד כל הנכסים משועבדים

מידורג מעריכה כי אחזקה בנכסים בפרט מניבים שאינם משועבדים עשויה לתרום תרומה ניכרת לגמישות הפיננסית של חברת נדל"ן. מרבית עד כל נכסי הקבוצה משועבדים כנגד הלוואות קיימות ומסגרות אשראי מאושרות. יחד עם זאת, אי ניצול מלא של מסגרות אשראי מאושרות, יתרות מזומן, תיק ני"ע סחיר וכד' תורמים מידה מסוימת של גמישות פיננסית. נכון ליום 31.3.2005 מחזיקה הקבוצה ביתרות מזומנים בסך של כ- 62 מיליון ₪ וביתרת השקעות בני"ע סחירים בסך של כ- 99 מיליון ₪. כמו כן לקבוצה מסגרות אשראי מאושרות בלתי מנוצלות בסך של כ- 100 מיליון ₪.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- יישום מוצלח של תכנית להרחבת הפעילות בתחום הנדל"ן המניב בחו"ל באופן שיתרום לשיפור מהותי ויציב ברווחיות וביכולת לייצר תזרים מזומנים מפעילות חזק.
- שיפור בתזרים המזומנים המתקבל מנכסים מניבים וקידום פרויקטים שאינם פעילים כיום באופן שישפר את תזרים המזומנים ואת יחסי הכיסוי
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביכולת ליצר תזרימי מזומנים באופן שיוריד מדרגה את יחסי הכיסוי ויפגע ביכולת התמיכה בחוב הפיננסי.
- התפתחויות כלכליות או ביטחוניות שליליות במשק הישראלי, אשר ישפיעו באופן מהותי על רמת הסיכון של פעילות הקבוצה, באופן שיפגע ביכולתה לפרוע את התחייבויותיה הפיננסיות.
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות בכל הקשור למדינות היעד באופן שיפגע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה.

אלרוב (ישראל) בע"מ

A2	דירוג Issue
----	-------------

הדירוג ניתן לגיוס חוב במסגרת הנפקה פרטית ו/או ציבורית של אג"ח בסך של עד 250 מיליון ₪ לתקופה של שנה ממועד פרסום הדו"ח, מתוכה 130 מיליון ₪ כתוספת לחוב הקיים והיתרה להחלפת חוב בחוב. אגרות החוב צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן, עומדות לפירעון בשישה תשלומים שווים בין השנים 2008-2013.

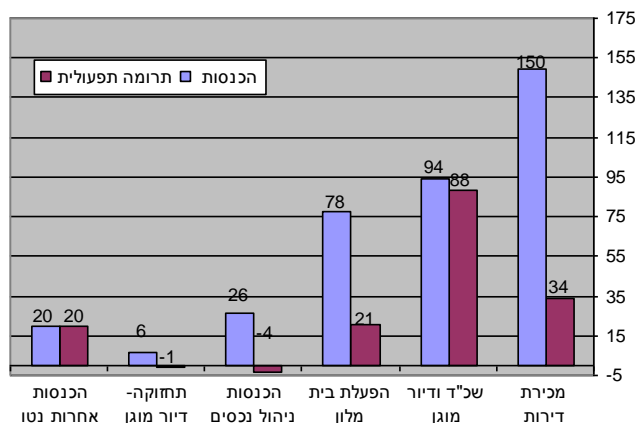
תיאור החברה

ליבת פעילות הקבוצה הינה בתחום מכירות הדירות והנדל"ן המניב בישראל

חברת אל-רוב (ישראל) בע"מ (להלן: "אלרוב" או "החברה") התאגדה בשנת 1978 חברה פרטית בישראל, בבעלות מר אלפרד אקירוב ועוסקת כיום במישרין ובעיקר באמצעות חברה בת ציבורית אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן", כ- 88%) ואחרות (להלן: "הקבוצה") במגוון פעילויות בתחום הנדל"ן. הפעילות כוללת ייזום, בנייה וניהול של נדל"ן לרבות: דירות מגורים למכירה; אחזקה ותפעול של נדל"ן מניב מסחרי כגון משרדים וקניונים; וכן אחזקה, ניהול ותפעול של בית מלון ומרכז לדיור מוגן. כמו כן, פועלת הקבוצה להמשך פיתוחו של פרויקט האזור המסחרי "ממילא" בירושלים.

החל משנת 2001 הרחיבה החברה את פעילותה גם לתחום הנדל"ן המניב בחו"ל, בעיקר בבריטניה, צרפת ואחרונה גם בשווייץ, תוך התמקדות בהשקעות בנכסים קיימים, השבתם ומימושם. בכוונת הקבוצה להמשיך ולהרחיב את היקף הפעילות בשווקים הבינלאומיים, בעיקר בשווייץ, זאת במקביל לצמצום הפעילות בשוק המקומי.

הכנסות ותרומה תפעולית לפי מגזרים לשנת 2004 (מ"ח)



מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

במקביל לפעילות הנדל"ן משקיעה החברה במישרין בקרנות הון סיכון שונות ובאמצעות חברת הבת טכנורוב אחזקות (1993) בע"מ (להלן: "טכנורוב אחזקות", 77.4%) משקיעה בחברות טכנולוגיה שונות בשלבים המוקדמים. עפ"י מדיניות הקבוצה, בשלב זה אין בכוונתה להגדיל את החשיפה שלה בתחום הון סיכון ועל כן אינה מבצעת השקעות נוספות בהון סיכון באמצעות טכנורוב ו/או באמצעות השקעה בקרנות הון סיכון.

מגזר הנדל"ן המניב בישראל ובחו"ל (כ- 54% משווי מאזני מופחת ליום 31.12.2004)¹

ישראל: פעילות לכל אורך שרשרת הערך, לרבות ייזום, הקמה והפעלה של נדל"ן מניב

פעילות הנדל"ן המניב של הקבוצה בישראל, אשר החלה בשנת 1983 נפרשת על פני כל שרשרת הערך וכוללת ייזום פרויקטים לצורך הפיכתם לנכסים מניבים, השכרתם ותחזוקתם. בשנת 2004 הסתכמו הכנסות הקבוצה בגין דמי שכירות מנכסים מניבים בישראל בכ- 56 מיליון ש"ח, המהווים כ- 60% מסך ההכנסות בגין דמי שכירות באותה שנה. היתרה נובעת מהשכרת נכסים מניבים בחו"ל. בנוסף נהנית הקבוצה, מדמי אחזקה המשולמים לחברות הניהול מטעמה ובעלותה, בגין מתן שירותי אחזקה שונים במרבית הנכסים המושכרים בישראל.

מרבית פעילות הקבוצה בתחום הנדל"ן המניב בישראל וכל פעילותה בתחום הנדל"ן המניב בחו"ל מרוכזת תחת חברת הבת: אלרוב נדל"ן ומלונאות ויתרת פעילות הנדל"ן המניב בישראל מבוצעת ע"י החברה באמצעות חברות בנות נוספות שבשליטתה, מרביתן בעלות מלאה.

נכון ליום 31.3.2005 מחזיקה הקבוצה בישראל ב- 5 בנייני משרדים ומרכזים מסחריים בשטח כולל של כ- 109 אלפי מ"ר וכן במרכז לדיור מוגן בנתניה, הכולל 106 דירות ומחלקה סיעודית של כ- 12 מיטות. בנוסף עוסקת הקבוצה בתחום הייזום, בפיתוח האזור המסחרי בממילא בירושלים.

להלן פירוט נכסי הנדל"ן המניב (משרדים ושטחי מסחר) בישראל

עיר	נכס	חברה מחזיקה	חלקה בזכויות (%)	שטח (אלפי מ"ר)	שיעור תפוסה	תרומת שוכרים מרכזיים להכנסות 2004 (%)	מועד פקיעת חוזים	סך הכנסות בשנת 2004 (מ"ש"ח)	חלק יחסי מהכנסות שנת 2004	עלות מופחתת בספרים ליום 31.12.2004 (במ"ש"ח)	יתרת התחייבויות בגין הנכס ליום 31.12.04 (מ"ש"ח)	יחס הכנסות בשנת 2004 לעלות מופחתת
נתניה	מרכז קניות ("קניון השרון")	אלרוב נדל"ן	100%	52.0	94%		2009 בממוצע	25.3	45%	160.6	224.6	15.73%
ת"א	בניין משרדים ("מגדל אלרוב") ¹	אלרוב נדל"ן	79%	11.4	100%	28%	2007-2009	10.9	19%	147.1	98.6	7.39%
	בניין לשימור (בצמוד)		100%	1.3								
אשדוד	מרכז קניות ומשרדים ("טופ סנטרי")	אלרוב נדל"ן	90%	50.7	100%	33%	2010-2015	10.3	18%	106.3	86.5	9.72%
ת"א	בניין משרדים ("בית אירופה")	אל-רוב	2 קומות	3.3	65%	46%	11.2006	6.2	11%	13.4	67.2	46.30%
ת"א	מרכז מסחרי במגדל האופרה	אל-רוב	2 קומות וחניה	3.6	80%	37%	2015	3.3	6%	65.8		5.02%
	5 נכסים			58.8				56.0	100%	493.2	476.9	11.35%

¹ הכנסות אינן כוללות הפסד הכנסות בגין שימוש עצמי של הקבוצה במשרדים בבניין.

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

חו"ל: רכישת פרויקטים קיימים

החל משנת 2001 הרחיבה הקבוצה את פעילותה גם לתחום הנדל"ן המניב בחו"ל תוך התמקדות בהשקעות ארוכות טווח בנכסים קיימים, השבחתם ומימושם. **נכון ליום 31.3.2005 מחזיקה הקבוצה בצרפת ואנגליה, באמצעות חברה**

נכדה Property Investment Holdings B.V ("PIH") ב- 8 בנייני משרדים וב- 2 מרכזי מסחר בשוויץ, בשטח כולל של

58.4 אלפי מ"ר. לאחר תאריך המאזן נרכש מרכז מסחרי נוסף בשוויץ בשטח של כ- _____.

¹ מתוכו: נדל"ן מניב בחו"ל 29%; נדל"ן מניב בישראל 23%; דיור מוגן 1%.

לקבוצה אין תלות בלקוח בודד במגזר הנדל"ן המניב, התורם כ- 10% ומעלה מהמחזור המאוחד שלה. יחד עם זאת, אין ספק כי קיימת תלות מהותית בשני לקוחות מרכזיים בשוויץ : Migros ו-Coop, הנחשבים לשוכרים מרכזיים בכל המרכזים המסחריים שבבעלות הקבוצה.²

להלן פירוט נכסי הנדל"ן המניב (משרדים ושטחי מסחר) בחו"ל

מדינה (עיר)	נכס	חלק PIH בזכויות על הנכס	שטח להשכרה (אלפי מ"ר)	שיעור תפוסה	תרומת שוכרים מרכזיים להכנסות 2004 (%)	מועד פקיעת חוזים	תאריך רכישה	הכנסות מדמ"ש בניכוי החזרי קרן וריבית 2004	עלות רכישה מקורית- מקורות עצמיים
אנגליה (לונדון)	משרדים	100%	2.6	100%	100%	2014	29.6.01	3,490	21,275
אנגליה (לונדון)	משרדים (Flowerhill)	50%	1.2	75%	0%	2005-2007	28.4.04	182	2,597
צרפת (ערים שונות)	4 בנייני משרדים	90%	19.0	מעל 95%	80%	2009-2007	22.12.01	5,840	
צרפת (פריז)	משרדים (Ventadour)	90%	1.5	מעל 95%	100%	2006, 2009	24.05.04	879	7,969
צרפת (פריז)	משרדים (Montereil)	100%	11.5	מעל 95%	51%	2009-2006	19.6.03	5,105	14,049
שוויץ (אזור ציריך) ¹	מסחרי (Volketswill)	100%	14.2	מעל 95%	50%	2023, 2019	9.04		
שוויץ (אזור ציריך) ¹	מסחרי (Uster)	100%	8.2	100%	55%	שוכר מרכזי- 2013	9.04	16,885	44,870
סה"כ	8 נכסים		58.1					32,381	90,760

העסקה הושלמה לאחר תאריך המאזן ולפיכך לא נרשמו הכנסות בגין הנכס בשנת 2004. השוכרים המרכזיים הם מרכולים ובתי כלבו גדולים בשוויץ : Migros, Coop.

מקור : דוחות החברה.

שוק הנדל"ן המניב בישראל ובחו"ל תחרותי במיוחד וחלקה היחסי של הקבוצה בשווקים אלו נמוך

נכון לשנת 2004 הכנסות הקבוצה בגין דמי שכירות, נובעות בעיקר מהשכרת משרדים (כ- 58%) ומהשכרת שטחי מסחר (כ- 40%). שוק השכרת המשרדים ושטחי המסחר בישראל ובחו"ל הינו שוק תחרותי במיוחד ונתח השוק של הקבוצה בו נמוך. להערכת מידרוג, כדאיות העסקה לשוכר, נמדדת באמצעות שקלול של גורמים שונים, בהם טיב הנכס ותנאי העסקה ולעיתים אף משיקולים חברתיים כאלה ואחרים.

שוק מרכזי הדיור המוגן בישראל הינו שוק תחרותי המציע מגוון רחב של מרכזים באיכויות שונות.

החל משנת 1993, מחזיקה הקבוצה ומנהלת את "נופי השרון", מרכז לדיור מוגן הממוקם בצמוד לקניון נתניה, באמצעות חברה נכדה שבשליטתה: חברת נופי השרון מרכז מגורים לאוכלוסיה מבוגרת בע"מ. המרכז כולל 106 דירות ומחלקה סיעודית בת 12 מיטות. נכון ליום 31.3.2005 מאוכלסות 92 דירות וכל המיטות במחלקה הסיעודית. המרכז מציע לדייריו שלושה סוגי הסכמים אפשריים:

1. הסכם פיקדון (כ- 70% מהדיירים) - הפקדת פיקדון כספי בסכום שנקבע מראש. במועד העזיבה מוחזרת יתרת הפיקדון (צמוד דולר) בניכוי 2.5% בתוספת מע"מ בגין כל שנה בה התגורר הדייר במרכז. סך הניכוי לא יעלה על 35% מדמי הפיקדון.
2. הסכם דמי שכירות (כ- 18% מהדיירים) - השכרת יחידות דיור למשך תקופות של מספר שנים. הדייר מתחייב לשלם דמי שכירות חודשיים (צמוד מדד).

² לפרטים נוספים לגבי שוכרים אלה, ראה: "נספח 2".

3. הסכם דמי כניסה (כ- 12% מהדיירים) - הפקדת דמי כניסה בסך כ- 33% מסכום שמופקד בהסכם פיקדון כמפורט לעיל. במועד העזיבה מוחזרים לו דמי הכניסה (צמוד דולר) ובניכוי 2% בתוספת מע"מ עבור כל חודש עד לשחיקה מלוא דמי הכניסה או עד למועד פינוי הדירה, לפי המוקדם שביניהם.

בנוסף מחויבים דיירי המרכז בתשלום חודשי נפרד בגין דמי אחזקה שוטפים. יתרת עלות ההשקעה של הקבוצה במרכז ליום 31.3.2005 הסתכמה בכ- 26 מיליון ₪ ויתרת הפיקדונות מדיירי המרכז הסתכמה בכ- 26 מיליון ₪. עפ"י הערכות הקבוצה, כפי שמוצגים בדוחות השנתיים, מציע שוק הדיור המוגן באזור השרון כ- 1,250 דירות וכ- 260 מיטות סיעודיות ולפיכך נתח השוק של הקבוצה בשוק זה נאמד בכ- 8.5%. עוד מעריכה הקבוצה כי, מתחריה העיקריים הינם: מגדלי הים התיכון נורדיה, אחוזת פולג וקיבוץ תל יצחק. להערכת מידרוג קיים קושי להשוות בין מרכזי הדיור המוגן השונים, לאור אופיים השונה. עפ"י התרשמות מידרוג, "נופי השרון" אינו נחשב למרכז דיור מוגן יוקרתי. הוא אינו בעל אופי כפרי עם שטחים פתוחים וירוקים לרווחת דייריו, או לחילופין מספק שירותים אקסקלוסיביים. יחד עם זאת בהחלט קיים יתרון למרכז, מעצם קרבתו למרכז העיר ולקניון, אשר מונעת את ניתוק הקשיש מהעיר.

לאחר עיכוב של שנים עשוי פרויקט ייזום הנדל"ן במתחם המסחרי בממילא לצאת אל הפועל

במסגרת עסקיה בייזום נדל"ן בישראל, עוסקת הקבוצה, באמצעות חברה נכדה בבעלות מלאה: אלרוב אזור מסחרי ממילא (1993) בע"מ (להלן: "אלרוב אזור מסחרי"), בפיתוח האזור המסחרי במתחם ממילא בירושלים. האזור המסחרי משתרע על פני שטח של כ- 25 דונם וכולל שטחי מסחר להשכרה, שטחי מגורים, בית מלון, משרדים, קומות מרתפים, חנייה ומשרדים.

פיתוח האזור המסחרי החל בשנת 1998, אולם סירוב קרתא חברה לפיתוח מרכז ירושלים (להלן: "קרתא"), שהינה צד לפיתוח האזור, לחתום על תב"ע המתקנת למתחם, הביא לעיכוב של כ- 5 שנים (1999-2004) בהשלמת הפיתוח. כתוצאה מכך נגרם לקבוצה נזק כספי רב, מרביתו בגין אובדן הכנסות³. ביום 28.9.2003 קיבלה התב"ע למתחם תוקף, בעקבות הכרעת בורר והקבוצה נמצאת כיום בהליכים לקבלת רישיונות בנייה. טרם הקפאת הבנייה, הספיקה הקבוצה לבנות בשטח המתחם כ- 50 אלפי מ"ר, של קומות מסד, שטחי חניונים, מקלטים וקומות מסחר. עלות ההשקעה בפרויקט מסתכמת נכון ליום 31.3.2005 בכ- 230 מיליון ₪ והיתרה נאמדת בכ- _____.

בהתאם ובכפוף להוראות ההסכם עם קרתא, תקבל חברת אלרוב האזור מסחרי זכויות חכירה לדורות לתקופה של כ- 199 שנים על כ- 90% מהשטח וזכויות חכירה לדורות של כ- 125-149 שנים ליתרת השטח. כמו כן, תחזיק חברת האזור המסחרי ב- 70% מזכויות החכירה במפלסי המסחר במדרחוב והיתרה תישאר בידי קרתא.

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (כ- 58% מסך הכנסות הקבוצה בשנת 2004)

כאמור לעיל, מרכזת חברת אלרוב נדל"ן, במישרין ובאמצעות חברות הבנות שלה (להלן: "קבוצת אלרוב נדל"ן"), את פעילות הקבוצה במרבית תחומי הנדל"ן המניב בישראל, לרבות אחזקה וניהול של מלון מצודת דוד בירושלים, אחזקה וניהול של מרכז לדיור מוגן ופעילות פיננסית וכן את פעילותה בתחומי הנדל"ן המניב בחו"ל.

³ לפרטים בדבר הבוררות המשפטית בין קרתא לחברת האזור המסחרי, ראה פרק: בעלות, ניהול ואסטי" הליכים משפטיים."

אלרוב נדל"ן, או בשמה המקורי "נתניה סנטר נ.ס. בע"מ", התאגדה בשנת 1983 כחברה פרטית בישראל, בבעלות מר אלפרד אקירוב. בשנת 1993 נרשמו מניותיה למסחר בבורסה לני"ע בת"א, תחת השם "אל-קנית פיתוח בע"מ" כחברה ציבורית. בנובמבר 2000 הוחלף שם זה לשמה הנוכחי. נכון ליום פרסום דו"ח הדירוג מחזיקה החברה, באמצעות חברות שבעלותה המלאה כ- 88% מהון המניות של אלרוב נדל"ן. כ-2% מהון המניות מוחזקים בידי חברה בשליטת מר אקירוב והיתרה בידי הציבור.

גידול בהיקף הפעילות במהלך שנת 2004 ו-Q1.2005 בעקבות רכישות ומימושים של נכסים בחו"ל כחלק מאסטרטגיה להעמקת החזירה לשווקים הבינלאומיים וצמצום הפעילות בשוק המקומי

החל משנת 2002 ניכר גידול בסך ההכנסות המיוחסות במגזרי פעילות קבוצת אלרוב נדל"ן.

מגזר הנדל"ן המניב: מרבית ההכנסות נובעות מפעילות בישראל, אם כי החל משנת 2002 ניכר שינוי מתמשך בתמהיל הנכסים לטובת פעילות נדל"ן מניב בחו"ל. בשנת 2004 תרמו ההכנסות מפעילות הנדל"ן המניב בישראל כ- 77% מסך הכנסות התחום, לעומת כ- 80% בשנת 2002 וכ- 85% בשנת 2002. העלות המופחתת של הנדל"ן שבעלות הקבוצה הסתכם נכון ליום **31.3.2005 בכ- 1,790** מיליון ש"ח לעומת כ- 1,638 מיליון ש"ח נכון ליום 31.12.2003.

תאריך העסקה	רכישה/ מכירה	מדינה	תיאור הנכס	עלות/ תמורת העסקה	תוספת/ פירעון חוב
Q3.04	מכירה	אנגליה	3 בנייני משרדים ו-2 מרכזי הפצה	285 משר"ח נכון ליום 30.9.2004, המייצג רווח ממימוש (מאוחד) של 13 משר"ח בנטרול חלק המיעוט.	פירעון של חוב NR בסך של כ- 215 משר"ח בעת המכירה
Q4.04	רכישה	שוויץ (ציריך)	2 מרכזים מסחריים	299 משר"ח	262 משר"ח בתנאי NR והיתרה ממקורות עצמיים.
Q2.05	רכישה	שוויץ (ליד ציריך)	מרכז מסחרי	260 משר"ח	228 משר"ח בתנאי NR והיתרה ממקורות עצמיים
Q2.05	רכישה				

מקור: דוחות אלרוב נדל"ן ועיבודי מידרוג

מגזר המלון: נרשמה בשנת 2004 עלייה בהכנסות, בעקבות המשך שיפור במצב הביטחוני וכתוצאה מכך בתיירות הנכנסת לישראל⁴.

מגזרים אחרים: במגזרי הפעילות האחרים, שתרומתם היחסית נמוכה יותר, ראה פירוט בניתוח הפיננסי המאוחד של הקבוצה כולה.

איתנות פיננסית נמוכה במיוחד, גם בהשוואה לחברות אחרות הפועלות בענף הנדל"ן המניב. יחד עם זאת, עודף שווי חיובי מהותי של נכסים מרכזיים בתיק הנכסים, תורם לשיפור ביחסי האיתנות החשבונאיים הנמוכים

⁴ לפירוטים נוספים ראה "מגזר בית המלון", בניתוח פעילות הקבוצה כולה.

נכון ליום 31.3.2005 הסתכם החוב הפיננסי של קבוצת אלרוב נדל"ן בכ- 1,539 מיליון ₪, לעומת בכ- 1,608 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2004 מתוכם הוצגו כ- 1,318 מיליון ₪ כחוב פיננסי וכ- 290 מיליון ₪ כהתחייבות שוטפת כלפי זכאים בגין מקרקעין שנרכשו במהלך שנת 2004 וטרם שולמו. החוב הפיננסי ליום 31.3.2005 כולל התחייבויות שוטפות (כ- 34%) והתחייבויות לזמן ארוך. מקורות המימון העיקריים של קבוצת אלרוב נדל"ן הינם תאגידים בנקאיים, מתוכם בנקים בישראל (46%); בנקים זרים (32%) – חוב בתנאי Non Recourse; וכן הלוואות בעלים (כ- 22%), ברובן מהחברה⁵. נכון ליום 31.3.2005 וליום 31.12.2004 עמד יחס החוב הפיננסי ל- CAP של אלרוב נדל"ן על כ- 94%, לעומת כ- 98% נכון ליום 31.12.2003. יתרת המזומנים, שווי המזומנים וני"ע סחירים הגבוהה בסך של כ- 154 מיליון ₪ חריגה בהשוואה לשנים קודמות, בעיקר לאור החלטת הקבוצה לממש את אחזקותיה במניות בנק הפועלים כמוסבר לעיל. להערכת מידרוג, עודף שווי חיובי מהותי של נכסים מרכזיים בתיק הנכסים, תורם לשיפור ביחסי האיתנות החשבונאיים הנמוכים.

אלרוב נדל"ן (מאוחד): נתונים פיננסיים עיקריים (במיליוני ₪)										
FY 2001		FY 2002		FY 2003		FY 2004		Q1.2005		רווח"פ:
100%	125.0	100%	142.0	100%	201.7	100%	241.4	100%	56.2	הכנסות
45%	56.9	52%	74.1	47%	94.9	35%	84.9	43%	24.3	מתוך: שכ"ד ודיוור מוגן
38%	47.1	33%	46.2	30%	61.1	32%	77.9	39%	22.1	מתוך: הפעלת בית מלון
11%	13.3	12%	17.1	44%	88.9	46%	110.0	36%	20.2	רווח מפעולות רגילות
20%	24.5	23%	32.9	25%	50.4	23%	56.2	28%	15.8	הוצאות מימון נטו
-9%	-11.2	-15%	-20.8	17%	34.0	23%	54.7	7%	4.0	רווח (הפסד) מפעולות לאחר מיסים
-19%	-24.1	-21%	-30.2	15%	29.4	20%	49.0	7%	3.8	רווח (הפסד) נקי
מאזן:										
31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003		31.12.2004		31.3.2005		חוב פיננסי:
54%	712.5	56%	784.4	47%	777.4	41%	726.0	31%	529.8	סוג החוב
39%	513.8	38%	539.8	45%	730.8	33%	591.6	58%	1,009.3	חוב פיננסי לז"ק
68%	898.1	72%	1,019.9	72%	1,177.5	54%	974.8	69%	1,196.0	חוב פיננסי לז"א
25%	328.2	22%	304.3	20%	330.8	19%	342.8	20%	343.1	מבנה החוב
92%	1,226.3	94%	1,324.2	92%	1,508.2	74%	1,317.6	89%	1,539.1	סה"כ חוב בנקאי
3%	41.4	2%	29.0	5%	74.0	11%	204.7	9%	153.5	הלוואות בעלים (כולל המיעוט)
89%	1,184.9	92%	1,295.2	88%	1,434.2	62%	1,112.9	80%	1,385.5	סה"כ חוב פיננסי
1%	8.6	-2%	-21.7	1%	9.0	3%	59.4	4%	62.4	בניכוי מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים
	-87.6		-117.8		-88.5		-39.5		-35.8	חוב פיננסי, נטו
100%	1,327.3	100%	1,410.1	100%	1,638.2	100%	1,790.5	100%	1,735.9	הון עצמי (גירעון בהון)
94%	1,242.6	94%	1,320.2	94%	1,544.2	79%	1,407.0	94%	1,631.3	מתוך: גירעון נצבר
										סך התחייבויות
										CAP
FY 2001		FY 2002		FY 2003		FY 2004		Q1.2005		תזרים:
	7.5		31.8		36.2		25.1		11.6	תזרים מפעילות שוטפת CFO
	-211.5		-100.6		-149.9		222.8		-270.4	תזרים מפעילות השקעה
	193.3		76.5		146.3		-204.8		228.3	תזרים מפעילות מימון
	-10.5		8.9		33.8		47.0		-33.7	גידול (קיטון) במזומנים

מקור: דוחות אלרוב נדל"ן ועיבודי מידרוג

⁵ לפרטים בדבר מסגרת האשראי הכוללת שנתנה החברה לקבוצת אלרוב נדל"ן ראה פרק: "ניתוח פיננסי- גמישות פיננסית ונזילות".

ההון העצמי של קבוצת אלרוב נדליין ליום 31.3.2005 הסתכם בכ- 62 מיליון ₪ לעומת כ- 9 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2003 וגירעון בהון של כ- 22 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2002. לאורך השנים הציגה קבוצת אלרוב נדליין גירעון נצבר גבוה, אשר הביא לשחיקה מהותית של הונה העצמי. ההפסד הנקי עליו דיווחה בשנת 2002 גרם לעליה חדה בהיקף הגירעון הנצבר עד כדי יצירת גירעון בהון. לעומת זאת, החל בשנת 2003 ניכרת השפעה חיובית של השיפור ברווחיות על ההון העצמי. להערכת מידרוג, איתנותה הפיננסית של אלרוב נדליין נמוכה גם בהשוואה לחברות דומות הפועלות בענף הנדליין המניב בישראל ובח"ל.

<u>31.12.2001</u>	<u>31.12.2002</u>	<u>31.12.2003</u>	<u>31.12.2004</u>	<u>31.3.2005</u>	<u>יחסי איתנות וכיסוי עיקריים:</u>
1%	-2%	1%	3%	4%	הון עצמי לסך מאזן
99%	100%	98%	94%	94%	חוב פיננסי ל- CAP
95%	98%	93%	79%	85%	חוב פיננסי נטו ל- CAP
92%	94%	92%	74%	89%	חוב פיננסי לסך המאזן
58%	59%	52%	55%	34%	חוב לז"ק מסך החוב
					CFO להכנסות מפעילות נדליין (לפני מימוש מקרקעין)
6%	22%	20%	13%	22%	חוב פיננסי ל- FFO
122	47	47	72	0	

מקור: דוחות אלרוב נדליין ועיבודי מידרוג

מגזר הבנייה ומכירת הדירות (כ- 23% משווי מאזני מופחת ליום 31.12.2004)

מקור הרווחיות המרכזי מגדלי צמרת מצוי לקראת השלמה

החל משנת 1987 פועלת הקבוצה בייזום ומכירה, ניהול ותחזוקה של דירות יוקרה בישראל. פעילות זו נחשבת כיום לפעילות המובילה בקבוצה במונחי הכנסות, אם כי מבוססת על מספר מצומצם של פרויקטים. פעילות הייזום והמכירה מבוצעת באמצעות חברת בת בבעלות מלאה של החברה: מגדלי אלרוב (1992) בע"מ (להלן: "מגדלי אלרוב") ואילו שירותי הניהול והתחזוקה של הבניינים בפרויקטים השונים, הינם באחריות חברות ניהול ייעודיות, שבבעלות החברה. פעילות הבנייה מבוצעת באמצעות קבלני משנה במקצועות השונים, בכפוף לקבלת בטחונות כגון ערבויות בנקאיות.

בשנת 2004 הסתכמו הכנסות הקבוצה ממכירת דירות בכל הפרויקטים במגזר פעילות זה בכ- 150 מיליון ₪, לעומת כ- 84 מיליון ₪ בשנת 2003 וכ- 194 מיליון ₪ בשנת 2002. בשנים האחרונות נבעו מרבית ההכנסות ממגזר פעילות זה והרווח הנקי הכולל של הקבוצה ממכירת דירות ב"פרויקט מגדלי צמרת" בצפון ת"א, שהקבוצה החלה בהקמתו בשנת 1999. במסגרת הפרויקט נבנו שלושה מגדלי דירות למגורי יוקרה בני 34 קומות כל אחד ובסה"כ כ- 350 דירות. בנוסף, כולל הפרויקט, חניון המכיל 800 מקומות חנייה, בריכת שחיה, סאונה, חדר כושר ואולם אירועים. נכון ליום 31.3.2005 הסתיימה בנייתם של שני בניינים (A ו- B) ואילו בנייתם של הבניין השלישי (C) ומספר מתקנים נלווים, כמפורט לעיל, טרם הושלמה. הקבוצה דיווחה על מכירת דירות בפרויקט בהיקף כספי של כ- 1.1 מיליארד ₪, המהווים כ- 88.3% מהיקף המכירות הכולל הצפוי של בניינים A ו- B וכ- 50.3% מהיקף המכירות הכולל הצפוי של בניין C. במהלך שנת 2004 ו- Q1.2005 נרשמה עלייה חדה בהיקף ההכנסות, אשר נבעה ממכירת דירות בפרויקט, בעיקר לתושבי חוץ.

סה"כ		יתרות לקבל או להשקיע להשלמת הפרויקט				31.12.2004				מס' דירות	בנין
שיעור רווח גולמי משוער	השקעה (מש"ח)	הכנסות (מש"ח)	תוספת השקעה (מש"ח)	תקבולים לקבל (מש"ח)	דירות למכור	עלות בנייה מופחתת (מש"ח)	% מכירות	תקבולים בפועל (מש"ח)	מס' דירות שנמכרו		
43%	532	936	24	134	42	508	87%	802	198	240	A+B
37%	325	514	107	286	66	218	44%	228	41	107	C
35%	941	1,450	131	420	108	810		1,030	239	347	סה"כ

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג אולי ירד או לעדכן

קידום פרויקט אזור המגורים בממילא שבירושלים

הקבוצה שותפה במיזם עם שלושה שותפים נוספים להקמת אזור מגורים בפרויקט ממילא בירושלים. נכון ליום 31.3.2005 חלקה של הקבוצה בפרויקט הוא כ- 47.5% וזאת לאחר שרכשה את חלקו של אחד השותפים במיזם. הפרויקט מיועד לבניית 150 יחידות דיור, מתוכן נותרו לבנייה 78 יחידות. נכון ליום 31.3.2005 בבעלות הקבוצה דירה אחת שטרם נמכרה וכן זכויות קרקע לבנייה של כ- 37 יחידות דיור מתוך יתרת הדירות שטרם נבנו. יתרת ההשקעה בפרויקט הינה כ- 31 מיליון ₪.

הצלחת פרויקט מגורי יוקרה מושפעת משיקולים כלכליים, איכותיים וחברתיים

תנאי התחרות בתחום דירות היוקרה, בו פועלת הקבוצה, נובע משקלול של מספר פרמטרים כלכליים כגון: מיקום הנכס, מחירו, איכות הבנייה והשירותים הנלווים לרוכשי הדירות בפרויקט וכן משיקולים חברתיים שונים. נציין כי גורמים העשויים לתרום להצלחת פרויקט מגורים מסוג זה, כוללים בנוסף גם את מוניטין היזם והקבוצה, איתנותם הפיננסית ונגישותם למקורות מימון.

מגזר בית המלון (כ- 12% משווי מאזני מופחת ליום 31.12.2004)

בעלות וניהול שוטף של אחד מבתי המלון היוקרתיים בירושלים

כאמור לעיל, מחזיקה קבוצת אלרוב נדל"ן, באמצעות חברת בת בבעלותה המלאה: אלרוב מלונות יוקרה (1993) בע"מ (להלן: "אלרוב מלונות יוקרה"), ב- 100% מהזכויות במלון מצודת דוד בירושלים. המלון ממוקם ברחוב המלך דוד שבמערב העיר ונחשב למלון היוקרה מהמובילים בירושלים בקטגוריית מלונות הפאר, לצד מלון "המלך דוד". במלון 384 חדרים וסוויטות והוא מציע ללקוחותיו מגוון רחב של שירותים נלווים, לרבות מרכז עסקים, הכולל 15 אולמות אירועים לכנסים ואירועים משפחתיים, בשטח עולל של כ- 2,100 מ"ר וכן, מועדון בריאות וכושר ובריכה.

בכפוף להסכם ניהול שחתמה עם אלרוב מלונות יוקרה, ניהלה רשת הילטון את המלון מיום הקמתו בשנת 1998 ועד לשנת 2001, אז החליטה הנהלת הקבוצה לבטל הסכם זה. לטענתה, נבעה ההחלטה מניהול כושל ולקוי של הילטון לצד חשד להפרת חובת הניהול והאמון שהוטלו עליה כרשת ניהול. הנהלת הקבוצה, החליטה להמשיך ולנהל את המלון באופן עצמאי מאז ועד היום.

מיצובם של מלון המלך דוד ומצודת דוד כמלונות יוקרה, מבדל אותם ממרבית בתי המלון האחרים בעיר. הם מועדפים על מנהיגים פוליטיים, תרבותיים ואנשי עסקים המבקרים בירושלים. נציין כי בתחום מתן שירותי אירוח כנסים ואירועים למלון מצודת דוד מתחרים רבים, לרבות: בתי מלון, מרכזי קונגרסים ואולמות אירועים בירושלים.

⁶ לפרטים ראה פרק: בעלות, ניהול ואסטרטגיה "הליכים משפטיים".

פעילות בית המלון מבוססת בעיקר על תיירות נכנסת ולפיכך רגישה במיוחד למצב הביטחוני בישראל בכלל ובירושלים בפרט

במהלך שנת 2004, החלה התאוששות בהיקף התיירות הנכנסת לישראל, כמו גם בהיקף תיירות הפנים, בעיקר לאור השיפור המסתמן במצב הביטחוני. הגידול בהיקף התיירות הנכנסת לישראל ובפרט לירושלים⁷, הוביל לשיפור בהכנסות המלון וברווחיותו. בשנת 2004 הסתכמו ההכנסות מהפעלת בית המלון בכ- 78 מיליון ₪, לעומת כ- 61 מיליון ₪ בשנת 2003 וכ- 46 מיליון ₪ בשנת 2002.

לאורך השנים, נבעו מרבית הכנסות בית המלון מתיירות נכנסת ובשנים האחרונות אף ניכרת עלייה בחלקה היחסי של תיירות זו מסך הכנסות המלון, בהשוואה לזו של תיירות הפנים. להערכת מידרוג, הגורם הביטחוני מהווה הביטחוני מהווה שיקול מכריע בבחירת מקום הנופש, אם כי אין להתעלם גם מהשפעת המיתון הכלכלי הקשה בישראל, על תרבות הבילוי של הנופש הישראלי. מניתוח התפלגות התיירות הזרה בישראל במהלך השנתיים האחרונות, לא מזהה מידרוג הבדל משמעותי בין ירושלים לערים מרכזיות אחרות בישראל ולפיכך מעריכה כי התייחסות התייר הזר לסיכון הביטחוני נעשית מעצם ההחלטה באם להגיע לישראל ופחות לגבי העיר בה ממוקם המלון. לעומת זאת התייר הישראלי רגיש מאוד למיקום המדויק של המלון, בו הוא מתכוון לנפש, בהיבט של הסיכון הביטחוני הגלום בו.

עונתיות בהתפלגות הכנסות בית המלון, בין היתר לאור פרופיל הלקוחות

תנודתיות בשיעורי התפוסה של המלון, על פני השנה, נובעת בין היתר מאופי הלקוחות של המלון. עונות השיא של הפעילות הן באביב ובסתיו, בעיקר בשל הגורמים הבאים:

1. חגים יהודיים ונוצריים: מרכיב מהותי בתיירות הנכנסת של המלון הם יהודים זרים המגיעים לירושלים לחגוג את חגי ישראל הדתיים, בהם סוכות ופסח, החלים במועדים אלו. חגים נוצריים משפיעים על עיתוי הנופשים של יהודים אלו בשל החופשים הנלווים אליהם.
2. כנסים ופסטיבלים: קיומם של אירועים מעין אלו בולט במהלך העונות האמורות והמלון ערוך לתת לכך מענה, באמצעות מרכז הכנסים ושירותי האירוח הנלווים אלו.

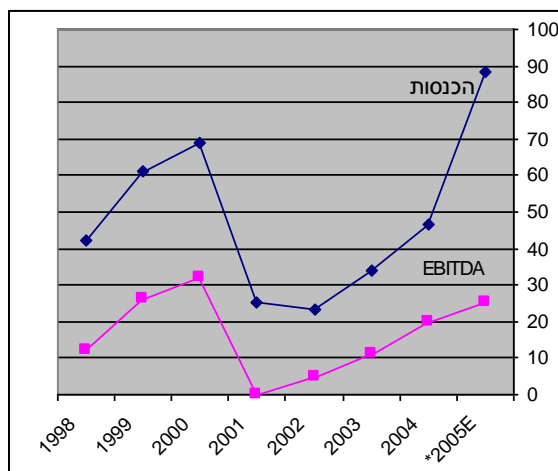
גידול מהותי בשיעורי התפוסה במלון ועלייה חדה במחיר הממוצע לחדר תרמו לשיפור חד בהיקף הפעילות וברווחיות

להערכת מידרוג, יש לבחון את התוצאות העסקיות של הפעלת המלון במהלך שלוש תקופות מרכזיות מיום הקמתו ועד היום.

- בין השנים 1998-2000 ("טרום האינתיפאדה השנייה") דיווחה הקבוצה על הכנסות גבוהות מהפעלת המלון, אשר הגיעו לשיאן בשנת 2000. הכנסות הגבוהות ועימן הרווחיות הגבוהה נבעו בעיקר משיעורי תפוסה גבוהים במלון וממחירים גבוהים בממוצע לחדר. נציין כי באותן שנים נוהל המלון באמצעות רשת הילטון.

⁷ לסקירה ענפית רחבה יותר על ענף המלונאות בישראל בכלל ובירושלים בפרט ראה פרק: סקירה ענפית מגזר בית המלון.

התנהגות ההכנסות והרווח תפעולי
בין השנים 1998-2004 (במיליוני ₪)



מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

- בין השנים 2001-2002 ("שנות האינתיפאדה השנייה") דיווחה הקבוצה על ירידה חדה בהיקף הפעילות. התערערות היציבות הביטחונית באזור, הביאה לפגיעה דרמטית בפעילות ענף התיירות בישראל בכלל ובירושלים בפרט. שיעורי התפוסה במלון ירדו ועימם גם המחירים. גם הכנסות המלון מפעילויות משלימות כגון אירועים וכנסים נפגעו מהותית במהלך השנים האמורות.
- בין השנים 2003-2005 Q1 נרשם תיקון בשיעורי התפוסה במלון וברמות המחירים לרמות שאפיינו את התקופה ערב פרוץ האינתיפאדה (נתונים לשנת 2005 בגרף להלן, הינם בגילום שנתי על בסיס Q1.2005).

מגזר השקעות והון סיכון (כ- 11% משווי מאזני מופחת ליום 31.12.2004)

פעילות הקבוצה במגזר ההשקעות וההון סיכון אינה סינגטית לתחומי פעילותה האחרים וכרוכה במידה רבה יותר של סיכון

את השפעת פעילות הקבוצה במגזר ההשקעות וההון סיכון, ניתן לראות בין היתר בסעיף ההכנסות האחרות נטו. בשנת 2004 הסתכמו הכנסות הקבוצה נטו בגין הפעילות הפיננסית בכ- 20 מיליון ₪, מתוכם כ- 35 מיליון ₪ הכנסות ממנימוש ני"ע, בניכוי של כ- 15 מיליון ₪ מהפרשות לירידת ערך מפעילות ההשקעה בחברות הזנק ובקרנות הון סיכון. במהלך Q1.2005 הסתכם הרווח מני"ע סחירים והשקעות בסך של כ- 4 מיליון ₪.

להלן פירוט סוגי ההשקעות במגזר פעילות זה:

- **השקעה בניירות ערך** - מנוהלת במישרין ע"י מר אקירוב. נכון ליום 31.12.2004 מחזיקה הקבוצה ביתרת ניירות ערך סחירים חריגה בסך של כ- 114 מיליון ₪, מתוכה כ- 86.5 מיליון ₪, בגין השקעה במניות בנק הפועלים. במהלך שנת 2004 החליטה הנהלת הקבוצה לממש את אחזקותיה במניות בנק הפועלים, אשר נכון ליום 31.12.2003 הוצגו כהשקעת קבע בסך של כ- 96 מיליון ₪. בעקבות ההחלטה הוצגו המניות כיתרת מניות ערך סחירים. **נכון ליום 31.12.2004 מומשו כ- 27% ממניות בנק הפועלים בשווי כספי של כ- 31 מיליון ₪. כמה ל- 31.3.2005**

- **השקעה בחברות הזנק (Start Up)** - מבוצעת באמצעות חברת הבת טכנורוב אחזקות (1993) בע"מ (להלן: "טכנורוב אחזקות", 77.4%), בניהולו של מר שמריה שפירא, מייסד תיק ההון סיכון בקבוצה ובאמצעות חברת בת בבעלותה המלאה: טכנורוב 1 בע"מ. תיק ההשקעות כולל חברות הזנק מתחומי המכשור הרפואי ומדעי החיים; מערכות מידע ואינטרנט; טכנולוגיית מידע ואבטחתו; מוליכים למחצה ואחרים. **נכון ליום 31.3.2005 שיעור האחזקות של טכנורוב בחברות שבפורטפוליו שלה נע בין כ- 1.5% לבין כ- 23%. יתרת עלות השקעות הקבוצה בקרנות האמורות מסתכמת בכ- 82 מיליון ₪. (לפי התקציר)**

- השקעה בקרנות הון סיכון** - הקבוצה חתמה על הסכמים עם 10 קרנות הון סיכון שונות, על פיהם היא מחויבת להשקיע בקרנות סך כולל של **81 מיליון ש"ח (18.5 מיליון דולר ארה"ב)**, בהתאם לצורך. נכון ליום **31.12.2004** הסתכם סכום ההשקעה בכ- **55 מיליון ש"ח (12.6 מיליון דולר)**. את היתרה מחויבת הקבוצה להשקיע במהלך **שלוש השנים הקרובות**. שיעור דמי הניהול השנתיים שמשלמת הקבוצה לקרנות נע בין **1.5% לכ- 2.75%** מהיקף הכספים שהעבירה הקבוצה לקרן ונמצאים בקופתה.

כמו כן, זכאיות קרנות הון הסיכון ל- **20%** משיעור הרווחים שיצברו בקרן, ככל שייצברו. נכון ליום **31.3.2005** יתרת עלות השקעת הקבוצה בקרנות האמורות מסתכמת בכ- **41 מיליון ש"ח**. (לפי התקציר) **לפי דוח רבעוני 5.1 מיליון דולר**

בשוק ההון המקומי והבינלאומי קיימות חברות רבות, המתמחות בפעילות הון סיכון, ומהוות, להערכת מידרוג, מתחרות מועדפות למשקיעים בכל הנוגע לתחום פעילות זה

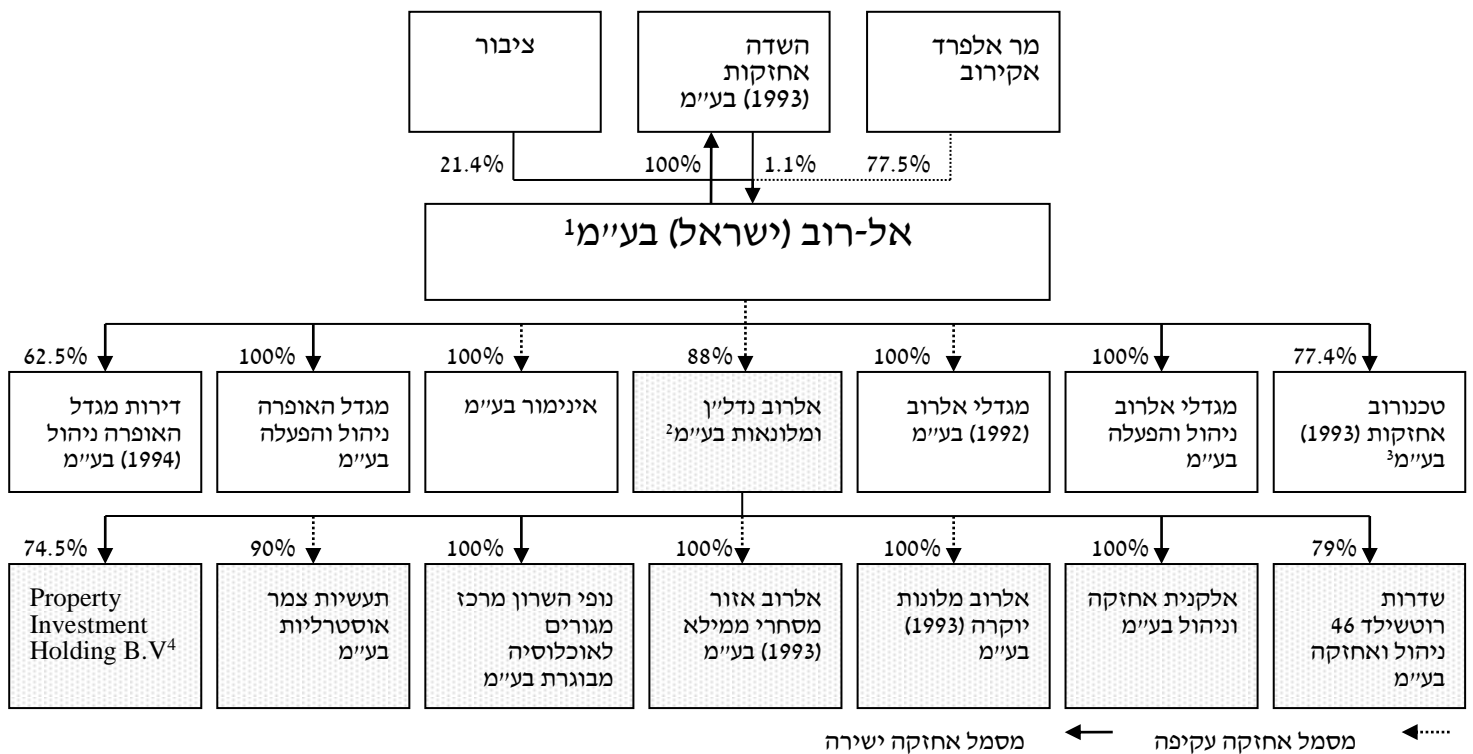
מלבד הקבוצה, פועלים בישראל גופי השקעות רבים כגון: קרנות הון סיכון, חברות השקעה, יחידים ובנקים להשקעות זרים ומקומיים רבים, המבצעים השקעות בחברות שעיסוקן חופף לתחומים בהן משקיעה הקבוצה ולעיתים אף באותן חברות. להערכת מידרוג פעילות בתחום ההשקעות והפיננסיים חושפת את הקבוצה לסיכון גבוה יותר, בעיקר מהשיקולים הבאים: (1) פעילות ההשקעות הפיננסיות וההון סיכון בקבוצה, משנית ולא סינרגטית לתחום פעילותה המרכזי בתחום הנדל"ן; (2) הפעילות הפיננסית מושפעת מגורמים חיצוניים רבים, אשר לקבוצה אין שליטה עליהם; (3) בשנים האחרונות כללה פעילות הקבוצה בתחום ני"ע גם השקעות בתחום הנכסים הנגזרים, בעיקר למטרות הגנה על התחייבויות במט"ח, אם כי גם משיקולים ספקולטיביים. לדברי הנהלת הקבוצה כיום הפעילות הספקולטיבית שולית.

להערכת מידרוג, יתכן כי מנקודת מבטו של משקיע המעוניין בפעילות פיננסית, עדיפה השקעה בחברות אשר כל עיסוקן והתמחותן הינן בהשקעות פיננסיות ולא דווקא בחברת נדל"ן, הפועלת בתחום הפיננסיים כפעילות משנית.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

אל-רוב התאגדה בשנת 1978 חברה פרטית בישראל, בבעלות מר אלפרד אקירוב. החל משנת 1983 רשומות מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א, כחברה ציבורית. נכון ליום פרסום הדו"ח מחזיק מר אקירוב במישרין ובאמצעות חברות שבעלותו בכ- 77.5% מהון המניות בחברה. נכון ליום 22.5.05 הודיעה חברת גנד"ן החזקות נדל"ן, בעלת עניין בחברה, על מכירת אחזקותיה בהון המניות לצד שלישי. יתרת המניות מוחזקות בידי חברת בת בבעלות מלאה של החברה, השדה אחזקות (1993) בע"מ ובידי הציבור.

אל-רוב (ישראל) בע"מ: מבנה אחזקות עיקריות



¹ התרשים אינו כולל החזקות בחברות נוספות שהינן חברות נכס, המוחזקות במישרין ובעקיפין ע"י החברה, או חברות שפעילותן אינה מהותית לעסקה או שאינן פעילות.

² כ- 2% מהון המניות הנותרים מוחזקים בידי חברת אלרוב יעוץ ויזום עסקים (1982) בע"מ שבשליטת מר אקירוב.

³ יתרת המניות מוחזקות בידי לאומי ושות' (20%) ובידי מר שמריהו שפירא (2.6%).

⁴ במהלך שנת 2003 עלה שיעור החזקות קבוצת אלרוב נדל"ן ב- PIH משיעור של כ- 70% לשיעור של כ- 74.5%.

שדרה ניהולית צרה במיוחד, עם תלות מהותית בבעל השליטה

להערכת מידרוג המבנה הניהולי של הקבוצה שטוח, עם מעורבות חזקה ומקיפה של מר אלפרד אקירוב, בניהול השוטף לרבות בקביעת יעדיה האסטרטגיים של הקבוצה. החברה מעריכה את התלות במר אקירוב כמהותית, לעניין יזום פרויקטים חדשים וביצוע פרויקטים בייזום שכבר מבוצעים על ידה.

בכפוף להסכמי ניהול של הקבוצה עם חברת ניהול בשליטתו של מר אקירוב, משמש מר אקירוב כיו"ר הדירקטוריון בחברה וכמנהלה הכללי. בנוסף משמש מר אקירוב כיו"ר הדירקטוריון וכמנכ"ל בחברות בנות נוספות בקבוצה, לרבות אלרוב נדל"ן וכן אחראי על ניהול סיכוני השוק הפיננסיים בקבוצה. בגין שירותי הניהול של מר אקירוב, שילמו החברה וחברת הבת אלרוב נדל"ן בשנת 2004 לחברת הניהול סך של כ- 4 מיליון ש"ח, לעומת כ- 3.8 מיליון ש"ח בשנת 2003 וכ- 3.6 מיליון ש"ח בשנת 2002. קצב גידול ריאלי שנתי של 5% בדמי הניהול מוגדר בהסכם הניהול האמור.

ניהול פנימי, עצמאי של הפעילות בישראל, לצד קבלת שירותי ניהול חיצוניים של הנכסים בחו"ל

ניהול הפעילות בישראל: המבנה הארגוני של הקבוצה בישראל כולל מספר חטיבות בהן: בנייני משרדים בישראל, שטחי מסחר בישראל, בנייני מגורים בישראל, המרכז לדיור מוגן, בית המלון ופעילות ההון סיכון. ניהול מרבית החטיבות נעשה באמצעות מר אקירוב, בסיוע דרגי ניהול ביניים, חלקם פועלים בתפקידי רוחב ולא כמנהלי חטיבות עצמאיים. האחראי על ניהול בית המלון הינו מר [REDACTED], המשמש כמנכ"ל בית המלון החל מ- [REDACTED]. האחראי על **ניהול פעילות ההון הסיכון, הינו מר שמריהו שפירא, מנכ"ל חברת הבת טכנורוב אחזקות.**

מערך השיווק של הקבוצה מתבסס על דרגי הניהול השונים בקבוצה, החל ממר אקירוב – בעיקר בתחום הבנייה והמכירה של דירות יוקרה וכלה במנהלי הנכסים וחברות הניהול הפעילות בכל נכס ונכס.

ניהול הפעילות בחו"ל: חברת PIH אמונה על הפיקוח והבקרה של הפעילות בחו"ל, אשר תפעולית מנוהלת ברובה באמצעות חברות ניהול מקומיות כדוגמת: Privera (שוויץ) ו-Sagel (צרפת)⁸. PIH מוחזקת בידי חברת הבת אלרוב נדל"ן (כ- 74.5%) ובידי חברה פרטית, מקומית, לא קשורה (25.6%).

מצבת כוח אדם

נכון ליום 31.3.2005 מועסקים בקבוצה **702** עובדים (לא כולל עובדי חברות כ"א זמניים), מתוכם **542** עובדים בקבוצת אלרוב נדל"ן. מרבית העובדים, מועסקים בבית המלון ובשטחי המסחר בישראל. העסקת עובדי המלון כפופה להסכם קיבוצי שהוחל על כל עובדי בתי המלון והאירוח בישראל. הסכם העסקה של העוסקים הבכירים בבית המלון, בא להוסיף על תנאי ההסכם הקיבוצי. יתרת עובדי הקבוצה מועסקים בהסכמים אישיים.

מגבלות רגולטוריות ופיקוח על מגוון פעילויות הקבוצה

מגוון פעילויות הקבוצה מפוקחות רגולטורית ופועלות בכפוף לחוקים, תקנות ואישורים של הגופים הרלוונטיים, בהם משרד הבריאות, משרד העבודה, משרד איכות הסביבה, תקנות רשויות מקומיות ואחרים.

⁸ לפרטים נוספים לגבי חברות הניהול האמורות, ראה: "נספח 2".

הליכים משפטיים מהותיים התלויים כנגד החברה ו/או חברות הקבוצה

הליך בוררות נגד קרתא בגין האזור המסחרי בממילא

במהלך שנת 1999 הגישה חברת האזור המסחרי תביעה בבית המשפט במחוזי בת"א-יפו כנגד קרתא לקבלת סעד הצהרתי, לפיה הפרה קרתא את ההסכם עם הקבוצה כשסירבה לחתום על תביעה מתוקנת שהוכנה, עבור האזור המסחרי במתחם ממילא. התביעה התייחסה גם לסירובה של קרתא לחתום על היתרי בנייה של הבניינים באזור המסחרי. ביום 31.12.2004 ניתן פסק ביניים ע"י הבורר, על פיו חויבה קרתא לפצות את חברת האזור המסחרי בסך של כ- 70 מיליון ₪ ובאם יקוימו תנאים מסוימים שעליה למלא במהלך ששת החודשים הראשונים של שנת 2005 יקטן הסכום לכ- 32 מיליון ₪. הליך הבוררות נמשך ביחס לסכום פיצוי נוסף שדורשת חברת האזור המסחרי מקרתא.

ביטול הסכם הניהול עם הילטון

בעקבות ביטול הסכם הניהול בין אלרוב מלונות יוקרה והילטון, כאמור לעיל, הגישה הילטון תביעה כנגד קבוצת אלרוב נדל"ן על פיה היא תובעת את אכיפת הסכמי הניהול שנחתמו בין הצדדים וכן תשלום של כ- 3.2 מיליון דולר בגין דמי ניהול, פיצוי והחזר הוצאות ולחילופין במקרה שלא ניתן יהיה לאכוף את הסכמי הניהול, תובעת הילטון סכום פיצוי כספי כולל של כ- 55.8 מיליון דולר, בגין אובדן הכנסות עתידיות (לטענתה) עד שנת 2048 והמתנייחסות למשכן הכולל של כל תקופות האופציה כפי שנקבעו עפ"י הסכם הניהול. במהלך חודש אוקטובר 2001 הגישה קבוצת אלרוב נדל"ן תביעה כנגד הילטון על סך של 60 מיליון דולר בגין נזקים שנגרמו לה כתוצאה מהניהול הכושל והלקוי ומהפרת חובת הנאמנות. נכון ליום פרסום הדו"ח התביעות עדיין נדונות במסגרת בוררות מוסכמת וטרם התקבלה הכרעה בנושא.

אסטרטגיה עסקית

צמצום בפעילות ייזום והקמה של נכסים בישראל

בשנת 2000 החליטה הנהלת הקבוצה שלא ליזום פיתוח של פרויקטים חדשים בתחומי הנדל"ן למגורים והנדל"ן המניב בישראל, מעבר לאלו שכבר מבוצעים על ידה. מאז פועלת החברה להשלמת פרויקטים קיימים בלבד, בהם מגדלי צמרת, המרכז המסחרי ממילא בירושלים (בכפוף לקבלת היתרי הבניה) וסיום עסקה להקמת יח"ד בפרויקט מגורים בממילא.

הרחבת ההשקעות בנדל"ן מניב בחו"ל בפרט בשוויץ

במקביל לצמצום הפעילות בישראל, פועלת הקבוצה בשנים האחרונות לאיתור ורכישה של השקעות בנדל"ן מניב באירופה. נכון ליום 31.5.2005 לקבוצה פורטפוליו הכולל 11 נכסים מניבים בחו"ל, התורמים תזרים שנתי פנוי, לאחר הוצאות שוטפות ופירעון הלוואות לבנקים, בסך של כ- 20 מיליון ש"ח. הפעילות מתנהלת באמצעות שותף מקומי, אשר אחראי על איתור ורכישת נכסים, בקרה וניהול פיננסי. הניהול התפעולי מתבצע באמצעות חברות ניהול מקומיות מהמובילות בתחומן. מימון רכישת הנכסים מתבסס על לקיחת הלוואות מגופי מימון בינלאומיים בתנאי Non Recourse בשיעור גבוה, הנע בטווח של 80%-90% מעלות הרכישה. יתרת ההשקעה ממומנת ממקורות עצמיים, לרבות ניצול קווי אשראי, פנויים מבנקים בישראל ומקורות מימון חוץ בנקאיים. מעת לעת ובהתאם לאיתור הזדמנויות עסקיות פועלת הקבוצה למימוש נכסים. בשנת 2004 נרשם רווח הון בסך של 19 מיליון ש"ח ממימוש מקרקעין באנגליה, מזה חלק הקבוצה כ- 13 מיליון ש"ח.

צמצום פעילות ההון סיכון

הקבוצה אינה מתכוונת להגדיל את החשיפה לתחום ההון סיכון ואינה מבצעת השקעות נוספות בתחום זה. יחד עם זאת, היה והקבוצה תממש חלק מאחזקותיה בחברות הפורטפוליו, הרי שבכוונתה לשקול מחדש את עמדתה בנושא זה. כיום משמרת הקבוצה את שיעור אחזקותיה בחברות הפורטפוליו ומעת לעת נוטלת חלק בהשקעות נוספות בחברות קיימות.

סקירה ענפית של מגזרי הפעילות בקבוצה עפ"י התפלגות גיאוגרפית

ליבת פעילות הקבוצה מתמקדת בשוק המקומי. בשנת 2004 נבעו מרבית הכנסות הקבוצה מפעילות בשוק המקומי. הסקירה הענפית המובאת להלן תפרט מגמות עיקריות וסיכונים מרכזיים להם חשופה פעילות הקבוצה בשווקים המרכזיים לפעילותה, בישראל ובאירופה.

ישראל: שוק הנדל"ן לבנייה ומניב⁹

המשך מגמת האטה בשוק הנדל"ן המקומי

ענף הנדל"ן נתון במיתון ובמגמת האטה מתמשכים מזה כ-8 שנים. מרבית האינדיקטורים המרכזיים בענף הנדל"ן לשנת 2004 וברבעון הראשון של 2005 מצביעים על המשך מגמת ההאטה: ההיקף הממוצע של התחלות בנייה בשנים 2001-2003 עמד על כ-32 אלף יחיד, ירידה של 30% לעומת שנת 2000. בשנת 2004 חלה ירידה נוספת של 12% בהתחלות הבנייה, לקצב שנתי ממוצע של 28 אלף יחיד. היקפי הפעילות הנמוכים התבטאו גם באחוז ההשקעה מהתמ"ג אשר פחת ל-7.6%. בשנים האחרונות ניכרת ירידה במספר התחלות בניה, ירידה בביקוש לדירות, וירידה במחירי המכירה של דירות מגורים. בתחום הנדל"ן המניב ניכר עודף היצע של שטחים להשכרה וכתוצאה מכך ירידה במחירי השכירות. שיעור האבטלה הגבוה, הביטחון התעסוקתי הנמוך, הקיטון בהיקף העלייה לישראל וביטול המענקים לדיור לזכאים באפריל 2003 הביאו לירידה במספר העסקאות. כמו כן סבל הענף מהתייקרות תשומות הבנייה, בין השאר בשל התייקרות הברזל והמחסור בעובדים זרים.

השפעות רגולטוריות על ענף הנדל"ן בכלל וענף הבנייה למגורים בפרט

- א. כוח אדם: הממשלה גיבשה שינוי במדיניות מתן רישיונות להעסקת עובדים זרים ואופן העסקתם כך שהעסקת עובדים זרים בענף הבניין תותר רק על ידי חברות כוח אדם אשר יחזיקו ברישיון להעסקת עובדים זרים, כאשר כל חברה תורשה להעסיק מספר מוגדר של עובדים זרים. חברת כ"א, תהיה מחויבת בתשלום שכרם של העובדים הזרים וכל הכרוך בהעסקתם.
- ב. שוק המשכנתאות: במהלך שנת 2003 בוטלו מענקי הדיור לזכאים אשר עד ליום הביטול קבלו תוספת סיוע בהלוואות ומענקים מוגדלים באזורי עדיפות לאומית וכמו כן בוטלו המענקים לפי "חוק הנגב" שכלל מענקים מדורגים לפי יישובים. כתוצאה מכך חלה האטה חריפה ברכישת דירות בקרב זכאי משרד הבינוי והשיכון.
- ג. שוק קרקעות: מרבית הקרקעות בישראל מוחזקות ע"י המדינה והן מופשרות בהתאם לתוכניות פיתוח המקרקעין של המדינה. כמו כן, מזה מספר שנים המנהל אינו עומד ביעדי המכירות שנקבעו ע"י הממשלה. עם זאת לפי פרסומי מנהל מקרקעי ישראל, הוא מתכנן להאיץ את קצב שיווק הקרקעות לכדי 35 אלף יחידות דיור בשנת 2005. עודפי היצע עשויים לתרום לירידת מחירי הקרקעות.

⁹ לאור העובדה כי פעילות הקבוצה בתחום הנדל"ן לבנייה בישראל מיועדת לאלפיון העליון בישראל, חלק ממגמות שוק הנדל"ן בישראל, כגון מגמות בשוק המשכנתאות וכו' פחות רלוונטיות לגביה.

ד. בירוקרטיה: פעילות הייזום בתחום הנדליין בישראל נתקלת לא אחת במכשולים בירוקראטיים מהותיים, כדוגמת אי מתן אישורי בנייה ואחרים, העלולים לעכב תהליכי בנייה במשך שנים רבות. לפיכך קיימת נטייה של יזמים רבים להימנע מפעילות ייזום בשוק המקומי.

שינויים במאפייני לקוחות בענף

בשנה האחרונה ניכרת עליה במספר רוכשי דירות בעלי אזרחות זרה בישראל, בעיקר ממדינות מערב אירופה (צרפת, אנגליה) וצפון אמריקה. עיקר הביקוש הוא לדירות יוקרה ולדירות לאורך הים. הסיבות לביקוש הגובר הן בין היתר: התחזקות האירו אשר הגדילה את כוח הקניה של המשקיעים האירופאים, שפל במחירי הנדליין בארץ והשינוי החיובי המסתמך באווירה הפוליטית ביטחונית בישראל.

שינויים בשערי הריבית ובשערי החליפין ואחרים משפיעים על הוצאות המימון ולפיכך על רווחיות של החברות הפועלות בענף

במהלך השנתיים האחרונות נרשמה ירידה בשיעורי הריבית להלוואות שקליות לז"ק לעומת עלייה בשיעורי הריבית של הלוואות דולריות לז"ק. השפעתה של מגמה זו או אחרת של שיעורי הריבית על רווחיות החברות הפועלות בענף מהותית ביותר.

ישראל: תיירות ומלונאות

התאוששות בהיקף התיירות בישראל ובתוכה ירושלים, נובעת בעיקר מגידול בתיירות הנכנסת של תיירים זרים ולא מתיירות פנים

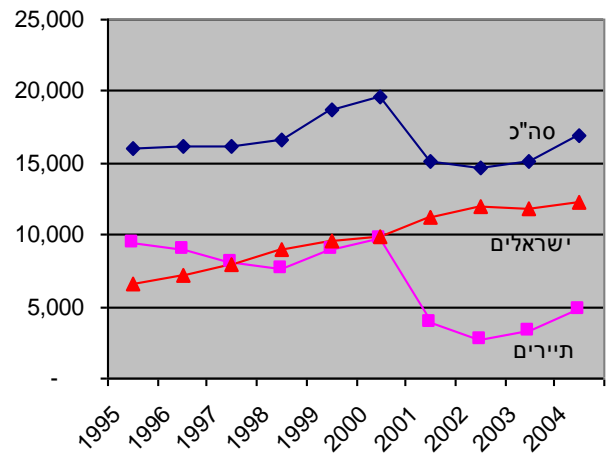
במהלך שנת 2004 ניכרת התאוששות בהיקף התיירות בישראל. להלן מגמות עיקריות בהיקף התיירות הנכנסת ובתיירות הפנים בשנים האחרונות.

תיירות נכנסת: בשנת 2004 נרשם גידול חד בהיקף התיירות הנכנסת לישראל, אם כי התאוששות זו נתנה אותותיה כבר בשנת 2003. יחד עם זאת, ההיקף הנוכחי עדיין רחוק מהרמות שאפיינו אותו, ערב פרוץ האינתיפאדה לקראת סוף שנת 2000. נציין כי שנת 2000 נחשבה לשנת שיא בפעילות בין היתר לאור "חגיגות ה-2000" שנחגגו באותה העת באתרים המקודשים לנצרות. הגידול בהיקף התיירות הנכנסת השפיע על מלונות בכל הרמות, החל ממלונות המקוטלגים ברמה 1 ועד לכפרי נופש. בירושלים, נרשם גידול חד בהיקף התיירות הנכנסת, אם כי בשיעור דומה לזה שנרשם ביתר הערים המרכזיות בישראל, כדוגמת ת"א או חיפה.

תיירות פנים: לאורך השנים נירשם גידול מתון יחסית בהיקף תיירות הפנים בישראל, זאת למרות המצב הביטחוני והמיתון הכלכלי. יחד עם זאת, ניתן לזהות בשנת 2004 העדפה ברורה של התייר הישראלי להימנע מלנפוש בבתי המלון הממוקמים באזור ירושלים (צמיחה שלילית).

לינות במלונות תיירות בישראל

בין השנים 1995-2004 (באלפים)



מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

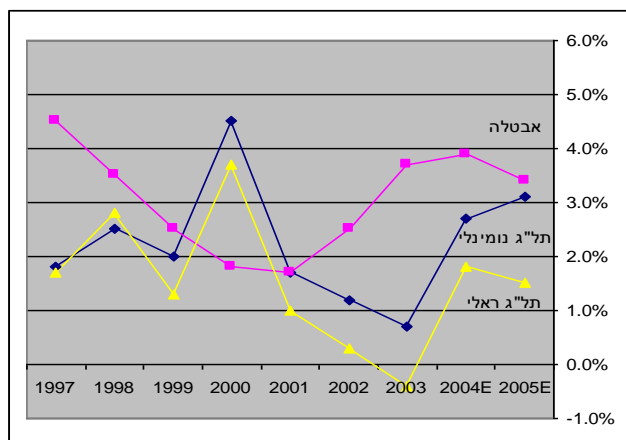
שיעור השינוי משנה קודמת %		לינות במלונות תיירות בישראל (באלפים)			
2003	2004	2002	2003	2004	
3%	12%	14,607	15,101	16,973	סה"כ
25%	45%	2,628	3,286	4,771	תיירים
-1%	3%	11,978	11,812	12,202	ישראלים
לינות במלונות תיירות ברמה 1					
16%	NA	3,629	4,224		סה"כ
41%	NA	1,223	1,719		תיירים
4%	NA	2,404	2,505		ישראלים
לינות במלונות תיירות בירושלים					
27%	24%	1,257	1,595	1,981	סה"כ
42%	47%	639	909	1,341	תיירים
11%	-6%	618	685	641	ישראלים
לינות במלונות תיירות במערב ירושלים					
29%	23%	1,154	1,494	1,838	סה"כ
51%	48%	548	829	1,227	תיירים
10%	-9%	606	667	610	ישראלים

שוויץ: נדל"ן מניב

Moody's מזדגת את החוב לזמן ארוך של שוויץ ב- Aaa עם אופק יציב לאורך שנים

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	אינדיקטורים עיקריים:
262	269	265	246	250	277	322	353	386	תל"ג נומינלי שנתי (במיליארדי דולר)
7.1	7.1	7.1	7.2	7.2	7.3	7.3	7.3	7.4	אוכלוסיה (במיליונים)
36,845	37,944	37,310	34,125	34,764	37,877	44,041	48,384	52,203	תל"ג לנפש (בדולרים)
0.5%	0.0%	0.8%	1.6%	1.0%	0.6%	0.6%	0.8%	0.9%	שיעור אינפלציה שנתי %
1.5	1.4	1.6	1.6	1.7	1.4	1.2	1.3	1.2	שע"ח (פרנק שוויצרי לדולר)

שיעורי השינוי במספר אינדיקטורים כלכליים מרכזיים בשוויץ



מקור: Moody's מרץ 2005.

הדירוג הגבוה משקף כלכלה פתוחה, מפותחת ומגוונת, עם הכנסה לנפש גבוהה, מדיניות פיסקאלית זהירה על פני השנים, שיעור אינפלציה נמוך וסטאטוס חזק של מלווה בשווקים הבינלאומיים. כיוון שהסקטור הציבורי לווה ממקורות מקומיים בלבד, הרי שהחוב החיצוני של המדינה מורכב בעיקר מהתחייבויות בנקאיות, המתואמות היטב עם הנכסים הזרים של הבנקים. התחייבויות אלו, משקפות את מעמדה המוביל והיציב של שוויץ כמרכז בנקאות בינלאומי. היסטוריה ארוכת שנים של יציבות פוליטית בשוויץ, מהווה אף היא גורם מרכזי התומך בדירוג הגבוה שניתן לה.

נדל"ן מניב: טרם התקבל החומר. להלן נקודות

- פתיחת השוק לחברות זרות- בשנה האחרונה נפתח שוק הנדל"ן המניב המסחרי בפני חברות זרות...
- ארגוני ה"ירוקים" בשוויץ מתחזקים ומונעים הקמת מרכזים מסחריים נוספים, לרבות חניונים, על מנת לצמצם את תנועת המכונניות. לדברי החברה כיום לא ניתן לקבל אישורים לבניית קניונים חדשים בשוויץ.
- בתחום הנדל"ן המניב המסחרי יש להפריד בין עודפי היצע בתחום המשרדים מחוץ לציריך וביקושים לשטחי משרדים בציריך עצמה.
- תשואה ממרכזים מסחריים גבוהה יותר מזו של משרדים. המשכיר נהנה לחוזים ארוכי טווח בהשוואה לחוזי השכרה של משרדים.

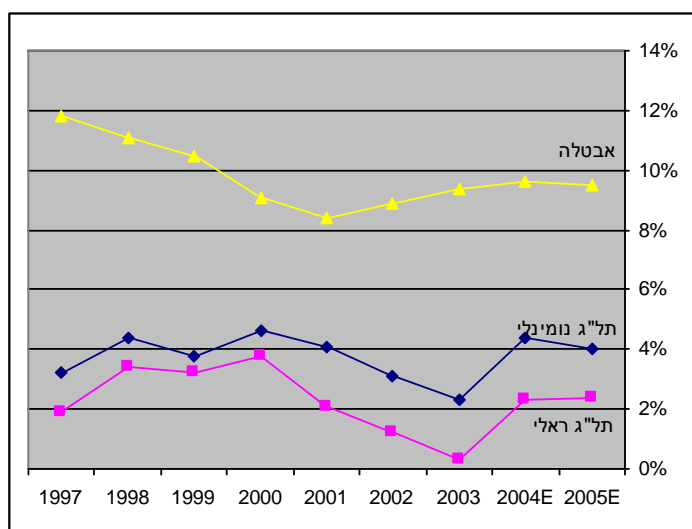
צרפת: נדל"ן מניב

Moody's מדרגת את החוב לזמן ארוך של צרפת ב- Aaa עם אופק יציב

1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004E	2005E	אינדיקטורים עיקריים:
1,415	1,467	1,442	1,305	1,320	1,434	1,758	2,015	2,180	תל"ג נומינלי שנתי (במיליארדי דולר)
58.2	58.4	58.6	58.9	59.2	59.5	59.7	60.0	60.0	אוכלוסיה (במיליונים)
24,300	25,113	24,603	22,158	22,308	24,099	29,440	33,583	36,335	תל"ג לנפש (בדולרים)
1.3%	0.7%	1.1%	1.5%	1.5%	2.1%	1.7%	1.8%	1.9%	שיעור אינפלציה שנתי
6.0	5.6	1.0	1.1	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8	שע"ח (פרנק צרפתי לדולר)

הדירוג שניתן להתחייבויות ארוכות הטווח של ממשלת צרפת מתבסס על הבסיס הכלכלי הרחב והמגוון של המדינה, יציבותה הפוליטית והמדיניות המקרו-כלכלית המתונה שלה. החולשות הן בעיקר לגבי העדר

שיעורי השינוי במספר אינדיקטורים כלכליים מרכזיים בצרפת



מקור: Moody's מרץ 2005.

גמישות בשוק העבודה, הבאה לידי ביטוי בעלות עבודה גבוהה וכאבטלה גבוהה. הבעיה בתחום זה מהווה מכשול בפני פוטנציאל צמיחה גבוה יותר. להערכת Moody's יש להמשיך ולנסות לבצע רפורמה בשוק העבודה בצרפת בכל הנוגע לזכויות הפנסיה וביטוח בריאות. אופק הדירוג של צרפת יציב לאור העובדה כי מדובר במדינה עשירה, יציבה כלכלית. יחד עם זאת המשך הגידול ביחס החוב לתל"ג אשר הגיע בשנת 2004 לכ- 65.6% ועלול להמשיך לגדול ליצור לחץ להורדת דירוג. קצב הצמיחה בתל"ג בשנת 2004 הגיע לכ- 2.5% ומשקף ביצועים טובים בהשוואה למקובל באירופה.

ניתוח פיננסי

רווח והפסד

מימוש נכסי מקרקעין בבריטניה, עליה במכירת דירות בפרויקט מגדלי צמרת, שיפור בתוצאות העסקיות של מלון מצודת דוד בירושלים ורווח ממימוש ניירות ערך, תרמו לשיפור בתוצאות הכספיות של הקבוצה

בשנת 2004 הסתכמו הכנסות הקבוצה מפעילות הנדל"ן בכ- 354 מיליון ₪, לעומת כ- 283 מיליון ₪ בשנת 2003 וכ- 353 מיליון ₪ בשנת 2002. כ- 90% מסך ההכנסות נובעות מפעילות בתחומי הנדל"ן השונים, בעיקר ממכירת דירות, מנדל"ן מניב (כולל דיור מוגן) ומהפעלת בית מלון מצודת דוד בירושלים. יתרת ההכנסות הן בעלות אופי חד פעמי וכוללות רווח ממימוש נדל"ן מניב בחו"ל וממימוש ני"ע. להלן התפתחויות עיקריות בתחומי הפעילות האמורים בשנת 2004:

אלרוב (מאוחד): פירוט הכנסות ותרומה תפעולית¹ ע"י מגזרים בין השנים 2001-2004 (במיליוני ₪)

2001		2002		2003		2004		Q1.2005							
תרומה %	הכנסות תפעולית	תרומה %	הכנסות תפעולית	תרומה %	הכנסות תפעולית	תרומה %	הכנסות תפעולית	תרומה %	הכנסות תפעולית						
40%	74	185	34%	66	194	24%	20	84	23%	34	150	34%	44	130	מכירת דירות
100%	73	73	95%	81	85	95%	100	105	93%	88	94	94%	25	26	שכ"ד ודיור מוגן
-5%	-2	47	9%	4	46	20%	12	61	27%	21	78	29%	6	22	הפעלת בית מלון
-4%	-1	20	-2%	0	23	-3%	-1	26	-14%	-4	26	-4%	0	7	הכנסות ניהול נכסים
0%	0	6	-3%	0	6	-7%	0	6	-12%	-1	6	0%	0	2	תחזוקה- דיור מוגן
	-30	0		-46	0		-14	0	100%	20	20	100%	4	4	הכנסות אחרות נטו
34%	114	331	30%	104	353	41%	117	283	42%	158	375	42%	80	191	סה"כ הכנסות / תרומה תפעולית
	25	25		0	0		6	6		19	19		0	0	בתוספת: רווח ממימוש מקרקעין
	29			31			34			35			10		בניכוי: פחת
31%	110	356	21%	73	353	31%	89	289	36%	142	394	36%	69	191	סה"כ הכנסות/ רווח מפעולות לפני הוצ' הנהלה וכלליות

1 נתונים מתייחסים להכנסות בניכוי הוצאות הפעלה.

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

בניית דירות (כ- 41% מסך ההכנסות לשנת 2004)

התאוששות במכירת דירות: בשנת 2004 הסתכמו הכנסות הקבוצה בגין פעילות בתחום בניית הדירות ומכירתן בכ- 160 מיליון ₪, מתוכם כ- 150 מיליון ₪ (כ- 93%) בגין מכירת דירות והיתרה בגין ניהול הנכסים. מרבית המכירות בשנת 2004 נבעו ממכירת דירות בפרויקט מגדלי צמרת, הממוקמות בבניינים A ו-B. **במהלך Q1.2005 הכירה החברה בהכנסות ממכירת דירות גם בבניין C, כך שהרווח הנקי המאוחד של הקבוצה בתקופה זו נבע כולו מההכרה ברווחיות בגין הפרויקט.**

נדל"ן מניב (כ- 30% מסך ההכנסות לשנת 2004)

ירידה בהכנסות שכ"ד (כולל דיור מוגן): בשנת 2004 הסתכמו הכנסות הקבוצה בגין פעילות הנדל"ן המניב בכ- 116 מיליון ₪, מתוכם כ- 94 מיליון ₪ (כ- 81%) בגין שכ"ד והיתרה בגין ניהול הנכסים המושכרים ודמי אחזקה בגין הדיור המוגן. הירידה בהיקף ההכנסות משכ"ד בשנת 2004 בהשוואה לשנה קודמת, בהיקף של כ- 11 מיליון ₪, נבעה מהפסקה ו/או משינוי בתנאי התקשרויות עם שני שוכרים מרכזיים בקניון נתניה במהלך 2003-2004 וכן מהשפעת עיתוי רכישה ומכירה של נדל"ן מניב בחו"ל על ההכנסות משכ"ד בגינם. כתוצאה מכאן נרשמה פגיעה גם בתרומה התפעולית ובשיעור התרומה התפעולית הנובעת ממקורות הכנסה אלו. בתחום הדיור המוגן המשיכה הקבוצה לדווח על הפסדים תפעוליים, אולם מרכיב הדיור המוגן בסך ההכנסה מהווה כ- 1% בלבד.

בית מלון (כ- 20% מסך ההכנסות לשנת 2004)

המשך שיפור בהכנסות מהפעלת בית מלון: ההכנסה בסך של כ- 78 מיליון ש"ח בשנת 2004 בגין הפעלת בית המלון, משקפת שיפור בהשוואה לשנת 2003. גידול זה בהיקף ההכנסות תרם ליצירת רווח לאחר פחת ומימון של כ- 5 מיליון ש"ח, לעומת הפסד של כ- 4 מיליון ש"ח בשנת 2003. במהלך Q1.2005 נמשך השיפור בתוצאות פעילות המלון והוא חזר לרמות התפוסה והמחירים שאפיינו אותו ערב פרוץ האינתיפאדה בשנייה בסוף שנת 2000.

אחרים (כ- 10% מסך ההכנסות)

גידול ברווח ממימוש מקרקעין: בשנים האחרונות נוהגת הקבוצה להציג רווח ממימוש מקרקעין כחלק מהכנסותיה. בשנת 2004 דיווחה על מכירת נכסים מניבים באנגליה בסך של כ- 285 מיליון ש"ח. בגין המימוש נבע לקבוצה רווח לפני מס של כ- 19 מיליון ש"ח (13 מיליון ש"ח ללא חלק המיעוט), לעומת כ- 6 מיליון אשתקד. בשנת 2001 נרשם רווח ממימוש מקרקעין בסך של כ- 25 מיליון ש"ח, אשר נבע ממכירה של קומות משרדים ומרתפי חניה בבניין "בית אירופה" שבת"א. שווי העסקה הסתכם בכ- 62 מיליון ש"ח.

הכנסות אחרות, נטו: פעילות פיננסית בה מעורבת הקבוצה הניבה לה בשנת 2004 הכנסות נטו, בסך של כ- 20 מיליון ש"ח, לעומת הוצאות אחרות נטו בסך של כ- 14 מיליון ש"ח בשנת 2003 וכ- 46 מיליון ש"ח בשנת 2002. מקור ההכנסה הוא במימוש כ- 27% מאחזקותיה במניות בנק הפועלים בסך של כ- 31 מיליון ש"ח. הכנסה זו מופיעה בניכוי הפרשות לירידת ערך של ני"ע אחרים בהם משקיעה הקבוצה, במסגרת הפעילות הפיננסית שלה. פעילות זו מאופיינת בתנודתיות גבוהה בהשוואה לזו המקובלת בענף הנדל"ן.

אלרוב (מאוחד): תמצית דוח רווח והפסד (במיליוני ש"ח)

FY 2001		FY 2002		FY 2003		FY 2004		Q1.2004		Q1.2005		
93%	331.4	100%	353.2	98%	282.7	90%	354.5	99%	100.6	98%	187.3	הכנסות מפעילות הנדל"ן
0%	0.0	0%	0.0	0%	0.0	5%	20.1	1%	1.2	2%	4.1	הכנסות אחרות נטו
7%	24.6	0%	0.0	2%	6.2	5%	19.1	0%	0.0	0%	0.0	רווח ממימוש מקרקעין
100%	356.1	100%	353.2	100%	288.9	100%	393.7	100%	101.8	100%	191.4	הכנסות
31%	109.8	21%	73.1	31%	88.7	36%	142.2	29%	29.6	36%	69.3	רווח מפעולות רגילות לפני הוצאות הנהלה וכלליות
7%	25.4	4%	15.5	6%	16.5	5%	18.9	4%	3.9	3%	6.0	הוצאות הנהלה וכלליות
24%	84.5	16%	57.6	25%	72.2	31%	123.3	25%	25.7	33%	63.3	רווח מפעולות רגילות אחרי הוצאות הנהלה וכלליות
7%	24.6	9%	32.4	18%	52.0	15%	59.8	25%	24.9	8%	16.0	הוצאות מימון נטו
-10%	-36.2	-7%	-25.3	-2%	-4.9	0%	-0.6	-1%	-1.2	-8%	-14.7	מיסים על ההכנסה
7%	23.7	0%	-0.1	5%	15.3	16%	62.8	0%	-0.4	17%	32.6	רווח (הפסד) מפעולות לאחר מיסים
-2%	-6.7	-2%	-6.1	-1%	-2.2	-2%	-9.3	1%	1.3	0%	-0.7	חלק ברווחי (הפסדי) ח. כלולות בניכוי חלק המיעוט בגין הפסדי (רווחי) ח. מאוחדות
5%	17.0	-2%	-6.2	5%	13.1	14%	53.5	1%	0.9	16%	30.8	רווח (הפסד) נקי
13%	47	12%	43	4%	11.5	5%	18.8	8%	8.5	16%	30.8	רווח לאחר מס בגין פרויקט מגדלי צמרת
-7%	-23.4	-12%	-43.2	1%	3.8	11%	44.0	-9%	-8.9	1%	1.8	רווח (הפסד) מפעולות לאחר מס ללא רווח לאחר מס בגין מכירת דירות בפרוייקט מגדלי צמרת

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

רווחיות שיא בשנת 2004, אם כי נובעת בין היתר משינויים חד פעמיים בתוצאות הפעילות הפיננסית וממימוש מקרקעין

בשנת 2004 הציגה הקבוצה רווחיות שיא, בהשוואה לשנים קודמות. הרווח הגולמי הסתכם בכ- 142 מיליון ש"ח לעומת כ- 89 מיליון ש"ח בשנת 2003 וכ- 73 מיליון ש"ח בשנת 2002. יחד עם זאת, בנטרול שינויים חד פעמיים הנובעים מפעילות פיננסית ורווח ממימוש מקרקעין הסתכם הרווח הגולמי בשנת 2004 בכ- 103 מיליון ש"ח, לעומת כ- 97 מיליון ש"ח בשנת 2003 וכ- 119 מיליון ש"ח בשנת 2002. כאמור לעיל, השיפור החד ברווח ב-Q1.2005 נבע הכרה בכנסות ורווחים ממכירת דירות בפרוייקט צמרת.

בשנת 2004 הסתכמו הוצאות ההנהלה והכלליות בכ- 19 מיליון ₪, לעומת כ- 16.5 מיליון ₪ בשנת 2003. מרבית ההוצאה נובעת ממשכורות ונלוות, דמי ניהול לחברה בשליטת בעל עניין ומהוצאות בגין ייעוץ מקצועי, ביקורת ומשפטיות. העלייה בהוצאות הנהלה והכלליות נבעה מתוספת בהוצאות המשפטיות בגין ממימוש הנכסים בחו"ל. עלייה זו נמשכה גם במהלך Q1.2005 כתוצאה מהתרחבות הפעילות בחו"ל. **(מאיר אמר שב 2004 זה חד פעמי עקב מימוש)**

עלייה בהוצאות המימון, חרף צמצום בהיקף במצבת ההתחייבויות הפיננסיות

אלרוב (מאוחד): הוצאות מימון נטו- סעיפים מרכזיים (במיליוני ₪)				
FY 2001	FY 2002	FY 2003	FY 2004	
				הוצאות מימון
-67.7	-62.0	-85.8	-64.9	מהתחייבויות פיננסיות
19.6	-0.2	-1.3	-9.2	ממכשירים פיננסיים נגזרים נטו
-4.9	-0.5	1.0	-3.3	אחרים נטו
				בניכוי:
2.5	8.9	7.0	0.0	הלוואות לז"א לאחרים
				הוצאות מימון שהונו לעלות מקרקעין
25.8	21.5	27.2	17.5	ודירות בהקמה
-24.6	-32.4	-52.0	-59.8	סה"כ הוצאות מימון נטו

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

בשנת 2004 הסתכמו הוצאות המימון נטו של הקבוצה בכ- 60 מיליון ₪, לעומת כ- 52 מיליון ₪ בשנת 2003. הגידול בהוצאות המימון בשנת 2004 בא בסתירה לירידה במצבת ההתחייבויות הפיננסיות של הקבוצה, זאת כתוצאה מעלייה חדה בהוצאות מימון בגין מכשירים פיננסיים נגזרים נטו (הגנות מטבע) **ובשל העדר הכנסות מימון בגין הלוואות שנתנו לאחרים (מאיר תזכיר לי שוב מה זה?)**, בהשוואה לשנה קודמת.

במהלך Q1.2005 הסתכמו הוצאות המימון נטו של הקבוצה בכ- 16 מיליון ₪, אשר **נבעו ברובן מגידול חד** בהיקף החוב ההתחייבויות הפיננסיות של הקבוצה לתאגידים בנקאיים, בגין רכישת נכסים בשוויץ בשנת 2004.

ירידה מתמשכת במיסים שוטפים וביתרות המיסים הנדחים

המס התיאורטי שאמורה הייתה הקבוצה לשלם בשנת 2004 הסתכם בכ- 22 מיליון ₪, לעומת כ- 7 מיליון ₪ בשנת 2003. בפועל שולם מס בסכום כולל של כ- 0.6 מיליון ₪ בלבד. מרבית הפער מוסבר בניצול הפסדים מועברים משנים קודמות בגינם לא הייתה עתודה למס; הכנסות פטורות ממס בגין עליית ערך של מניות בנק הפועלים, אשר לא נרשם בגין מס נדחה; ומהפרש במס על הכנסות חברות בחו"ל. **במהלך Q1.2005 דיווחה הקבוצה על תשלום מס חריג של כ- 15 מיליון ₪, אשר נבע מ**

הירידה ביתרות מיסים נדחים בשנת 2004 נבעה בעיקר מתיקון מס הכנסה מיוני 2004, הקובע הפחתה הדרגתית של שיעורי המס לחברות משיעור של 36% לשיעור של 30% משנת 2007 ואילך.

תנודתיות בתוצאות חברות כלולות בעיקר בתחומי התקשורת הביאה לשחיקה ברווחיות הקבוצה

בשנת 2001 דיווחה הקבוצה על חלקה בהפסדי חברות כלולות בתחום התקשורת בסך של כ- 15 מיליון ₪. כמחצית מההפסד קוּוּז באמצעות חלק המיעוט בהפסדי חברות מאוחדות, בסך של כ- 7 מיליון ₪. גם בשנת 2002 רשמה הקבוצה הפסד של כ- 7 מיליון ₪ בגין חלקה בהפסדי חברה כלולה בתחום התקשורת. בשנים 2003 ו- 2004, דיווחה הקבוצה על הפסדים זניחים בגין פעילות חברות כלולות. בשנת 2004 הסתכם חלקו של המיעוט ברווחי חברות מאוחדות בכ- 9 מיליון ₪.

רכישת נדל"ן מניב בשוויץ, בניכוי מימוש נכסים בבריטניה במהלך שנת 2004, תרמו לגידול סעיף הרכוש הקבוע, המהווה סעיף מרכזי במאזן

אלרוב (מאוחד): תמצית מאזנים מאוחדים (במיליוני ₪)					נכסים					
31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.3.2005						
3%	61.8	2%	31.8	3%	77.5	9%	209.9	7%	160.8	סה"כ מזומנים שווי מזומנים והשקעות לז"ק דירות בהקמה בניכוי מקדמות רכוש קבוע
19%	378.4	18%	355.4	17%	374.8	10%	226.1	13%	285.2	
62%	1,209.3	66%	1,329.5	67%	1,496.3	71%	1,605.4	71%	1,591.4	
התחייבויות										
50%	988.0	55%	1,098.6	52%	1,161.5	46%	1,038.9	35%	781.0	חוב פיננסי לז"ק
18%	356.2	19%	377.4	23%	513.2	15%	335.1	36%	811.3	חוב פיננסי לז"א
68%	1,344.3	73%	1,476.0	75%	1,674.7	61%	1,374.0	71%	1,592.3	סה"כ חוב פיננסי
0%	0.0	0%	0.0	0%	0.0	13%	289.9	1%	22.8	זכאים בגין מקרקעין
16%	310.6	15%	304.6	14%	313.1	15%	343.0	17%	374.8	הון עצמי
5%	97.1	5%	91.1	4%	98.0	6%	126.8	7%	157.6	מתוכו: עודף נצבר
100%	1,965.2	100%	2,012.2	100%	2,227.9	100%	2,245.7	100%	2,244.8	סך התחייבויות
89%	1,751.6	91%	1,828.0	91%	2,038.1	79%	1,772.2	90%	2,023.3	CAP

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

נכון ליום 31.3.2005 הסתכם סעיף הרכוש הקבוע במאזן המאוחד של הקבוצה בכ- 1,591 מיליון ₪ (כ- 71% מסך המאזן), לעומת כ- 1,496 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2003 (כ- 67% מסך המאזן). מרבית הרכוש הקבוע של הקבוצה נובע מנכסי המקרקעין שבבעלותה. לאור העובדה כי חברת הבת, אלרוב נדל"ן ומלונאות מרכזת את פעילות הנדל"ן בקבוצה, רשומים מרבית נכסי המקרקעין במאזניה ולא במישרין במאזני החברה (סולו). הגידול ברכוש הקבוע (במאוחד) בשנת 2004, בניכוי הוצאות פחת הסתכם בכ- 109 מיליון ₪ ומקורו בעיקר מפעילות רכישה ומכירה של נדל"ן מניב בחו"ל באמצעות חברת PIH.

קיטון ביתרת מקדמות בגין דירות בהקמה כתוצאה מזקיפת עלות דירות שנמכרו לדו"ח רווח"פ"???

שיטת ההכרה בהכנסות מהקמת בנינים למכירה, הנהוגה בישראל ("יתקן 2"), קובעת כי רישום הכנסות יעשה על בסיס מכפלה של תמורת המכירות בשיעור השלמת הפרויקט, אך לא לפני ששיעור ההשלמה של הפרויקט יגיע ל- 25% ושתמורת המכירות תגיע ל- 50% לפחות מסך המכירות הצפויות בפרויקט.

נכון ליום 31.12.2004 הסתכמו השקעות הקבוצה בדירות בהקמה בכ- 886 מיליון ₪, מתוכם כ- 78 מיליון ₪ בשנת 2004. לטובת רווח והפסד נזקפו עד תאריך המאזן כ- 547 מיליון ₪, מתוכם כ- 112 מיליון ₪ בשנת 2004. נכון ליום 31.12.2004, דיווחה הקבוצה על קבלת מקדמות בגין דירות שנמכרו בבניין C (בפרויקט מגדלי צמרת) בסך של כ- 111 מיליון ₪, אשר ההכנסה בגינם טרם הוכרה. סעיף הדירות בהקמה בניכוי המקדמות האמורות הסתכם נכון ליום 31.12.2004 בכ- 226 מיליון ₪.

השקעות בחברות מוחזקות

השקעות בחברות מאוחדות: נכון ליום 31.12.2004 הסתכמו השקעות החברה בחברות מאוחדות, נטו בכ- 408 מיליון ₪, מתוכן:

- הלוואות בסך של כ- 392 מיליון ₪ (כולל חלויות שוטפות). מרבית הלוואות צמודות מדד, בריבית שנתית ממוצעת של כ- 3.9%, ומיועדות להיפרע, בעיקר בשנת 2007. בנובמבר 2002 החליטה הנהלת הקבוצה לאשר הארכה ועדכון של מסגרות אשראי, שנותנת לקבוצת אלרוב נדל"ן. מסגרות האשראי אוחדו למסגרת אשראי אחת והוגדלו בשיעור של 25% לסך של כ- 450 מיליון ₪, צמוד לצדד המחירים לצרכן. תקופת מסגרת האשראי

המאוחדת תסתיים ביום 31.12.2007. החברה זכאית לדרוש את פירעון האשראי שהועמד לאלרוב נדל"ן מתוך מסגרת האשראי בהודעה בכתב שתימסר לפחות 15 חודשים מראש, למעט במקרים מסוימים המפורטים בהסכם האשראי שנחתם בין הצדדים.

- כמו כן השקיעה החברה בחברות המאוחדות כ- 132 מיליון ₪.
 - מנגד, חלקה של החברה ברווחי החברות המאוחדות, בשנים 2002-2004 שומר על יציבות והסתכם בכ- 5 מיליון ₪ בממוצע. בשנתיים האחרונות נהנתה החברה מתקבולי דיבידנד שנתיים גבוהים בסך של כ- 81 מיליון ₪ בממוצע מחברות מאוחדות ובנוסף היא מחזיקה בשטרי הון שניתנו לה ע"י החברות המאוחדות, אשר אינם נושאים ריבית או הצמדה, אינם מובטחים ואשר טרם נקבע מועד לפירעונם.
- השקעות בחברות כלולות: נכון ליום 31.12.2004 הסתכמו השקעות החברה בחברות כלולות, נטו בכ- 6 מיליון ₪, מרביתן בגין הלוואות, אשר מועד פירעונן טרם נקבע. **אין מידע על סולו ברבעון 1 2005.**

מאזן

רמת מינוף גבוהה, עם מרכיב מהותי של התחייבות לז"ק

נכון ליום 31.3.2005 הסתכם החוב הפיננסי של הקבוצה בכ- 1,592 מיליון ₪, מזה כ- 1,029 מיליון ש"ח מבנקים בישראל, כ- 491 מיליון ש"ח מגופים פיננסיים בחו"ל, כ- 62 מיליון ש"ח אג"ח ואג"ח להמרה וכ- 10 מיליון ש"ח בגין חלקם של בעלי מניות המיעוט. כ- 49% מהחוב הפיננסי הינו חוב לז"ק, זאת לעומת כ- 79% נכון ליום 31.12.2004. להערכת מידרוג, אף כי בשנה האחרונה ניכרת הסבה של חוב בנקאי מז"ק לז"א, נשען החוב הפיננסי של הקבוצה על מרכיב לא מבוטל של חוב לז"ק, המגביר את הסיכון הפיננסי שלה. הנהלת הקבוצה, מאמינה כי בהסתמך על ניסיונה בעבר עם המערכת הבנקאית, ביכולתה להמיר חוב בנקאי לז"ק בחוב לז"א.

בשנים 2005 ו- 2006 עתידה החברה לפרוע שני תשלומים מהותיים בסך של כ- 80 מיליון ₪ מידי שנה, מזה בכל שנה כ- 63 מיליון ש"ח למחזיקי אג"ח נוכחיים. החברה מתכוונת לממן פירעונות אלו באמצעות יתרות נזילות קיימות, מקווי אשראי בלתי מנוצלים ומתמורת כספי ההנפקה.

גידול במרכיב החוב לגופים פיננסיים בחו"ל תוך צמצום החוב לתאגידים בנקאיים בישראל

אלרוב (מאוחד): מבנה חוב פיננסי (במיליוני ₪)										
31.12.2001		31.12.2002		31.12.2003		31.12.2004		31.3.2005		
81%	1,092.7	77%	1,137.7	71%	1,186.2	77%	1,052.6	65%	1,029.1	חוב בנקאי בארץ
8%	108.1	15%	218.7	23%	392.8	18%	247.9	31%	490.7	חוב בנקאי בחו"ל
89%	1,200.8	92%	1,356.3	94%	1,579.0	95%	1,300.4	95%	1,519.9	סה"כ חוב בנקאי
10%	129.3	7%	104.0	4%	73.6	4%	58.8	4%	59.2	אגרות חוב להמרה
0%	0.0	0%	0.0	0%	0.0	0%	3.1	0%	3.1	אגרות חוב
1%	14.2	1%	15.6	1%	15.9	1%	11.7	1%	10.1	הלוואות ושטרי הון מאחרים
11%	143.5	8%	119.7	5%	89.5	5%	73.6	5%	72.4	סה"כ חוב חוץ בנקאי
0%	0.0	0%	0.0	0%	6.2	0%	0.0	0%	0.0	דיבידנד מוצע
100%	1,344.3	100%	1,476.0	100%	1,674.7	100%	1,374.0	100%	1,592.3	סה"כ חוב פיננסי
95%	1,282.4	98%	1,444.3	95%	1,597.2	85%	1,164.1	90%	1,431.5	חוב פיננסי, נטו
מתוכו:										
	108.1		218.7		392.8		247.9		490.7	חוב Non Recourse
	8%		15%		23%		18%		31%	מסך החוב הפיננסי %
	66%		71%		72%		69%		67%	חוב פיננסי ללא NR ל- CAP ללא NR

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

חוב בנקאי: החל משנת 2003 פועלת הקבוצה להרחבת מקורות המימון בקרב תאגידים בנקאיים זרים. החוב הפיננסי גדל בשנת 2003 כתוצאה מתוספת חוב בנקאי זר של כ- 393 מיליון ₪, אשר שימש ברובו להחלפת חוב בנקאי מקומי ולהשקעה ברכוש קבוע. במהלך Q1.2005 שילמה הקבוצה בגין רכישת שני נכסים מניבים בשוויץ משנת 2004, כ- 290 מיליון ₪, מתוכם מומנו כ- 240 מיליון ₪ באמצעות חוב זר לז"א. נכון ליום 31.3.2005 מהווה החוב הפיננסי הזר כ- 31% מסך החוב, לעומת כ- 18% מסך החוב ליום 31.12.2004. כמקובל בענף הנדל"ן, החוב הבנקאי הזר של הקבוצה הינו חוב ללא זכות חזרה ללווה ("Non Recourse"), אשר כנגדו משועבדים הנכסים בשעבוד קבוע.

דיבידנד מוצע: נכון ליום 31.12.2003 כולל החוב הפיננסי של הקבוצה כ- 6 מיליון ₪ בגין דיבידנד מוצע. סכום זה קוזז בהתאמה מסעיף ההון העצמי.

חוב ממקורות חיצוניים:

שעבדים ליום 31.12.04	סחירות	מועדי פדיון	ריבית שנתית (%)	שווי מאזני 31.3.2005		מועד הנפקה	סוג ההנפקה	אג"ח (סדרה)
				ערך נקוב	במיליוני ש"ח			
להבטחת פירעון הקרן והריבית של כל אגרות החוב האמורות, משועבדות כ- 10 מיליון ₪ מניות רגילות בנות 1 ₪ של אלרוב נדל"ן, המהוות כ- 53% מהון המניות שלה.	סחיר	08.2005, 08.2006	0.9% צמוד מדד	100	81	08.1997	הנפקה ציבורית ¹	אג"ח להמרה (ד')
				68		09.2001	הקצאה פרטית ²	
	25			25	02.2004	הקצאה פרטית ³	אג"ח להמרה (ה')	
	14			14	10.2004	הקצאה פרטית ³		
	6			6	02.2004	הקצאה פרטית ³	אג"ח סטרייט (ו')	
	1			1	10.2004	הקצאה פרטית ³		

¹ חברות מאוחדות רכשו בהנפקה 18 מיליון ₪ ע"נ אגרות חוב להמרה (סדרה ד'). במהלך שנת 1998 מימשה חברה מאוחדת כתבי אופציה (סדרה 4) לכ- 48 מיליון ₪ ערך נקוב אג"ח להמרה (סדרה ד').

² 70% למשקיעים מוסדיים והיתרה לחברה מאוחדת.

³ 100% למשקיעים מוסדיים.

איתנות פיננסית חלשה עד ממוצעת בהשוואה לחברות אחרות בענף

אלרוב (מאוחד): יחסי איתנות פיננסית עיקריים (במיליוני ₪)					
31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.3.2005	יחסי איתנות פיננסית:
16%	15%	14%	15%	17%	הון עצמי לסך מאזן
77%	81%	82%	78%	79%	חוב פיננסי ל- CAP
68%	73%	75%	61%	71%	חוב פיננסי לסך המאזן
73%	79%	78%	66%	71%	חוב פיננסי נטו ל- CAP
76%	80%	80%	72%	76%	חוב פיננסי נטו מותאם ¹ ל- CAP
74%	74%	69%	76%	49%	חוב לז"ק מסך החוב
4.33	4.85	5.35	4.01	4.25	חוב פיננסי להון עצמי

¹ יתרת מזומנים, שווי מזומנים ללא ני"ע סחירים שטרם מומשו.

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

אף כי רמות המינוף של הקבוצה גבוהות, מעריכה מידרוג את האיתנות הפיננסית שלה **נמוכה עד ממוצעת** בהשוואה לחברות אחרות הפועלות בענף הנדליין בישראל. נכון ליום 31.3.2005 עומד יחס ההון העצמי למאזן החשבונאי של הקבוצה על כ- 17% לעומת כ- 15% בממוצע בשנים האחרונות. יחס החוב הפיננסי ל-CAP שמר על יציבות ברמה של כ- 79%. להערכת מידרוג, עודף שווי חיובי מהותי של חלק מנכסי הפורטפוליו של הקבוצה, תורם לשיפור מהותי של יחסי האיתנות החשבונאיים שלה

גיוס האג"ח נשוא הדירוג, בתוספת מינוף באמצעות חוב בנקאי זר, ישפיעו מהותית על רמת האיתנות הפיננסית של הקבוצה

בניתוח פרופורמה, על בסיס דוחות 31.3.2005, בוחנת מידרוג את השפעתו של גיוס אג"ח בישראל בסך של כ- 130 מיליון ₪, על האיתנות הפיננסית של הקבוצה ועל יחסי הכיסוי. בנוסף מניחה מידרוג כי סכום הגיוס ישמש תחליף להון עצמי ברכישות ממונפות יותר בחו"ל עפ"י יחס של כ- 85% חוב בנקאי זר ו-15% אג"ח מקומי. להערכת מידרוג, הגידול בהיקף המינוף, ישפיע מהותית על האיתנות הפיננסית של הקבוצה. יחס ההון העצמי החשבונאי צפוי לרדת מכ- 17% לכ- 12% ויחס החוב הפיננסי ל-CAP, צפוי לעלות מכ- 79% לכ- 85%. מידרוג מעריכה כי בהתחשב בשווי כלכלי עודף של הנכסים, יחסי האיתנות הכלכליים טובים יותר.

בנוסף לעיל בוחנת מידרוג את השפעת העמסת חוב נוסף בהיקף של עד 514 מיליון ₪ על יחסי האיתנות האמורים, המתבסס על דיווחי החברה באשר לחתימה על הסכם לרכישת נכס נוסף בשוויץ לאחר תאריך המאזן בעלות של כ- 224 מיליון ועל מו"מ לרכישת שני נכסים נוספים בעלות כוללת של כ- 420 מיליון ₪, זאת בניכוי 130 מיליון ₪ שגויסו באמצעות האג"ח כאמור לעיל. בתוספת החוב האמורה עלול יחס ההון העצמי לסך מאזן לרדת לכ- 10% ויחס החוב ל-CAP לעלות לכ- 87%

אלרוב (מאוחד): פרופורמה לגיוס חוב נוסף - נשוא הדירוג (במיליוני ₪) ולמימון רכישות נוספות לאחר תאריך המאזן									
תוספת	PRO(1)	אג"ח	PRO(2)	תוספת	PRO(3)	תוספת	PRO(4)		
31.3.05	31.3.05	לדירוג	31.3.05	31.3.05	31.3.05	31.3.05	31.3.05		
1,592	5	1,597	130	1,727	737	2,464	514	2,978	חוב פיננסי
161		161	126	287					מזומנים
375		375		375		375		375	הון עצמי
2,245	5	2,250	130	2,380	737	3,116	514	3,630	סך מאזן
2,023	5	2,028	130	2,158	737	2,895	514	3,409	CAP
17%		17%		16%		12%		10%	הון עצמי למאזן
79%		79%		80%		85%		87%	חוב פיננסי ל-CAP
הנחות:									
PRO(1)		PRO(2)		PRO(3)		PRO(4)		31.3.2005	הנחות:
תוספת למימון רכישת הנכסים בשוויץ משנת 2004		אג"ח נשוא הדירוג ללא שימוש במזומן		תוספת מינוף בחו"ל (85%) ורכישת נכסים		תוספת חוב בעקבות רכישת נכס רביעי בשוויץ + שני נכסים במו"מ (לאחר תאריך המאזן) בקיזוז סכום שגויס באמצעות האג"ח		פועלה לאחר	
	5		130		737		514		היקף (מש"ח)
					85%				שיעור מינוף בחו"ל

מקור: דוחות החברה ועיבודי מידרוג.

פגיעה בתזרים מפעילות כתוצאה מירידה בהיקף ההכנסות משכ"ד

השינוי בתמהיל ההכנסות ממגזרי הפעילות השונים בתחום הנדל"ן בשנת 2004 הביא לשינוי בתרומה התפעולית היחסית של כל אחד מהמגזרים לרווח הנקי ובתזרים מפעילות FFO. עלייה חדה בהכנסות ממכירת דירות בשנת 2004, תרמה אומנם לנטרול הירידה בהיקף ההכנסות משכ"ד באותה שנה (במונחים חשבונאיים בדו"ח רווח"פ), אולם היא אינה באה לידי ביטוי באופן מלא בתזרים מפעילות, כי אם בתזרים מפעילות השקעה. בשנת 2004 הסתכם התזרים מפעילות בכ- 38 מיליון ₪, לעומת כ- 33 מיליון בשנת 2003 וכ- 26 מיליון בשנת 2002. ניתן לראות כי למרות הפגיעה האמורה בהיקף ההכנסות משכ"ד, המשיכה הקבוצה להציג שיפור בתזרים מפעילות, זאת כתוצאה משיפור מתמשך ברווחיות, חלקו מפעילויות נוספות שאינן מתחום הנדל"ן. במהלך Q1.2005 גדל היקף פעילות הקבוצה בחו"ל בעקבות רכישות של שני מרכזים מסחריים מניבים בשוויץ בסוף שנת 2004, אשר ההכנסות בגינם משתקפות בתוצאותיה החל מ- 1.2.2005. סך התזרים מפעילות במהלך Q1.2005 הסתכם בכ- 13 מיליון ₪ לעומת כ- 7 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. לאחר תאריך הדוח הכספי חתמה PIH על הסכם לרכישתו של מרכז מסחרי נוסף בשוויץ בעלות של כ- 260 מיליון ₪, מתוכם מומנו כ- 32 מיליון ₪ באמצעות מקורות עצמיים והיתרה באמצעות מימון תאגיד בנקאי Non Recourse. כמו כן, מתנהל מו"מ לרכישת שני מרכזים נוספים בשוויץ בעלות כוללת של כ- 430 מיליון ₪.

אלרוב (מאוחד): מקורות ושימושים (במיליוני ₪)

<u>FY 2001</u>	<u>FY 2002</u>	<u>FY 2003</u>	<u>FY 2004</u>	<u>Q1.2005</u>	<u>מקורות מזומנים:</u>
118.9	88.8	78.0	235.9	54.6	תמורה ממכירת דירות בניכוי מס ששולם
50.3	0.2	37.8	280.5	0.1	תמורה ממימוש רכוש קבוע בניכוי בוצאות
-3.8	21.0	11.4	41.2	18.3	תמורה ממימוש ניירות ערך סחירים נטו
75.1	9.0	7.8	52.6	0.0	הנפקה והנפקה מחדש של איגרות חוב להמרה
0.0	0.0	0.0	8.1	0.0	הנפקת איגרות חוב רגילות
8.0	33.7	40.6	21.2	10.0	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
18.8	12.4	5.4	12.3	0.4	מקורות אחרים והפרשי תרגום יתרות מזומנים
267.2	165.1	181.0	651.8	83.4	סה"כ מקורות המזומנים
					שימוש במזומנים:
188.5	119.1	193.5	111.0	290.3	השקעה ברכוש קבוע
101.8	96.2	79.7	65.6	47.1	השקעה בדירות בהקמה
-101.6	-175.7	-83.0	146.5	262.4	אשראי מתאגידים בנקאיים לז"ק נטו
-3.7	38.9	-92.2	178.6	-488.5	פירעון (קבלה) של הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים בניכוי הלוואות שהתקבלו
21.5	36.2	35.3	52.0	0.0	פירעון איגרות חוב להמרה
20.9	15.7	8.8	16.0	5.1	רכישת השקעות אחרות
13.2	19.2	0.0	30.9	0.0	דיבידנד ששולם
36.9	7.0	5.3	3.5	1.2	שימושים אחרים
277.4	156.6	147.3	604.1	117.5	סה"כ שימוש במזומנים
-10.3	8.5	33.7	47.7	-34.1	גידול (קטיון) במזומנים בשנת הדוח

מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג.

עלייה חדה בהיקף מקורות מזומנים כתוצאה ממכירת דירות בישראל ומימוש מקרקעין בחו"ל, שימשה בעיקר לפירעון התחייבויות פיננסיות, השקעה ברכוש קבוע, בדירות להקמה וכן לתשלומי דיבידנד

בשנת 2004 נרשמה פעילות ערה בפעילות ההשקעה של הקבוצה בתחום הנדל"ן, אשר נמשכה גם במהלך המחצית הראשונה של שנת 2005.

מימושים של נדל"ן מניב באנגליה ומכירת דירות בישראל (בפרויקט מגדלי צמרת) בשנת 2004, היוו מקור מזומנים חריג של כ- 516 מיליון ₪, לעומת כ- 116 מיליון ₪ בשנת 2003 וכ- 89 מיליון ₪ בשנת 2002. הנזילות הגבוהה שנוצרה, שמשה ברובה להשקעה ברכוש קבוע, לפירעון התחייבויות פיננסיות בנקאיות וחוץ בנקאיות ולתשלומי דיבידנד. היתרה נצברה כיתרת מזומנים. במהלך Q1.2005 דיווחה הקבוצה על השקעה מהותית בסך של כ- 290 מיליון ₪ ברכוש קבוע, המיוחסת לרכישת הנכסים המניבים בשוויץ במהלך שנת 2004 כאמור לעיל וכ- 47 מיליון ₪ בדירות להקמה, המיוחסת לפרויקט צמרת. במקביל נרשם גידול חד בהיקף החוב לתאגידים בנקאיים בסך של כ- 228 מיליון ₪ בגין הנכסים החדשים בשוויץ.

להערכת מידרוג, השיפור ברווחיות תרם לשיפור יחסי הכיסוי של הקבוצה, אם כי עדיין מדובר ביחסי כיסוי חלשים. יחס החוב הפיננסי ל- FFO עמד נכון ליום 1.3.2005 על כ- 31 לעומת כ- 36 נכון ליום 31.12.2004 וכ- 51 נכון ליום 31.12.2003.

אי וודאות באשר ליעוד יתרות המזומנים ועודפים נצברים לאור העדר מדיניות דיבידנד מוצהרת

בשנת 2004 חילקה הקבוצה דיבידנד בסך של כ- 31 מיליון ₪, מתוך רווח נקי של כ- 54 מיליון ₪. בנטרול דיבידנד בסך של כ- 6 מיליון ₪ שהוצע בגין רווחי שנת 2003 וחולק בשנת 2004 מהווה שיעור הדיבידנד כ- 46% מהרווח הנקי בשנת 2004. בשנת 2002 חילקה הקבוצה דיבידנד בסך של כ- 19 מיליון ש"ח, אף שהציגה הפסד נקי בסך של כ- 6 מיליון ש"ח.

נכון ליום 31.3.2005 כולל ההון העצמי של קבוצה עודף נצבר של כ- 158 מיליון ₪, לעומת כ- 127 מיליון ₪ ליום 31.12.2004 וכ- 98 מיליון ₪ ליום 31.12.2003. להערכת מידרוג, העדר מדיניות דיבידנד מוצהרת, עלול לבוא לידי ביטוי בחלוקת המזומנים והעודפים כתשלומי דיבידנד לבעלי המניות.

נזילות וגמישות פיננסית נמוכה עד ממוצעת לאור שעבוד מלא של הנכסים

שעבודים (לטובת הבנקים):

- התחייבויות החברה וחברות מאוחדות שלה לבנקים מובטחות בשעבודים קבועים על נכסי מקרקעין של החברה ושל חברות מאוחדות שלה משוכרי נכסים, שיעבוד כספים ו/או זכויות שיגיעו לחברות מאוחדות עפ"י חוזים שהחברות חתמו ושעבודים קבועים על רכוש קבוע, מוניטין, הון מניות ועל זכויות הביטוח של הרכוש ושעבודים שוטפים על הנכסים של חברות מאוחדות.
- בנוסף, נרשם שעבוד קבוע על כל מניותיהן של חברות מאוחדות בחו"ל המוחזקות באמצעות חברה מאוחדת, לרבות הזכויות הנלוות אליהן, למעט על החברה המאוחדת בחו"ל, המוחזקת ישירות ע"י אלרוב נדל"ן ומלונאות. השעבודים הינם ללא הגבלה בסכום.
- כמו כן התחייבו שתי חברות מאוחדות לא יצור שעבודים שוטפים כללים על רכושם ונכסיהם מבלי לקבל הסכמת תאגיד בנקאי לשעבוד כאמור וכן התחייבו כי לא יהיה שינוי בבעלי המניות בהתאם לתנאים שנקבעו בכתב ההתחייבות. סך כל ההתחייבויות המובטחות בשעבודים כאמור לעיל מסתכם בכ- 1,405 מיליון ₪.
- חברה מאוחדת זרה התחייבה כלפי תאגיד בנקאי שלא לשנות את מבנה הבעלות בה ולא ליצור שיעבוד שוטף כללי על רכושה ונכסיה.

שעבודים (לטובת מחזיקי אג"ח):

להבטחת פירעון כל התשלומים בגין אגרות החוב נרשמו לטובת חברות לנאמנות שעבודים כדלקמן:

הערות	מש"ח	אג"ח (סדרה)
שעבוד של כ- 10,000,000 מניות רגילות בנות 1 ש" של אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ, המהווים כ- 50.6% מהון המניות שלה.	120.6	אג"ח להמרה (ד' ו- ה')
שעבוד של כ- 528,000 מניות רגילות בנות 1 ש" של אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ, המהווים כ- 2.7% מהון המניות שלה.	6.4	אג"ח רגילות (ו')

יתרות מזומנים ומסגרות אשראי לא מנוצלות:

- נכון ליום 31.3.2005 יתרת המזומנים, שווי המזומנים וההשקעות הניירות ערך סחירים של הקבוצה הסתכמה בכ- 161 מיליון ש"ח, אולם לאחר תאריך המאזן בוצעו רכישות נוספות של נכסים בשווי, **במימון עצמי זור**.
- נכון ליום 31.3.2005 מחזיקה הקבוצה בישראל במסגרות אשראי מאושרות בסך של כ- **_____** מיליון ש"ח, מתוכן טרם נוצלו כ- **_____** מיליון ש"ח (כ- **_____** %). מסגרות האשראי מיועדות להשקעה בפרויקטים השונים.

נספח 1: שוכרים מרכזיים של הקבוצה במרכזים המסחריים בשוויץ

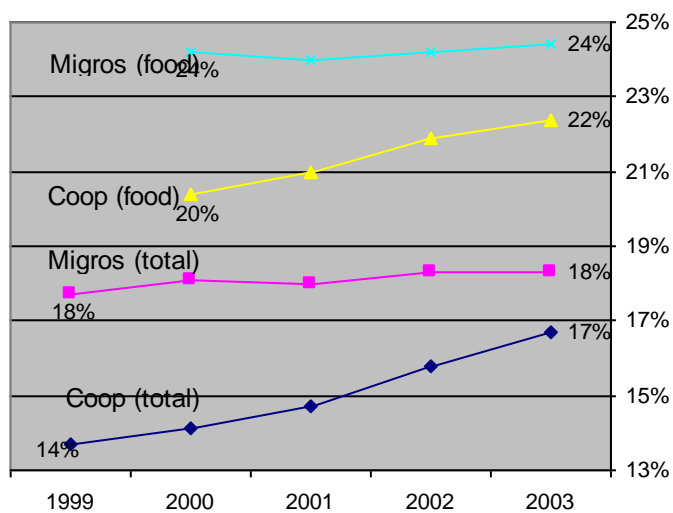
כאמור, שני השוכרים המרכזיים של הקבוצה במרכזים המסחריים בשוויץ הינם Migros ו-Coop הנחשבים לבתי הכלבו המובילים בשוויץ. הגרף להלן מתאר מעמד שוק חזק ויציב לאורך שנים של Migros בענף הקמעונאות בשוויץ, (כ- 18% בענף כולו וכ- 24% בתחום המזון), לעומת התחזקות עקבית של Coop (17% בענף כולו וכ- 22% בתחום המזון).

Migros: הינה חברת הקמעונאות הגדולה ביותר בשוויץ. הרשת כוללת 592 חנויות על שטח של כ- 1.1 מיליון מ"ר ונכון לשנת 2003 העסיקה כ- 83 אלף עובדים. במרבית המרכזים המסחריים בשוויץ, Migros מזוהה כאחד השוכרים

פלחי שוק של Migros ו-Coop בתחום הקמעונאות בכלל ובמגזר המזון בין השנים 1999-2003

המרכזיים. פעילויות חברות קשורות לקבוצה זו כוללות בין היתר גם ייצור עצמי של מוצרי המזון והקוסמטיקה שהיא משווקת. בשנת 2003 הסתכם מחזור המכירות של Migros בכ- 20 מיליארד פרנק שוויצרי (כ- 25 מיליארד דולר). מלבד הפעילות הקמעונאית, המהווה כ- 72% מסך הפעילות של Migros, עוסקת קבוצה זו גם בתחומי הנסיעות (9%), דלק, מסעדות ואחרים.

Coop: הינה חברת הקמעונאות השנייה בגודלה בשוויץ. הרשת כוללת כ- 1,500 חנויות Outlet ומעסיקה כ- 50 אלף עובדים. Coop נוסדה כחברה שוויצרית בשנת 2001. בשנת 2003 הסתכם מחזור המכירות של Coop בכ- 14.6 מיליארד פרנק שוויצרי (כ- 18 מיליארד דולר), מרביתו בגין מכירות בתחום המזון (כ- 64%) והיתרה בגין מכירת מוצרים בתחומי הטקסטיל, האלקטרוניקה ואחרים.



מקור: Migros.

נספח 2: חברות הניהול של נכסי הנדל"ן המניב העיקריים בחו"ל

"Privera Property Services" (להלן: "Privera") – חברת ניהול נכסים בשוויץ.

חברת הניהול של נכסי הקבוצה בשוויץ הינה חברת ניהול הנכסים העצמאית הגדולה ביותר בשוויץ ואחת משלוש השחקניות המובילות בשוק הנדל"ן בשוויץ. Privera מנהלת כ- 330 בנייני משרדים וכ- 3,000 נכסי מגורים, בשווי כולל של כ- 20 מיליארד פרנק שוויצרי (כ- 25 מיליארד דולר). מאיר- להשלים פסקה על חברת הניהול.

"Sagel" (להלן: "Sagel") – חברת ניהול נכסים בצרפת.

עד לאחרונה חברה ציבורית וכיום חברה בת של Nexcity שבבעלות Lehman Bros.

מאיר החומר שנשלח בצרפתית. לכתוב פסקה על חברת הניהול.

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	<p>דרגת השקעה</p>
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	<p>דרגת השקעה ספקולטיבית</p>
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	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 שאלה 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 : CRA020605250M

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן : "מידרוג") 2005.

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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 בעינינו לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן : "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכוננו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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.