



## אספן בניה ופיתוח בע"מ

A3	דירוג Issue
----	-------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח סדרה א' בסכום כולל של עד 200 מ' שן ערך נקוב אשר מזה, סכום של כ-100 מ' שן ישמש להחלפת חוב בנקאי (ממנו 17 מיליון שן נפרע ב-30/7) והיתרה למימון פעילותה העסקית של החברה. אג"ח סדרה א' עומדות לפירעון ב-9 תשלומים שווים במח"מ שלא יעלה על 8 שנים, צמודות מדד ונושאות ריבית שנתית בשיעור שטרם נקבע.  
הדירוג מתבסס על הזרמת הון לאחר תאריך 31.3.2007 בתמורה כוללת של 60-70 מיליון שן מזה ממשקיעים מוסדיים 30 מיליון שן (שבוצע במהלך חודש יולי) ו-40-30 מיליון שן מבעלי המניות.

### פרופיל החברה

אספן בניה ופיתוח בע"מ (להלן "החברה" או "אספן") עוסקת בתחום הנדל"ן ופעילותה העיקרית כוללת השכרת מבנים, בעיקר לתעשייה ומלאכה, ומתן שירותי ניהול ואחזקה למסחר ומשרדים. נכון ליום 31.3.2007 לחברה ולחברות הבנות 31 אתרים מניבים בשטח של כ-190 אלף מ"ר המשמשים בעיקר לתעשייה ומלאכה. שיעור התפוסה עומד על 90% ושכ"ד הסתכם בכ-41 מיליון שן לשנת 2006 (ו-34 מ' שן לאחר מכירת בית רובינשטיין ונכס באריאל). כמו כן לחברה בת נכס בראש העין שלאחרונה החלה השכרתו. בנוסף בבעלות החברה, על חוף הים בחדרה שלד של בית מלון וכ-50 דירות לא מכורות (מתוך 522) במתחם המוגדר כאזור נופש "כפר הים" וקרקע בשטח של כ-70 דונם בקו ראשון למים בסמוך לחוף הים בחדרה (חלק השותף כ-32 דונם). בנוסף, לחברה 22.5% מהזכויות בחברה בעלת קרקע למגורים בכפר יונה בשטח של 250 דונם עליה ניתן לבנות 1,300 יח"ד וכן 50% מהזכויות בקרקע במודיעין בשטח של 7 דונם עליה ניתן יהיה להקים 64 יח"ד וכן זכויות בניה בקרקע באור יהודה ופ"ת עליהם ניתן להקים מבנים בייעוד מסחר, משרדים ודירור מוגן. לחברות בנות עתודות קרקע בשטח של כ-86 דונם לתעשייה ומלאכה, משרדים ומסחר.

במהלך שנת 2007 נמכרה השליטה למר רוני צארום. כיום מחזיקה שותפות סקאיוורדס השקעות בבעלות רוני צארום ב-50.75% ממניות החברה. לאחר החלפת השליטה מונה מר גיא פרג ליו"ר הדירקטוריון ומר אילן גיפמן מונה למנכ"ל החברה. במסגרת החלפת הבעלות והניהול יתמקד הפיתוח העיסקי בהשקעות בנדל"ן בחו"ל. בנוסף, תפעל החברה להשלמת בית המלון בפרוייקט כפר הים בחדרה, בפיתוח חלק מעתודות המקרקעין הפנויות ולמכירת עתודות אחרות שבבעלותה.

### נתונים פיננסיים עיקריים

FY2004	*FY2005	*FY2006	*31.03.2007	אלפי שן
106,265	68,935	80,528	11,900	הכנסות סה"כ
53,712	15,063	31,563	15	מזה: מכירת מבנים וקרקעות
52,553	44,820	41,242	10,213	מזה: הכנסות מדמי שכירות
0	9,052	7,723	1,672	מזה: הכנסות משירותי ניהול
45,813	37,000	26,416	8,563	רווח גולמי
9,974	12,733	16,023	4,287	הוצאות הנהלה וכלליות
35,839	49,470	6,181	8,913	רווח תפעולי
34,134	37,773	34,078	7,680	הוצאות מימון
-3,931	13,633	-26,307	2,012	רווח נקי
102,770	84,951	61,684	61,684	מלאי קרקעות ומבנים למכירה
426,328	535,924	572,933	515,247	נדל"ן להשקעה
564,816	554,941	475,068	418,577	חוב פיננסי
31,314	22,360	77,442	56,449	יתרות מזומן
533,502	532,581	397,626	362,128	חוב נטו
17%	25%	25%	25%	הון עצמי לסך מאזן
80%	66%	65%	61%	חוב ל-CAP

\* לפי תקני IFRS

מחברות:  
לורי ונציה  
אנליסטית

[lauriev@midroog.co.il](mailto:lauriev@midroog.co.il)

אביטל איגנר  
ראש צוות

[a.igner@midroog.co.il](mailto:a.igner@midroog.co.il)

אנשי קשר:  
אביטל בר דיין, סמנכ"ל  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים

[bardayan@midroog.co.il](mailto: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](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

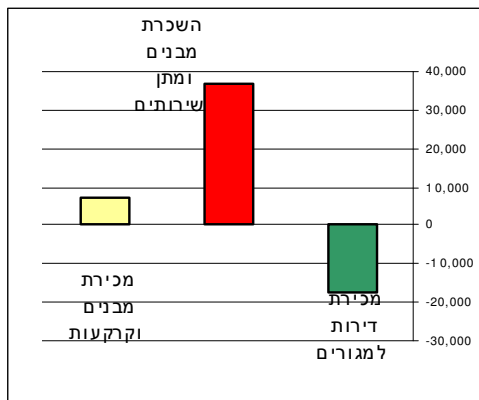
מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 09.08.2007. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

## תיאור מאפייני פעילות החברה

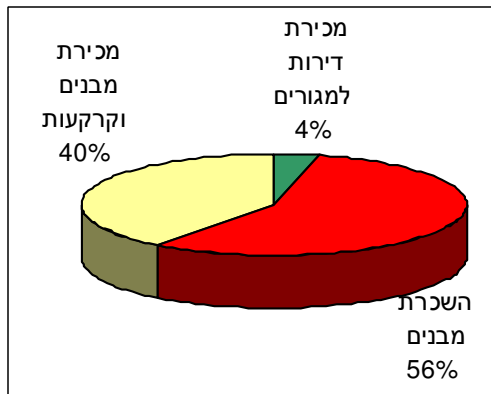
### הפעילות העיקרית הינה בתחום הנדל"ן המניב אשר תורם את מרבית הכנסות החברה

כיום כולל תחום הנדל"ן המניב רק נכסים בישראל. בשנת 2006, ההכנסות מהשכרת מבנים הסתכמו בכ-41 מ' ש, זאת לעומת כ-29 מ' ש ממכירת מבנים וקרקעות בעיקר בכפר סבא וכ-3 מ' ש הכנסות ממכירת מלאי (בעיקר מדירות בכפר הים). תחום הנדל"ן המניב תרם גם את מרבית רווחי החברה: בשנת 2006, הרווח הגולמי מתחום זה הסתכם בכ-38 מ' ש, זאת לעומת רווח של כ-7 מ' ש ממכירת מבנים וקרקעות והפסד של כ-18 מ' ש ממכירת דירות למגורים.

רווח גולמי לפי תחום פעילות FY2006



הכנסות לפי תחום פעילות FY2006



### פיזור נכסים גבוה, בעיקר באזורי פריפריה - לחברה ולחברות בנות כ-31 אתרים מניבים בשטח של כ-190 אלף מ"ר המפוזרים ברחבי הארץ ומשמשים בעיקר כאזורי תעשייה

ליום 31.03.2007 לחברה ולחברות בנות כ-31 אתרים מניבים אשר ממוקמים ברחבי הארץ, מרביתם באזור הצפון. בצפון, כ-18 אתרים כאשר הבולטים מבניהם הינם מבני תעשייה באזורי התעשייה במגדל העמק, קריית שמונה, מעלות ועפולה אשר תורמים (ביחד) כ-10.8 מ' ש הכנסות בשנה. באזור המרכז, כ-7 אתרים כאשר נכסי החברה בפארק ההייטק באזור התעשייה המזרחי של כפר סבא הינם מהותיים שכן ההכנסות מהנכסים בכפר סבא מסתכמות ב-4.4 מ' ש מתוך כ-10.7 מ' ש הכנסות לשנת 2006 באזור המרכז (לא כולל בית רובינשטיין). באזור הדרום, כ-6 אתרים שתרמו כ-11 מ' ש הכנסות בשנת 2006. ברבעון הראשון של 2007 נרשמה ירידה בשכ"ד בעיקר בגלל מימוש נכסים בצצרת וביוקנעם בשנת 2006. כמו כן לחברה בת של החברה חלק במבנה בראש העין (69% החזקה) בשטח כולל של 11,260 מ"ר, הכולל חניון מקורה, ולאחרונה החלה החברה להשכיר את המבנה.

התפוסה באתרים הינה גבוהה יחסית ונעה סביב כ-90% בשלוש השנים האחרונות. נציין כי ישנם 4 אתרים בשווי של 42 מיליוני ש"ח בהם שיעור התפוסה נמוך (אזור התעשייתי במנחמיה, מרכז מסחרי במעלות, במגדל העמק (משותפות צפון) ובאזור התעשייתי בדימונה).

חוזי השכירות של החברה הינם לתקופה ממוצעת של בין שנתיים לשלוש שנים. כ-52% מחוזי השכירות (לפי שטח) צפויים להסתיים עד סוף 2008. מידרוג מעריכה כי חוזרים קצרי טווח חושפים את החברה לתנודות במחירי שכר דירה וכן מצריכים הפעלת משאבים ניהוליים לחידוש החוזים.

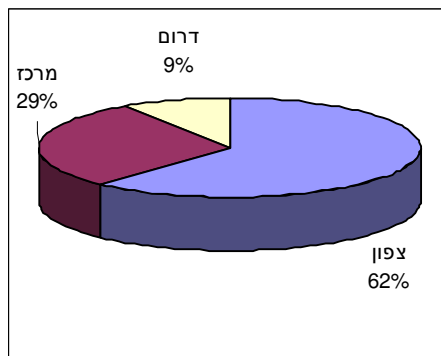
התפלגות נכסים

שווי הוגן בש"ח		הכנסות מדמי שכירות וניהול אלפי ₪		תפוסה באחוזים		שטח להשכרה ברוטו במ"ר	שימוש	ערים	אזור
2006	3.2007	2006	3.2007	2006	3.2007	31/03/2007			
229,896	229,896	21,173	4,590	86%	87%	118,499	תעשייה ומסחר	מגדל העמק, קרית שמונה, מעלות, עפולה, שלומי, נצרת, יוקנעם, כדורי, מנחמיה, חצור, צחר, אלון תבור, נהריה, כרמיאל,	סה"כ צפון
116,054	116,521	10,642	2,764	96%	96%	55,704	תעשייה ומסחר	כפר יונה, אריאל ברקן, עמנואל, בית שמש, מעלה אדומים, אור עקיבא, כפר סבא	סה"כ מרכז*
93,096	93,096	10,895	2,934	91%	92%	17,418	תעשייה ומסחר	אופקים, אילת, דימונה, קרית גת, אשקלון	סה"כ דרום
<b>439,046</b>	<b>439,513</b>	<b>42,710</b>	<b>10,288</b>	<b>89%</b>	<b>90%</b>	<b>191,621</b>	<b>תעשייה ומסחר</b>		<b>סה"כ לחברה</b>

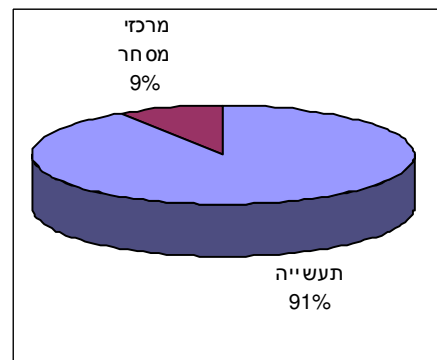
\*לא כולל את בית רובינשטיין

\*במהלך חודש מרץ 2007 נמכר מבנה במרכז בשטח של כ-9,000 מטר (חלק החברה 50%) וליום ה-31.03.2007 עדיין כלול במצבת.

פיזור גיאוגרפי לפי שטח FY2006



פיזור שימושים לפי שטח FY2006



**לחברה עתודות קרקע בשווי הוגן של כ-95 מ' ₪ אשר חלקן מיועדות למימוש ועל חלקן מתכוונת החברה לבנות כ-9,000 מ"ר**

בבעלות החברה קרקעות ברחבי הארץ אשר מיועדות למגוון יעודים ותכנונם עדיין לא החל. נכון ל-31.03.2007 השווי ההוגן של הקרקעות מסתכם בכ-95 מ' ₪. מזה קרקעות בכפר הים בשווי של 31 מ' ₪ (כולל חלק השותף שמופיע בזכאים בסך של כ-9.4 מליון ₪). בנוסף, לחברה מלאי דירות בכפר הים ושלד של מלון בשווי של כ-61 מ' ₪.

החברה מתכננת לפתח בשנת 2008 קרקעות בכפר סבא והר יונה בשטח להשכרה של כ-9,000 מ"ר המיועדים למשרדים, לתעשייה ומלאכה, ובודקת אפשרויות למימוש חלק מהמקרקעין.

**קרקעות בתכנון**

שם המקום	שיעור אחזקה	עלות/שווי הוגן (חלק 31.03.2007 (החברה)	מועד תחילת בנייה	זכויות בנייה לפי התב"ע	תכניות לבנייה
קרקעות כפר הים	67%	31,440*	NA	אזור מלונאות תיירות ונופש	החברה מעוניינת לממש את הנכס
כפר יונה	22.5%	9,008	2008	מגורים, דיור מוגן ומסחר חקלאי	300 יח"ד
אור יהודה	33%	2,622	NA	מסחרי ומשרדים	
מודיעין	50%	3,185	NA	64 יח"ד	החברה פועלת להארכת הסכם פיתוח לבניית כ-64 יח"ד בשטח
פתח תקוה	67%	13,050	NA	מסחרי, בית אבות ב-8 קומות	הופקדה תב"ע לשינוי מבית אבות לייעוד של מסחר ומשרדים
חדרה	100%	4,014	NA	מגורים ל-48 יח"ד	
אבן יהודה	100%	6,422	NA	מסחרי	
כפר סבא	100%	9,917	2008		בכוונת החברה לבנות כ-6,000 מ"ר
מישור אדומים	100%	2,032	NA		
צחר	100%	558	NA		
הר יונה	100%	5,070	2008		בכוונת החברה לבנות כ-3,000 מ"ר
כרמיאל	100%	2,640	NA		
ציפורית	100%	4,126	NA		
דימונה	100%	1,250	NA		
		<b>95,334</b>			

\* כולל חלק שותף, שמופיע בזכאים, בסך של כ-9.4 מ' ש.

**החברה סיימה לבנות 522 דירות נופש בפרויקט "כפר הים" בחדרה ומכרה כ-90% מהן, אך המתחם כולל מלון אשר בנייתו הופסקה ברמת השלד בשנת 1999. החברה מייעדת חלק מתמורת ההנפקה להמשך פיתוחו של המלון**

החברה מחזיקה ב-66% בחברה שבעלותה פרויקט כפר הים בחדרה הכולל כ-522 דירות נופש (462 בבנייה רוויה ו-60 קוטג'ים), שלד מתואם לבניית בית מלון בן 24 קומות הכולל כ-174 חדרים בשטח כולל של כ-16 אלף מ"ר וקרקע פנויה בשטח של כ-70 דונם בקו ראשון למים. ייזום הפרויקט החל בשנת 1992 וטרם הושלם. נכון למועד כתיבת הדו"ח, כפר הנופש פעיל ומרביתו מאוכלס- החברה מכרה כ-469 דירות המהוות כ-90% מסך הדירות המוצעות למכירה. בנייתו של המלון הופסקה בשנת 1999 והוא נותר ברמה של שלד. החברה מתכוונת להשלים את בניית המלון ופיתוח בתקציב משוער של כ-50 מיליון ש. את הקרקע הפנויה מתכוונת החברה לממש.

**בנוסף, למיצוי פוטנציאל המקרקעין בישראל מתכוונת החברה להסיט משאבים משמעותיים לפיתוח עסקי נדל"ן בחו"ל – בעיקר למדינות יציבות**

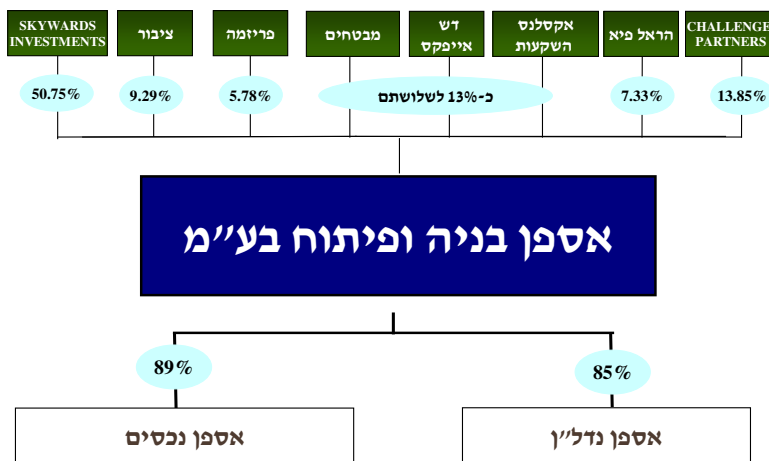
במסגרת השינויים הן בבעלות והן בניהול, מתכוונת החברה לפתח זרוע נכסים בחו"ל אשר תכלול נכסים מניבים, ייזום פרויקטים והסבת מבנים. בכפוף לאישור דירקטוריון החברה, אספן בניה תעסוק ביזמות ובבנייה בחו"ל, לרבות מגורים, ובהשקעות בנדל"ן מניב בצפון אמריקה ואספן נדל"ן תעסוק בהשקעות בנדל"ן מניב באירופה. מידרוג מעריכה כי הרחבת הפעילות בחו"ל תגדיל את הפיזור ותקטין את התלות בענף הנדל"ן בישראל. תחום פעילות זה עתיד להתפתח באופן מואץ על בסיס הניסיון העסקי והפיננסי אותו צבר מנכ"ל החברה והקשרים העסקיים של בעל השליטה בחברה.

**בעלות, ניהול ואסטרטגיה**

**בסוף אפריל 2007 נמכרה השליטה בשותפות סקאיורדס השקעות (אשר מחזיקה בכ-51% מהחברה) למר רוני צארום מידי מר שמעיהו רייכמן – כיום מחזיק מר צארום כ-76% בשותפות סקאיורדס השקעות אשר מחזיקה בכ-51% ממניות אספן בניה**

ב-29 באפריל 2007, רוני צארום, מבעלי השליטה בחברה, רכש את אחזקותיו של מר שמעיהו רייכמן, בסקאיורדס השקעות (שעמדו על כ-25%) ובסקאיורדס ניהול. לאחר ביצוע העסקה, השותפים המוגבלים בסקאיורדס הינם מר רוני צארום (75.5%) ומר אהוד עמיר (24.4%). לאחר עסקה זו הפך מר רוני צארום לבעל השליטה העיקרי בחברה. מר צארום מתגורר בארה"ב ופועל בתחום ההשקעות בהייטק. בנוסף, לחברה הוכנסו משקיעים מוסדיים מגוונים אשר מחזיקים בכ-7%-4% כל אחד וכוללים את הראל פיא, פריזמה, דש אייפקס ואקסלנס השקעות.

**להלן מבנה הבעלות של אספן בניה:**



**כתוצאה מהחלפת השליטה התחלף יו"ר הדירקטוריון ובוצעו שינויים בהנהלת החברה כולל מינוי מנכ"ל, מר אילן גיפמן**

כתוצאה מחילופי השליטה בחברה, מונה למנכ"ל מר אילן גיפמן, אשר שימש בעבר כסמנכ"ל הכספים בחברת מבני תעשיה. למר גיפמן ניסיון רב בענף הנדל"ן הן בהיבטים העסקיים והן בהיבטים הפיננסיים. בנוסף, למינויו של מר גיפמן, התבצע עיבוי של השדרה הניהולית על מנת לפעול לפיתוח פעילות העסקית של החברה הן בישראל והן בחו"ל. מידרוג מעריכה כי הנהלת החברה הינה איכותית ודינמית ופועלת להשבת פעילות החברה.

כצעד נוסף לאחר החלפת השליטה, מונה מר גיא פרג (בעבר, חבר דירקטוריון) ליו"ר הדירקטוריון מר פרג משמש גם כסמנכ"ל כספים והשקעות בחברת דסימה, חברה בבעלותו של רוני צארום.

#### בעלי תפקידים בחברה

תפקיד	
יו"ר דירקטוריון	מר גיא פרג
מנכ"ל	מר אילן גיפמן
מנהלת כספים	גב' שרון רוזנבלום

#### אסטרטגיה עסקית

- השבחת נכסים:
    - השבחת פרויקט כפר הים לאחר גיבוש קונספט ובדיקת אפשרות להשלמת המלון.
    - הקמת מבנים ו/או דירות על קרקעות החברה במקומות בעלי ביקוש, או לשוכרים איכותיים מראש וניצול אופטימלי של זכויות הבנייה הבלתי מנוצלות בנכסי החברה.
  - רכישה של נדל"ן מניב בישראל בתשואות נאות וכניסה לפרויקט של יזמות למגורים באזורי ביקוש.
  - גיוון מקורות המימון הידוק הקשר עם שוק ההון.
  - העברת מנוע הצמיחה לחו"ל:
    - רכישת נכסים מניבים תוך התמקדות באירופה ובצפון אמריקה (cash on cash לפחות 10%, לאחר מימון מבנקים זרים בחו"ל) עם פוטנציאל upside (כמו זכויות בנייה בלתי מנוצלות ושיעורי תפוסה נמוכים).
    - השקעות ביזום, בעסקאות בעלות פוטנציאל רווחיות גבוה (מעל 20%).
    - שותף מקומי בחו"ל.
    - מימון בעזרת חוב non-recourse מבנקים זרים.
- החברה מתחייבת (כפוף לאישור דירקטוריון) שלא לחלק דיבידנד בגין שנת 2007 ו-2008. בגין רווחי שנת 2009 ואילך יחולק דיבידנד בשיעור של עד 30% מהרווח הנקי בניכוי השפעות שערוכים בגלל ישום תקני IFRS**

#### חוזקות

##### התמקדות בנכסים מניבים לרבות על תיק קיים

תיק נכסים מניבים התורם נכון להיום באופן שוטף תזרים הכנסות שכ"ד (NOI) של כ-34 מיליון ₪ בשנה. תיק הנכסים הקיים מרוכז בישראל, משמש בעיקר לתעשייה מאופיין בפיזור שוכרים ומציג שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן.

##### פיתוח עסקי משמעותי תוך חיזוק וגיוון מקורות המימון

העברת השליטה בחברה ורענון ההנהלה עתידים לתרום באופן משמעותי לפיתוח העסקי של החברה תוך שימוש בניסיון קודם מוצלח של המנהלים. תשתית זו ביחד עם חיזוק מקורות המימון באמצעות גיוס הון

בסך של 60-70 מיליון ₪ (מתוכם 30 מ' ₪ גויסו במהלך יולי 2007), מימוש מקרקעין עודף וגיוס חוב עשויים לתרום להאצת קצבי הצמיחה של הפעילות. חלק ניכר מהפעילות מתוכננת לכלול השקעה בנכסים מניבים במדינות המאופיינות ביציבות כלכלית ובנכסים התורמים תזרימים חיוביים מיד ממועד רכישתם. להערכת מדירוג מאפיינים אלו תורמים ליציבות פיננסית ולצמצום התלות בענף הנדל"ן המניב בישראל.

### **הפרדה בין בעלות לניהול**

תפקוד החברה מתוכנן להתבסס על הפרדה מלאה בין בעלות לניהול תוך חיזוק השקיפות וייעול הפעילות.

## **גורמי סיכון עסקיים**

### **פרויקט "כפר הים" בחזרה הסב לחברה הפסדים**

פרויקט "כפר הים" בחזרה, שהחל בשנת 1992 וכלל בנייה של דירות נופש ומלון בשטח של כ-44 דונם, הסב לחברה הפסדים ניכרים. הפרויקט הושלם בחלקו; החברה סיימה לבנות את דירות הנופש ומכרה 90% מהדירות בפרויקט, אך בניית המלון הופסקה בשנת 1999 וכן נותרה קרקע בשטח של כ-69 אלף מ"ר לבניית דירות. בגין המלון נרשמה ירידה בשווי ההון של כ-20 מ' ₪ בשנת 2006. חרף זאת, ההנהלה החדשה שוקלת להשלים את המלון בתקציב משוער של כ-50 מיליון ₪ בטווח של כשלוש שנים והפיכתו למלון בריאות המספק שירותי אירוח ברמה גבוהה וייחודית תוך התבססות על קירבתו לחוף הים. מידרוג מעריכה כי קיימת אי וודאות מסוימת להפיכת הפרויקט לריווחי. כמו כן תפעל החברה להאצת מימוש מלאי הדירות שטרם נמכרו בפרויקט זה.

### **חשיפה לסיכונים מאקרו כלכליים אשר משפיעים על הפעילות בענף הנדל"ן**

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים, הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים ובניה. בעשור האחרון סבל ענף הבנייה למגורים ממיתון ארוך ומתמשך, אך בשנתיים האחרונות ניכרת התאוששות המוגבלת לאזורי הביקוש בעיקר במרכז הארץ. רוב הנכסים המניבים של החברה ממוקמים באזורי הפריפריה; בערים קטנות בצפון ובמרכז. אזורי הפריפריה מאופיינים ברמות ביקושים נמוכות יחסית לאזורי המרכז ובכך פעילות באזורים אלו מגדילה את רמת הסיכון בפעילות זו של החברה. כמו כן מרבית הנכסים משמשים לתעשייה ולמלאכה.

## **גורמי סיכון פיננסיים**

### **חוב המהווה 70% מהשווי הנכסי מרביתו לזמן קצר**

לחברה יתרת חוב בסך של 419 מיליון ₪ בתוספת 17 מ' ₪ בזכאים מזה 107 מיליון ₪ בגין פרויקט כפר הים. חוב זה מהווה כ-70% מהשווי הנכסי וכ-50% מהחוב סווג כאשראי לזמן קצר. מידרוג מעריכה כי היקף החוב והעובדה כי לחברה נכסים שאינם מניבים בהיקפים לא מבוטלים היקשו על תפקוד החברה. החברה פועלת לשיפור הגמישות הפיננסיות באמצעות גיוס הון בתמורה כוללת של 60-70 מיליון ₪ (מתוכם 30 מ' ₪ גויסו במהלך יולי 2007), החלפת חוב ז"ק בחוב ז"א, מכירת מקרקעין עודף, התמקדות בפיתוח מקרקעין, בכדאיות כלכלית גבוהה, ושמירה על יתרת מזומן. ליום עריכת הדו"ח לחברה ולחברות בנות מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בסך של כ-100 מ' ₪ ויתרת מזומנים העומדת על כ-100 מ' ₪.

### **חיזוק יחסי האיתנות לקראת השקעות חדשות**

נכון ליום 31.3.2007 עמד יחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך מאזן על 25% ויחס החוב ל-CAP על 61%. החברה מבצעת מספר מהלכים אשר טרם באו לידי ביטוי בדוחות ליום 31.3.2007. מהלכים אלו כוללים:

- מכירת קומות בבית רובינשטיין בת"א בתמורה נטו של כ- 60 מיליון ₪. העסקה הושלמה בחודש אפריל 2007.

- הנפקת מניות בתמורה ל- 60-70 מיליון ₪ (מתוכם 30 מ' ₪ גויסו במהלך יולי 2007)

- גיוס חוב של 200 מיליון ₪ מזה תוספת חוב של 100 מיליון ₪.

לאחר מהלכים אלו צפוי יחס ההון העצמי וזכויות מיעוט פרופורמה לסך מאזן ליום 31.3.2007 לעמוד על כ-30%. החברה בוחנת השקעות בחו"ל כאשר אם וככל שיחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן ירד מהטווח של 20%-25% עלול הדבר לפגוע בדירוג.

#### **החזקת קרקעות הרעו את יחסי הביטוי**

החברה מתכוונת לפתח חלק מן הקרקעות אשר ברשותה באופן אשר צפוי להגדיל את הרווחיות ותזרימי המזומנים. כמו כן מתכוונת החברה להגדיל את היקף פעילותה באמצעות רכישת נכסים מניבים כך שתזרים המזומנים צפוי לעלות.

#### **חשיפה מטבעית הנובעת מנטילת הלוואות צמודות למט"ח שונים**

חלק מההלוואות הבנקאיות והאג"ח אותן נטלה החברה צמודות למט"ח שונים אשר אינם תואמים את מטבע הפעילות. מידרוג מעריכה כי פעילות זו חושפת את החברה לשינויים בשערי המטבעות והחברה אינה מגדרת חשיפה זו. סכום החשיפה בחברה ובחברות הבנות הינו כ- 22 מיליון ₪ נטו בלבד. החברה מתכוונת לפעול בהקדם לצמצום חשיפה מטבעית זו.



## אופק הדירוג

---

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בהיקף ויציבות תזרים המזומנים
  - גידול בהיקפי הפעילות תוך הגדלת הפיזור הגיאוגרפי ופיזור הפרויקטים
  - שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת יכולת נגישות לשוק ההון
- גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**
- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן ירד מהטווח של- 20%-25%
  - ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
  - מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית
  - עזיבת אנשי מפתח

## ניתוח פיננסי

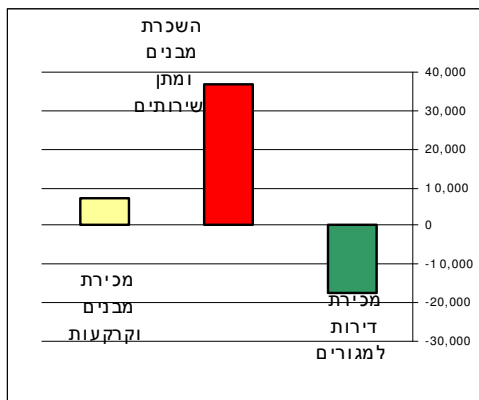
### ירידה בהכנסות משכירות כתוצאה ממכירת נכסים ותנודתיות בהכנסות ממכירת דירות וקרקעות

הכנסות החברה משכירות היו במגמת ירידה בשנים האחרונות, מכ-53 מ' ש' בשנת 2004 לכ-45 מ' ש' בשנת 2005 לכ-41 מ' ש' בשנת 2006. הירידה בהכנסות משכירות נובעת ממימוש נכסים שביצעה החברה בשנים האחרונות כולל מימוש מרכזים מסחריים בנצרת ויוקנעם בשנת 2006 ובקיזוז גידול בהכנסות כנגד רכישת חלק השותף בקניון באשקלון. החברה מממשת נכסים בהתאם להזדמנויות עסקיות וכחלק מן האסטרטגיה העסקית שלה.

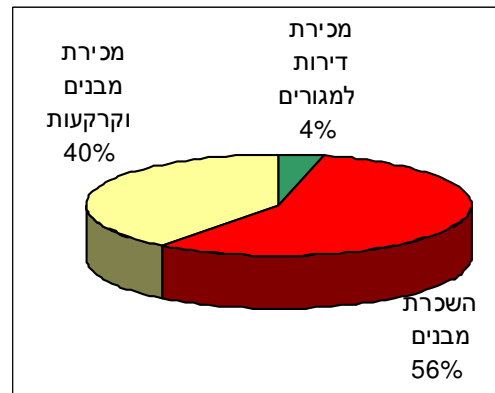
הכנסות החברה ממכירת דירות למגורים היו תנודתיות. בשנת 2006 הכנסות ממכירת דירות למגורים הסתכמו ב-2.7 מ' ש' לעומת 6.8 לשנת 2005. ההכנסות לשנים 2005-2006 נבעו ממכירת דירות למגורים באזור כפר הים ובאור יהודה.

הכנסות החברה ממכירת מבנים וקרקעות הסתכמו ב-28.8 מ' ש', זאת לעומת 8.3 מ' ש' בשנת 2005. עיקר ההכנסות לשנת 2006 נבעו ממכירת קרקעות בשטח של כ-19 דונם באזור התעשייה בכפר סבא בכ-22.3 מ' ש', עבורם רשמה החברה רווח לפני מס של כ-7.5 מ' ש' וממכירת שטחים מסחריים בסך של כ-6.5 מ' ש'. עיקר ההכנסות לשנת 2005 נבעו מכירת קרקע בכפר סבא בסך של כ-8.3 מ' ש'.

רווח גולמי לפי תחום פעילות FY2006



הכנסות לפי תחום פעילות FY2006



### שערוך נכסים נוכח אימוץ תקני IFRS לתנודות ברווח

החברה החלה ליישם לראשונה את תקני ה-IFRS החל מנתוני דצמבר 2006 עם מספרי השוואה לשנת 2005. הרווח התפעולי של החברה לשנת 2006 הסתכם ב-6.2 מיליון ש' לעומת 49.5 מ' ש' ב-2005. בין השאר רשמה החברה בשנת 2005 שיערוך בגין השווי ההוגן של נכסים המתבצע במסגרת יישום תקני החשבונאות החדשים ותרומתו הסתכמה ב-25 מיליון ש'. לעומת זאת, בשנת 2006 נרשם שערוך שלילי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה בסך כולל של 10 מיליון ש' ונרשמה הפרשה לירידת ערך מלאי בסך של כ-20 מיליון ש'.

### עליה בהוצאות ההנהלה וכלליות בעיקר כתוצאה מעליה בהוצאות על שכר עבודה. העלייה ברבעון הראשון של 2007 הינה כתוצאה מתשלומי פרישה למנכ"ל החברה

ברבעון הראשון של 2007 ובשנת 2006 הוצאות הנהלה וכלליות הגיעו להיקפים משמעותיים של 16 מיליון ש' לשנה. עליה זו מוסברת בהוצאות פרישה חד פעמיות ששולמו למנכ"ל החברה ובהערכות החברה ליישום כללי ה-IFRS. החברה מעריכה כי שינוי המבנה הארגוני יתרום לירידה בהוצאות הנהלה וכלליות.

**ירידה בהוצאות מימון כתוצאה מירידה בחוב**

הוצאות המימון של החברה ירדו בשנים האחרונות. הירידה בהוצאות המימון נובעת מירידה בסך החוב ומירידה בשער החליפין של הדולר לעומת השקל, אשר הקטינה את ההתחייבויות הצמודות לדולר במונחים שקלים. נציין כי יתרת אג"ח בסך של כ-32 מיליון ש"ח הינה דולרית. בנוסף, בשנת 2006 היו לחברה הכנסות מימון בסך של כ-6.7 מ"ש שנבעו בעיקר מרווח משערוך של אג"ח והכנסות מהשקעות ופיקדונות לזמן קצר.

**רווח והפסד**

תקני חשבונאות אחרים		IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	Q 1 2006	Q 1 2007	
20,220	53,712	15,063	31,563	351	15	ממכירת מבנים וקרקעות
54,610	52,553	44,820	41,242	9,915	10,213	הכנסות מדמי שכירות
-	-	9,052	7,723	2,032	1,672	הכנסות משירותי ניהול
<b>74,830</b>	<b>106,265</b>	<b>68,935</b>	<b>80,528</b>	<b>12,298</b>	<b>11,900</b>	<b>סך הכנסות</b>
13,370	37,063	17,193	41,187	446	6	עלות מכירת מבנים וקרקעות
23,328	23,389	4,433	3,817	1,087	1,378	עלות השכירות
-	-	10,309	9,108	2,101	1,953	עלות שירותי הניהול
36,698	60,452	31,935	54,112	3,634	3,337	סך עלות ההכנסות
<b>38,132</b>	<b>45,813</b>	<b>37,000</b>	<b>26,416</b>	<b>8,664</b>	<b>8,563</b>	<b>רווח גולמי</b>
-	-	25,106	-10,155	-191	145	שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
10,337	9,974	12,733	16,023	3,118	4,287	הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות
-	-	97	7,899	102	4,492	הכנסות אחרות
-	-	-	1,956	404	-	הוצאות אחרות
<b>27,795</b>	<b>35,839</b>	<b>49,470</b>	<b>6,181</b>	<b>5,053</b>	<b>8,913</b>	<b>רווח תפעולי</b>
0	0	940	6,714	543	2,066	הכנסות מימון
46,185	34,134	37,773	34,078	9,805	7,680	הוצאות מימון נטו
30,286	2,373	-	-	-	-	הוצאות אחרות
-	-	-25	738	3	5	חלק החברה ברווחי חברה כלולה
-	-	-	-	-	-	חלק המיעוט בהפסדי חברות מאוחדות
<b>-48,676</b>	<b>-668</b>	<b>12,612</b>	<b>-20,445</b>	<b>-4,206</b>	<b>3,304</b>	<b>רווח (הפסד) לפני מיסים על ההכנסה</b>
5,267	3,403	-1,021	5,862	546	1,292	הכנסות מיסים על ההכנסה
<b>-53,943</b>	<b>-4,071</b>	-	-	-	-	<b>רווח לאחר מיסים על ההכנסה</b>
210	118	-	-	-	-	חלק החברה ברווחי חברה כלולה
571	22	-	-	-	-	חלק המיעוט בהפסדי חברות מאוחדות
-3,316	-	-	-	-	-	השפעה מצטברת של שינוי בכללי החשבונאות נטו
<b>-56,478</b>	<b>-3,931</b>	<b>13,633</b>	<b>-26,307</b>	<b>-4,752</b>	<b>2,012</b>	<b>רווח נקי (הפסד)</b>

### **החברה נהגה לשמור על יתרות מזומן**

נכון ל-31.03.2007 יתרות המזומנים והשקעות לזמן קצר של החברה עומדות על כ-56.5 מ' ש, זאת לעומת כ-77.5 מ' ש נכון ל-31.12.2006. יתרת המזומן ליום 31.12.2006 כוללת פיקדון בגין מקדמה לרכישת אספן נכסים, על סך כ-26, התקשרות שבוטלה. נכון ל-31.03.2007 מקדמה זו הוחזרה. לחברה יתרת חייבים בסך של 22 מיליון ש בגין מכירת מקרקעין: פיקדון בסך של כ-7.8 מ' ש בגין פיקדון מכירה של נכס לאם סיסטמס, פיקדון בסך של כ-6.4 בגין מכירת הקניון בנצרת, פקדון בסך של כ-2.1 מ' ש בגין מכירת הקניון ביוקנעם ופיקדון בסך של כ-5.3 מ' ש בגין מכירת קרקעות בכפר סבא. מרבית הפיקדונות מותנים בהשלמת תהליכים משפטיים וקבלת אישורים. להערכת החברה, היא צפויה לקבל את מרבית כספי הפיקדונות בעתיד הקרוב.

### **עליה בסעיף נדל"ן להשקעה בעיקר כתוצאה משיערוך נכסים לפי שווי הוגן בעקבות יישום תקני ה-IFRS ובהון עצמי**

סעיף הנדל"ן להשקעה, שהינו הסעיף העיקרי בצד הנכסים, עלה מכ-426 מ' ש נכון ל-31.12.2004 (לפי תקינה ישראלית) לכ-569 מ' ש נכון ל-31.12.2004. העלייה נובעת משיערוך נכסים לפי שווי הוגן. סך ההון העצמי של החברה (לא כולל זכויות מיעוט) גדל באופן משמעותי כאשר החברה החלה ליישם את תקני ה-IFRS מכ-113 מ' ש נכון ל-31.12.2004 (לפי תקינה ישראלית) לכ-184 נכון ל-31.12.2004. עיקר העלייה נובעת מתוספת להון העצמי בגין שיערוך הנכסים לפי שווי הוגן (בניכוי מיסים נדחים). נכון ל-31.03.2007 סך ההון העצמי של החברה עומד על כ-165 מ' ש (לא כולל זכויות מיעוט).

סעיפים משמעותיים נוספים כוללים את מלאי דירות ושטחים מסחריים, מלאי קרקעות ומבנים למכירה ונכסים המיועדים למימוש. מלאי הדירות ושטחים מסחריים עמד על כ-30.6 מ' ש נכון ל-31.3.2007 וכולל בעיקר את הדירות בכפר הים ששוויים עומד על כ-27.5 מ' ש"ח. סעיף מלאי הקרקעות ומבנים למכירה עמד על כ-62 מ' ש נכון ל-31.3.2007 וכולל בעיקר את הקרקעות בכפר הים, במודיעין, בחדרה, בפתח תקווה, באור יהודה ובאבן יהודה. סעיף הנכסים המיועדים למימוש עמד על כ-90.8 מ' ש נכון ל-31.03.2007 וכלל בעיקר את בית רובינשטיין אשר שייך לאספן נכסים ומכירתו הושלמה לאחר תאריך המאזן.

מאזן

תקני חשבונאות אחרים		IFRS	IFRS	IFRS	אלפי ₪
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.03.2007	
					<b>נכסים</b>
5,991	22,771	9,243	65,843	44,993	מזומנים ושווי מזומנים
7,649	8,543	13,117	11,599	11,456	השקעות לזמן קצר
8,158	9,385	6,815	4,703	4,546	לקוחות
40,237	37,438	37,590	42,382	42,150	חייבים ויתרות חובה
93,335	86,171	60,815	0	0	מלאי מבנים בהקמה, נטו
87,208	73,246	87,711	52,864	30,671	מלאי דירות ושטחים מסחריים
102,760	102,770	84,951	61,684	61,684	מלאי קרקעות ומבנים למכירה
22,448	6,419	53,992	8,838	90,792	נכסים המיועדים למימוש
436,284	426,328	535,924	572,933	515,247	נדל"ן להשקעה
1,299	1,178	4,412	4,203	865	רכוש קבוע, נטו
0	0	12,242	6,682	6,853	מסים נדחים
19,525	13,856	9,362	14,030	13,434	סעיפים נכסיים אחרים
<b>824,894</b>	<b>788,105</b>	<b>916,174</b>	<b>845,761</b>	<b>822,691</b>	<b>סך נכסים</b>
					<b>התחייבויות</b>
430,600	343,216	342,868	254,576	212,883	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני שירותים אחרים
0	0	31,896	31,005	31,081	הפרשות בגין תלויות
70,725	60,147	24,644	65,080	48,987	זכאים ויתרות זכות
0	0	4,702	4,702	51,479	התחייבויות המתייחסות לנכסים המיועדים למימוש
151,486	156,514	126,295	137,452	123,330	הלוואות מתאגידים בנקאיים
19,188	18,243	59,404	58,381	59,846	מסים נדחים
0	65,086	85,778	83,040	82,364	אג"ח
116,333	112,379	192,477	163,251	164,845	הון עצמי
24,452	23,357	40,957	44,141	44,559	זכויות המיעוט
12,110	9,163	7,153	4,133	3,317	סעיפי התחייבות אחרים
<b>824,894</b>	<b>788,105</b>	<b>916,174</b>	<b>845,761</b>	<b>822,691</b>	<b>סך התחייבויות</b>

**ירידה בסך החוב של החברה כתוצאה ממימוש נכסים בשנים האחרונות - מרכיב גבוה של חוב לזמן קצר**

כאמור, סך החוב של החברה ירד בשנים האחרונות. עיקר הירידה נובעת ממכירת נכסים ופירעון חובות בגינם. בשנים האחרונות כולל החוב מרכיב גבוה של חוב לזמן קצר. נכון ל-31.3.2007 עמד החוב לזמן קצר על כ-193 מ' ₪ וכולל הלוואות בגין כפר הים בסך של כ-107 מ' ₪. לאחר ההנפקה יוחלף החוב לזמן קצר בחוב לזמן ארוך כך שסך החוב לזמן קצר ירד באופן משמעותי.

**שיערוך הנכסים הביא להצפת ערך הנכסים במאזן תוך שיפור יחסי האיתנות הפיננסית אשר נותנים ביטוי לשווי הכלכלי הגלום בנכסים**

שיערוך הנכסים תרם לשיפור ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס ההון עצמי וזכויות המיעוט לסך מאזן עלה מ-17% נכון ל-31.12.2004 (לפי תקינה ישראלית) לכ-25% נכון ל-31.12.2005, ל-25% נכון ל-31.12.2006, יחס החוב ל-CAP אף הוא רשם שיפור מ-80% נכון ל-31.12.2004 ל-61% נכון ליום 31.3.2007.

### חיזוק יחסי האיתנות לקראת השקעות חדשות

נכון ליום 31.3.2007 עמד יחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך מאזן על 25% ויחס החוב ל-CAP על 61%. החברה מבצעת מספר מהלכים אשר טרם באו לידי ביטוי בדוחות ליום 31.3.2007. מהלכים אלו כוללים:

- מכירת קומות בבית רובינשטיין בת"א בתמורה נטו של כ-60 מיליון ₪. העסקה הושלמה בחודש אפריל 2007.
- הנפקת מניות בתמורה לכ-70 מיליון ₪ (מתוכם 30 מ' ₪ גויסו במהלך יולי 2007)
- גיוס חוב של 200 מיליון ₪ מזה תוספת חוב של 100 מיליון ₪.

לאחר מהלכים אלו צפוי יחס ההון העצמי וזכויות מיעוט פרפורמה לסך מאזן ליום 31.3.2007 לעמוד על כ-30%. החברה בוחנת השקעות בחו"ל כאשר אם וככל שיחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן ירד מהטווח של 25%-20% עלול הדבר לפגוע בדירוג.

### חוב ויחסי איתנות הפיננסית

תקני חשבונאות  
ישנים

	IFRS	IFRS	IFRS	פרפורמה לאחר גיוס חוב + הנפקת זכויות מכירת בית רובינשטיין	אלפי ₪
31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.03.2007		
564,816	554,941	475,068	418,577	584,400	חוב פיננסי
31,314	22,360	77,442	56,449	280,500	יתרות נזילות
533,502	532,581	397,626	362,128	303,900	חוב נטו
702,997	835,537	734,159	680,974	871,500	CAP
17%	25%	25%	25%	30%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
80%	66%	65%	61%	67%	חוב ל-CAP
76%	64%	54%	53%	35%	חוב נטו ל-CAP

### תזרים מזומנים מפעילות השקעה הושפע בעיקר מהחזרת מקדמה על רכישת החזקות החברה במניות אספן נכסים

הפעילות השוטפת גרעה מתזרים המזומנים סך של 2.5 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007. הפעילות השוטפת תרמה לתזרים המזומנים 18.7 מ' ₪ בשנת 2006 ו-11.9 מ' ₪ בשנת 2005.

תזרים המזומנים מפעילות השקעה עמד על כ-17.1 (מ' ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007, כ-98 מ' ₪ בשנת 2006 וכ-6.8) מ' ₪ בשנת 2005. התזרים מפעילות השקעה לרבעון הראשון כלל מימוש השקעה בחברה כלולה - "פרויקט סמינר שייך", שהינה חברה פרטית אשר עוסקת בייזום והשקעות בנדל"ן, בסך של כ-6.9 מ' ₪. כמו כן התזרים כלל החזרת מקדמה על רכישת החזקות החברה במניות אספן נכסים בסך של כ-25.7 מ' ₪. המקדמה הוחזרה מפני שעסקת הרכישה שנחתמה בשנת 2006 לא יצאה לפועל. נותר לחברה להחזיר את יתרת ההלוואה בסך של כ-17 מ' ₪. בשנת 2006 כלל תזרים המזומנים מפעילות השקעה בעיקר תמורה ממימוש נדל"ן להשקעה בסך של כ-68 מ' ₪; הנכסים שמומשו היו הקניון בנצרת, שממומש בסך של כ-48 מ' ₪ והקניון ביוקנעם שמומש עבור כ-20 מ' ₪, כמו כן התזרים כלל קבלת מקדמה על חשבון מכירת אספן נכסים בסך של כ-43 מ' ₪ (העסקה לא יצאה לפועל כפי שהוזכר לעיל) ופיצוי חד פעמי מהמדינה בסך של כ-8 מ' ₪ בגין המבנה בארז שהופקע על ידי הממשלה.

תזרים המזומנים מפעילות מימון עמד על כ-1.3 (מ' ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007 ועל כ-60) מ' ₪ בשנת 2006 וכ-18.6 (מ' ₪ ש"ח בשנת 2005. ברבעון הראשון תזרים המזומנים כלל פירעון אשראי לזמן ארוך בסך של כ-19 מ' ₪ וקבלת הלוואה בסך של כ-14 מ' ₪. בנוסף התזרים כלל קבלת הלוואות בעלים של

כ-8 מ' ₪. לשנת 2006, התזרים מפעילות מימון כלל פירעון של הלוואות לזמן ארוך בסך של כ-71 מ' ₪ וקבלת הלוואות בסך של כ-61 מ' ₪. בשנה זו החברה פרעה הלוואה מבעל מניות בסכום של כ-8 מ' ₪. בתזרים, חל גידול בפירעונות של הלוואות בשל מכירת נכסים. ניתן גם לראות לאורך השנים העברה של חוב לזמן ארוך מחוב לזמן קצר לצורך התאמה לצרכים הפיננסיים של החברה באותה עת.

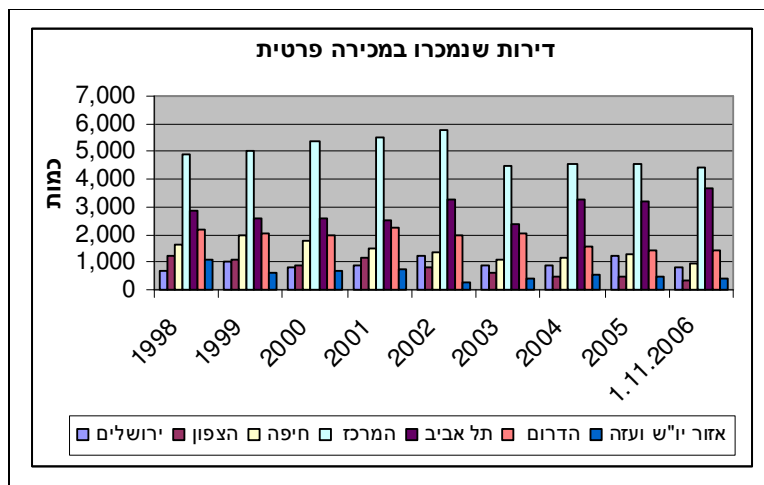
#### תזרימי מזומנים

FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	31.03.2007	אלפי ש"ח
-10,913	12,605	11,982	18,695	-2,453	תזרים מפעילות שוטפת
-3,890	26,027	-6,883	98,067	-17,119	תזרים מפעילות השקעה
18,665	-21,776	-18,627	-60,162	-1,278	תזרים מפעילות מימון
3,868	16,780	-13,528	56,600	-20,850	עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים
-8,969	15,543	9,259	34,264	-727	ירידה (עלייה) במלאי, קרקעות ומבנים למכירה, דירות ושטחים מסחריים
-1,944	-2,938	2,723	-15,569	-1,726	תזרים מפעילות שוטפת ללא השקעה בפרויקטים לבניה

## נספח 1 – ענף הנדל"ן למגורים בישראל

בענף הנדל"ן למגורים ניתן לראות מגמה מעורבת של צמיחה בביקוש לדירות חדשות ודירות יוקרה באזורי ביקוש יחד עם ירידה בביקוש לדירות באזורי הפריפריה, הצפון והדרום. בחודשים ינואר – נובמבר 2006 חל גידול של 2% במספר הכולל של עסקאות במשק בדירות למגורים בהשוואה ל- 2005 וגידול של 22% לעומת שנת 2002. משקל הדירות החדשות מסך כלל הדירות עומד על כ-34%, והגידול המרכזי הינו בדירות חדשות בבניה עצמית ובדירות יוקרה באזורים ספציפיים. הנתונים על מכירת דירות חדשות במשק מצביעים על פערים ניכרים בין קבוצות אוכלוסיה ובין אזורים פריפריאליים למרכז, כאשר פערים אלו הולכים ומתעצמים. בחודשים ינואר - נובמבר 2006 חל גידול של 3% במספר הדירות למכירה בסקטור הפרטי. עם זאת, ישנה האטה במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי, שמתרכז בבניה רוויה בדירות קטנות עד בינוניות באזורים פריפריאליים; בשנת 2006 חלה ירידה של 23% במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי. הגורמים שתדמו להאטה זו היו שיעורי האבטלה הגבוהים בפריפריות, ביטול המענקים בדיור לזכאי משרד הבינוי והשיכון וכן המלחמה בצפון אשר האטה בצורה ניכרת את הפעילות ברבעון השלישי של השנה. גם בענף הביקוש לבנייה נראות מגמות מעורבות, האינדיקטורים המובילים הצביעו על גידול בעסקאות במשק ובמכירות של הסקטור הפרטי, וחלקם הצביעו על המשך מגמת ההאטה בבניה במיוחד בפריפריות.

### להלן נתונים על ענף הבנייה בישראל:



מקור: נתוני הלמ"ס ומשרד הבינוי והשיכון

### מבנה ענף הבנייה למגורים

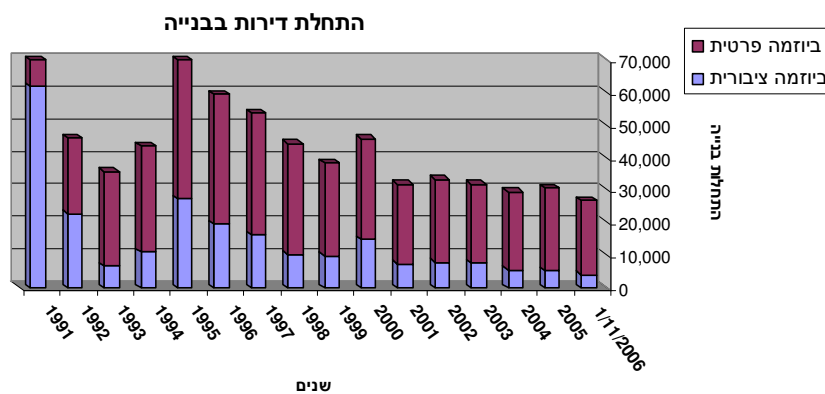
ענף הבנייה למגורים בארץ מושפע ממספר אינדיקטורים מרכזיים:

א. **ביקוש לדיוור:** מושפע מהיקף העלייה לארץ, שיעור האבטלה, רמת השכר, מענקים לזכאים ברכישת דירות ומענקים לאזורי פיתוח. בשנת 2006 ניכרה ירידה בביקושים, בעיקר באזורי עדיפות לאומית ובקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות מבחינה כלכלית. נראה כי החשש ליציבות כלכלית אישית, הבולט בעיקר בקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות, רלבנטי במיוחד לדירות מגורים, בשל המחויבות ארוכת הטווח.



ב. **שוק המשכנתאות:** מושפע בעיקר משיעור הריבית במשק. הפחתת הריבית בשנת 2006, בהמשך למגמת ההפחתה בריבית בשנים הקודמות וירידת מחירים כללית בשוק הדירות, הגדילו את הכדאיות היחסית ללקיחת משכנתא לטובת רכישת דירות. בדצמבר 2006 הגיעה הריבית הממוצעת על משכנתאות חופשיות ל 4.9% והריבית לטווח הארוך ל-4.8%. נוסף על כך, שוק המשכנתאות היה מושפע לטובה מיציבות בשיעור האינפלציה אשר מונעת עליית שיעור ההחזר של לוקחי משכנתאות ומירידה של המע"מ מ-16.5% ל-15.5%.

ג. **היצע הדירות:** מלאי הדירות החדשות המוצע למכירה מצוי במגמת ירידה, הן במרכז והן בפריפריה. היקף התחלות הבנייה במשק בשנת 2006 מוערך בכ-30,000 דירות שזהו הממוצע לחמש השנים האחרונות. אך עם זאת קיימים הבדלים בהיקף ובקצב התחלות הבנייה בין הסקטורים כאשר בסקטור הפרטי נרשמה ירידה של 3% ב-2006 ואילו בסקטור הציבורי נרשמה ירידה של כ-17%, שהיא חלק ממגמת ירידה חדה שנראית בשנים האחרונות.



ד. **מחירי דירות:** מנתונים של הלמ"ס עולה כי חלה עלייה נומינלית של 1.7% במחירי הדירות בחודשים ינואר – נובמבר 2006 לאחר שלוש שנים של ירידות במחירים. ריאלית, נמשכת ירידת מחירים שהחלה ב-1998. לעומת זו נרשמה מדי שנה בשלוש השנים האחרונות עליית מחירים נומינלית של דירות באזור ירושלים, תל אביב והשרון. מסתמן שעלייה זו נובעת גם מרכישת דירות יוקרה באזורים אלו.

### שינויים רגולטוריים

ענף הנדל"ן בכלל וענף הבנייה למגורים בפרט, מושפעים מהחלטות רגולטוריות במספר תחומים:

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. החברה כאמור, תהיה מחויבת בתשלום שכרם של העובדים הזרים וכל הכרוך בהעסקתם. חברה שתבקש להעסיק עובדים זרים תצטרך לפנות לחברות המורשות. מעבר לכך, הממשלה החליטה שהחל מספטמבר 2006 תצטמצם מכסת העובדים הזרים בענף הבניה בהדרגתיות עד לביטולה ב-2010.

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 המינהל אינו עומד ביעדי המכירות שנקבעו ע"י הממשלה. היעדר היצע מספק יכול לגרום להמשך עליית מחירי קרקעות.

ד. **פינוי-בינוי:** מדיניות פינוי-בינוי (כיום נקראת "התחדשות עירונית") החלה בשנות השישים של המאה הקודמת והוכרזה לראשונה כמדיניות רשמית של משרד השיכון בשנת 1998. השטחים המוכרזים כמתחמי פינוי-בינוי הם בדרך כלל שכונות או אזורים דלילים או מדורדרים מבחינה חברתית וכלכלית. בשטחים אלה מבוצעת בדרך כלל הריסת המבנים ובנייה מחדש של שכונה צפופה יותר ובעלת תשתיות משופרות. בשטחים המוכרזים כמתחמי פינוי-בינוי ניתנות תוספות של זכויות בנייה והטבות מיסוי, כגון פטור מהיטל השבחה. כל אלה מעודדים התקשרות בין היזמים לדיירים במתחם. עד כה, על מנת לפנות בניין הייתה דרושה הסכמת 100% מהדיירים, עובדה שהקשתה מאוד על מבצעים אלו. לאחרונה עבר בקריאה שלישית בכנסת "חוק הדייר הסורר" שיאפשר לבצע פרויקטים של פינוי-בינוי, בהסכמה של 80% מהדיירים, בבתים משותפים בני לפחות 4 דירות.

### **שינויים במאפייני לקוחות בענף**

בשנה האחרונה ניכרת עליה של רכישת דירות על ידי משקיעי חוץ צרפתיים, אמריקאים ואנגלים, בעיקר בתחום מגורי היוקרה ולאורך הים. הביקוש הגובר נובע ממספר סיבות: התחזקות האירו אשר הגדילה את כוח הקניה של המשקיעים האירופאים, שפל במחירי הנדל"ן בארץ והשינוי החיובי המסתמן באווירה הפוליטית-ביטחונית בישראל.

### **תחום הביצוע סובל בשנים האחרונות מירידה בביקושים, עליה במחירי תשומות וירידה במרווחים**

בתחום הביצוע, חלק ניכר מפעילות החברה הינו עבור צדדים שלישיים, שעבורם מבצעת החברה עבודות קבלניות של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל. שוק עבודות הביצוע הינו מגוון וכולל חברות גדולות בעלות יכולת ביצוע של מספר פרויקטים בו זמנית וכן חברות קטנות המבצעות פרויקטים בודדים.

שוק הביצוע סובל לאחרונה מירידה בביקוש כתוצאה ממספר גורמים: ירידה בהתחלות בנייה במשק, ירידה במספר העובדים בענף, קושי למצוא כוח אדם מקצועי ועליית עלות תשומות בענף, כגון עלויות כוח אדם וחומרי בנין. בשנים האחרונות חלה עליה במחיר הברזל ובמחירי שכר העבודה, המהווים חלק משמעותי מהעלויות בתחום קבלנות הבניה. כמו כן, קיצוץ מכסות העובדים הזרים, בהתאם להחלטת הממשלה מחודש אוגוסט 2004 והסגרים בשטחי יהודה שומרון ועזה, גורמים למחסור בכח עבודה בענף, להתייקרות בשכר העבודה ולירידה בתפוקת העבודה, לנוכח העסקת פועלים מקומיים בעלי מיומנות נמוכה יותר.

**הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים**

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

## סולם הדירוג

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

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



*מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739*

*טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)*

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג