

א. דורי חברה לעבודות הנדסיות בע"מ

A3	דירוג סדרה ודירוג ISSUER
-----------	---------------------------------

הדירוג ניתן לאג"ח שבמחזור ולאג"ח שתנפיק **א. דורי חברה לעבודות הנדסיות בע"מ** בסך של עד 215 מיליון ש"ח שייפרעו בארבעה תשלומים שנתיים שווים, החל בשנת 2011 (מח"מ של 4-5 שנים). 65 מיליון ש"ח מתמורת ההנפקה ישמשו לפירעון אג"ח שיחול באוגוסט 2008. עד למועד הפירעון, חלק התמורה, בסך של 65 מיליון ש"ח, תופקד בפקדון כספי של בנק שדירוג פקדון ז"ק שלו מדורג P-1 או באג"ח מדינת ישראל. יתרת האג"ח מיועדות למימון פעילותה העסקית של החברה לרבות להשקעה בחברת דוראד. הדירוג A3 ניתן גם ליכולת הפרעון הכוללת של החברה (ISSUER). להלן פירוט האג"ח במחזור:

סדרה	ערך נקוב, מיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית נקובה	שנות פרעון
אג"ח ב'	67.231	מדד	5.25%	2008-2012
אג"ח ג'	228.295	מדד	6.25%	2008-2012

פרופיל החברה

א. דורי חברה לעבודות הנדסיות בע"מ ("דורי" או "החברה"), וביחד עם החברות המוחזקות: **"הקבוצה"** החלה את פעילותה בשנת 1961 ובשנת 1993 הונפקה בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החל מספטמבר 2007 נמצאת החברה בשליטה משותפת של קבוצת אורי דורי וגזית גלוב. החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות ותאגידים בשליטתן בפעילות של יזום וביצוע בתחום הנדלי, החזקה וניהול של מספר מועט של נכסים מניבים, ובנוסף מחזיקה החברה 18.75% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: **"דוראד"**), הפועלת להקמת תחנת כוח לייצור חשמל בהספק של כ-800 מגה-ואט באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי. בשנת 2008 צפויה הקבוצה להשלים תהליך ארגון מחדש במטרה לשפר את הרווחיות, למקד את פעילויות הקבוצה ולהשיג יעילות מרבית בפעילותה. תהליך הארגון מחדש כלל חלוקה של הפעילויות לשלוש חטיבות בסיסיות ומטה ארגוני תומך – חטיבת הבנייה (ביצוע), חטיבת יזום ישראל וחטיבת יזום חו"ל. חטיבת הבנייה מרכזת את פעילות ביצוע הבנייה ועבודות גמר בישראל ואף מנהלת את ביצוע הבנייה לצדדים שלישיים בחו"ל ותפעול המערכות השונות התומכות בפעילות הבנייה. מרבית הכנסות החברה נובעות מפעילות חטיבה זו. חטיבת יזום ישראל מרכזת את פעילות היזום ואיתור הקרקעות, שיווק ומכירות וכן את פעילות התכנון של פרויקטים יזמיים בישראל ופעילות הנדלי להשקעה. חטיבת יזום חו"ל מרכזת את פעילות היזום בחו"ל ועיקר פעילותה כיום בפולין המבוצעת באמצעות חברת Ronson Europe N.V. (להלן: **"רונסון"**), המוחזקת על ידי החברה בשרשור בשיעור של כ-31.85%.

נכון ל-30.09.2007, לחברה 12 פרויקטים בביצוע, הצפויים לתרום כ-930 מיליון ש"ח הכנסות, 8 פרויקטים ביזום בנייה, בשטח כולל של 243 אלף מ"ר, הצפויים לתרום הכנסות של 2 מיליארד ש"ח, 2 נכסים מניבים, התורמים כ-2.3 מיליון ש"ח הכנסות לשנה מלאה, עתודות קרקע בשטח של כ-719 אלף מ"ר שעלותן מסתכמת בכ-30 מיליון ש"ח. בחו"ל, לחברת רונסון יש 29 פרויקטים בשלבי פיתוח שונים, שצפויים לתרום לרונסון מעל מיליארד אירו הכנסות. כמו-כן, לדורי ישנם 4 פרויקטים של פיתוח בבולגריה, הצפויים לתרום כ-65 מיליון אירו הכנסות ושתי עתודות קרקע בקייב שבאוקראינה שמיועדות לפיתוח של כ-300 יח"ד למגורים.

מחברים:

לורי ונציה

אנליסטית

lauriev@midroog.co.il

רן גולדשטיין

ראש צוות

rang@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 18.03.2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כסופי, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

א. דורי: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד)*

באלפי ש"ח

אלפי ₪	FY2007	FY2006	FY2005	FY2004
סך הכנסות	925,662	671,321	603,490	636,360
מזה: הכנסות ממכירת בניינים וקרקעות	254,918	158,394	184,532	250,857
מזה: הכנסות מביצוע עבודות בבנייה	667,353	502,452	401,944	360,358
מזה: הכנסות מהשכרה	3,391	10,475	17,014	25,145
רווח גולמי	120,347	62,204	61,242	68,235
הוצאות הנחלה וכלליות	69,826	53,393	38,070	35,969
רווח תפעולי	45,112	3,827	18,211	27,566
הוצאות מימון, נטו	55,906	37,572	42,638	29,015
רווח נקי	85,630	10,090	-45,427	-9,193
מלאי בניינים למכירה, נטו	698,273	452,687	253,229	245,470
סך מאזן	1,333,603	925,815	700,846	610,320
חוב פיננסי	666,264	591,623	448,521	393,031
יתרות מזומן והשקעות ז"ק בניטרול	166,466	68,365	78,113	54,423
פקדונות משועבדים	499,798	523,258	370,408	338,608
חוב נטו				
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן	25%	12%	12%	9%
חוב ל-CAP	66%	84%	84%	87%

* דוחותיה הכספיים של א. דורי נערכים לפי התקינה הישראלית. חברת רנסון שבבעלותה החלקית מאוחדת באיחוד יחסי 50%.

להלן תיאור חטיבות הפעילות של החברה:

חטיבת הבנייה – קבלנות ביצוע

הקבוצה פועלת כקבלן מבצע של פרויקטים לבנייה, בעיקר למטרות מגורים, וכן של מבנים מסחריים ובסיסי צבא. הקבוצה מתמקדת בעיקר בבנייה של פרויקטים מורכבים הכוללים בניינים רבי קומות או פרויקטים בהם קיימות דרישות בנייה מורכבות ומתמחה בבניית מגדלי יוקרה. בנוסף, הקבוצה עוסקת בביצוע עבודות גמר מגוונות, חדרים נקיים ומעבדות בתחום הפארמה באמצעות חברת רום גבס חיפוי וקירוי (1997) בע"מ (להלן: "רום גבס"), אשר 95.5% מהונה המונפק והנפרע מוחזק בעקיפין על ידי החברה וחברות בנות של רום גבס². לביצוע הפרויקטים מתקשרת החברה עם מזמין הפרויקטים בהסכם ביצוע, המסדיר את אופן ביצוע הפרויקט. הסכמי הביצוע מנוסחים בד"כ על ידי המזמין. החברה פועלת בחלק מהפרויקטים כקבלן מבצע עבור דורי ותאגידים בשליטתה.

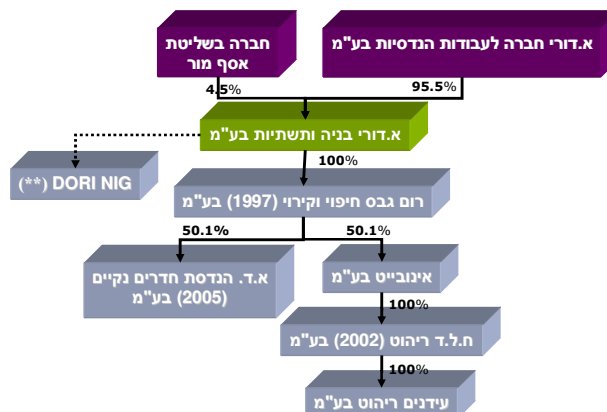
במסגרת הליך הרה-ארגון בקבוצה, הוחלט על העברת עיקר פעילות החברה כקבלן מבצע לחברה בת נפרדת, במטרה לאפשר לחטיבת ביצוע הבנייה, להתמקד בליבת העסקים שלה, לחסוך בעלויות ולהשיג יעילות מרבית ומיטבית בפעילותה. ביום 01/01/08 הועברה עיקר פעילות החברה כקבלן מבצע לחברת הבת, א. דורי בניה ותשתיות בע"מ (להלן: "דורי בניה"), ששיעור ההחזקה בה עומד על 95.5%³.

¹ ההחזקות המתוארות הינן בכפוף לקבלת אישור פרה-רולינג של רשויות המס ולהתקיימותם של תנאים מתלים בהתאם לקבוע בהסכמים אשר מכוחם נוצרו ההחזקות האמורות.

² חברת רום גבס מבצעת עבודות גמר ומערכות, לרבות בניית מחיצות ותקרות, צבע, ריצופים, שטיחים, פרקטים, עבודות חשמל, מיזוג, ספרינקלרים, מטבחים ומשטחי שיש, אינסטלציה ועוד.

³ ההחזקות המתוארות הינן בכפוף לקבלת אישור פרה-רולינג של רשויות המס ולהתקיימותם של תנאים מתלים בהתאם לקבוע בהסכמים אשר מכוחם נוצרו ההחזקות האמורות.

להלן מבנה האחזקות של דורי בנייה⁴:



רקע על ענף הבנייה בישראל המשליך על פעילות הביצוע של החברה:

בענף הבנייה קיימים שני אופני בנייה עיקריים:

- 1. בנייה מתועשת** – בנייה מתועשת הינה על פי מגוון רחב של שיטות, טכנולוגיות ואמצעים, שבהם נעשה שימוש אינטנסיבי בצידוד ובידע, התורמים להקטנת תשומות כוח האדם הדרוש לבנייה, לקיצור משך הביצוע ולשיפור איכות המוצר.
- 2. בנייה קונבנציונאלית** – בנייה עתירת עבודה (כוח אדם), המתבססת במבנים למגורים, בעיקר על שלד של עמודים ותקרות מבטון מזוין, על קירות חוץ ומחיצות מבטון מזוין או מבלוקי בטון או איטונג, ציפוי קירות חוץ ופנים, קרמיקה על מצע חול וטיט.

מרבית הבנייה למגורים, שהיא המגזר העיקרי של ענף הבינוי בארץ, נעשית בבנייה קונבנציונאלית, עתירת עבודה, ואילו בנייה מתועשת שהינה עתירת הון, ידע וחומרים, מבוצעת בהיקף נמוך יחסית. יחד עם זאת, נציין כי במבנים גבוהים למגורים, כמו אלו שהחברה מבצעת את בנייתם, משתמשים בדרך כלל בטכנולוגיה מתועשת, הדורשת פחות תשומות עבודה ליחידת בנייה.

רווחיות בפרויקטים ביצוע הבניה נקבעת בעיקר לפי תנאי השוק המשפיעים על היקף ההתקשרויות ועל תנאיהן ובמידה מועטה יותר לפי אופי הבנייה (מגורים, תעשייה וכו'). במהלך שלוש השנים האחרונות סבל הענף מהתייקרות תשומות הבנייה וזאת, בין השאר, בשל התייקרות חומרי הגלם והמחסור בעובדים בתחום הבנייה. ברבעון הראשון של שנת 2007 חלה עליה של כ-1.4% במדד תשומות הבנייה וזאת בהמשך לעלייה של כ-6% בשנת 2006. בתחום בניינים רבי קומות, בו החברה מתמחה, חלה עלייה משמעותית בהיקף הפעילות. בשנת 2005 הסתכם שטח התחלות הבנייה בבניינים שמספר הקומות בהם גבוה מ-16 בכ-320 אלפי מ"ר, לעומת כ-204 אלפי מ"ר בשנת 2004 (עלייה של כ-52%).

לפירוט לגבי מגמות בענף הבנייה בישראל ראה נספח מספר 1.

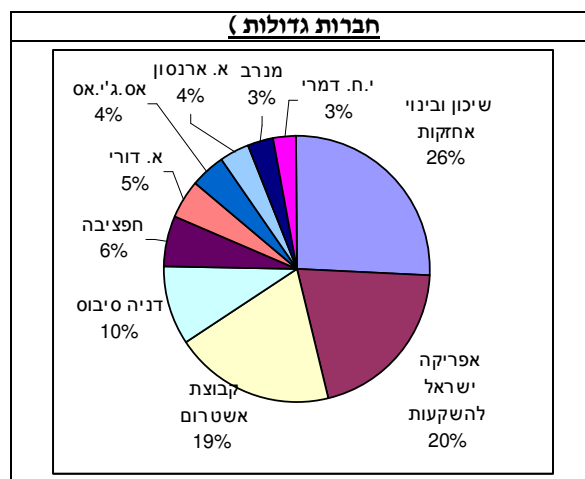
⁴ האחזקות המתוארות הינן בכפוף לקבלת אישור פרה-רולינג של רשויות המס ולהתקיימותם של תנאים מתלים בהתאם לקבוע בהסכמים אשר מכוחם נוצרו האחזקות האמורות. נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה 100% מהון המניות המונפק והנפרע של דורי בניה ו-דורי בנייה מחזיקה 69% מהון המניות של רוֹם גבס חיפוי וקירוי (1997) בע"מ.

** דורי ניגריה הינה חברה שנתאגדה בניגריה, אשר 50% מהונה המונפק והנפרע מוחזק בעקיפין על-ידי אחד ציוד ונכסים (1979) בע"מ. דורי ניגריה עוסקת בביצוע עבודות בניה ותשתית. החברה מעניקה שירותים טכניים וייעוץ לניהול פרויקטים של דורי ניגריה בתמורה לדמי ניהול.

ענף ביצוע הבנייה בישראל הינו תחרותי

ענף ביצוע הבנייה בישראל הינו רווי מתחרים. קיימות בארץ מספר רב של חברות הפועלות בתחום זה. מתוך החברות הפועלות בתחום, מספר מצומצם יותר של חברות מהוות תחרות עבור הקבוצה מאחר והקבוצה מתמקדת בפרויקטים מורכבים, תוך דגש על מגדלי יוקרה למגורים. מתחרותיה העיקריות הינן חברת סולל בונה, דניה סיבוס, רמט, קבוצת אשטרום, אלקטרה בניה, תדזה ומליבו וחפציבה⁵. קיימים מספר רב של קבלנים העוסקים בעבודות גמר בהיקפים קטנים, המתחרים בשירותים ספציפיים שמעניקה הקבוצה (כגון עבודות חשמל, קירות גבס ואינסטלציה). יחד עם זאת, בביצוע עבודות גמר בהיקפים גדולים ומורכבים ובהענקת שירותים בחבילה כוללת, קיימים מתחרים מעטים לקבוצה.

להלן פירוט החברות הגדולות בתחום הבנייה לפי הכנסות לשנת 2007:



מקור: דן אנד ברדסטריט, שנת 2007

לחברה 12 פרויקטים של ביצוע הממוקמים בעיקר במרכז הארץ

לחברה כ-12 פרויקטים של ביצוע שמרביתם ממוקמים במרכז הארץ וכן מספר רב של פרויקטים בתחום עבודות גמר. הפרויקטים ברובם הינם פרויקטים של בניית מגדלי מגורים ובנוסף יש לחברה שני פרויקטים מורכבים עבור צבא ארה"ב וחיל האוויר האמריקני. הפרויקטים צפויים לתרום כ-930 מיליון ₪ הכנסות ולהניב רווח גולמי של כ-7% בממוצע.

החברה מספקת שירותי ניהול עבור חברת דורי ניגריה, שהינה בבעלותה של חברת אכד ציוד ונכסים (1979) בע"מ

החברה מספקת שירותים טכניים ושירותי ניהול פרויקטים עבור חברת Dori Consturction and Engineering (NIG) Ltd (להלן: "דורי ניגריה"), המוחזקת, בעקיפין, על ידי אכד ציוד ונכסים (1979) בע"מ, מבעלות השליטה בחברה, בשיעור של 50%. דורי ניגריה הינה חברה שהתאגדה בניגריה ועוסקת בביצוע עבודות של בנייה ותשתיות. חטיבת הבנייה מספקת לדורי ניגריה את שירותי הניהול בתמורה לסך של כ-3.5% מהכנסותיה של דורי ניגריה עד לתקרה שנתית של 2.15 מיליון דולר וכן סכום חד פעמי בסך של 700 אלף דולר בגין שירותים שהוענקו על ידי החברה לדורי ניגריה בשנת 2006. ההסכם מחודש אוטומטית כל שנה לתקופה של 12 חודשים וכל צד רשאי להביא לביטול ההסכם בהתראה בכתב של 60 יום.

⁵ חברת חפציבה מצויה כיום תחת הקפאת הליכים ויתכן כי פעילותה העתידית תקטן באופן משמעותי.

לחברה שני פרויקטים מהותיים אשר הינם בתחילת דרכם

בשנת 2007 קיימים לקבוצה שני פרויקטים מהותיים באזור ת"א בתחום הפעילות כקבלן מבצע, אשר מהווים כ-46% מסך ההכנסות הצפויות בתחום זה. פרויקטים אלו נמצאים בתחילת דרכם עם שיעור השלמה של כ-30% בפרויקט אחד ושל כ-8% בפרויקט השני (הנתונים נכונים ל-30.9.07). לאור היקף הפרויקטים החברה חשופה לסיכונים הגלומים בהם.

להלן פירוט לגבי פרויקטים בביצוע של החברה נכון ל-30.09.2007:

פרויקט	מיקום	תיאור הפרויקט	שיעור השלמת הפרויקט	שיעור קבלת כספים בגין הפרויקט	תאריך תחילת פרויקט	תאריך סיום צפוי של הפרויקט
מגורים י"ז	מרכז	מגורים, 87 יח"ד, 8,033 שטח עילי	66.4%	61.0%	2005	2008
מגורים כ"א	מרכז	מגורים, 177 יח"ד, 30,000 מ"ר עילי	28.9%	37.5%	2005	2010
רב מבני כ"ד	מרכז	מבנה משרדים עתיר, 5,000 מ"ר	66.1%	74.0%	2006	2008
מגורים ט"ז	דרום-מזרח	23,600 מ"ר מגורים, שני המגדלים – 162 יח"ד	13.3%	6.8%	2007	2009
מגורים ל"א	מרכז	מגורים, 68 יח"ד, 10,000 שטח עילי	40.7%	41.0%	2006	2009
רב מבני כ"ח	דרום	משרדים ומתקנים בשטח כולל של 8,500 מ"ר	41.8%	31.5%	2006	2008
מגורים כ"ו – שלב א'	שרון	11 מבני מגורים, סה"כ 291 יח"ד	50.3%	34.9%	2006	2008
מגורים כ"ט	מרכז	שני מגדלי מגורים בני 192 יח"ד, שטח עילי 23,288 מ"ר	11.3%	7.7%	2007	2010
רב מבני ל"ב	צפון	מסחרי וחניונים בשטח כולל של 25,000 מ"ר	59.1%	40.0%	2006	2008
מגורים ל'	מרכז	מגורים, 168 יח"ד, שטח עילי 33,500 מ"ר	8.2%	3.9%	2007	2010
משרדים כ"ג	מרכז	מבנה משרדים וחניות בשטח כולל של 16,000 מ"ר	28.0%	27.9%	2006	2008
מסחרי ל"ד	מרכז	מגורים	62.5%	8.8%	2006	2008
סה"כ		1,303 יח"ד וכ- 54,500 שטחי מסחר ומשרדים	39.7%	31.3%		

חטיבת יזמות ישראל

חטיבת יזום ישראל מתמקדת כיום ביזום נדל"ן למגורים בתחום היוקרה ובהקמת מבני משרדים ותעשייה. ביצוע הבניה נעשה לעיתים קרובות על ידי חטיבת ביצוע הבניה של החברה.

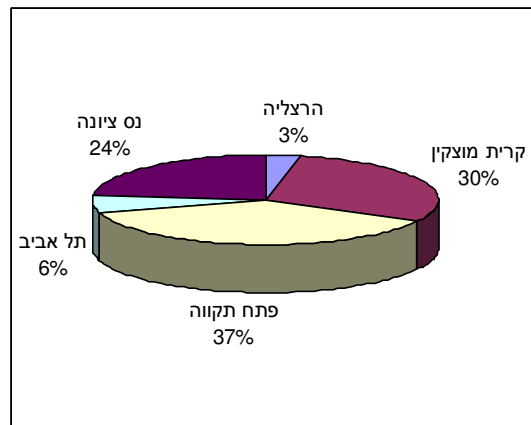
החטיבה מתכוונת להתמקד בבניית שכונות יוקרה באזורי ביקוש

עד לביצוע הרה-ארגון בחברה, פעלה החברה ביזמות פרויקטים למגורים, בעיקר למגזר הבינוני. כיום החטיבה מתכוונת למקד את הפעילות בתחום יזמות הנדל"ן בפרויקטים למגורים, המותאמים לקהל העשירון העליון ובכך גם למנף את יכולותיה של א. דורי בתחום קבלנות הבניה.

דוחיות נמוכה בפרויקטים ביזמות עצמית

לחברה 8 פרויקטים המצויים בשלבי יזום, פיתוח ובנייה שונים בשטח של כ-243 אלף מ"ר, הממוקמים בעיקר במרכז הארץ באזורי ביקוש. הפרויקטים צפויים לתרום הכנסות של כ-2 מיליארד ₪ והרווח הגולמי הממוצע הצפוי מהפרויקטים עומד על כ-14%, שנחשב נמוך יחסית לענף ולמיקומם של הפרויקטים.

פיזור גיאוגרפי לפי שטח של פרויקטים ביזום



להלן נתונים לגבי פרויקטים המצויים בהליכי יזום, פיתוח ובנייה (נתונים נכונים ל-30.09.2007):

תאריך סיום משוער	תאריך תחילת הפרויקט	שיעור השלמת מכירות	שיעור השלמת פרויקט (%)	סה"כ שטח מבונה עיקרי	תיאור פרויקט	שיעור החזקה	מיקום	
06/2009	01/2008	28%	0%	7,940	הקמת 4 בניינים הכוללים 60 יח"ד בעסקת קומבינציה	50%	הרצליה	פסגת הרצליה
03/2013	03/2007	4%	8%	68,900	הקמת שכונת מגורים בקרית מוצקין הכוללת 10 בניינים, 500 יח"ד שטח קרקע - 27,000 מ"ר	100%	קרית מוצקין	DORI DREAM
12/2009	06/2006	30%	41%	38,000	הקמת 5 בניינים הכוללים 282 יח"ד בעסקת קומבינציה (25 יח"ד לבעל הקרקע) משולבת מזומן	100%	פתח תקווה	TOP 5
08/2014	08/2008	0%	0%	כ- 52,000	הקמת פארק תעשייה למשרדים - נמצא בהליכים מול הרשויות להגדלת זכויות לכ- 88,000 מ"ר	100%	פתח תקווה	ART PARK
03/2008	06/2006	נמכר בינואר 2008	61%	7,560	עסקת קומבינציה להקמת בניין משרדים ומסחר של כ- 7,500 מ"ר עילי	100%	תל אביב	הברזל 28- בית ארזים -
08/2008	08/2005	הושכר במלואו	29%	6,500	הקמת בניין משרדים ומסחר של כ- 6,500 מ"ר עילי	50%	תל אביב	הברזל 26 ⁶ -
04/2011	10/2008	0%	0%	55,000	עסקת קומבינציה לבניית שכונת מגורים כוללת 13 בניינים (280 יח"ד) ו- 92 קוטג'ים. שטח הקרקע 47,000 מ"ר	100%	נס ציונה	נס ציונה
12/2007	03/2006		91%	6,750	שלב אחרון בפרויקט שלב - 51 יח"ד	100%	פ"ת	גן המושבה
				242,650	-			סה"כ

רווחיות בינונית ביזמות מפרויקטים היסטוריים

החברה שימשה כיום של 10 פרויקטים שהסתיימו בין השנים 2004 ועד 2006. ההכנסות מפרויקטים אלו עמדו על כ-473 מיליון ₪ והרווח הגולמי עמד על כ-66 מיליון ₪, כ-14% שיעור רווח גולמי שנחשב בינוני לענף.

⁶ החברה השכירה את הבניין במלואו, אך החברה בוחנת את מכירתו.

להלן נתונים לגבי פרויקטים שהסתיימו משנת 2004 – 2006 (נתונים באלפי ₪, חלק החברה):

פרויקט	מיקום	שנת התחלה	שנת סיום	מספר יחידות בפרויקט	מספר יחידות שנמכרו	הכנסות (באלפי ₪)	רווח גולמי (באלפי ₪)	שיעור הרווח הגולמי
מגדלי השחף - בנין 2	ק.מוצקין	2003	2004	72	72	39,213	3,188	8%
קדמת השרון	נתניה	2003	2004	99	99	56,080	8,855	16%
קדמת השרון	נתניה	2004	2005	10	10	5,372	628	12%
קדמת השרון 2	נתניה	2004	2006	71	71	46,665	9,459	20%
לב המושבה	נס ציונה	2004	2005	22	22	16,803	2,912	17%
כר הדשא	נס ציונה	2001	2006	74	74	57,640	2,369	4%
הדרים	צור משה	2004	2005	55	55	49,791	9,276	19%
גן המושבה- 305-306	פתח תקווה	2003	2005	74	74	64,633	8,273	13%
גן המושבה- 301-303	פתח תקווה	2003	2006	111	107	93,334	14,177	15%
ראשונים 2	ראשל"צ	2004	2005	67	67	43,188	7,044	16%
סה"כ				655	651	472,719	66,181	14%

החל משנת 2004 פועלת הקבוצה לצמצום היקף פעילותה בתחום הנכסים המניבים בדרך של מימוש מדורג של נכסיה המניבים. לחברה שני נכסים מניבים בתל אביב ופתח תקווה, התורמים כ-2.3 מיליון ₪ הכנסות בשנה (על בסיס נתוני ה-30.09.2007)

להלן נתונים לגבי הנכסים המניבים שבבעלות החברה (נתונים כספיים באלפי ₪, נכונים ליום 30.09.2007):

שם הנכס	מיקום	שטח משרדים	שיעור החזקת החברה בנכס	עלות מופחתת בספרים ליום 30.9.07 (אלפי ₪)	שנת רכישה / סיום בנייה	NOI בגילום שנתי (חלק החברה)	הכנסות (אלפי ₪) (חלק החברה)		
							עד ספט' 07	2006	2005
בית נטע	תל אביב	916	100%	7,509	2002	840	802	1,107	1,164
מטלון	פתח תקווה	3,255	75%	20,410	1998	930	894	1,250	1,455
סה"כ		4,171		27,919		1,770	1,696	2,357	2,619

שם הנכס	מיקום	עד ספט' 07	שיעורי תפוסה			הערכת שמאי במידה וקיים (כולל ציון מועד בו נערכה השמאות) - אלפי ₪	סטאטוס שעבוד וסוג השעבוד	יתרת הלואה ליום 30.9.2007	LTV
			2006	2005	2004				
בית נטע	תל אביב	100%	100%	100%	100%	(11.07) 12,801	שיעבוד מדרגה ראשונה	כ- 3,900 אלפי ₪	30%
מטלון	פתח תקווה	71%	71%	87%	60%	(8.07) 21,100	שיעבוד מדרגה ראשונה	כ- 18,000 אלפי ₪	85%
סה"כ						33,901		21,900	65%

החברה מעורבת בעסקאות ייזום במקרקעין בהליכי תכנון בשטח של כ-719 אלף מ"ר; סך כל ההשקעות בגינן מסתכם לסך של כ- 30 מיליון ₪ (נכון ליום 30.09.2007)

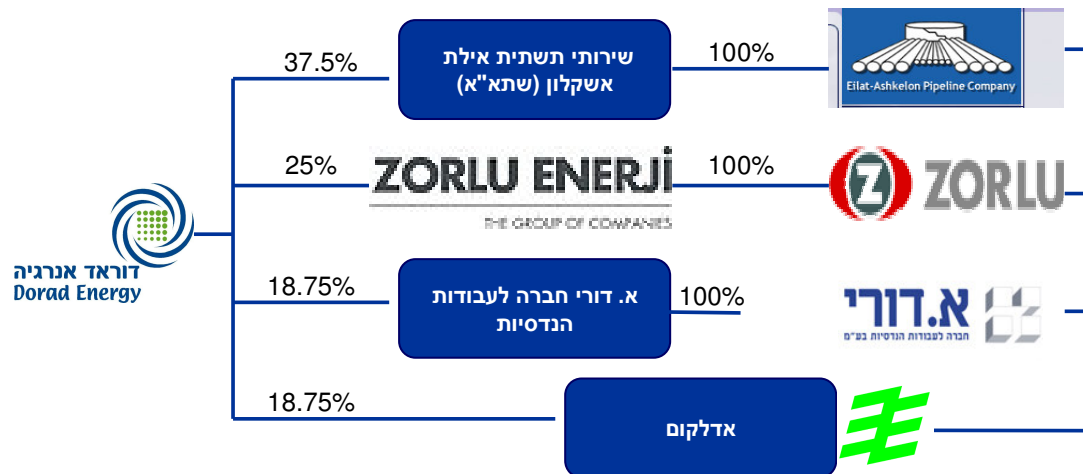
החברה מעורבת בעסקאות ייזום בקרקע ביהוד, תל אביב, גני תקווה, הוד השרון ופרדס חנה המיועדות לבנייה למגורים ונפרסות על שטח של כ-719 אלף מ"ר שהעלויות בגינן נכון ל-30.09.2007 מסתכמות בכ-30 מיליון ₪. חלק ניכר מהוצאות המימון הגבוהות של החברה נובע מרכישת קרקעות אלו שעדיין אינן מניבות הכנסה.

להלן נתונים לגבי עתודות קרקע לגביהן התקשרה החברה בעסקאות ייזום (נתונים כספיים באלפי ₪, נכונים ל-30.09.2007, חלק החברה):

שם הפרויקט ומיקום	סוג הבניה	מס' יחידות דיור מתוכנן (חלק דורי)	שטח קרקע במ"ר	מועד רכישת הזכויות בקרקע	עלויות שנצברו ליום 30 בספטמבר 2007 (באלפי ש"ח)		מצב תכנוני סטטוטורי
					קרקע	אחרות	
הוד השרון	בנייה רוויה	223	212,435	1996	2,411	-	תב"ע בהכנה
יהוד - מלון אביה	בנייה רוויה	108	13,000	1999	16,409	-	תב"ע בהכנה
פרדס חנה	בנייה רוויה	539	440,000	2002	-	66 חלק - מהסכם קומבינציה	תב"ע בהכנה
מתחם הפיל	בנייה רוויה	45	4,082	2002	-	126 חלק - מהסכם קומבינציה	תב"ע בהכנה
גני תקווה	בנייה רוויה	238	49,000	2005	10,579	-	תב"ע בהכנה
סה"כ		1,153	718,517		29,399	192	

פעילות להקמת תחנת כוח דוראד אנרגיה בע"מ

החברה מחזיקה בכ- 18.75% ממניות חברת דוראד אנרגיה בע"מ, הפועלת להקמת תחנת כוח פרטית הגדולה בישראל ליצור חשמל בהספק של כ- 800 מגה-ואט באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי. דוראד התאגדה בנובמבר 2002 לצורך פרויקט הקמת תחנת כוח לייצור חשמל. כיום מחזיקים בדוראד, מלבד דורי, חברת אדלקום בע"מ, חברת שירותי תשתיות אילת-אשקלון בע"מ (להלן: "שתא"א") שתהיה אחראית על תפעול ואחזקה של תחנת הכוח (בכפוף לניהול משא ומתן וחתומה על הסכמים מחייבים) וחברת Zorlu Enerj Elektrik Uretim A.S., שהינה נציגה רשמית של GE, אשר עתידה להקים את תחנת הכח וליתן שירותי תחזוקה כקבלן משנה לשתא"א בעת הפעלת התחנה (בכפוף לניהול משא ומתן וחתומה על הסכמים מחייבים).



ביוני 2004 אישרה ממשלת ישראל תוכנית מתאר ארצית להקמת תחנת כוח המוסקת באמצעות גז טבעי בטכנולוגיה מסוג מחזור משולב, בעלת יכולת ייצור נומינלית (הספק מותקן) של כ-800 מגוואט חשמל במתחם של חברת קו צינור אילת אשקלון בע"מ (להלן: "קצא"א") באשקלון. בפברואר 2006 העניקה הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל לדוראד רישיון מותנה לייצור חשמל ולהקמת תחנת כוח לייצור חשמל באתר קצא"א מדרום לאשקלון. בדצמבר 2006 חודש הרישיון המותנה, שאושר על-ידי השר לתשתיות לאומיות, להקמת תחנת כוח לייצור חשמל להספק מותקן של עד 820 מגוואט, שתוסק באמצעות גז טבעי ("הרישיון המותנה"). תוקף הרישיון המותנה הינו עד ל-26 בדצמבר 2009 בכפוף לעמידתה של דוראד באבני דרך ובהוראות הרישיון המותנה לרבות סגירה פיננסית, העמדת ערבויות וכן אבני דרך המתייחסות ללוחות הזמנים להקמת תחנת הכוח, מימון, תפעולה ולקוחותיה. במסגרת הרישיון, בעלי השליטה בדוראד התחייבו להזרים הון עצמי בסכום כולל השווה ל-20% מעלות הקמת תחנת הכוח⁷, (סך של כ-140 מיליון דולר) על פי חלקם היחסי בהון בדוראד. חלקה היחסי של דורי עומד על כ-26 מיליון דולר ארה"ב. תנאי ההשקעה בחברה הינם כפריקט סגור (Non-Recourse), כך שלדורי אין כל מחויבות משפטית להעמיד סכומים מעבר לסך האמור.

לשם הקמת התחנה דוראד תתקשר בהסכם פיתוח שעל פיו ישולמו לדורי ולחברת אדלקום דמי ייזום בסך של 26 מיליון דולר שיחולקו באופן שווה בין דורי ואדלקום, כך שסכום השווה ל-15% מדמי היזום ישולם במועד הסגירה הפיננסית, סכום השווה ל-75% מדמי הייזום ישולם במהלך הקמת תחנת הכוח על בסיס רבעוני. היתרה תשולם לא יאוחר משנה אחת לאחר הפעלה מסחרית של תחנת הכוח. נכון ל-31 בדצמבר 2007 טרם נחתם הסכם הפיתוח הנ"ל.

בדצמבר 2007 התקשרה דוראד בהסכם עם חברת East Mediterranean Gas Company ("EMG") לרכישת גז טבעי ממצרים. על פי ההסכם, אספקת הגז מתוכננת להתחיל במהלך השנים 2010-2011 והיא תהיה לתקופה של 15 עד 20 שנים. ההיקף המוערך של ההסכם הינו כ-100-125 מיליון דולר לשנה. על פי ההסכם, דוראד התחייבה להעמיד ערבויות להבטחת ביצוע התחייבויותיה על פי ההסכם. ערבויות אלה תעמודנה בתוקף עד לתום חמש שנים מיום תחילת אספקת הגז לדוראד ויופחתו בשיעור של 20% מדי שנה.

⁷ עלות תחנת הכוח על פי הנחיות רשות החשמל ותקנות משק החשמל הינו 480 מיליון דולר (600 דולר לקילוואט מותקן) ולפי הערכת דוראד, כ-840 מיליון דולר – (לרבות הוצאות מימון, פיתוח, מיסוי וכיוב').

דוראד חתמה על הסכמים למכירת חשמל עם משרד הביטחון, עם הגופים המחזיקים במתקני השפד"ן, עם משקי הקיבוצים אגודה שיתופית חקלאית בע"מ, עם חברת תנובה, עם חברת כתר פלסטיק ואחרים. הסכמי אספקת החשמל לגופים אלו הינם בתעריף הנמוך מתעריפי חברת החשמל, כפי שהוא נקבע על ידי הרשות לשירותים ציבוריים - חשמל. בנוסף, חתמה דוראד, במאי 2007, על מסמך הבנות עם בנק הפועלים בע"מ (להלן: "**הבנק**") להעמדת ליווי פיננסי של עד כ-85% (Non-Recourse) מעלויות הקמת תחנת הכוח באמצעות הבנק ו/או באמצעות קונסורציום של מממנים שיאורגנו על ידו.⁸ בפברואר 2008 חתמה דוראד על מסמך הבנות עם כלל ביטוח בע"מ ("**כלל**") להעמדת ליווי פיננסי באמצעות כלל ו/או באמצעות קונסורציום של מממנים מוסדיים ישראלים שיאורגנו על-ידו. במסמך ההבנות נקבע, כי הליווי הפיננסי יינתן לדוראד פרו-ראטה במעמד ובתנאים שווים לליווי הפיננסי הכולל שיועמד על-ידי הבנק מתפקידו כמנהל החוב הכולל בהיקף של עד כ-85% מעלויות הקמת תחנת הכוח לייצור חשמל.⁹

יזמות חו"ל

החל משנת 2000 הקבוצה פועלת לייזום ולהקמה של פרויקטים למגורים בארצות מזרח אירופה, בעיקר בפולין, בבולגריה, באוקראינה ובסלובקיה. הקבוצה פועלת בפולין, באמצעות **רונסון**¹⁰, המחזיקה ב-43 חברות, אשר התאגדו בפולין, מהן 28 חברות פרויקט המקיימות פעילות לייזום ולהקמה של פרויקטים במקומות שונים בפולין ("**חברות הפרויקט**"),. בשנת 2005 הקבוצה החלה לפעול בבולגריה יחד עם חברת דנירקו בע"מ, בשנת 2006 נכנסה הקבוצה לשוק האוקראיני ובשנת 2008 נכנסה הקבוצה לפעילות בסלובקיה. כיום לקבוצה יש 28 פרויקטים בפולין, 4 פרויקטים בבולגריה ושתי קרקעות לפיתוח באוקראינה. הפרויקטים הנמצאים בשלבים שונים של ייזום ופיתוח.

בולגריה

הקבוצה פועלת בבולגריה משנת 2005 בשיתוף עם חברת דנירקו (בשיעור החזקה של 50%), שהינה חברה ישראלית שפועלת בתחום יזום נדל"ן למגורים וכיום היא פעילה בעיקר בבולגריה. פעילות הקבוצה מתרכזת באיתור קרקעות זמינות לבנייה לשם הקמת פרויקטים למגורים, באזורי ביקוש בעיר סופיה. פעילות הקבוצה בבולגריה מתבצעת באמצעות חברות זרות. נכון ל-30.09.2007, לחברה 4 פרויקטים בסופיה ובפרבריה המצויים בשלבי ייזום ופיתוח שונים הצפויים לתרום הכנסות בסך של 65 מיליון אירו ברווח גולמי של 13 מיליון אירו, כ-20% בממוצע.

פרויקט Buena Vista הממוקם בסופיה נמצא בתהליכי בנייה מתקדמים והבנייה צפויה להסתיים במהלך שנת 2008. אך שיעור המכירות נכון להיום הינו נמוך מפני שהתשתיות והכבישים באזור אינם מפותחים עדיין. החברה צופה כי היקף המכירות יגדל עם התקדמות עבודות פיתוח התשתיות באזור.

⁸ מסמך ההבנות כפוף לתוצאות בדיקת נאותות שיערוך הבנק ולהסכמה על היקף הבטוחות שיעמידו דוראד ובעלי מניותיה לקונסורציום המממנים וכן לחתימת הסכם מפורט עד ליום 15 במרץ 2008. היה ולא ייחתם הסכם מפורט עד למועד זה, יבוטל מסמך ההבנות, אלא אם יסכימו הצדדים על הארכת מועד זה. הצדדים במגעים על מנת להאריך את תוקף מזכר ההבנות עד ליום 30 ביוני 2008.

⁹ מסמך ההבנות כפוף לתוצאות בדיקת נאותות שיערוך על-ידי כלל והגופים המממנים והסכמה על היקף הבטוחות שיעמידו דוראד ובעלי מניותיה לקונסורציום המממנים, וכן בכפוף לחתימה על הסכם מפורט עד ליום 31 בדצמבר 2008. היה ולא ייחתם הסכם מפורט עד למועד זה, יבוטל מסמך ההבנות, אלא אם יסכימו הצדדים על הארכת מועד זה.

¹⁰ החברה מחזיקה בשרשור כ-31.85% מהון המניות של רונסון.

להלן נתונים לגבי פרויקטים בבנייה, בשלבי ייזום ופיתוח בבולגריה (נתונים נכונים ל-30.09.2007, מוצגים לפי 100% פרויקט):

פרויקט	מיקום	שיעור החזקה	תיאור פרויקט	סה"כ שטח מבונה עיקרי (מ"ר)	שיעור השלמת פרויקט (%)	שיעור השלמת מכירות	שיעור השלמת פרויקט (%)	שיעור השלמת מכירות
Buena Vista	Sofia - near Simeonovo Shoshe	50.0%	פרויקט לבניית 117 יחידות דיור ב-4 מבנים. שטח כולל של המגרש - 6,700 מ"ר. הפרויקט נמצא בשלב בנייה.	14,500	34%	2%	34%	1%
Bankya	Sofia	50.0%	פרויקט לבניית 150 בתים צמודי קרקע. שטח כולל של המגרש - 87,000 מ"ר. הפרויקט נמצא בשלב תכנון.	27,536	0%	0%	0%	0%
Plot 76/78	Sofia	50.0%	פרויקט לבניית 110 יחידות דיור בשני שלבים. הפרויקט כולל 6 מבנים בעלי 5 קומות. נתקבל היתר	12,140	0%	0%	0%	0%
Manistirski Livadi	Sofia - Lui Aier	50.0%	פרויקט לבניית 140 יחידות דיור ב-4 מבנים בשני שלבים. הפרויקט נמצא בשלב בקשת היתר.	19,800	0%	0%	0%	0%
סה"כ				73,976				

אוקראינה

הקבוצה החלה לפעול באוקראינה בשנת 2006, כאשר נכון להיום הפעילות נעשית בשיתוף עם צד שלישי לא קשור לחברה, שהינה חברה זרה, וחלקה של דורי הינו 50%. עד כה רכשה הקבוצה זכויות בשתי קרקעות בקייב לבניית כ-300 יח"ד בשטח של כ-35 אלף מ"ר והיא מתכננת להתחיל את הבנייה במהלך 2008. הפרויקטים צפויים לתרום כ-50 מיליון דולר הכנסות ברווח גולמי ממוצע של 24%.

בשלב זה מתרכזות פעילות הקבוצה בשוק האוקראיני באיתור קרקעות ובביצוע פעילויות ראשוניות לשם הקמת פרויקטים למגורים בקרקעות שרכשה בעיר קייב ופרבריה. החברה בוחנת את העמקת פעילותה באמצעות השותפות הקיימת והיא אף שוקלת להרחיב את הפעילות לערים נוספות.

להלן נתונים לגבי פרויקטים בבנייה באוקראינה (נתונים נכונים ל-30.09.2007, מוצגים לפי 100% פרויקט):

פרויקט	מיקום	שיעור החזקה	תיאור פרויקט	מס' יח"ד	סה"כ שטח מבונה עיקרי (מ"ר)	תאריך תחילת הפרויקט	תאריך סיום משוער	שיעור השלמת פרויקט (%)	שיעור השלמת מכירות
Rokossovskogo	Kieb	50%	פרויקט לבניית 142 יחידות דיור. שטח הקרקע - 5,900 מ"ר	142	16,700	08/2008	02/2011	0%	0%
Jakob Kolos	Kieb	50%	פרויקט לבניית 160 יחידות דיור. שטח הקרקע - 3,200	160	18,200	08/2008	02/2011	0%	0%
סה"כ				302	34,900				

חברת רונסון – Ronson Europe N.V.

רונסון הינה חברה אחזקות שהתאגדה בהולנד בשנת 2007, ועוסקת באיתור, ייזום, ופיתוח של מקרקעין למגורים בפולין באמצעות חברות פרוייקט פולניות. עד התאגדות חברת רונסון, פעילות הייזום של קבוצת דורי בפולין נעשתה, החל משנת 2000, על ידי חברת הבת ITR-Dori B.V.¹¹ (להלן: "I.T.R-Dori") – אשר החזיקה במלוא ההון המונפק של חברות הפרויקט בפולין. בחודש נובמבר 2006 התקשרה ITR-Dori בהסכם עם Gator Investments Sp z.o.o לפיו הבעלות בהון המניות של חברות הפרויקט הפולניות (למעט שלוש חברות) ושל חברות חדשות שיוקמו בעתיד לצורך פרויקטים חדשים בפולין (על-פי קריטריונים שנקבעו בהסכם) תעבור לחברת החזקות אחת, שבה תחזיק ITR-Dori ב-79.1% מהון המניות של חברת ההחזקות. בחודש ספטמבר 2007 המחתה Gator Investments Sp z.o.o את זכויותיה בהסכם וכן את החזקותיה כאמור בחברות הפרויקט הפולניות ל- GE Real Estate CE Residential B.V. ("GE נדל"ן"). ביוני 2007 ITR-Dori הקימה בהולנד את חברת רונסון כחברת החזקות, כאמור. בחודש ספטמבר 2007, החליפה GE נדל"ן את מלוא החזקותיה בחברות הנמנות על קבוצת רונסון במניות של רונסון, ו-ITR-Dori המחתה את מלוא זכויותיה בהסכם ואת מלוא החזקותיה בחברות הנמנות על קבוצת רונסון לרונסון.

בנובמבר 2007 השלימה רונסון הנפקה בבורסה לני"ע בוורשה, במסגרתה הקצתה רונסון מניות רגילות ו- ITR-Dori מכרה מניות רגילות של רונסון שהוחזקו על ידי ערב ההנפקה. כיום ולאחר ההנפקה, האחזקות ברונסון הינן כדלקמן: ITR-Dori מחזיקה בכ-63.7%, GE נדל"ן מחזיקה בכ-18.4% והיתרה בידי הציבור. בהתאם לאמור, דורי מחזיקה, בשרשור, בכ-31.85% מהון המניות של רונסון, כאשר חברת ITR-Dori מהווה למעשה חברת החזקה בלבד למניות רונסון ונכון למועד הדוחות חובה הפיננסי הינו שולי. שווי חלקה של דורי ברונסון (בשרשור) עומד על כ-423 מיליון ₪ נכון ל-27.02.2008.

מאז הקמתה ועד להיום רונסון פעילה רק בפולין ובעיקר בוורשה ובפרבריה. נכון ליום 30.9.2007 מחזיקה רונסון ב-29 פרויקטים בשלבי תכנון וביצוע שונים להקמה של כ-7,580 יח"ד. מתוך ה-29 פרויקטים, 4 נמצאים בתהליך בנייה. הבנייה ב-10 פרויקטים נוספים מתחילה בשנת 2008, 9 פרויקטים מתחילים בשנת 2009 ו-6 בשנת 2010. על פי תחזית משוערת המתבססת על הפרויקטים הקיימים בלבד, החברה תשלים עד סוף 2015 כ-7,500 יחידות דיור עם הכנסה צפויה של מעל 1,000 מיליון יורו ברווח גולמי ממוצע משוער של 31%. נכון להיום, רונסון מכרה מעל 1,000 דירות בפולין.

ראה בנספח 2 פירוט סטאטוס הפרויקטים של רונסון לחודש ספטמבר 2007.

דווחיות גבוהה בפרויקטים היסטוריים

בשלוש השנים האחרונות סיימה רונסון ארבעה פרויקטים בוורשה, שכללו כ-771 יח"ד ושתרמו כ-352 מיליון ₪ הכנסות, ברווח גולמי מרשים של כ-139 מיליון ₪ (40% מסך ההכנסות).

¹¹ I.T.R-Dori B.V. הינה חברה שהתאגדה בהולנד, אשר 50% מהון מניותיה מוחזק על ידי החברה והיתרה על ידי שותף נוסף.

להלן פירוט לגבי פרויקטים של רונסון שהסתיימו עד לסוף שנת 2006 (נתונים כספיים באלפי ₪, נכונים ליום 30.09.2007, 100% פרויקט):

פרויקט	מיקום	שנת התחלה	שנת סיום	מספר יחידות בפרויקט	מספר יחידות שנמכרו	הכנסות (באלפי ₪)	רווח גולמי (באלפי ₪)	שיעור הרווח הגולמי
Sloneczny Skwer - RD	Warsaw Ochota –	2001	2004	311	311	161,243	64,123	39.80%
RD Apatments - Dom Bialy	Warsaw – Ursynow	2004	2005	79	79	31,586	14,308	45.30%
RD - Pegaz I 2000	Warsaw – Mokotow	2004	2005	109	109	46,921	16,708	35.60%
RD - Pegaz II Warsaw	- Warsaw Mokotow	2005	2006	80	80	38,773	10,821	28.90%
Lazurowa Dolina - RD Residential	- Warsaw Bemowo	2004	2006	192	192	73,121	33,393	45.70%
סה"כ				771	771	351,644	139,353	39.6%

מנכ"ל רונסון ניסיון רב בתחום העסקי

מנכ"ל רונסון, מר דרור כרם, מכהן בתפקידו ממועד הקמתה של רונסון והינו בעל ניסיון וקשרים בתחום פעילותה של רונסון. לרונסון מערך ארגוני רחב הכולל אגף כספים, הנדסה, תמחור ושיווק. רונסון מתקשרת עם קבלני מפתח כאשר חוזי ההתקשרות כוללים אפשרות של הפחתת מחירי קבלן המפתח. פעילות רונסון ובמיוחד כניסה לפרויקטים חדשים מבוצעת לאחר אישור הנהלה הכולל נציגים של בעלי המניות ברונסון.

אין לרונסון מדיניות דיבידנד

רונסון לא חילקה דיבידנדים עד כה ונכון למועד כתיבת הדו"ח, אינה מתכוונת לחלק דיבידנדים בעתיד הקרוב שכן מרבית ההון ילך להשקעה ולפיתוח פעילות החברה. יחד עם זאת נציין כי רונסון אינה פוסלת חלוקת דיבידנדים בעתיד אם רווחיה יאפשרו זאת. בדצמבר 2007 ובינואר 2008 חילקה ITR-Dori דיבידנד לבעלי מניותיה. סה"כ חלקה של החברה בדיבידנדים – כ- 28 מיליון ₪.

החברה פועלת להגדלת פיזור הפרויקטים בפולין אף מעבר לוורשה

שוק המגורים בפולין ובוורשה בפרט, רשם האטה החל במחצית השנייה של שנת 2007, המתבטאת בהתמתנות העלייה במחירי הדירות, התחזקות ההיצע על פני הביקושים ועלייה ברמת הדרישות של הקונים. מגמה זו נתמכה בעלייה בשיעור הריבית, בהאטה בקצב הצמיחה ובהאטה בגידול ההכנסה לעומת מחירי הדירות שהוסיפו לעלות. להרחבה על ההתפתחויות בשוק המגורים בפולין ובכלכלת פולין במהלך שנת 2007 ראה נספח 3. לאור הקמתם של פרויקטים רבים בוורשה פונה החברה לערים נוספות בפולין על מנת לרכוש לפזר את השקעותיה ועל מנת לשמור על רמת רווחיות גבוהה.

גידול חד בהון העצמי בשל גיוסי הון במהלך שנת 2007

בנובמבר 2007 הנפיקה רונסון את מניותיה בשוק לניירות ערך בוורשה בתמורה של כ-38.8 מיליון אירו. בנוסף, התמורה ש- ITR-Dori קיבלה עקב מכירת מניות רונסון שהוחזקו על ידי ערב ההנפקה, הסתכמה לסך של כ- 20.7 מיליון אירו. נכון ליום 31.12.2007, סך החוב הפיננסי של רונסון עומד על כ-86 מיליון אירו והוא מהווה כ-61% מה-CAP של החברה. יחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן עומד על כ-37%. האיתנות הפיננסית של רונסון הינה סבירה יחסית לחברות ייזום נדל"ן, וזאת בשל חיזוק ההון שבוצע במהלך השנה.

רונסון איתנות פיננסית, באירו

31.12.2006	31.12.2007	
7,246,195	85,754,121	חוב פיננסי
10,211,013	7,537,598	יתרות נזילות (מזומנים ופיקדונות לזמן קצר)
7,035,181	78,216,523	חוב פיננסי נטו
7,144,485	140,445,037	Cap
9,898,290	54,690,916	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,238,868	148,337,491	סך מאזן
47%	37%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
48%	61%	חוב ל-CAP
30%	56%	חוב נטו ל-CAP
36%	59%	חוב נטו / קאפ נטו

רונסון מציגה רווחיות גבוהה

בשלוש השנים האחרונות ניכרת עלייה משמעותית בהיקפי הפעילות שתורמת לעלייה עקבית בהכנסות ולעלייה ברווחים. לשנת 2007, סך ההכנסות הסתכם בכ-33 מיליון אירו, זאת לעומת כ-26 מיליון אירו לשנת 2006 ו-20 מיליון אירו לשנת 2005. הרווח הגולמי עלה בהתאם והסתכם בכ-16 מיליון אירו, עלייה של כ-5 מיליון אירו לעומת שנת 2006. העלייה בהיקפי הפעילות, השפיעה על הוצאות ההנהלה וכלליות והוצאות המימון אשר עלו בהדרגתיות בשלוש השנים האחרונות.

רונסון – תמצית רווח והפסד, באירו

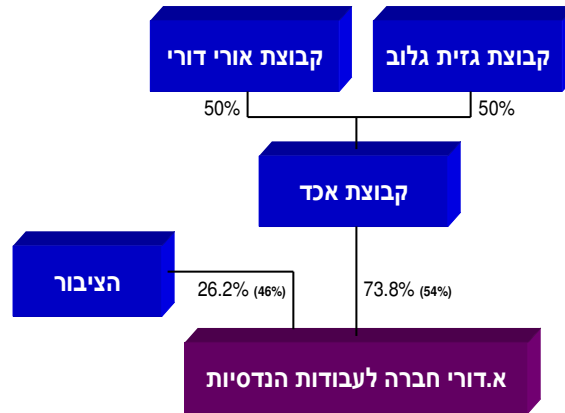
FY 2005	FY2006	FY2007	
20,097,607	26,057,521	33,110,806	סך הכנסות
11,827,464	14,179,303	16,611,755	סך עלויות
306,001	276,052	576,405	הוצאות מכירה ושיווק
7,964,142	11,602,166	15,922,646	רווח גולמי
40%	45%	48%	שיעור רווח גולמי
1,638,763	2,089,640	3,196,231	הוצאות הנהלה וכלליות
6,325,379	9,512,526	12,726,415	רווח מפעולות רגילות
31%	37%	38%	שיעור רווח תפעולי
31,024	3,868	171,225	הכנסות (הוצאות) אחרות
	1,550,215	441,201	הכנסות מימון
1,490,197	2,115,817	2,806,449	הוצאות מימון
4,866,206	8,950,793	10,532,391	רווח לפני מיסים על ההכנסה
1,081,334	2,041,677	2,222,685	מיסים על ההכנסה
3,784,872	6,909,115	8,309,707	רווח (הפסד) נקי
19%	27%	25%	שיעור רווח נקי

בעלות וניהול

בספטמבר 2007 רכשה גזית גלוב 50% מהשליטה באכד בנין והשקעות בע"מ (להלן: "אכד")

מר אורי דורי ומר דוד כץ רכשו ב-20 באוגוסט 2007 את מניותיה של קבוצת נורטירן קפיטל גרופ, חברה פרטית בבעלותו של מר אלכסנדר דוד דמביצר, שהחזיקה ב-50% ממניות אכד, מבעלות השליטה בחברה (מחזיקה, במישרין ובעקיפין, כ-74% מהונה של החברה), בתמורה לסך של כ-44.4 מיליון דולר. בד בבד מר דורי ומר כץ התקשרו עם חברה פרטית בבעלותה המלאה של חברת גזית גלוב בע"מ למכירה של 50% ממניותיה של אכד בתמורה לסכום של 44.4 מיליון דולר. העסקה הושלמה בספטמבר 2007. מר אורי דורי ימשיך, כל עוד הוא יהיה מסוגל ומעוניין, לכהן כמנכ"ל החברה לתקופה של 5 שנים וכיושב ראש פעיל של דירקטוריון אכד וחברות בנות שלה עד שיחליט לפרוש.

להלן מבנה הבעלות החדש של דורי:



(% בדילול מלא)

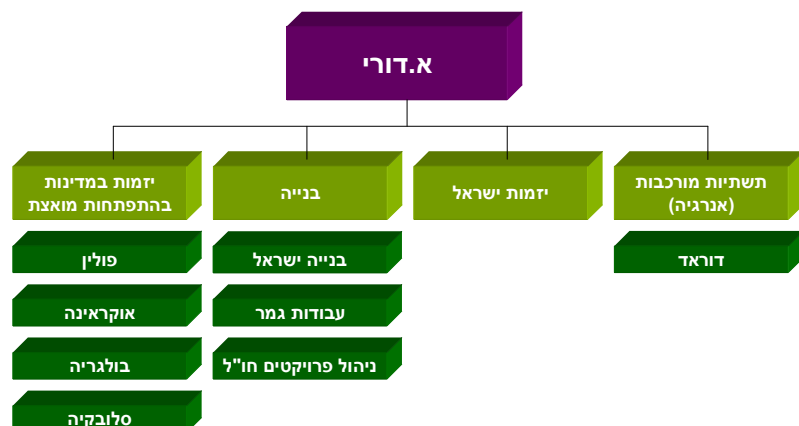
פעילות הקבוצה מחולקת ל-3 חטיבות ומטה

בשנת 2008 צפויה הקבוצה להשלים הליך של ארגון מחדש שבוצע במטרה להתמקד בליבת העסקים של הקבוצה, לחסוך בעלויות ולהשיג יעילות מרבית בפעילותה. תהליך הארגון מחדש כלל חלוקה של פעילויות לשלוש חטיבות בסיסיות ומטה ארגוני תומך – חטיבת הבנייה (ביצוע), חטיבת יזום ישראל וחטיבת יזום חו"ל. פעילות הקבוצה מבוצעת באמצעות מטה אשר מעניק סיוע מנהלי ולוגיסטי לביצוע הפרויקטים השונים ומטפל בנושאים שונים, בכללם ייזום התקשרויות ומכרזים, כספים וחשבונות, יעוץ משפטי, כוח אדם וכדומה. נכון למועד הדו"ח לקבוצה 421 עובדים בישראל, מתוכם כ-32 עובדי הנהלה. מעבר לעובדים הקבועים כמפורט לעיל, מעסיקה החברה, באמצעות חברות כח אדם, עובדים מעטים נוספים על בסיס ארעי לפי צרכיה המשתנים. בנוסף, החברה משתמשת בשירותיהם של תאגידי כוח אדם על מנת להעסיק עובדים זרים בהתאם לצרכיה של החברה בזמן מסוים. מדינת ישראל מעוניינת לצמצם את מספר העובדים הזרים במדינה ועובדה זו משפיעה על זמינות ועלות כוח האדם לביצוע עבודות עבור החברה. נכון לשנת 2006 עמדה מכסת העובדים הזרים על כ-15,000 היתרים.

קיים הסכם ניהול בין החברה לבין אכד ציוד

ב-1992 נחתם הסכם ניהול בין החברה לבין אכד ציוד למתן שירותי ניהול על ידי אכד ציוד. נכון למועד הדו"ח, אכד מעמידה את שירותיהם של ה"ה מר אורי דורי, דוד כץ, אופיר גרינברג ויהושע (שוקל) שרון. בתמורה לשירותי הניהול, זכאית אכד ציוד לדמי ניהול שנתיים קבועים בסכום כולל של 5.6 מיליון ש"ח הצמודים למדד המחירים לצרכן, כאשר מדד הבסיס הינו חודש ספטמבר 1997. בנוסף, ישולמו דמי ניהול משתנים בשיעור של 7.5% מהרווח השנתי לפני מס כפוף לכך שרווח החברה לפני מס יהיה לפחות 1.62 מיליון ₪.

להלן מבנה הפעילות של דורי לאחר הרה ארגון:



להלן פרטים עיקריים על בעלי תפקידי המפתח בקבוצת דורי:

השם	תפקידים בקבוצה	רקע
מר אורי דורי	יו"ר דירקטוריון ומנכ"ל	בעל ניסיון רב שנים בתחום הנדל"ן והביצוע בארץ ובחו"ל. רכש את החברה בשנת 1979 ומאז משמש כמנכ"ל וכיו"ר דירקטוריון.
מר דוד כץ	דירקטור ומנהל חטיבת ייזום חו"ל	הינו דירקטור בחברה מעל 20 שנה.
מר אופיר גרינברג	מנהל כספים	מכהן בתפקידו בחברה משנת 2007. הינו רואה חשבון מוסמך ושמאי מקרקעין. שימש כסמנכ"ל כספים באשדר חברה לבניה בע"מ.
מר אסף מור	מנכ"ל דורי בניה ותשתיות בע"מ	מייסד, בעלים ומנכ"ל חברת רוס גבס משנת 1991.
מר יהושע (שוקי) שרון	מנהל חטיבת יזום ישראל	מכהן בתפקידו מזה שנה.

לחברה 9 דירקטורים, מתוכם שלושה דירקטורים מטעם גזית גלוב אשר הצטרפו לאחרונה – גב' רחל לוי, שמשמשת כסגן יו"ר דירקטוריון והייתה בעבר מנכ"ל חברת פלאזה סנטרס, עו"ד שרון זוזובסקי ורו"ח מנחם רהב.

אין לחברה מדיניות דיבידנד

בשנתיים האחרונות החברה לא חילקה דיבידנדים ואין בכוונתה להגדיר מדיניות דיבידנד.

אסטרטגיה

התמקדות בבניה למגורים בתחום היוקרה

החברה מתמחה בבניית מגדלי יוקרה הן בתחום היוזם והן בתחום הביצוע ובכוונתה להתמקד בתחום זה. התמקדות בפעילות בתחום זה תשפר את רווחי החברה ותעזור לדורי למנף את יכולתה של חטיבת הביצוע בבניית פרויקטים מורכבים הדורשים בנייה מתועשת וטכנולוגיות מתקדמות.

שיתוף פעולה עם קבוצת גזית

כניסתה של גזית גלוב תוכל לאפשר לחברה להיכנס לפרויקטים משולבים של מגורים ומסחר, כאשר דורי תבצע את חלק המגורים בפרויקט ואילו גזית את החלק המסחרי. בנוסף, דורי תשמש כקבלן מבצע בחלק מהפרויקטים של גזית גלוב בישראל.

התמקדות בתחום האנרגיה

החברה שוקלת לייעד חלק מתמורת ההנפקה לפיתוח תחנת הכוח באשקלון ואף להשקיע בפרויקטים נוספים בתחום התשתיות והאנרגיה.

הרחבת הפעילות במזרח אירופה

החברה מתכוונת להמשיך לפעול במתכונתה הנוכחית ואף להרחיב את פעילותה בפולין, בולגריה, אוקראינה וסלובקיה. כמו-כן, בוחנת החברה את האפשרות לפעול במדינות נוספות במזרח אירופה.

שיקולים עיקריים לדירוג

ניסיון רב של בעל השליטה תורם רבות להתפתחות החברה ולמיצובה העסקי כחברה מבוססת וידועה בענף הנדלי"ן בישראל; כניסתה של גזית גלוב (המדורגת בדירוג של Aa2 ע"י מידרוג, אופק יציב) כבעלת שליטה מאפשרת פיתוח סינרגיה בין שתי החברות תוך שימוש ביכולות ההנדסיות הגבוהות של החברה לצרכי פיתוח נכסים בעיקר מחוץ לישראל ומוסיפה גיבוי כלכלי; פיזור פעילויות בתחום הנדלי"ן מפזר סיכון ומאפשר סינרגיה בין התחומים השונים; מיקוד הפעילות של רונסון בפולין – שוק גדול מאוד, המצוי במגמת צמיחה של הכלכלה בכלל, ושל שוק המגורים בפרט, המתבטאות בביקושים גוברים לדירות חדשות תוך עליות מחירים. עם זאת, החברה מתמודדת בתחרות גבוהה בפולין מול יזמי נדל"ן בינלאומיים; מיצוב גבוה של הפרויקטים בפולין הנובע, הן ממיקומים מרכזיים ואטרקטיביים, והן גם מבולטות של סטנדרט הבנייה והסגנון שהם מציעים; ענף הייזום למגורים מאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מחשיפה לסיכונים הקמה וסיכונים ביקוש – הנובעים מפער הזמן שבין רכישת הקרקע לבין שיווק הדירות; בתחום הביצוע לחברה תלות בשני פרויקטים עיקריים אשר בנייתם הינה בתחילת דרכה; קיימת תלות בבעל השליטה הן בקביעת האסטרטגיה העסקית של החברה והן ברכישת נכסים ויצירת קשרים עסקיים; החברה מתכוונת להרחיב את פעילותה במדינת אוקראינה, בעלת הדירוג הנמוך; החברה מראה הפסדים לאורך תקופה ארוכה הנובעים בעיקר בשל הוצאות מימון והוצאות הנהלה וכלליות גבוהות; חשיפה מטבעית למקורות העצמיים שהושקעו בחו"ל.

חוזקות

זרוע פיתוח נדל"ן צומחת ורווחית במזרח אירופה

החברה מחזיקה בחברת רונסון (בשרשור) שמהווה את זרוע הפעילות שלה בפולין. רונסון הינה חברה צומחת ורווחית והאחזקה בה מחזקת את איתנותה הפיננסית של דורי. בנוסף, פעילותה של רונסון, יחד עם הפעילות בישראל, תורמת רבות להגדלת הפיזור הגיאוגרפי. בישראל, הפרויקטים של החברה מפוזרים באזורי הביקוש ואין ריכוזיות באזור מסוים. בחו"ל, לחברה יש ריכוזיות מסוימת בפולין, בה פועלת חברת רונסון, אך עם זאת לחברה יש פרויקטים בבולגריה ואוקראינה והיא מתכוונת להרחיב את פעילותה במדינות אלו ואף להיכנס לשווקים חדשים במזרח אירופה.

ניסיון נצבר ויכולת מוכחת בביצוע פרויקטים גדולי היקף ובעלי מורכבות הנדסית גבוהה

החברה הינה בין החברות הבודדות בארץ אשר הינן בעלות ניסיון ויכולת מוכחת של ביצוע פרויקטים גדולי היקף ובעלי מורכבות הנדסית גבוהה אשר מאפשרים לחברה להתמודד על פרויקטים בהיקף זה ולבצעם. פרויקטים מסוג זה לרוב אמורים לשאת פרמיה בגין המורכבות ההנדסית והיקפם ועשויים להעלות את אחוז הרווחיות של החברה.

כניסתה של גזית גלוב כבעלת מניות מאפשרת סינרגיה בין החברות

בספטמבר 2007 רכשה גזית גלוב (מדורגת Aa2 על ידי מידרוג, אופק יציב) כ-50% מהשליטה בחברה. כניסתה של גזית גלוב תאפשר סינרגיה בין שתי החברות שכן גזית גלוב פועלת בתחום המרכזים המסחריים ואילו דורי פועלת בתחום הבנייה למגורים ובהתאם לכך יוכלו להשתלב בפרויקטים המשלבים את פעילותם.

חברה מבוססת וידועה בענף הנדל"ן בישראל ובפרט בתחום הביצוע

חברת דורי פעילה בתחום יזום הבנייה וביצוע מזה שנים רבות ונמנית בין חברות הבנייה הגדולות ובעלות מוניטין בתחום. לדורי מוניטין טוב הנובע מניסיונה הרב בתחום, שנרכש במהלך 40 שנה לאחר הקמה של מאות אלפי יח"ד. המוניטין בא לידי ביטוי באיכות הבניה, ביכולת ביצוע פרויקטים וביכולת הנעת תהליכים וקבלת אישורים מהרשויות המוניציפאליות השונות. האישורים הנדרשים לביצוע עבודות היזום ולהשבחת הקרקע כוללים, בנוסף לאישורי הבניה הסטנדרטיים, גם קבלת אישורים לשיפור דרכי גישה לפרויקט, אישורים לבניית פארקים, הקמת מוסדות חינוך וכדומה. לאורך השנים, התאפיינה דורי במובילות עסקית בתחום הבניה, ובהתמודדות עם עבודות מסובכות ומורכבות. נתונים אלו ויכולת ביצוע טובה, מהווים גורמים חשובים בשיקולים של לקוחות ויזמים אחרים להתקשר עם דורי. מאידך, נציין כי שיעורי הרווחיות של החברה בפרויקטים (הן בביצוע והן ביזום) אינם בולטים לטובה, בעיקר בשל הוצאות הנה"כ ומימון גבוהות.

פיזור פעילויות בתחום הנדל"ן מפזר סיכון ומאפשר סינרגיה

הקבוצה פועלת במגוון רחב של פעילויות הקשורות לתחום הבניה שמחד מפזר את הסיכון של התמקדות בפעילות בודדת ומאידך מאפשר סינרגיה בין הפעילויות. פעילויות אלו כוללות, יזמות פרויקטים למגורים ומשרדים, ביצוע פרויקטים של מגורים, מסחר, וכדומה. לחברה יש ידע ויכולת להשתתף גם בפרויקטים לאומיים ובפרויקטים גדולים אחרים.

החברה מתמקדת במדינות בעלות שיעורי צמיחה גבוהים וביקושים עולים לנדל"ן

החברה פועלת באמצעות רונסון לניצול הזדמנויות בפולין ולפתח את תחום פעילותה היזמית שם. בשנים הקרובות החברה מתכננת להרחיב את פעילותה באוקראינה וסלובקיה. שתי מדינות אלו מאופיינות בקצב צמיחה גבוה של הכלכלה והביקושים לנדל"ן והן עשויות להוות מנועי צמיחה עבור משקיעים בעלי ניסיון והכרות של שווקים אלו, הן בהיקפי הפעילות והן ברמת הרווחיות. מאידך, המדינות בעלות פוטנציאל צמיחה הגבוהה מאופיינת ברמת סיכון גבוהה יחסית הבאה כפי שמתקפת מדירוג המדינה הניתן ע"י Moody's.

המדינה	אוקראינה	פולין	סלובקיה	בולגריה
דירוג Moody's	B1/Positive	A2/Stable	A1/Stable	Baa3/Stable
שיעור צמיחה GDP	7.1%	6.4%	7.8%	6.1%
אינפלציה שנתית	11.6%	2.7%	4.2%	6.5%

שיפור ברמת הנזילות לאחר הנפקת חברה מוחזקת רונסון

מידורג מעריכה, כי הנפקת חברת רונסון במהלך שנת 2007 שיפרה את רמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה והקבוצה. לחברה יתרות מזומנים גבוהות יחסית נכון ליום 31.12.2007 העומדות על כ-98 מיליון ₪ (ללא מזומנים שמיוחסים לחברת רונסון, שמאוחדת בדוחות באיחוד יחסי שיתרתם ליום 31.1.2007 הינה 77 מיליון ש"ח), המיועדות להשקעות בנכסי נדל"ן. כתוצאה מהצעת מכר של מניות רונסון בחודש 10/2007 נבעה לחברה יתרת מזומן של 9.7 מיליון אירו. כמו כן, לחברה נכס חופשי עיקרי שהינו מניות רונסון בשווי שוק, נכון ליום 27.02.2008, של כ-423 מיליון ש"ח. לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-142 מיליון ש"ח. החברה התחייבה החברה לשמור על יתרות הנזילות שלא תפחתנה מסך 30 מיליון ₪ בכל נקודת זמן.

סיכונים עסקיים

ענף ייזום הנדל"ן מאופיין ברמת סיכון גבוהה נוכח פערי עיתוי בין מועד ההשקעות לבין מועד קבלת תזרימי המזומנים

חלק ניכר מפעילות קבוצת דורי, על זרועותיה השונות, מתמקד בענף ייזום הנדל"ן המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מסיכונים הייזום ומסיכונים הביקושים. סיכונים הייזום נובעים מתהליך ההשבחה של הקרקעות, הכולל שינוי ייעוד ותב"ע והגדלת זכויות בנייה – תהליכים מורכבים וממושכים שקיימת אי וודאות לגבי משכם ומידת

היתכנותם. סיכוני ייזום נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים ובאיכות הבנייה והגימור הנדרשת. סיכוני הביקוש נובעים מפער הזמן הממושך בין מועד ההשקעה בקרקע ופיתוח הפרויקטים לבין מועד המכירה של הדירות. בפער הזמן הזה עלולים להתרחש שינויים בתנאים המאקרו כלכליים והעסקיים שישפיעו על רמת הביקושים, על מחירי המכירה ועל עלויות המימון – ובסך הכך ישפיעו לרעה על רווחיות הפרויקטים.

סיכונים מאקרו כלכליים וגולטורים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן

הקבוצה חשופה לסיכונים המשפיעים על ענף הנדל"ן, שנובעים ממחזוריות אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים, במצב ביטחוני, בזמינות גורמי ייצור וחומרי גלם ובגורמים ענפיים (כדוגמת התפתחות ההיצע והביקוש לנכסי נדל"ן). בנוסף, לשינוי בעמדת הבנקים לגבי גובה ההון העצמי והביטחונות שידרשו מרוכשי הדירות, יכולה להיות השפעה על הביקוש לדירות מגורים. שינוי במחירי חומרי הגלם הנדרשים לבנייה, כדוגמת העלייה במחירי הברזל ובעלות כח העבודה, כתוצאה מהגבלת מתן רישיונות עבודה לעובדים זרים, עלול להשפיע לרעה על רווחיות הקבוצה.

שוק תחרותי מול מתחרים רבים שמקשה על השגת שיעורי רווחיות גבוהים

תחומי הפעילות בהם פועלת הקבוצה תחרותיים ובעיקר ביחס לפרויקטים גדולים. בתחום הביצוע המתחרות העיקריות של הקבוצה בארץ הינן: "סולל בונה", "דניה סיבוס", "קבוצת אשטרום", רמט, אלקטרה בנייה, תדהר ומליבו.

תחום היזמות מאופיין בסף כניסה נמוך לענף כך שבנוסף לחברות הגדולות (כדוגמת אפריקה ישראל, דלק נדל"ן, אשטרום, נכסים ובנין, אזורים ושיכון עובדים), ישנם יזמים מקומיים קטנים ומוכרי דירות יד שנייה, המתחרים בפעילות זו.

תלות בשני פרויקטים מרכזיים אשר הינם בתחילת דרכם

לחברה שני פרויקטים מרכזיים בביצוע - פרויקטים - אשר מהווים כ-46% מסך ההכנסות הצפויות בתחום זה. פרויקטים אלו נמצאים בתחילת דרכם עם שיעור השלמה של כ-30% למגדל אחד ושל כ-8% למגדל השני. מידרוג סבורה, כי החברה חשופה לסיכונים הגלומים בפרויקטים אלו בשל היקפם ושיעור השלמתם.

תלות בבעל מניות – אורי דורי, אשר הינו בעל מוניטין, ניסיון וקשרים בתחום פעילות החברה

להערכת מידרוג, המבנה הניהולי של הקבוצה שטוח, עם מעורבות חזקה ומקיפה של מר אורי דורי, בקביעת יעדיה האסטרטגיים של הקבוצה. מידרוג מעריכה את התלות במר דורי כמהותית הן לעניין יזום פרויקטים חדשים וביצוע פרויקטים והן לעניין קביעת האסטרטגיה העסקית, רכישת הנכסים החדשים ויצירת קשרים עסקיים.

פעילות באוקראינה בעלת הדירוג הנמוך

לחברה פעילות יזום נדל"ן למגורים באוקראינה שאותה החברה מתכוונת להרחיב בשנים הקרובות. אוקראינה מדורגת B1/Positive על ידי Moody's. כלכלת אוקראינה הפגינה בשנים 2006 ו-2007 צמיחה חזקה מאוד. הצריכה הפרטית - מוזנת על ידי הגידול בשכר הריאלי, הניעה קדימה את ביצועי הכלכלה, לצד זינוק בהשקעה בנכסים קבועים. היקף ההשקעות הזרות – שצפוי להסתכם בכ-6.2 מיליארד דולר בשנת 2007, משקף את האמון הגדל של המשקיעים הזרים בכלכלה האוקראינית. הזרמת ההשקעות והצמיחה שיפרו את נתוני החוב, הגירעון הממשלתי ורמת הנזילות, כל אלו, לצד התחזית כי הצמיחה החזקה תימשך בשנים הקרובות, תורמים לאופק החיובי של הדירוג. בין האתגרים העיקריים של הכלכלה, מונה Moody's את הריכוזיות הגבוהה של הייצוא, המבוסס במידה רבה על ענפי המתכות והכימיה (למעלה ממחצית הייצוא), את העלייה בגרעון השוטף, את חוסר היציבות הפוליטי (הבחירות הבאות במדינה צפויות בשנת 2009), ואת האיטיות הרבה בה מתבצעים השינויים המבניים במדינה. במודיס סבורים כי אוקראינה חשופה לשני סוגים של זעזועים חיצוניים: מחזור שלילי בענף המתכות העולמי ועלייה במחירי הגז הטבעי שרוכשת אוקראינה מרוסיה.

היחלשות שוקי ההון העולמיים והסנטימנט השלילי לחברות נדל"ן, מהווה איום על נגישות למקורות הון

החולשה הנוכחית בשוקי ההון בעולם היא תוצאה של אי וודאות גבוהה לגבי רמת הצמיחה העתידית של המשקיים המרכזיים בעולם, ובראשם הכלכלה האמריקאית, והחשש בפני היקלעות למיתון עולמי. מצב זה משליך גם על כלכלות צומחות ומתפתחות, כמו אלו של מזרח אירופה. ענף הנדל"ן בפרט חשוף למשבר נזילות נוכח סנטימנט שלילי בשווקים ורמת מינוף גבוהה. התפתחויות אלו, ובפרט אי הוודאות הכרוכה בהן, מהווים איום על יזמי נדל"ן בכל העולם, לרבות על חברת רונסון ופעילויות במדינות אחרות שנעשות על ידי החברה.

סיכונים פיננסיים

חשיפה לשינויים חדים בשערי ריבית שעלולים לפגוע בתזרימי המזומנים וברווחיות

פעילות החברה חשופה לשינויים בשערי הריבית בכמה מישורים שונים, אך בעלי קשרי גומלין ביניהם: שינויים בשערי ריבית משפיעים על רמת הביקושים לדירות למגורים; הלוואות לליווי בנייה (Construction Loan) מבוססות על פי רוב על ריבית משתנה וסביבת ריבית עולה עלולה להשפיעה לרעה על יכולת החברה לממש את נכסיה בעת בה תבקש לעשות זאת. החברה אינה מגדרת את סיכוני הריבית.

חשיפה מטבעית למקורות העצמיים שהושקעו בחו"ל

דורי בוחנת גיוס אג"ח שקלי צמוד מדד אשר בחלקו יהווה את ההון העצמי למימון הפעילות בחו"ל ולפיכך חושף את החברה לשינויים בין השקל לבין מטבע הפעילות במדינות בחו"ל.

החברה מראה הפסדים לאורך תקופה הנובעים מהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון גבוהות; החברה פועלת לצמצום עלויות

בשנים 2003-2005, החברה הציגה הפסד נקי מפעילות. בשנת 2006 ובשנת 2007 החברה הציגה רווחים, אך רווחים אלו נבעו מפעולות חד פעמיות ולא מפעילותה העסקית של החברה. בשנת 2006, החברה הרוויחה כ-10 מיליון ₪, אך מרבית הרווח נזקף למכירה של מניות רונסון לצד ג'. בשנת 2007, החברה הציגה רווח גבוה של כ-104 מיליון ₪, אך הוא נבע ברובו מרווחים מהנפקתה של רונסון בבורסה בוורשה. בנטרול הרווחים מההנפקה, החברה נמצאת בהפסד לתקופה. הסיבות העיקריות להפסדים הינן הוצאות הנהלה וכלליות משמעותיות וכן הוצאות מימון גבוהות. בשנת 2007 הסתכמו ההוצאות ההנהלה וכלליות בכ-70 מיליון ₪, זאת לעומת הוצאות של כ-53 מיליון ₪ בשנת 2006 וכ-38 מיליון ₪ בשנת 2005. הוצאות ההנהלה וכלליות בשנת 2007 ובשנת 2006 מהוות כ-8% מסך ההכנסות, שיעור זה נחשב גבוה יחסית לחברות נדל"ן דומות. הוצאות ההנהלה וכלליות בשנת 2007 הינן גבוהות במיוחד גם בשל רווחים מההנפקה של רונסון. בנטרול המענק לחברת הניהול בגין הרווח, הוצאות אלו עדיין גבוהות יחסית. החברה פועלת לצמצום עלויות; הליך הארגון מחדש, שיושם במהלך שנת 2008, אמור לתרום ליעול הפעילות ולהגדלת הרווחיות תוך צמצום עלויות. הנהלת החברה מעריכה כי תוצאה הארגון מחדש יבואו לידי ביטוי החל מתוצאות שנת 2008.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור ברווחיות ובשולי הרווח בפרויקטים הן בתחום קבלנות ביצוע והן בתחום היזום
- חיזוק משמעותי בערכם המוחלט של נתוני האיתנות הפיננסית ושיפור מהותי ביחסי האיתנות הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- עלייה ביחס החוב ל-CAP מעבר לשיעור של 70%
- שינויים מהותיים במבנה הבעלות בחברה והניהול
- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילותה
- אי עמידה ביעדים של ייעול מערך התפעול והניהול באופן אשר ישפר את שולי הרווח (בניטרול תרומת רונסון)

כללי

החברה מדווחת על פי תקני החשבונאות הישראליים.

רווח ותזרימי מזומנים

החברה מראה הפסדים לאורך תקופה הנובעים מהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון גבוהות

בשנת 2007 ניכרת עלייה משמעותית בהכנסות וברווח הגולמי. סך ההכנסות לתקופה עמד על כ-926 מיליון ₪ והרווח הגולמי עמד על כ-120 מיליון ₪, לעומת כ-671 מיליון ₪ וכ-62 מיליון ₪ בהתאמה לשנת 2006. העלייה בהכנסות וברווח הגולמי נובעת בעיקר מעלייה בהיקפי הפעילות בתחום הביצוע, שההכנסות מתחום זה עלו בכ-190 מיליון ₪, מעלייה בתחום הייזום ומעליה בהיקפי הפעילות של חברת רונסון. הוצאות הנהלה וכלליות היו גבוהות לתקופה ונבעו מהנפקתה של רונסון, מעלייה בהיקפי הפעילות הן בארץ והן בחו"ל ומהוצאה בגין אופציות של 2.9 מיליון ₪ למנהל הכספים. כמו-כן, בתקופה זו חלה עלייה ניכרת בהוצאות המימון שנבעה בעיקרה מעלייה במדד המחירים לצרכן של 2.5% אשר השפיעה בצורה ניכרת על תשלומי הריבית על האג"ח צמודות מדד שהנפיקה החברה. הנפקתה של רונסון בבורסה בוורשה תרמה כ-108 מיליון ₪ הכנסות אחרות ועזרה לחברה להציג רווח נקי גבוה. בנטרול הנפקת רונסון, לחברה קיים הפסד נקי לתקופה הנובע בעיקר מהוצאות מימון והוצאות הנהלה וכלליות גבוהות. לחברה הוצאות מימון גבוהות בשל קנייתן של מספר קרקעות להשקעה אשר עדיין לא מניבות רווח. בשנת 2006 החברה מכרה 20% מהשליטה בחברת ITR-Dori ל-GE ובעקבות כך רשמה הכנסות אחרות בסך של כ-52 מיליון ₪ שתורמו להקטנת ההפסד באותה שנה.

א.דורי : דוח רווח והפסד מאוחד, באלפי ש"ח

FY 2003	FY 2004	FY 2005	FY2006	FY2007	
606,215	611,215	585,013	659,280	921,997	הכנסות ממכירת בניינים, קרקעות, ומביצוע עבודות
30,745	25,145	18,477	12,041	3,665	הכנסות מהשכרה
637,395	636,360	603,490	671,321	925,662	סך הכנסות
553,047	568,125	542,248	602,898	803,799	עלות מכירת בניינים, קרקעות והעבודות שבוצעו
-	-	-	6,219	1,516	עלות ההכנסות משירותי השכרה ואחרות
553,047	568,125	542,248	609,117	805,315	סך עלויות
84,348	68,235	61,242	62,204	120,347	רווח גולמי
4,736	4,700	4,961	4,984	5,409	הוצאות מכירה ושיווק
35,709	35,969	38,070	53,393	69,826	הוצאות הנהלה וכלליות
43,903	27,566	18,211	3,827	45,112	רווח מפעולות רגילות
35,032	29,015	42,638	37,572	55,906	הוצאות מימון נטו
-135	1,667	-9,344	52,053	-6,883	הכנסות (הוצאות) אחרות
				107,904	רווח מהנפקה לצד ג' בחברה מוחזקת
8,736	218	-33,771	18,308	90,227	רווח לפני מיסים על ההכנסה
3,064	6,108	6,329	5,708	-5,990	מיסים על ההכנסה
5,672	-5,890	-40,100	12,600	96,217	רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה
3,290	-442	-1,282	503	503	חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות ושותפויות נטו
-1,592	-2,861	-4,045	-3,013	-11,090	זכויות המיעוט ברווחי חברות מאוחדות נטו
7,370	-9,193	-45,427	10,090	85,630	רווח נקי (הפסד)
-34,056					השפעה מצטברת לתחילת השנה בשל שינוי שיטה חשבונאית
-26,686					רווח (הפסד) נקי לשנת 2003

בטבלה להלן ניתן לראות עלייה בשיעור הרווח התפעולי אשר נכון לשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 הסתכם בכ-4.8%. זוהי עלייה משמעותית לעומת שנת 2006 שבה שיעור הרווח התפעולי היה נמוך במיוחד כתוצאה מהפסדים בתחום הביצוע ועמד על כ-0.6%. ניתן גם לראות עלייה ניכרת בהכנסות מפעילות בחו"ל שצמחו מ-28 מיליון ₪ בשנת 2005 לכ-73 מיליון ₪ בשנת 2006 (גידול של כ-160%) ונכון לשנת 2006 הפעילות באירופה היוותה כ-10% מפעילות החברה.

א.דורי : התפלגות הכנסות ורווח תפעולי, באלפי ש"ח

שיעורי הכנסות ורווח				התפלגות הכנסות ורווח				
FY 2005	FY2006	Q1-3 2006	Q1-3 2007	FY 2005	FY2006	Q1-3 2006	Q1-3 2007	
30.6%	23.6%	23.5%	29.8%	184,532	158,394	118,454	205,183	הכנסות ממכירת בניינים וקרקעות
66.6%	74.8%	74.6%	69.7%	401,944	502,452	376,968	479,487	הכנסות מביצוע עבודות בבנייה
2.8%	1.6%	1.9%	0.4%	17,014	10,475	9,572	2,924	הכנסות מהשכרה
100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	603,490	671,321	504,994	687,594	סך הכנסות
5.3%	6.4%	11.3%	14.5%	9,811	10,159	13,401	29,716	רווח תפעולי ממכירת בניינים וקרקעות
0.2%	-2.1%	-0.6%	0.3%	907	-10,585	-2,122	1,217	רווח תפעולי מביצוע עבודות בבנייה
44.0%	40.6%	42.5%	61.2%	7,493	4,253	4,071	1,790	רווח תפעולי מהשכרת נכסים
3.0%	0.6%	3.0%	4.8%	18,211	3,827	15,350	32,723	סך רווח תפעולי
								הכנסות לפי אזור גיאוגרפי
95.4%	89.1%			575,664	598,295			ישראל
4.6%	10.9%			27,826	73,026			אירופה
100.0%	100.0%			603,490	671,321			סך הכנסות

תזרים שלילי מפעילות שוטפת

לחברה תזרים שלילי מפעילות שוטפת בשלוש השנים האחרונות. בשנת 2007 מרבית המזומנים שימשו להשקעה בקרקעות בפולין ובשנת 2006 שימשו לקניית קרקעות בקריית מוצקין, בפתח תקווה, בתל אביב וקרקעות בפולין ובבולגריה. מקורות המימון העיקריים של החברה בשנים האחרונות היו אג"ח שגייסה בישראל, אשראי זמן קצר למימון פרויקטים יזמיים והלוואות שנלקחו בחו"ל למימון הפעילות במזרח אירופה. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2007 הנפיקה החברה אג"ח וקיבלה הלוואה לזמן ארוך אשר שימשו לפעילות שוטפת ולפירעון של אג"ח ואג"ח להמרה. בשנת 2006 החברה קיבלה תמורה ממכירת 20% מהאחזקה ITR-Doria (כ-61 מיליון ש"ח) ותמורה ממימוש נדל"ן להשקעה בסך של כ-83 מיליון ש"ח. בנוסף היא לקחה אשראי מבנקים על מנת לממן פרויקטים בהקמה.

א.דורי (מאוחד): תמצית דוח מקורות ושימושים, באלפי ש"ח

FY 2004	FY 2005	FY2006	Q1-3 2007	
34,751				מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
72,528	-	83,329	7,945	תמורה ממימוש השקעות ורכוש קבוע וניירות ערך
-	220,648	79,140	55,591	הנפקת אג"ח ואג"ח להמרה
-	37,584	-	-	הנפקת מניות ותקבולים מהנפקת כתבי אופציה
-	-	60,950	-	הנפקת הון למיעוט בחברות מאוחדות שאוחדו
-	-	131,256	-	קבלת אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
-	-	-	104,080	קבלה של הלוואות לזמן ארוך נטו
39,651	-	913	-	קבלה של הלוואות מבעלי עניין
	-	9,653		ירידה נטו במזומנים ופיקדונות
1,032	-	743	1,707	אחר
147,962	258,232	365,984	169,323	סך מקורות
-	81,306	246,271	99,918	מזומנים ששימשו לפעילות שוטפת
-	446	-	-	תמורה ממימוש השקעות ורכוש קבוע וניירות ערך
902	3,241	7,676	6,201	השקעה ברכוש קבוע ורכוש להשכרה
-	-	48,024	-	רכישת זכויות נוספות בחברות מאוחדות באיחוד יחסי
-	2,974	-	1,929	מתן הלוואות לבעלי עניין ולחברות מוחזקות נטו
49,283	132,514	-	185	פירעון אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
78,336	10,395	48,508	-	פירעון הלוואות לזמן ארוך
4,745	4,937	15,505	10,090	פירעון של אג"ח ואג"ח להמרה
14,336	22,075		47,100	גידול נטו במזומנים ופיקדונות
360	344	-	3,900	אחר
147,962	258,232	365,984	169,323	סך שימושים

מאזן איתנות פיננסית

עלייה ניכרת בהון העצמי מהנפקתה של רונסון

נכון ל-31.12.2007 עלייה משמעותית בהיקפי הפעילות שהשפיעה על מספר סעיפים עיקריים במאזן; סעיף מלאי בניינים למכירה הסתכם בכ-698 מיליון ₪, עלייה של כ-246 מיליון ש"ח לעומת שנת 2006; סעיף הלקוחות והכנסות לקבל עלה מ-174 מיליון ₪ נכון ל-31.12.2006 לכ-215 מיליון ₪ ל-31.12.2007 וסעיף החייבים ויתרות חובה עלה בכ-48 מיליון ₪ בתקופה.

פעילות ונכסי החברה ממומנים בעיקר בחוב זמן קצר המהווה כ-73% מסך החוב ליום 31.12.2007 – בסך של כ-487 מיליון ש"ח. חלק ניכר מהחוב זמן קצר מורכב מחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ומאג"ח, שעומדים לפירעון בשלוש השנים הקרובות, שסווגו כחובות לזמן קצר בגלל תקופת המחזור התפעולי הרגיל של החברה בפעילות היזום והבניה שיכולה להימשך כשנתיים עד שלוש שנים. יתרת החוב הפיננסי מורכבת מאג"ח סטרייט ואג"ח להמרה בסכום של כ-146 מיליון ₪ ומהלוואות לזמן ארוך מבנקים בסך של כ-34 מיליון ש"ח.

ההון העצמי התחזק מאוד במהלך התקופה כתוצאה מהנפקתה של רונסון בבורסה בוורשה ומרווחיה לתקופה של רונסון. יחס החוב לקאפ ליום 31.12.2007 עומד על כ-66% ויחס ההון העצמי למאזן הוא כ-25%, לעומת יחס של כ-84% ו-12%, בהתאמה, נכון ל-31.12.2006.

א.דורי (מאוחד): מאזן, באלפי ש"ח

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	
				נכסים
				רכוש שוטף
45,674	67,749	58,096	164,055	מזומנים ושווי מזומנים
8,749	10,364	10,269	11,438	השקעות לזמן קצר
91,678	139,959	174,868	214,618	לקוחות והכנסות לקבל
19,541	24,226	43,007	90,576	חייבים ויתרות חובה
23,711	25,155	59,799	17,790	מלאי דירות, מבנים וקרקעות למכירה
245,470	253,229	452,687	698,273	מלאי בניינים למכירה, נטו
23,119	26,918	35,262	41,003	מלאי מקרקעין - בלתי שוטף
				השקעות הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך
30,365	29,618	33,715	49,096	רכוש קבוע
112,901	110,964	46,242	30,245	מבנים להשכרה
610,320	700,846	925,815	1,333,603	סך נכסים
				התחייבויות
				התחייבויות שוטפות
231,981	99,044	329,045	487,131	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
88,961	96,593	113,093	166,903	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
51,021	54,929	14,835	28,106	מקדמות ממזמיני עבודות ומרוכשי דירות
18,197	14,833	93,288	130,219	זכאים ויתרות זכות
				התחייבויות לזמן ארוך
113,413	110,570	32,980	33,496	הלוואות מתאגידים בנקאיים ונותני שירותים אשראי אחרים
14,800	101,396	98,415	88,758	אגרות חוב
-	137,511	131,183	56,879	אגרות חוב להמרה
6,746	10,791	29,647	88,613	זכויות מיעוט
49,018	71,760	81,516	245,156	הון עצמי
610,320	700,846	925,815	1,333,603	סך התחייבויות

הגדלת החוב בסך של 150 מיליון ש"ח מעלה את החוב הפיננסי לכ-816 מיליון ש"ח ומורידה את יחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן לכ-22% ומעלה את יחס החוב ל-CAP לכ-65%. סך האג"ח המונפק הינו 215 מיליון ש"ח, אך 65 מיליון ש"ח משמשים להחלפת חוב, ולכן תוספת החוב הינה בסך של 150 מיליון ש"ח.

א.דורי (מאוחד): חוב פיננסי ויחסי איתנות, באלפי ש"ח

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	פרופורמה לאחר גיוס	
393,031	448,521	591,623	666,264	816,264	חוב פיננסי
54,423	78,113	68,365	166,466	166,466	יתרות נזילות (מזומנים ופיקדונות לזמן קצר) בניטרול פקדונות משועבדים בסך של כ-9 מיליון ש"ח
338,608	370,408	523,258	499,798	649,798	חוב פיננסי נטו
450,997	533,638	703,798	1,006,974	1,156,974	Cap
55,764	82,551	111,163	333,769	333,769	הון עצמי וזכויות מיעוט
610,320	700,846	925,815	1,333,603	1,483,603	סך מאזן
9%	12%	12%	25%	22%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
87%	84%	84%	66%	70.6%	חוב ל-CAP
85%	81%	82%	59%	65.6%	חוב נטו / קאפ נטו

נזילות וגמישות פיננסית

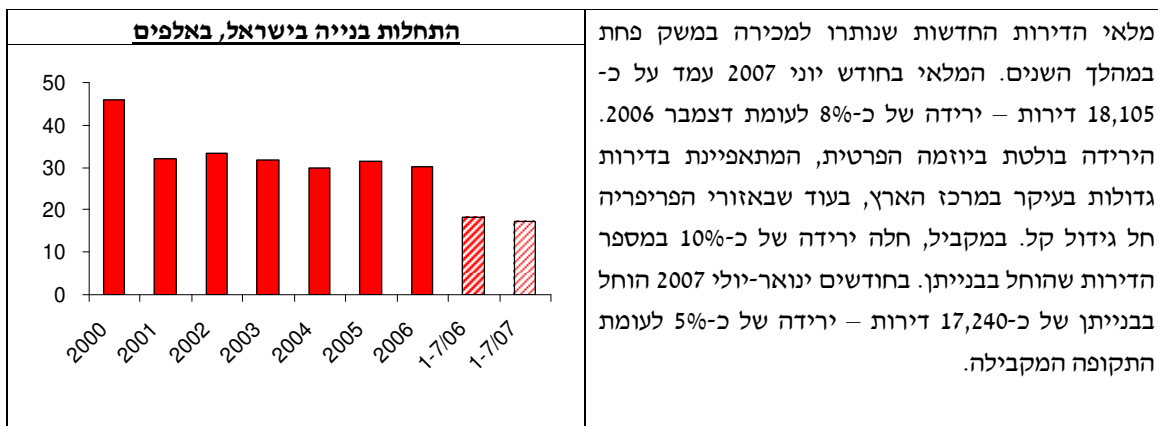
נזילות וגמישות פיננסית גבוהה

לחברה יתרות מזומנים גבוהות יחסית נכון ליום 31.12.2007 העומדות על כ-98 מיליון ₪ (ללא מזומנים שמיוחסים לחברת רונסון, שמאוחדת בדוחות באיחוד יחסי), אולם הן מיועדות להשקעות בנכסי נדל"ן. לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-142 מיליון ש"ח. הנכס החופשי העיקרי של החברה הינן מניות רונסון ששווי השוק שלהן נכון ליום 27.02.2008 הינו כ-423 מיליון ש"ח. בנוסף, התחייבה החברה לשמור על יתרות הנזילות שלא תפחתנה מסך 30 מיליוני ₪ בכל נקודת זמן.

נספח 1: ענף הבנייה בישראל

האינדקסים המובילים בענף הבנייה מצביעים על המשך המגמות המעורבות גם בשנת 2007

על פי משרד השיכון והבינוי, המשתנים שלהם השפעה חיובית על היכולת לרכישת דירה, כגון: השיפור בצמיחה במשק, ירידת הריבית לטווח קצר וריבית המשכנתאות, יציבות בשיעור האינפלציה, ירידה במחירי הדירות הריאליים במשך תקופה ממושכת, הורדת המע"מ ועוד, לא באו עד כה לידי ביטוי בענף הבנייה, אלא באזורים מסוימים בלבד: במרכז הארץ ובמקומות בהם מתעניינים קונים מחו"ל. האינדקסים המובילים בענף הבנייה מצביעים על מגמות מעורבות בשנת 2006 ובתחילת 2007.



למרות זאת, מחירי הדירות הריאליים, עפ"י סקר הלמ"ס, המשיכו לרדת גם בשנת 2007, בהמשך למגמה שהחלה בשנת 1998. רק באזורי תל-אביב, ירושלים והשרון נרשמו עליות במחירי הדירות, שנבעו בעיקר מביקושים של תושבי חוץ ומשפרי דור, למגורים או להשקעה. לדברי החברה, גם באזורים של מודיעין, אשדוד וגן יבנה ניכרת עליית מחירים מתמשכת. באזור באר שבע, נמשכת ההאטה תוך ירידה במחירי המכירה.

אינדקסים עיקריים בענף הבינוי והדיור באלפים					
2004	2005	2006	1-6/06	1-6/07	
29	29	32	18	17	התחלות בנייה
20	19	20	-	18	מלאי דירות חדשות
28	30	29	15	15	מספר דירות שנמכרו
8.6%	8.2%	7.9%	7.1%	7.3%	השקעה בבנייה/ תמ"ג

מקור: משרד הבינוי והשיכון, חוברת מידע יולי 2007

נספח 2: פרויקטים של רונסון בפולין

להלן פרויקטים בבנייה של חברת רונסון בפולין (נתונים כספיים במיליוני אירו, נכונים ל-30.09.2007, מוצגים לפי 100% פרויקט):

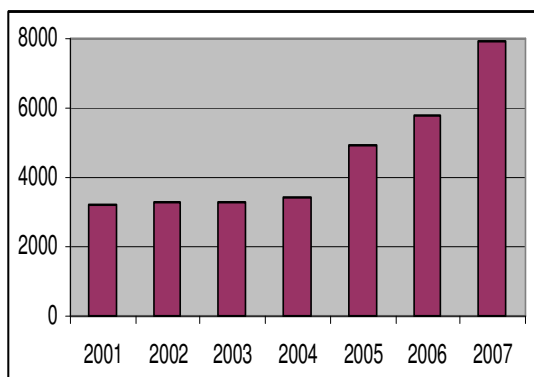
פרויקט	מיקום	שיעור החזקה	תיאור פרויקט	סה"כ שטח מבונה עיקרי (מ"ר)	שיעור השלמת פרויקט (%)	שיעור מכירות	תאריך תחילת הפרויקט	תאריך תחילת שיווק	תאריך סיום משוער
Aurora	Poznan - Hawelanska	31.9%	פרוי לבניית 600 דירות ב-5 שלבים. שטח קרקע - 38,352	42,000	0%	0%	10/2009	10/2009	10/2013
Chopin	Szczecin	31.9%	פרוי לבניית 800 דירות ב-5 שלבים. שטח קרקע - 92,000 מ"ר	55,000	0%	0%	01/2009	01/2009	10/2014
Copernicus	Poznan - ul. Koscielna	31.9%	פרוי לבניית 285 דירות ב-2 שלבים. שטח קרקע - 9,715 מ"ר	15,800	0%	0%	08/2008	08/2008	03/2011
Eclipse	Poznan - Jelenigorska	31.9%	פרוי לבניית 370 דירות ב-3 שלבים. שטח קרקע - 15,449 מ"ר	24,000	0%	0%	10/2009	10/2009	04/2012
Galileo - Poznan River	Poznan- ul.Kazimierz a Wilkiego	31.9%	פרוי לבניית 222 דירות ב-2 שלבים. שטח קרקע - 8,598 מ"ר	16,100	28%	12%	03/2007	03/2007	12/2008
Gemini I + II (Ken Street)	Warsaw -	31.9%	פרוי לבניית 152 דירות בשלב 1 על שטח קרקע - 3,929 ו-177 אחד על שטח קרקע - 4,703 מ"ר	13,200	0%	0%	05/2008	05/2008	02/2011
Goya	Wroclaw - Rymarska	31.9%	פרוי לבניית 230 דירות ב-2 שלבים. שטח קרקע - 14,039 מ"ר	15,400	0.0	0%	11/2008	11/2008	11/2010
Imaginarium - Bielany	Warsaw - Gwiazdista	31.9%	פרוי לבניית 54 יח' דיור בשלב 1. שטח קרקע - 10,343 מ"ר	4,000	88%	81%	11/2006	11/2006	02/2008
Imaginarium II - Bielany II	Warsaw - Gwiazdista	31.9%	פרוי לבניית 125 דירות ב-2 שלבים. שטח קרקע - 12,743 מ"ר	8,398	0.0	0%	04/2008	02/2008	04/2009
Klobucka	Warsaw - Warszawska	31.9%	פרוי לבניית 500 דירות ב-4 שלבים. שטח קרקע - 21,100	35,000	0%	0%	05/2009	05/2009	05/2013

תאריך סיום משוער	תאריך תחילת שיווק	תאריך תחילת הפרויקט	שיעור השלמת מכירות	שיעור השלמת הפרויקט (%)	סה"כ שטח מבונה עיקרי (מ"ר)	תיאור פרויקט	שיעור החזקה	מיקום	פרויקט
10/2009	02/2008	02/2008	0%	0%	10,100	פרוי' לבניית 36 בתים (חד/דו משפחתיים צמודי קרקע) ב-2 שלבים. שטח קרקע - 36,377 מ"ר	31.9%	Warsaw - Wilanowska	Konstancin
02/2013	02/2010	02/2010	0%	0%	24,500	פרוי' לבניית 340 דירות ב-3 שלבים. שטח קרקע - 12,143 מ"ר	31.9%	Warsaw - Magazynowa	Magellan
05/2011	05/2008	03/2009	0%	0%	24,000	פרוי' לבניית 400 דירות ב-4 שלבים. שטח קרקע - 25,411 מ"ר	31.9%	Wroclaw - Buforova	Matisse
08/2011	02/2010	02/2010	0%	0%	6,000	פרוי' לבניית 85 דירות בשלב 1. שטח קרקע - 6,965 מ"ר	31.9%	Warsaw - Buforowa	Matisse II
12/2007	01/2006	01/2006	84%	100%	15,000	פרוי' לבניית 206 יח' דיור ו-300 מ"ר שטחים מסחריים ב-2 שלבים. שטח קרקע - 5,196 מ"ר.	31.9%	Warsaw - Chlodna	Meridian - Chlodna I+II
03/2008	04/2007	04/2007	87%	93%	4,300	פרוי' לבניית 56 דירות בשלב 1. שטח קרקע - 5,366 מ"ר	31.9%	Warsaw - Nowaursynowska	Mistral - Nowaursynowska
09/2012	09/2008	11/2008	0%	0%	33,500	פרוי' לבניית 500 דירות ב-3 שלבים. שטח קרקע - 30,283 מ"ר	31.9%	Szczecin	Mozart
05/2010	05/2008	05/2008	0%	0%	10,749	פרוי' לבניית 149 דירות בשלב 1. שטח קרקע - 10,749 מ"ר	31.9%	Warsaw - Striynskich	Nautica – (Vitara)
08/2010	02/2009	02/2009	0%	0%	7,000	פרוי' לבניית 120 דירות בשלב 1. שטח קרקע - 10,908 מ"ר	31.9%	Poznan - Belchatowska	Newton
02/2012	02/2009	02/2009	0%	0%	26,000	פרוי' לבניית 318 דירות ב-3 שלבים. שטח קרקע - 16,311 מ"ר	31.9%	Warsaw - Ul Sowinskiego	Orion - Wolla
09/2011	05/2010	05/2010	0%	0%	8,000	פרוי' לבניית 110 דירות בשלב 1. שטח קרקע - 8,121 מ"ר	31.9%	Wroclaw - Na Grobli	Picasso
06/2011	06/2008	06/2008	0%	0%	21,000	פרוי' לבניית 158 יחידות דמויות קרקע ב-3 שלבים. שטח קרקע - 39,604 מ"ר	31.9%	Poznan	Poznan Tulce

תאריך סיום משוער	תאריך תחילת שיווק	תאריך תחילת הפרויקט	שיעור השלמת מכירות	שיעור השלמת הפרויקט (%)	סה"כ שטח מבונה עיקרי (מ"ר)	תיאור פרויקט	שיעור החזקה	מיקום	פרויקט
11/2011	05/2010	05/2010	0%	0%	15,800	פרוי' לבניית 230 דירות ב-2 שלבים. שטח קרקע - 21,629 מ"ר	31.9%	Warsaw - Siekierki	Renaissance
11/2013	05/2010	05/2010	0%	0%	20,800	פרוי' לבניית 130 דירות ב-3 שלבים. שטח קרקע - 44,700 מ"ר (בכפר ליד ורוצלאב)	31.9%	Wroclaw	Sadkow
05/2010	05/2009	05/2009	0%	0%	3,000	פרוי' לבניית 45 דירות בשלב 1. שטח קרקע - 1,400 מ"ר	31.9%	Warsaw - Tamka	Tamka
05/2011	05/2009	05/2009	0%	0%	11,800	פרוי' לבניית 200 דירות ב-2 שלבים. שטח קרקע - 14,918 מ"ר	31.9%	Wroclaw	Van Gogh (Jutrzenki)
03/2013	03/2010	03/2010	0%	0%	39,600	פרוי' לבניית 350 דירות ב-3 שלבים. שטח קרקע - 23,700 מ"ר	31.9%	Szczecin - Warzymice	Vivaldi
02/2011	10/2008	10/2008	0%	0%	16,500	פרוי' לבניית 85 בתים צמודי קרקע ב-3 שלבים.	31.9%	Warsaw	Falenty
09/2012	09/2008	09/2008	0%	0%	32,000	פרוי' לבניית 500 דירות ב-3 שלבים.	31.9%	Warsaw	Lomianki
					558,547	7,580 יח"ד			סה"כ

נספח 3: התפתחויות עיקריות בשוק המגורים בפולין - שנת 2007

דירות מגורים בוורשה: מחיר ממוצע (PLN/m²)



מקור: Jones Lang LaSalle, Warsaw City Report, Sep. 2007

בין המגמות העיקריות בשנת 2007 בצד הביקושים, ניתן למנות: גידול בביקוש לדירות מגורים קטנות יחסית (1-2 חדרים עד 60 מ"ר), כתוצאה מהתייקרות המחירים למ"ר בהשוואה לעלייה בהכנסה. מגמה זו צפויה להימשך בעתיד הקרוב; עלייה ברמת הדרישות של הקונים נוכח התבגרות השוק, המובילה להצעת תוספות מקדמי מכירות מצד היזמים (דוגמת חנייה בחינם, תוספת מחסן, וויתור על מע"מ וכיו"ב); מגמה נוספת בולטת, בעיקר בוורשה, הינה שיטת התשלום כמקדם מכירות. במסגרת זו מספר הולך וגדל של יזמים מציעים שיטת תשלום של 10/90 (10% פקדון בחוזה הראשוני ו-90% עם התקדמות הבנייה) לעומת 20/80 או 30/70 בערים אחרות בפולין.

שוק המגורים בפולין רבעון 4 2007: נתונים על ערים מרכזיות

(מקור: Knight Frank, Residential market review 2008, Poland)

פוזנן	גדנסק	וורצלב	קרקוב	וורשה	
22%	-	59%	70%	38%	שיעור גידול בהיצע יחיד
7,250	6,600	6,600	7,200	8,200	מחיר ממוצע למ"ר (בזלוטי) *
54%	14%	10%	(1)%	10%	שינוי במחיר למ"ר **

* לא כולל דירות יוקרה ** רבעון 4 2007 מול הרבעון המקביל

פולין: נתונים מאקרו כלכליים עיקריים

2008 F	2007	2006	2005	
38	38.1	38.1	38.2	אוכלוסיה, מ'
5.0%	6.4%	6.2%	5.4%	שיעור צמיחה GDP
10.5%	11.2%	14.9%	17.6%	שיעור אבטלה
2.7%	2.3%	1.4%	2.1%	שיעור אינפלציה שנתי
2.7	2.43	2.91	3.31	שע"ח PLN / USD
3.8	3.58	3.83	3.88	שע"ח PLN / EUR
5.5%	5.0%	4.0%	4.5%	ריבית הבנק המרכזי

מקור: National Bank of Poland (NBP)

סולם דירוג התחייבויות

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

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

דו"ח מספר : CRDORI040308215M

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

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מדרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מדרוג 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 מדרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מדרוג 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 מדרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מדרוג 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. מדרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למדרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מדרוג