



פעולת דירוג
נובמבר 2006

י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ

מידרוג מעניקה דירוג A3 להנפקת אג"ח בסך של עד 40 מיליון ש"ח על ידי י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ ("החברה") באמצעות הרחבת סדרה ב'. האג"ח עומדות לפירעון בחמישה תשלומי קרן שווים בין השנים 2008-2012. גיוס האג"ח מיועד להשקעות בתחום הנדל"ן למגורים, לרבות במזרח אירופה.

מחברת:
סיגל יששכר
אנליסטית בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:
אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

השיקולים העיקריים לדירוג

ניסיון ומיקוד בתחום הייזום והבנייה למגורים הובילו את החברה להרחבה מוצלחת של הפעילות; פיזור פרויקטים באזורים בעלי מאפייני ביקוש שונים; החברה מציגה רווחיות יציבה וגבוהה יחסית לענף המגורים; לחברה היקף משמעותי של מלאי דירות וקרקעות בעיר באר שבע, הסובלת מעודף היצע ומביקושים נמוכים; מרבית הנכסים של החברה משועבדים לטובת הלוואות בנקאיות; רמת הסיכון של ענף ייזום הנדל"ן למגורים הינה גבוהה נוכח חשיפה לסיכונים ביקוש וסיכונים פיננסיים הכרוכים בפער הזמן שבין ההשקעה בקרקעות ובפרויקטים לבין מכירת הדירות; הביקוש בענף המגורים חשוף במידה משמעותית להשפעות מאקרו כלכליות, ובעיקר ריבית המשכנתאות ורמת האבטלה. ענף הנדל"ן למגורים בישראל מצוי בהאטה מתמשכת ועל אף התאוששות במרבית הפרמטרים הכלכליים במשק, טרם הובחנה התאוששות של ממש בענף; להערכת מידרוג, יחסי האיתנות הפיננסית, כפי שבאים לידי ביטוי ביחס החוב הפיננסי וההון העצמי למאזן הינם סבירים לחברה מסוגה ולרמת הדירוג: יחס ההון העצמי למאזן ליום 30.6.2006 עומד על 24.0% ויחס החוב ברוטו ל-CAP (חוב פיננסי והון עצמי) עומד על שיעור של 71.6%. בהנחה של גיוס 40 מיליון ש"ח נוספים, ובהתחשב בדיבידנד של 5 מיליון ש"ח שהוכרז לאחר תאריך המאזן, יחס ההון העצמי למאזן פרופורמה ירד לרמה של 22.4% ויחס החוב ל-CAP יעלה לשיעור של 73.7%.

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

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 2.11.2006. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

רק לאחר שיומץ למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

אופק הדירוג

אירועים שעשויים לשפר את הדירוג: תפנית חיובית משמעותית בענף הבנייה למגורים בישראל שתקבל ביטוי בגידול בהיקף הפעילות תוך שמירה על רווחיות טובה; שיפור משמעותית בתזרימי המזומנים שיוביל לשיפור דומה ברמת האיתנות הפיננסית.

אירועים שעלולים לפגוע בדירוג: האטה במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה, תוך פגיעה משמעותית ברווחיות ובאיתנות הפיננסית; חלוקת דיבידנדים במידה שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה; ירידה ביחס הון עצמי למאזן מאוחד אל מתחת לשיעור של 20.0%, אשר אינו הולם את רמת הדירוג של החברה (יחס ההון העצמי למאזן ליום 30.6.2006 עומד על 24.0% ולאחר הגיוס הוא צפוי לרדת לשיעור של 22.4% כמתואר לעיל).

התפתחויות עיקריות

גידול בהיקף הפרויקטים הפעילים לצד האטה מסוימת בהיקף המכירות בשני הרבעונים הראשונים של השנה
 החברה בונה 2,011 יח"ד ב-20 פרויקטים ברחבי הארץ הנמצאים בשלבי הקמה שונים, מהם נמכרו 679 יח"ד, כל זאת ליום 30.6.2006. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2006 החלה החברה בבנייה של שני פרויקטים גדולים: שכונת קייזר במודיעין (122 יח"ד) ומגדלי דמרי על הים בעיר ימים בנתניה (164 יח"ד), וכך בפרויקט בינוני בנווה זאב בבאר שבע (34 יח"ד). האזורים הדומיננטיים בהתפלגות הפרויקטים ליום 30.6.2006, על פי היקף יחידות הדיור, הינם מודיעין, אשדוד ובאר שבע.

ברבעונים הראשון והשני של שנת 2006 מכרה החברה 101 יח"ד ו-98 יח"ד, בהתאמה, זאת בהשוואה ל-121 יח"ד ו-104 יח"ד שנמכרו ברבעון הראשון והשני של שנת 2005. להערכת מידרוג הירידה בהיקף המכירות עלולה להימשך ברבעונים הבאים. הירידה בהיקף המכירות מוסברת בחולשה כללית בשוק המגורים. לצד הירידה בהיקף המכירות ניכרת גם ירידה בהיקף התמורה הכספית (ירידה של 5.6% ברבעון השני בהשוואה לרבעון המקביל וירידה של 16.5% ברבעון הראשון בהשוואה לרבעון המקביל), המוסברת בעיקר בשינוי תמהיל הפרויקטים המשוקים. על פי נתוני משרד הבינוי והשיכון, בתקופה ינואר-יולי 2006 חל גידול קל של 2% במספר העסקאות בדירות למגורים (חדשות ויד שנייה), ביחס לממוצע העסקאות בשנת 2005, בה חלה עלייה של 5%, גידול המיוחס בעיקר לדירות יוקרה ולתושבי חוץ. עוד מציינים בסקירה התקופתית של משרד הבינוי והשיכון כי היקף התחלות הבנייה בתקופה ינואר-יולי 2006 עומד על קצב שנתי של 30 אלף יח"ד, בדומה לרמה הריאלית שאפיינה את השנים 2004-2005. ממכלול הנתונים על הענף עולה כי ענף הבנייה אינו מציג התאוששות משמעותית, בוודאי לא כזו התואמת את ההתאוששות הכלל משקית בקצב הצמיחה, ברמת האבטלה וברמת הסיכון של המשק.

י.ח. דמרי: מספר דירות שנמכרו ותמורה כספית בשמונה רבעונים אחרונים								
Q3 04	Q4 04	Q1 05	Q2 05	Q3 05	Q4 05	Q1 06	Q2 06	
92	109	121	104	115	124	101	98	יח"ד שנמכרו*
74.5	82.0	96.8	95.5	92.4	109.4	82.7	78.1	תמורה כספית, מ' ש"ח

* מכירות בפועל ולא כהגדרתן בתקן חשבונאות 2

גידול בהכנסות וברווח הנקי נבע מהבשלת פרויקטים והכרתם ברווח והפסד

במחצית הראשונה של שנת 2006 רשמה החברה גידול של 28.0% בהכנסות בהשוואה לתקופה המקבילה עם שחיקה ברווח הגולמי שעמד על שעור של 25.0% בהשוואה ל-26.7% בתקופה המקבילה ו-25.6% בכל שנת 2005. בנטרול ההכנסות מפעילות כ"א לענף הבנייה (כ-10 מיליון ש"ח במחצית הראשונה של השנה, שלא היו כלל בתקופה המקבילה) הגידול בהכנסות מפעילות הבניה למגורים עמד על 21.9% והרווח הגולמי עמד על 26.0%. הפעילות בתחום כ"א מאופיינת ברווחיות נמוכה.

במחצית הראשונה של שנת 2006 ניכר גידול בהוצאות ההנהלה שנבע מעלייה בהוצאות השכר שנבע מגידול בהפרשה לתביעות משפטיות בסך 720 אלף ש"ח וגידול בהוצאות שכר.

החברה רושמת רווחיות תפעולית יציבה בשנים האחרונות, בסביבות 20% מההכנסות, אולם בשנים 2005-2006 חל גידול משמעותי בהוצאות המימון שהוביל לירידה ברווחיות הנקייה.

י.ח. דמרי: תמצית נתוני רווח והפסד באלפי ש"ח					
FY 03	FY 04	FY 05	H1 05	H1 06	
274,375	303,017	363,807	164,043	210,036	הכנסות
84,893	77,106	93,113	43,826	52,508	רווח גולמי
2,111	3,032	4,298	2,214	2,236	הוצאות מכירה
11,715	14,102	15,933	7,780	9,587	הוצאות הנהלה וכלליות
71,067	59,972	72,882	33,832	40,685	רווח תפעולי
31,112	21,389	30,598	13,002	18,686	הוצאות מימון נטו
24,921	23,939	27,548	13,630	14,530	רווח נקי
30.9%	25.4%	25.6%	26.7%	25.0%	רווח גולמי / הכנסות
0.8%	1.0%	1.2%	1.3%	1.1%	הוצאות מכירה / הכנסות
4.3%	4.7%	4.4%	4.7%	4.6%	הוצאות הנהלה וכלליות / הכנסות
25.9%	19.8%	20.0%	20.6%	19.4%	רווח תפעולי / הכנסות
9.1%	7.9%	7.6%	8.3%	6.9%	רווח נקי / הכנסות

היקף ההשקעות ברכישת קרקעות ובבניית דירות גובר על התזרימים הנובעים מהפרויקטים הפעילים, ותזרימי המזומנים מפעילות שוטפת שליליים. מימון התזרים השוטף השלילי נובע בעיקר מגידול בחוב, אם כי הודות לגידול בהון העצמי, שיעור החוב ל-CAP נותר יציב וכך גם יחס ההון העצמי למאזן

החברה רשמה במחצית הראשונה של שנת 2006, כמו גם בכל אחת מהשנים 2003-2005, תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת, שנבע בעיקר מעלייה בהשקעות בבניינים בהקמה נטו, בניכוי מקדמות מלקוחות ומלאי דירות, מגידול נטו בחייבים ויתרות חובה ובניכוי ירידה במלאי עסקי (למעט בשנת 2005 בה נרשם גידול חד במלאי הקרקעות בשל ההשקעה במעי"ר אשדוד). הגידול המתמשך בהשקעות בבניינים בהקמה הוא פועל יוצא של הצמיחה המתמשכת בהיקפי הפעילות, כפי שהיא משתקפת גם בגידול במספר הפרויקטים ובהיקפם, בגידול בהכנסות ובגידול ברווחים, ואולם, היקף ההשקעות בפרויקטים היה גבוה מהיקף התזרימים שהתקבלו ממכירת דירות.

י.ח. דמרי: תמצית דוחות על תזרימי מזומנים באלפי ש"ח				
FY 03	FY 04	FY 05	H1 06	
7,031	28,783	41,165	28,435	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר ובמלאי עסקי של קרקעות (FFO)
(81,990)	(103,636)	(19,320)	(45,068)	עלייה בבניינים בהקמה בניכוי מקדמות ומלאי דירות
4,411	(21,999)	5,886	(41,656)	גידול נטו בחייבים ויתרות חובה
64,702	33,147	(90,674)	8,738	קיטון (גידול) בקרקע - מלאי עסקי
(5,846)	(63,705)	(62,943)	(49,551)	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת CFO
(30,879)	(3,934)	(17,697)	12,491	קבלה (פרעון) הלואות בנקאיות נטו
-	102,062	84,069	28,998	הנפקת אג"ח
	96,099			הנפקת הון פרטית
46,624	1,450	320		הנפקה (פרעון) של שטרי הון לחברה האם
16,277	(48,385)			פרעון שטרי הון על ידי בעל שליטה
-	(50,000)	(8,151)	(9,183)	דיבידנד ששולם
(16,150)	(14,900)	7,262	17,896	ירידה (עלייה) בפקדונות בנקאיים
(10,203)	(6,661)	(7,461)	(3,686)	אחר, נטו
(177)	12,026	(4,601)	(3,035)	עלייה (ירידה) במזומנים בתקופה

הגירעון בתזרימים השוטפים בשנים 2004, 2005 ובמחצית הראשונה של שנת 2006 מומן בעיקר באמצעות גיוס אג"ח (שבחלקו החליף הלוואות ואשראי בנקאי) ובאמצעות גיוס הון שבוצע בשנת 2005. העלייה בהיקף החוב הפיננסי בשנים אלו לא הובילה לשחיקה של ממש ביחסי האיתנות, בעיקר בשל הגידול ברווחים השוטפים שהוביל לעלייה בהון העצמי. ההלוואות הבנקאיות הן ברובן במסגרת ליווי בנקאי סגור של פרויקטים.

חוב פיננסי יחסי איתנות באלפי ש"ח				
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.6.2006	
103,000	171,772	126,505	132,118	אשראי זמן קצר כולל חלויות
224,160	151,454	179,024	185,902	הלוואות מבנקים לזמן ארוך
-	58,533	152,003	177,414	אג"ח ואג"ח להמרה
327,160	381,759	457,532	495,434	סך חוב פיננסי
97,745	164,702	187,096	196,231	הון עצמי
60.6%	55.7%	59.1%	60.6%	חוב פיננסי / מאזן
77.0%	69.9%	71.0%	71.6%	חוב פיננסי / CAP
18.1%	24.0%	24.2%	24.0%	הון עצמי / מאזן

אודות המנפיק

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 הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת 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 קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CRD0110061000M
מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2006

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו לאמינים ומדויקים. 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. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.