

**י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ**

<b>דירוג סדרה</b>	<b>A3</b>	<b>אופק דירוג: יציב</b>
-------------------	-----------	-------------------------

הדירוג ניתן לאג"ח בסכום של עד 160 מיליון ש"ח שתגייס י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ ("החברה" או "דמרי"). סך של 100 מיליון ש"ח לפחות מתמורת ההנפקה ישמש להחזר חוב קיים, והיתר יהוו תוספת חוב למימון הרחבת פעילות בתחום יזום הנדל"ן, בעיקר במזרח אירופה ובגרוזיה. האג"ח ייפרעו בארבעה תשלומים שנתיים שווים החל בשנת 2012 (מח"מ של כ-5.5 שנים).

מחבר:

סיגל יששכר  
ראש צוות בכיר  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

איש קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

<b>י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ: היסטוריית דירוגים</b>					
דירוג	ריבית נקובה	פרעון קרן	סכום, מ' ש"ח	סדרה	מאי
A3	4.15% צמוד	2008-12	100	סדרה ב'	2005
A3	4.15% צמוד	2008-12	40	סדרה ב'	נובמבר 2006

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)

**התפתחויות אחרונות<sup>1</sup>**

**הרחבת פעילות ההשקעות במזרח אירופה**

במהלך שנת 2006 החלה החברה במהלך אסטרטגי של השקעות בקרקעות לפיתוח מגורים במזרח אירופה. במחצית הראשונה של שנת 2007 הרחיבה החברה באופן מהותי את השקעותיה אלו, בעיקר ברומניה בה רכשה ארבע קרקעות. אלו נוספו לשתי קרקעות שנרכשו בסוף שנת 2006, האחת בפראג והשנייה ברומניה. טרם הוחל בפיתוח הפרויקטים באף אחת מהקרקעות האמורות.

בנוסף, בחודש יוני 2007 התקשרה החברה, ביחד עם שני שותפים נוספים, בעסקה להשקעה במקרקעין בעיר טיבליסי בגרוזיה בתמורה לסך כולל של כ-62.5 מיליון דולר. חלקה בהשקעה הינו 33% (כ-21 מיליון דולר). עד כה שילמה החברה 2.5 מיליון דולר על חשבון סכום הרכישה ויתרת הסכום ישולם במהלך הרבעון הרביעי של השנה. לקרקע תב"ע למגורים ובכוונת המשקיעים להגדיל את היקף זכויות הבנייה בקרקע במידה משמעותית. יתרת ההשקעות במקרקעין בחו"ל בספרי החברה ליום 30.6.2007 הינה בסך של כ-167 מיליון ש"ח.

החברה רק החלה בפיתוח מערך ניהול לפעילות במזרח אירופה שמרכזו ברומניה. לצורך זאת מינתה מנהל לפעילות הבינ"ל, והחלה להקים שם פעילות תכנון והנדסה, שיווק וכספים. החברה נסמכת בין השאר על אנשי מקצוע מקומיים. בכוונת החברה לפעול במזרח אירופה בדומה למודל פעילותה בישראל, ולבצע את הבנייה באופן עצמאי בחברה בת. לצורך זאת בוחנת החברה שותפות עם קבלן הפועל ברומניה להקמת חברת בנייה משותפת.

בחודש יולי 2007 הודיעה החברה כי הגישה לרשות ני"ע טיוטת תשקיף להנפקת פעילות י.ח. דמרי (בניה) אנטרנשיונל בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה, באמצעות מתבצעת פעילותה בחו"ל. מהלך זה טרם יצא אל הפועל.

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג על ידי החברה ב-7.11.2007. 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 כתקף.

<sup>1</sup> הדו"ח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז פעולת המעקב האחרונה בחודש מרץ 2006.

**י.ח. דמרי: פירוט השקעות בחו"ל ליום 30.6.2007 \***

הפרויקט	מיקום	מועד רכישה	שיעור אחזקה	ייעוד הפרויקט	שטח בנייה ברוטו, בדונם	מס' יח"ד מתוכנן**	יתרת השקעה (מ' ש"ח) 30.6.07
פיפרה	רומניה, בוקרשט	מרץ 2007	80%	מגורים	70	640	65.1
גנציה 1	רומניה, בוקרשט	יוני 2007	100%	מגורים ומסחר	115	1,100	29.1
גנציה 2	רומניה, בוקרשט	מאי-יוני 2007	100%	מגורים	220	2,200	32.4
פלויישט	בוקרשט, רומניה	מרץ 2007	100%	מסחר	21	-	8.9
באסט	צ'כיה	דצמבר 2006	100%	מגורים	49	217	20.7
טיבליסי***	גרוזיה	יוני 2007	33.3%	מסחר ומגורים	1,876 מגורים + 650 מסחרי	-	10.6
<b>סה"כ</b>							<b>166.8</b>

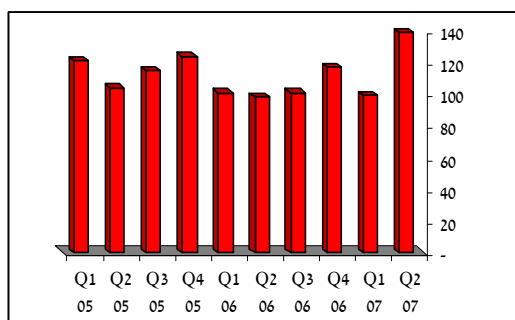
\* למעט העלות בספרים, הנתונים הם ל-100% הנכס. לגבי פיפרה - לאחר תאריך המאזן, בעל מניות המיעוט הגיש לחברה מכתב בו הוא מבקש לממש אופציה שבידו לקבלת 10% מהון מניות החברה. \*\* לכל הקרקעות קיימת תוכנית מתאר כללית תקפה, בחלקן תוכנית זו מותנית בעריכת תכנון מפורט יותר. הקרקעות מצויות בשלבים שונים של עריכת תכנית מתאר, שלאחר אישורה ניתן להגיש בקשה לקבלת היתר בנייה \*\*\* נכון ליוני 2007 טרם בוצעה ההשקעה. יתרת העלות מתייחסת למקדמה ששולמה.

**רכישת מניות בירי בראשי כנגד שני נכסים בבאר שבע**

בחודש ספטמבר 2007 השלימה החברה עסקה שבה רכשה, ביחד עם אחרים (חלקה 87.5%), 54.4% מהון המניות של בירי בראשי עבודות עפר פיתוח ותשתיות כבישים (1987) בע"מ ("בירי בראשי"). בירי בראשי מצויה בהקפאת הליכים החל מיום 10.1.2007, וביום 25.6.2007 אישר בית המשפט הצעת הסדר נושים של בירי בראשי, לפיו תרכוש דמרי את מניות השליטה בה תמורת כ-3.5 מיליון ש"ח, מהם ישולמו כ-2.0 מיליון ש"ח לבנק לאומי והחברה שתיוותר בשליטת דמרי תיוותר עם חוב לבנק לאומי בסך של כ-16 מיליון ש"ח, שכנגדו יוותרו כבטוחה לבנק שני נכסי מקרקעין - האחד בניין משרדים בבאר שבע (שערכו בספרי בירי הינו כ-10.2 מיליון ש"ח) והשני מקרקעין בעמק שרה בבאר שבע (כ-8.1 מיליון ש"ח). כל יתר פעילות בירי בראשי, לרבות השלמת ביצוע עבודות קיימות, טיפול בהחזרה וביטול ערבויות וביצוע החזרי חוב ליתר נושי החברה יהיה באחריות הנאמן.

**שמירה על קצב מכירות טוב במרבית הפרויקטים, המכירות בבאר שבע עדיין איטיות**

**יח"ד שנמכרו לפי רבעונים 2005-2007**



החברה עוסקת ביזום ותכנון של כ-3,600 יח"ד, מתוכן כ-1,750 בשלבי שיווק וביצוע ב-14 פרויקטים שונים ברחבי הארץ, מהן נמכרו כ-755 יח"ד נכון ליום 30.6.2007. יתר היחידות מצויות בשלבי יזום ותכנון. ברבעון השני של שנת 2007 מכרה החברה 141 יח"ד לעומת 99 יח"ד ברבעון הקודם ו-98 יח"ד ברבעון המקביל אשתקד. בשנת 2006 כולה מכרה החברה 417 יח"ד, לעומת 456 יח"ד בשנת 2005. עיקר המכירות ברבעונים האחרונים נרשמו באשדוד, מודיעין ונתניה.

מבין הדירות שבבנייה ובשיווק, כ-600 יח"ד הינן במודיעין בשלושה פרויקטים שונים, מהן נמכרו כ-300 יח"ד (שיעור מכירות ממוצע של כ-50%). כ-330 יח"ד נוספות באשדוד, מהן נמכרו עד כה כ-240 יח"ד (72%). בנתניה בונה החברה (בעסקת קומבינציה 30%) כ-164 יח"ד בשני בניינים בפרויקט עיר ימים. שיווק הדירות בפרויקט החל לפני כשנה ועד כה נמכרו בו 25 יח"ד. בנוסף לפרויקטים בביצוע, לחברה מלאי דירות שבניתן הסתיימה בהיקף של כ-54 יח"ד על פני 26 פרויקטים, מרביתם בדרום הארץ. מכירה איטית במיוחד ניכרת בפרויקטים בבאר שבע ובשדרות. בבאר שבע בונה החברה כ-280 יח"ד בשני פרויקטים שהחלו בסוף שנת 2005. עד כה שיווקה החברה 45 יח"ד בפרויקטים אלו. בשדרות בונה החברה כ-50 יח"ד במסגרת הכוללות בנייה רוויה וצמודי קרקע. עד כה נמכרו בפרויקט, ששיווקו החל בסוף שנת 2005, 15 יח"ד. בנוסף לחברה מלאי של כ-6 יח"ד משלבים קודמים של אותו פרויקט.

**נתוני מכירות ורווח על פרויקטים בביצוע ליום 30.6.2007 (נתונים כספיים באלפי ש"ח)**

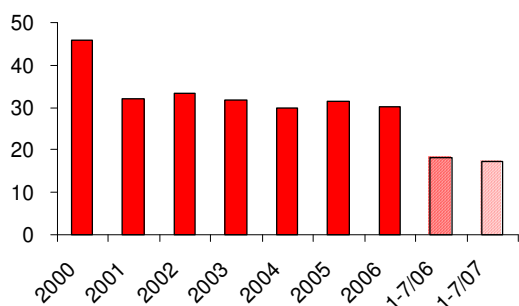
אכלוס משוער	שיעור		מחיר ממוצע		יח"ד	מיקום	
	רווח חזוי**	השקעה - כולל קרקע	שיעור מכירות	ליח"ד, אלפי ש"ח*			
2009	31%	84%	96%	1,241	72	מודיעין	פסגת דמרי- בוכמן
2007	29%	99%	95%	805	154	מודיעין	דמרי טאוורס ג'
2009	30%	69%	71%	840	119	מודיעין	דמרי טאוורס ד'
2009	35%	46%	2%	na	127	מודיעין	דמרי טאוורס ה'
2009	25%	38%	2%	na	122	מודיעין	מודיעין קייר
2007	32%	78%	54%	1,096	83	אשדוד	מרינה מגרש 14
2008	30%	76%	68%	737	88	אשדוד	גראנד דמרי אשדוד ג'+ד'
2008	28%	79%	83%	756	163	אשדוד	גראנד דמרי - יתר השלבים
2008	17%	55%	13%	654	180	באר שבע	מגדלי קרן
2007	-5%	48%	22%	438	100	באר שבע	רמות דמרי 2
2006	13%	78%	30%	504	50	שדרות	האחוזה שלב ג'
2008	31%	86%	97%	970	74	גן יבנה	נאות דמרי א'
2008	26%	29%	5%	887	94	גן יבנה	נאות דמרי ב
2008	17%	67%	82%	810	66	ירושלים	דמרי גולד ג'
2009	47%	52%	15%	1,363	164	נתניה	מגדלי דמרי על היס א
	<b>29%</b>	<b>65%</b>	<b>46%</b>		<b>1,656</b>		<b>סה"כ</b>

\* מחיר ממוצע- מחושב לפי סכום החוזים שנחתמו ליום 30.6.2007 חלקי מס' היחידות שנמכרו; \*\* רווח חזוי: סך הכנסות חזויות לפרויקט בניכוי חוזים שנחתמו בניכוי ערך המלאי במכירה. שיעור הרווח החזוי מחושב ביחס להכנסות החזויות מהפרויקט.

**האינדיקטורים המובילים בענף הבנייה מצביעים על המשך המגמות המעורבות גם בשנת 2007**

על פי משרד השיכון והבינוי, המשתננים 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. האינדיקטורים המובילים בענף הבנייה מצביעים על מגמות מעורבות בשנת 2006 ובתחילת 2007.

**התחלות בנייה בישראל, באלפים**



מלאי הדירות החדשות שנותרו למכירה במשק פחת במהלך השנים. המלאי בחודש יוני 2007 עמד על כ-18,105 דירות – ירידה של כ-8% לעומת דצמבר 2006. הירידה בולטת ביוזמה הפרטית, המתאפיינת בדירות גדולות בעיקר במרכז הארץ, בעוד שבאזורי הפריפריה חל גידול קל. במקביל, חלה ירידה של כ-10% במספר הדירות שהוחל בבנייתן. בחודשים ינואר-יולי 2007 הוחל בבנייתן של כ-17,240 דירות – ירידה של כ-5% לעומת התקופה המקבילה.

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, 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.

אינדיקטורים עיקריים בענף הבינוי והדיוור 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

## התפתחות התוצאות הכספיות<sup>2</sup>

### גידול מתמשך בהכנסות לצד שמירה על רווחיות יציבה

החברה זוקפת הכנסות ורווח מפרויקטים לפי קצב המכירות והתקדמות הביצוע בפרויקט, בהתאם לתקני החשבונאות הישראליים. בהתאם לכך, נרשמה יציבות יחסית בהכנסות וברווח במחצית הראשונה של שנת 2007 בהשוואה לתקופה המקבילה ובהשוואה לשנת 2006 כולה. בשנת 2006 נרשמה עלייה ניכרת בהכנסות שנוקפו לרווח והפסד בשל התקדמות בביצוע של פרויקטים גדולים, בעיקר באשדוד ובמודיעין. לאורך השנים שומרת החברה על רמת רווחיות גולמית יציבה וגבוהה יחסית, בסביבות 25-27% מהמכירות. הוצאות מכירה ושיווק כוללות הוצאות שאינן מיוחסות ישירות לפרויקטים (למשל פרסום תדמיתי), ושיעורן מההכנסות אף הוא יציב. הוצאות ההנהלה והכלליות גדלו במחצית הראשונה של שנת 2007, בהמשך לגידול בשנת 2006, בשל גידול להפרשה לבונוס למנכ"ל החברה מר יגאל דמרי, עקב הגידול ברווחים, וזאת על פי הסכם הניהול בינו לבין החברה<sup>3</sup>. הגידול בשנת 2006 נרשם בעיקר של גידול בשכר עובדים ובהפרשות לתביעות משפטיות. הוצאות המימון נטו רשמו ירידה חדה במחצית הראשונה של שנת 2007, בשל הכנסות מימון מהפרשי שער בגין השקעות בחו"ל, והובילו לעלייה ברווח הנקי בתקופה. בנטרול הכנסות אלו עמדו הוצאות המימון על כ-18 מיליון ש"ח.

### תמצית רווח והפסד, באלפי ש"ח

דוח רווח והפסד – נתונים עיקריים אלפי ש"ח ו-% מהכנסות					
2004	2005	2006	1-6/06	1-6/07	
303,017	363,807	422,086	210,036	215,823	הכנסות
77,106	93,113	106,507	53,327	55,169	רווח גולמי
3,032	4,298	4,715	2,236	2,142	הוצאות מכירה ושיווק
14,102	15,933	20,396	10,406	12,975	הוצאות הנהלה וכלליות
59,972	72,882	81,396	40,685	40,052	רווח תפעולי
21,389	30,598	36,438	18,686	6,369	הוצאות מימון
23,939	27,548	30,803	14,530	23,604	רווח נקי
25.4%	25.6%	26.6%	26.7%	26.7%	רווח גולמי %
1.0%	1.2%	1.1%	1.1%	1.0%	הוצ' מכירה %
4.7%	4.4%	4.8%	5.0%	6.0%	הוצ' הנהלה וכלליות %
19.8%	20.0%	19.3%	19.4%	18.6%	רווח תפעולי %
7.9%	7.4%	7.3%	6.9%	10.9%	רווח נקי %

<sup>2</sup> החברה מדווחת לפי תקני החשבונאות הישראליים. החל מיום 1.1.2007 אימצה החברה מספר תקני חשבונאות חדשים לרבות תקן 16. אימוץ התקנים החדשים לא השפיע במידה מהותית על תוצאותיה הכספיות של החברה.

<sup>3</sup> לפי הסכם הניהול, המנכ"ל זכאי בין השאר לבונוס שנתי בשיעור של 10% מההפרש שבין הרווח הנקי של החברה ללא הבונוס לבין סכום של 32 מיליון ש"ח.

נתונים על פרויקטים שבנייתם הסתיימה בשנים 2006-2007 ונזקפו לרווח והפסד				
פרויקט	סך יח"ד	יח"ד שנמכרו ליום 30.6.2007	שיעור רווח גולמי	
דמרי גולד שלב א – ירושלים	90	90	15.1%	
צוקי השמש – אילת	68	58	42.5%	
מרינה – מגרש 16	60	58	40.0%	
נחלת דמרי – גן יבנה	48	48	24.0%	
ניצני הפארק (שלב ב) – נתיבות	38	33	20.0%	
<b>סה"כ שנת 2006</b>	<b>304</b>	<b>287</b>		
כוכב צפון - ת"א	46	44	27%	
דמרי גולד ב (שלב א) – הר חומה, ירושלים	42	42	21%	
אחוזה דמרי (שלב א) – שדרות	24	15	18%	
רמות דמרי 2 (שלב ב) – ב"ש	36	22	-0.2%	
דמרי טאוורס (שלב ג) – מודיעין	50	49	27%	
דמרי גולד ב (שלב ב) – הר חומה, ירושלים	57	56	5%	
פסגת דמרי (שלב א) - מודיעין	28	28	28%	
<b>סה"כ ינואר-יוני 2007</b>	<b>283</b>	<b>256</b>		

**צמיחה מהירה בפעילות החברה בישראל, ולאחרונה גם במזרח אירופה, פוגעת מזה מספר שנים בתזרימי המזומנים בשל השקעות בקרקעות והון חוזר. התזרימים הפרמננטיים חיוביים ושומרים על יציבות יחסית**

תזרימי המזומנים הפרמננטיים (לפני שינויים בהון חוזר) מפעילות שוטפת רשמו יציבות במחצית הראשונה של שנת 2007, בהתאם ליציבות שנרשמה ברווח הגולמי וב-EBITDA. בשנת 2006 חלה ירידה בתזרים הפרמננטי, חרף עלייה ב-EBITDA, בעיקר בשל עלייה בהוצאות המימון כמוסבר לעיל, ובהוצאה למס. צורכי ההון החוזר של החברה, עוד לפני שינויים במלאי מקרקעין, הינם תנודתיים מאוד, כתוצאה מהשינויים בהיקף הפרויקטים המצויים בשיווק, וקצב ההשקעה והמכירות. כך, במחצית הראשונה של שנת 2006 ובשנת 2006 כולה נרשמה עלייה חדה במלאי בניינים בהקמה נטו בניכוי מקדמות מלקוחות, בשל התקדמות ההשקעה בפרויקטים הפעילים. בשנת 2007 גבר קצב התקבולים על קצב ההשקעות בפרויקטים, וצורכי ההון החוזר ירדו. השינויים במלאי המקרקעין, הנובעים מהשקעה בקרקעות בניכוי מקרקעין שנוקפו לרווח בפרויקטים שהוכרו, תנודתיים אף הם, ובמרבית השנים האחרונות השפיעו לרעה על תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, בשל הצמיחה בפעילות החברה, שמשמעה גידול בהשקעה בקרקעות. יש לציין כי השקעות אלו כוללות גם עתודות קרקע שטרם הוחל בפיתוחן ובשיווקן. עם זאת הן אינן כוללות השקעות בנדל"ן להשקעה ורכוש קבוע.

תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת והשקעה בנכסי נדל"ן אלפי ש"ח					
2004	2005	2006	1-6/06	1-6/07	
62,930	76,142	85,994	42,881	42,481	EBITDA
<b>28,783</b>	<b>41,165</b>	<b>36,239</b>	<b>28,435</b>	<b>28,167</b>	<b>תזרים מזומנים פרמננטי FFO</b>
(125,635)	(13,434)	(75,087)	(86,724)	(15,712)	ירידה (עלייה) בהון חוזר
33,147	(90,674)	(32,295)	8,738	(101,723)	קיטון (גידול) במקרקעין מלאי עסקי
<b>(63,705)</b>	<b>(62,93)</b>	<b>(71,143)</b>	<b>(49,551)</b>	<b>(89,268)</b>	<b>סך תזרים מפעילות שוטפת</b>
	(8,153)	(29,029)	(3,880)	(50,261)	השקעות אחרות בנדל"ן***
-	-	(14,183)	(9,183)	-	דיבידנדים לבעלי המניות*
<b>(63,705)</b>	<b>(71,096)</b>	<b>(114,355)</b>	<b>(62,614)</b>	<b>(139,529)</b>	<b>סך תזרים חופשי</b>
2.9	2.5	2.4	2.3	2.7	EBITDA / הוצאות מימון**
1.3	1.3	1.0	1.5	1.8	FFO / הוצאות מימון

\* בשנת 2004, ערב גיוס הון וחוב, לא נכלל בחשבון דיבידנד והחזר שטר הון כנגד הקצאת מניות לבעל השליטה \*\* היחס חושב בנטרול הכנסות מימון מהפרשי מטבע \*\*\* בינואר-יוני 2007 כולל בעיקר רכישת קרקע לקניון בגן יבנה

### חיזוק ההון העצמי לצד יציבות יחסית ברמת המינוף הגבוהה של החברה

יתרת החוב הפיננסי של החברה ליום 30.6.2007 הסתכמה בכ-640.3 מיליון ש"ח לעומת כ-534.5 מיליון ש"ח בסוף שנת 2006, אשר היוו כ-67% וכ-69.0% ביחס לקאפ, בשני המועדים, בהתאמה. בתוך כך, ניכר גידול בחוב לזמן קצר, שחלקו נובע מהתקצרות הלוואות בגין מקרקעין המיועדות להיפרש לזמן ארוך ברבעונים הקרובים, וכן בגין נייע מסחריים לז"ק. הגידול בחוב, חל גידול חד בהון העצמי שנבע ברובו מהמרת אג"ח, והוביל לשיפור ניכר ביחס ההון למאזן. העלייה בחוב ובהון מימנו בעיקר גידול במקרקעין, מרביתו בחו"ל, ומבנים להשכרה בישראל. רמת המינוף של החברה הינה גבוהה, אם כי סבירה בהשוואה לרמות המינוף של חברות ייזום נדל"ן בישראל. יש לציין עוד כי רמת המינוף החשבונאי אינה מביאה בחשבון שווי כלכלי של שני נכסי מקרקעין מהותיים הרשומים במאזן לפי עלות היסטורית: קרקע בעיר ימים בנתניה וקרקע במע"ר אשדוד. עסקאות אחרונות שבוצעו באזורים אלו, לרבות עסקה של החברה במע"ר, מצביעים כי שווין הכלכלי של הקרקעות גבוה מעלותן בספרים.

חוב פיננסי ויחסי איתנות באלפי ש"ח				
31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.6.2007	
67,446	126,505	123,608	333,499	אשראי זמן קצר וחלויות שוטפות
151,454	179,024	237,060	169,686	הלוואות לזמן ארוך מבנקים
58,533	152,003	173,862	137,108	אג"ח ואג"ח להמרה
<b>381,759</b>	<b>457,532</b>	<b>534,530</b>	<b>640,293</b>	<b>סך חוב פיננסי</b>
53,308	41,445	40,059	48,669	מזומנים ושווי מזומנים
328,451	416,087	494,471	591,624	חוב פיננסי נטו
164,702	187,096	240,016	314,982	הון עצמי
546,461	644,628	774,546	955,275	קאפ
69.9%	71.0%	69.0%	67.0%	חוב פיננסי / קאפ
24.0%	24.2%	25.7%	28.9%	הון עצמי / סך מאזן
2.3	2.4	2.2	2.0	חוב פיננסי / הון עצמי
13.3	11.1	14.8	11.4	חוב פיננסי / FFO

בהתחשב בשלוש עסקאות מהותיות שבוצעו לאחר תאריך המאזן (רכישת בירי בראשי, מכירת חלק המע"ר והזרמת הון כנגד מימוש אופציות על ידי בעל השליטה), וכן בגיוס אג"ח בסך של כ-160 מיליון ש"ח, מהם יופנו כ-100 מיליון ש"ח להחלפת חוב קיים, יחס החוב לקאפ פרופורמה הינו כ-68.2% ויחס הון למאזן פרופורמה הינו כ-28.2%. יש לציין כי נתוני פרופורמה אלו אינם מביאים בחשבון מינוף נוסף של השקעת האג"ח, מרביתו במזרח אירופה, לצורך ייזום ופיתוח הנכסים שנרכשו.

### י.ח. דמרי: חוב ויחסי איתנות פרופורמה, באלפי ש"ח

פרופורמה 3	פרופורמה 2	פרופורמה 1	6.2007	
333,499	333,499	333,499	333,499	חוב פיננסי ז"ק
225,686	185,686	185,686	169,686	הלוואות ז"א מבנקים
197,108	197,108	137,108	137,108	אג"ח ואג"ח להמרה
<b>756,293</b>	<b>716,293</b>	<b>656,293</b>	<b>640,293</b>	<b>סך חוב פיננסי</b>
68,041	68,041	68,041	48,669	מזומנים ושווי מזומנים
<b>688,253</b>	<b>648,253</b>	<b>588,253</b>	<b>591,624</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
333,482	333,482	333,482	314,982	הון עצמי
1,089,775	1,049,775	989,775	955,275	קאפ
1,021,735	981,735	921,735	906,606	קאפ נטו
2.3	2.1	2.0	2.0	חוב / הון עצמי
<b>69.4%</b>	<b>68.2%</b>	<b>66.3%</b>	<b>67.0%</b>	<b>חוב פיננסי / קאפ</b>
<b>67.4%</b>	<b>66.0%</b>	<b>63.8%</b>	<b>65.3%</b>	<b>חוב פיננסי נטו / קאפ נטו</b>
<b>27.2%</b>	<b>28.2%</b>	<b>29.7%</b>	<b>28.9%</b>	<b>הון עצמי לסך מאזן</b>

פרופורמה 1 – לפני גיוס בהתחשב בעסקאות מהותיות לאחר המאזן; פרופורמה 2 – לאחר גיוס של 60 מיליון ש"ח נטו ללא מינוף על מינוף; פרופורמה 3 – בהתחשב גם במינוף על מינוף בשיעור של 60% (קרי תוספת של 40 מ"י ש"ח נוספים, מעבר ל-60 מיליון תוספת אג"ח)

## י. ח דמרי: מאזן מאוחד, באלפי ש"ח

12.2004	12.2005	12.2006	6.2007	
12,029	7,428	6,829	26,479	מזומנים ושווי מזומנים
41,279	34,017	33,230	22,190	פקדונות בתאגידים בנקאיים
36,108	38,242	73,652	82,376	לקוחות
41,752	29,667	34,411	33,094	חייבים אחרים
327,428	337,436	387,823	371,604	בנינים בהקמה, בניכוי מקדמות מלקוחות ומלאי
152,171	242,845	294,236	401,420	קרקע - מלאי עסקי
0	0	0	12,567	הלוואת ויתרות חובה לז"א
61,471	60,595	82,663	120,422	מבנים מסחריים להשכרה, נטו בניכוי פחת
11,132	17,813	20,001	18,800	רכוש קבוע נטו
1,828	5,530	244	606	אחר
<b>685,198</b>	<b>773,573</b>	<b>933,089</b>	<b>1,089,558</b>	<b>סך הכל נכסים</b>
67,446	126,505	112,490	332,799	אשראי מתאגידים בנקאיים
104,326	0	11,118	700	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך
71,685	66,984	84,127	52,128	ספקים ונותני שירותים
10,904	1,592	54,291	61,587	אחרים
			2,559	מקדמות מלקוחות בניכוי מלאי בנינים בהקמה
54,127	58,821	19,096	16,731	התחייבויות למתן שירותי בנייה
				<b>התחייבויות לזמן ארוך:</b>
151,454	179,024	237,060	169,686	הלוואות מבנקים נטו
58,533	85,892	40,307	2,005	אגרות חוב הניתנות להמרה במניית
	66,111	133,555	135,103	אג"ח
2,021	1,548	1,029	1,278	התחייבויות נטו לסיום יחסי עובד-מעביד
			413	זכויות מיעוט
164,702	187,096	240,016	314,569	הון עצמי
<b>685,198</b>	<b>773,573</b>	<b>933,089</b>	<b>1,089,558</b>	<b>סך הכל התחייבויות והון עצמי</b>

## שיקולים עיקריים לדירוג

אסטרטגיה של התמקדות בתחום הבנייה למגורים שבו הוכיחה ניסיון מוצלח; פיזור פרויקטים באזורים בעלי מאפייני ביקוש שונים; רמת הסיכון של ענף הנדל"ן למגורים בישראל גבוהה מהממוצע, בפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם; ההיצע והביקוש בענף המגורים חשופים במידה משמעותית להשפעות מאקרו כלכליות, ובעיקר ריבית המשכנתאות, רמת האבטלה ומדיניות שיווק הקרקעות של הממשלה; החברה מציגה רווחיות יציבה וגבוהה יחסית לענף המגורים. יחד עם זאת, לחברה ריכוז משמעותי של מלאי דירות וקרקעות בעיר באר שבע, הסובלת מעודף היצע ומביקושים נמוכים; הפעילות היזמית ברומניה, המצויה בתהליכי התרחבות, מאופיינת ברמת סיכון גבוהה בשל מאפייני המדינה והיעדר ניסיון של החברה בה; להערכת מידרוג, יחסי האיתנות הפיננסית, כפי שבאים לידי ביטוי ביחס החוב הפיננסי וההון העצמי למאזן, סבירים לחברות מסוגה והולמים את רמת הדירוג. על מנת לשמור על רמת האיתנות, דורשת מידרוג כי החברה תעמוד ביחס הון עצמי למאזן של 25% לפחות.

## גורמי סיכון עסקיים ופיננסיים

**התמקדות בפעילות ייזום נדל"ן המאופיינת ברמת סיכון גבוהה יחסית. תמורת הגיוס מיועדת ברובה להשקעות חדשות במקרקעין במזרח אירופה**

פעילות החברה מתמקדת בייזום נדל"ן לבנייה למגורים, בעיקר בישראל, ובשנה החולפת גם במזרח אירופה. מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון העסקי והפיננסי בענף ייזום הנדל"ן הינה גבוהה, זאת בשל משך הזמן הניכר בין ההשקעה בקרקע, דרך שלב התכנון ועד לגמר ביצוע, ומחוסר וודאות לגבי מכירת הפרויקט

והמידה בה התזרים שינבע ממנו יכסה את העלויות. בתקופת שפל מקשיחים הבנקים את מדיניות מתן האשראי, מצב הדורש מחברות הבנייה להעמיד הון עצמי גבוה יותר. להערכת מידרוג, לחברה ניסיון עסקי טוב ומיקוד בתחום פעילות, שניהם מקנים לה יתרון יחסי ורווחיות גבוהה יחסית.

#### **עלייה ברמת הסיכון העסקי עם הגדלת ההשקעות ברומניה ובגרוזיה**

רומניה, המהווה יעד עיקרי להשקעות חדשות של החברה, מדורגת על ידי מודיס Baa3, דירוג המצביע על סיכונים פוליטיים ופיננסיים גבוהים. לצד זאת, מהווה את השוק השני בגודלו במזרח אירופה (אחרי פולין), ומאופיינת בקצב צמיחה מהיר של ביקושים למגורים ושטחי מסחר ומשרדים, שיעורי צמיחה כלכלית גבוהים, ירידה מתמשכת בקצב האינפלציה ושיעור אבטלה נמוך יחסית. רמת הסיכון העסקי והפיננסי בהשקעה בגרוזיה גבוהה עוד יותר בהשוואה לרומניה. גרוזיה אינה מדורגת על ידי מודיס, ושוק הנדל"ן במדינה זו מצוי בראשיתו. קיים קושי להשיג מימון בנקאי לעסקאות בגרוזיה.

<b>רומניה: נתוני מאקרו לשנת 2006</b>	
תמ"ג	121.5% מיליארד \$
אוכלוסייה	21.6 מיליון נפש
תמ"ג לנפש (במונחים ריאליים)	\$9,208
צמיחה בתמ"ג (נומינלית)	18.1%
צמיחה בתמ"ג (ריאלית)	7.7%
אינפלציה	4.9%
אבטלה	5.0%
דירוג מודיס	Baa3

#### **רמת המינוף עשויה לגדול עם התקדמות ההשקעות ברומניה**

רמת המינוף של החברה הינה גבוהה, והתחלת הפיתוח של הקרקעות ברומניה, תדרוש חוב פיננסי נוסף ותגדיל את רמת המינוף. על החברה לעמוד ביחס הון עצמי למאזן מינימלי לצורך שמירה על הדירוג הנוכחי, שעשוי להגביל את קצב התפתחותה.

## **אופק הדירוג**

#### **גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

- שיפור משמעותי בפרמטרים פיננסיים עיקריים, בהם יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי

#### **גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירות דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה
- ירידה ביחס הון עצמי לסך מאזן אל מתחת לשיעור של 25%
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה

## **אודות המנפיק**

חברת י.ח. דמרי בנייה ופיתוח בע"מ פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בעיקר בתחום הייזום והבנייה למגורים. החברה התאגדה כחברה פרטית בשנת 1989 ובחודש מאי 2004 הונפקו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נמצאת בשליטת מר יגאל דמרי באמצעות חברות שבאחזקתו.



### סולם דירוג התחייבויות

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

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

**מספר דוח: CRD011107160M**

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

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

**© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2007**

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 במישורין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, 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.