



# י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ

דו"ח מעקב שנתי ינואר 2009

1

## מחברת:

ענבל כהן, רו"ח - אנליסטית  
[inbal@midroog.co.il](mailto:inbal@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

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

## י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

**מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג סדרות אג"ח ב' ואג"ח ג' בדירוג A3 תוך הצבת אופק שלילי. להלן פירוט סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:**

פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 30.9.08 (אלפי ש"ח)*	הצמדה	שיעור ריבית שנתי	סדרת אג"ח
שנתי	2008-2012	142,319	מדד	4.15%	סדרה ב
שנתי	2012-2015	42,310	מדד	6.6%	סדרה ג

\* מתאריך המאזן ועד ליום כתיבת דוח זה החברה רכשה, ומחקה מהמסחר אג"ח, כך שיתרת אג"ח סדרה ב' עומדת על 87,280 אלפי ש"ח לאחר תשלום של כ- 30 מיליון ש"ח קרן האג"ח, ויתרת אג"ח ג' עומדת על 40,316 אלפי ש"ח.

**אישור מחדש של דירוג הסדרות על רמת דירוג A3 נתמך בכך**, שהחברה צברה לאורך שנים ניסיון ויכולות בתחום ייזום בניה למגורים בישראל, הבאה לידי ביטוי בהרחבת היקפי הפעילות, הסטת משקל הפעילות למרכז הארץ ורווחיות טובה. למועד הדו"ח, רמת הנזילות של החברה טובה ומתבססת על יתרת מזומן בקופה ותזרים מזומנים משמעותי הצפוי לשנת 2009, ממסירת דירות מכורות בפרויקטים בביצוע. להערכתנו, תמונת נזילות זו תאפשר לחברה לפרוע את הפירעונות החלים עליה בשנת 2009, בלא צורך במקורות נוספים. כמו-כן, לחברה צבר קרקעות לא משועבדות, בסכום מהותי, התורמות אף הן לגמישותה הפיננסית של החברה. מלבד זאת, החברה שומרת על שיעורי רווחיות גולמית גבוהים מהממוצע בענף ונעים סביב ה- 27%, המשפרים את יכולת החברה להתמודד עם מצבי משבר, בהם נדרשת הורדת מחירי דירות.

**קביעת האופק השלילי נתמכת בכך**, שמרבית חוב החברה נובע מהשקעה בקרקעות, המצויות בתהליכי תכנון ופיתוח תלוי במצב הכלכלי של המשק בישראל, המאופיין בכניסה להאטה, שיש בו כדי להשפיע על הביקוש לדירות מגורים ומחירן. דחיית פרויקטים נוכח ביקושים נמוכים עלולה להגדיל את העומס המימוני הנובע משירות החוב בגין הקרקעות.

לחברה השקעה ממקורות עצמיים בהיקף של כ- 93 מיליון ש"ח בקרקעות לפיתוח ברומניה, שוק המאופיין בתקופה זו בהאטה משמעותית בביקושים לנדל"ן למגורים, ובהתאם מקשה על ניראות התקדמות הפרויקטים. כנגד קרקעות אלו, החברה נטלה הלוואות מסוג *Non-Recourse*, הנמצאות במו"מ למימון מחדש וסביר להניח שהחברה תידרש להשקעת הון עצמי נוסף.

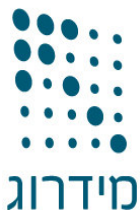
## התפתחויות אחרונות<sup>1</sup>

**לחברה שיעור מכירות גבוה במספר רב של פרויקטים שהסתיימו וכן תזרים עתידי בגין דירות שנמכרו אולם טרם נמסרו**

נכון ליום 30.09.2008, מתוך 693 יח"ד בפרויקטים, שהחברה סיימה לבנותם, במהלך שנת 2008, עד ליום ה- 30.9.08, נותרו מספר מועט של כ- 36 דירות לא מכורות, המהווה שיעור מכירות של למעלה מ- 95%. יתרת שווי הדירות שלא נמכרו עומדת על כ- 49 מיליון ₪. מרבית הדירות שטרם נמכרו הינן מסוג דירות גג ודופלקסים, היקרות מיתר הדירות. חלק מהדירות, בעיקר באשדוד, טרם נמכרו על ידי החברה, בשל המתנה לקבלת היתר ניווד זכויות. יתרת הדירות המכורות אשר טרם נמסרו עומד על 69 ויניבו לחברה הכנסות נוספות בעת מסירתן. שיעור הרווחיות הגולמית הממוצעת של החברה בפרויקטים אלו הינו גבוה ועומד על כ- 29%.

שם הפרויקט	עיר	מס' יח"ד	יח"ד מכורות ליום 30.9.08	יתרת יח"ד למכירה	יח"ד שנמסרו ליום 30.9.08	יח"ד שנמסרו הרבעון	יח"ד שטרם שנמסרו	שווי יח"ד שטרם נמכרו (באלפי ₪)	רווח בגין יח"ד שטרם נמכרו (באלפי ₪)
האחזה ג'- שלב א'	שדרות	24	18	6	16	-	8	2,880	336
מגדלי קרן	באר שבע	90	86	4	75	12	15	4,033	984
רמות דמרי 2- א'	באר שבע	36	36	-	35	4	1	-	-
מרינה מגרש 14	אשדוד	79	61	18	61	6	18	25,958	13,532
מרינה מגרש 15	אשדוד	60	57	3	55	-	5	4,203	1,918
מרינה מגרש 16	אשדוד	58	58	-	56	-	2	2,167	-
משרד דמרי טאוורס שלב ה'	מודיעין	4	4	-	4	2	-	-	-
נאות דמרי א'-ג'	גן יבנה	31	30	1	30	2	1	1,082	387
גראנד דמרי שלב ז' B5	אשדוד	55	55	-	55	2	-	-	-
צוקי השמש בניין 11	אילת	62	58	4	57	1	5	8,800	5,912
דמרי טאוורס שלב ו'	מודיעין	60	60	-	58	28	2	-	-
דמרי גולד ג' שלב א'	ירושלים	33	33	-	32	32	1	-	-
דמרי טאוורס שלב ז'	מודיעין	59	59	-	36	36	23	-	-
נאות דמרי ב' שלב א'	גן יבנה	42	42	-	18	18	24	-	-
<b>סה"כ</b>		<b>693</b>	<b>657</b>	<b>36</b>	<b>588</b>	<b>143</b>	<b>105</b>	<b>49,123</b>	<b>23,069</b>

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז פעולת הדירוג שנערכה בנובמבר 2007



**לחברה כ- 13 פרויקטים, בשלבים שונים ובתהליכי ביצוע שונים, אשר מרביתם אמורים להסתיים במהלך שנת 2009. היקף משמעותי מתוך הפרויקטים הינם בעלי שיעור מכירות גבוה יחסית ליתרת ההשקעה.**

לחברה כ- 13 פרויקטים בהליכי ביצוע שונים, אשר מרביתם אמורים להסתיים במהלך שנת 2009. צבר ההכנסות שנתר לקבל מהדירות המכורות בפרויקטים אלו, עומד על כ- 161 מיליון ש"ח<sup>2</sup>, אשר מותר רווח תזרימי חיובי אל מול העלויות שנתרו מפרויקטים, שמכירת הדירות בהם החלה. כך שנכון להיום, החברה מכסה את מלוא העלויות (כולל הלוואות ליווי) הצפויות לה בגין הפרויקטים השונים, בהם מכרה דירות ואותם היא צריכה להשלים, זאת ללא מכירת דירות נוספות. צבר ההכנסות הצפוי, מדירות נוספות שטרם נמכרו בפרויקטים שמכירת הדירות בהם טרם החלה, עומד על כ- 246 מיליון ש"ח ומהווה תזרים חזק לשנה הקרובה, זאת אף בהנחה שחלק מהדירות לא ימכרו ו/או שתהיה הפחתה במחיר מכירתן. בהתבסס על נתונים אלו, לחברה צפוי היקף תזרים משמעותי בשנת 2009, התורם לגמישותה הפיננסית של החברה.

שם הפרויקט	עיר	מס' יח"ד	יח"ד מכורות	שווי חוזי המכירות ליום 30.9.08 (אלפי ש"ח)	מועד אכלוס צפוי
גראנד דמרי שלב ו'	אשדוד	55	55	45,207	אוקטובר 2008
דמרי גולד ג' שלב ב'	ירושלים	33	33	27,662	אוקטובר 2008
גראנד דמרי שלב ג'	אשדוד	35	35	29,820	דצמבר 2008
ניצני דמרי	נתיבות	58	18	9,108	ינואר 2009
מגדלי דמרי על הים- שלב א'	נתניה	82	76	101,030	מרץ 2009
רמות רכס 26 יח"ד- שלב ב'	באר שבע	19	16	15,019	מרץ 2009
נאות דמרי ב' שלב ב'	גן יבנה	22	22	21,524	מאי 2009
דמרי טאוורס שלב ח'	מודיעין	63	62	59,396	מאי 2009
דמרי טאוורס שלב ט'	מודיעין	64	45	48,223	יוני 2009
מודיעין קייזר שלב א'	מודיעין	61	50	45,533	יולי 2009
נווה זאב מגרש 15	באר שבע	33	22	11,911	אוגוסט 2009
מגדלי קרן ב'	באר שבע	90	21	14,625	אוגוסט 2009
נאות דמרי ב' שלב ג'	גן יבנה	30	19	19,667	נובמבר 2009
מודיעין קייזר שלב ב'	מודיעין	61	27	27,675	דצמבר 2009
צמרות דמרי	ראשון לציון	77	23	28,288	יוני 2010
גן יבנה חדש	גן יבנה	34	-	-	יולי 2010
רמות דמרי 2- ב גו'	באר שבע	64	-	-	יולי 2010
מגדלי דמרי על הים- שלב ב'	נתניה	39	-	-	ינואר 2011
<b>סה"כ</b>		<b>920</b>	<b>524</b>	<b>504,688</b>	

<sup>2</sup> יובהר כי המידע האמור הינו בבחינת מידע צופה פני עתיד, כמשמעותו בחוק ניירות ערך, תשכ"ח, 1968. מידע זה מבוסס על הערכותיה הסובייקטיביות של הנהלת החברה, אשר התממשותם אינה וודאית ואינה תלויה אך ורק בחברה אלא בגורמים נוספים. המידע מבוסס על הערכת החברה לגבי מצב השוק בו היא פועלת ונתונים מקרו כלכליים וכן על התפתחויות עתידיות בשוק. המידע כאמור, עשוי שלא להתממש, כולו או חלקו, או להתממש באופן שונה מהותית.

### **החברה רכשה קרקעות בהיקף משמעותי, בעיקר בנתניה**

בדצמבר 2007 התקשרה החברה בהסכם לרכישת קרקע בשטח של 12,500 מ"ר בנתניה תמורת 34 מיליון ש. זכויות הבניה בקרקע הינן לבניה של 284 יחידות דיור בארבעה בניינים. הרכישה מומנה באמצעות אשראי בנקאי בהיקף של כ- 23 מיליון ש, לתקופה בת 3 שנים והיתרה מומנה ממקורות עצמיים של החברה.

ביוני 2008 רכשה החברה מחברת אזורים מקרקעין, בשטח של כ- 15,165 מ"ר, במתחם "עיר ימים" בנתניה, תמורת כ- 123.3 מיליון ש, המיועדים לבניה של כ- 215 יחידות דיור בשלושה בניינים. הרכישה מומנה באמצעות אשראי בנקאי בהיקף של 104.7 מיליון ש לתקופה של שנה עם אופציה לשנה נוספת, היתרה מומנה ממקורות עצמיים של החברה. בנוסף, חתמה החברה על אופציה עם חברת אזורים לרכישת זכויות לבניית 103 יחידות דיור נוספות ב"עיר ימים". האופציה הינה ללא תמורה ותוקף מימושה הינו עד לחודש פברואר 2009. החברה צופה, כי תקבל הלוואה בנקאית על מרבית סכום הרכישה.

להערכת מידרוג, לחברה יש תלות במצב שוק הדירות בנתניה, ובפרט באזור "עיר ימים". החברה בהליך ביצוע בניה של כ- 121 יחידות דיור ועתידה לבנות עוד כ- 602 יחידות דיור בעיר במהלך השנים הקרובות, המהווים מרכז רווח משמעותי עבור החברה. לאור זאת, לחברה תלות בהיקף הביקוש לדירות מגורים בעיר זו. כמו-כן, היות ומדובר ברכישת קרקעות בהיקף משמעותי, היה יוחל עיכוב בתחילת ביצוע הפרויקטים, הדבר יכול לגרום לנטל מימוני על החברה.

### **לחברה עתודות קרקע בהיקף רחב, אשר משמשות לה כצבר קרקעות לפרויקטים עתידיים. על מרבית הקרקעות קיימות הלוואות כנגד שעבוד**

לחברה עתודת קרקעות, בעלות בספרים של 544 מיליון ש, כנגד הלוואות בסך של 327 מיליון ש. כ- 104 מיליון ש מתוך החוב הינם בגין הקרקע בנתניה, אותה רכשה החברה במהלך יוני 2008 מאזורים וכ- 92 מיליון ש הינם בגין חטיבת קרקע במע"ר, אשדוד. מתוך קרקעות אלו, לחברה צבר קרקעות לא משועבדות, בסכום מהותי, היכולות לתרום גמישות פיננסית מסוימת לחברה, זאת בהתחשב במיקום חלק מהקרקעות אשר אינן משועבדות.

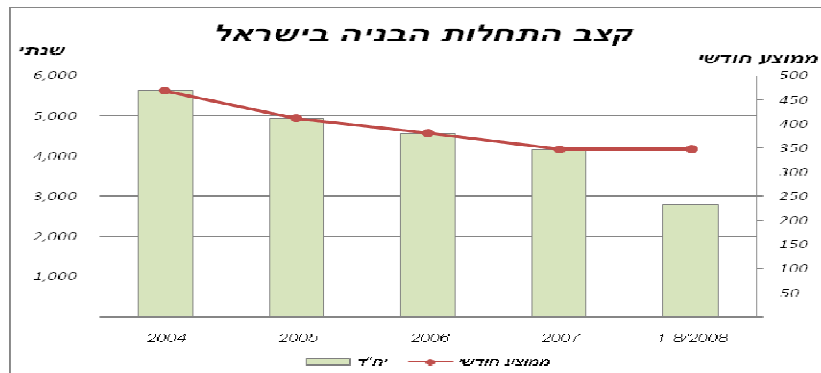
### **המשבר הפיננסי והחרפת המיתון עלולים לגרום להאטה בקצב מכירת הדירות ודחיית מועדי תחילת פרויקטים**

למשבר הפיננסי הגלובלי השלכה ישירה על הכלכלה העולמית ויש בו כדי להשפיע על המערכת הפיננסית בישראל. המשבר מתבטא בהעלאת ריביות להלוואות שניתנות על ידי המוסדות הבנקאיים, עליית ריביות בגין המשכנתאות, והחרפת המיתון עלולה לגרום לירידה בקצב מכירת הדירות ולירידה במחירי הדירות.

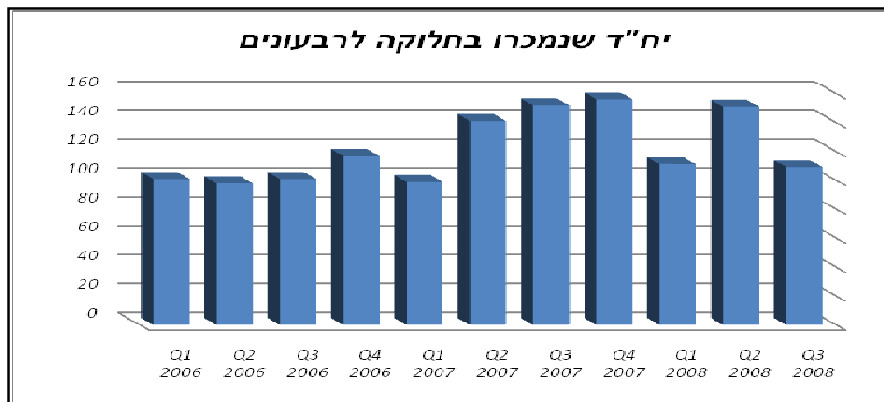


## מידרוג

להערכת משרד הבינוי והשיכון<sup>3</sup>, ההאטה בפעילות ענף הבניה טרם הראתה את מלוא ממדיה. עלית מדד המחירים לצרכן בשיעור מצטבר של כ- 4.3%, בחודשים מרץ עד אוגוסט ועליה בריבית המשכנתאות, עשויים להקטין את הביקוש לדירות בקרב רוכשים, שהלוואותיהם מושפעות משיעורי הריבית והאינפלציה. בנוסף, לירידה בתחושת העושר הציבורי, עקב ירידות בשוק ההון ועלייה בשיעורי האבטלה, השפעה נוספת על הביקוש לדירות. בבחינת היצע הדירות, טוענים במשרד הבינוי והשיכון, כי האטה בשיעורי הצמיחה, התייקרות עלות גיוס הכסף ועליה מתמשכת במחירי מרכיבים בסיסיים בתשומות הבניה, עשויים למתן את נכונות הקבלנים בפנייתם לפרויקטים חדשים. מיתון צפוי בכלכלות המערב יגרום להמשך צמצום הביקוש של תושבי חוץ לרכישת דירות, ובמיוחד דירות יוקרה.



בחודש ספטמבר חלה ירידה בקצב מכירות החברה. החברה מכרה, במהלך הרבעון השלישי של שנת 2008, 109 יחידות דיור לעומת 151 יחידות דיור ברבעון השני של שנת 2008 ו-152 יחידות דיור ברבעון השלישי של שנת 2007. מתחילת השנה ועד לסוף חודש אוקטובר, מכרה החברה 392 יחידות דיור, מתוכן 21 יחידות בחודש אוקטובר. היות ומרבית החוב של החברה נובע מקרקעות אותן היא רכשה, עיכוב בתחילת הפרויקטים עלול להוות לחברה נטל מימוני.



<sup>3</sup> חוברת מידע חודשי של משרד הבינוי והשיכון, התפתחות ענף הבניה ופעילות משרד הבינוי והשיכון ינואר - ספטמבר 2009.



**לחברה חשיפה בגין קרקעות אותן רכשה ממקורות עצמיים, בעיקר ברומניה, בהיקף השקעה של כ-93 מיליון**

**ש"ח**

במהלך שנת 2006 החלה החברה במהלך אסטרטגי של השקעה בקרקעות לפיתוח מגורים במזרח אירופה. במחצית הראשונה של שנת 2007 הרחיבה החברה באופן מהותי את השקעותיה, בעיקר ברומניה, בה רכשה ארבע קרקעות בהיקף השקעה של כ-93 מיליון ש"ח ובהלוואות בהיקף של כ-61 מיליון ש"ח.

ביולי 2008 קיבלה החברה היתר לבניית שלב א', הכולל 332 יח"ד, בפרויקט למגורים גנצ'ה 1 בבוקרשט והחלה בעבודות עפר ויסודות לשלב הראשון בפרויקט. החברה חתמה על הסכם עקרונות לליווי הפרויקט מול בנק לאומי רומניה. ההסכם טרם אושר ע"י דירקטוריון הבנק ולאור המשבר הפיננסי, בכוונת החברה לבחון מחדש את ביצוע הפרויקט.

החברה חשופה למשבר הכלכלי העולמי והשפעותיו על כלכלת רומניה המתבטאות, בין היתר, בהרעה בתנאי המימון וכן בהקשחת תנאי המשכנתאות והעלאת ריבית המשכנתאות, אשר גורמות לקיטון בביקושים. לאור האמור, קיים קושי להעריך התממשות הפרויקטים והתקדמותם על פי תחזיות החברה.

#### **חלוקת דיבידנד**

במאי 2008 החליט דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד בסכום של כ-15 מיליון ש"ח, אשר חולק במהלך חודש יוני 2008.

7

#### **החברה פועלת להקטנת התחייבויות החברה באמצעות רכישת אגרות חוב ומחיקתן מהמסחר**

במהלך הרבעון רכשה החברה כ-7 מיליון ש"ח אג"ח ב' וכ-2 מיליון ש"ח אג"ח ג'. בעקבות הרכישה, נמחקו אגרות החוב מהמסחר וקטנו התחייבויות החברה. בנוסף, לאחר תאריך הדוחות הכספיים ועד ליום כתיבת דוח זה, רכשה החברה, ממקורותיה העצמיים, כ-19.5 מיליון ש"ח אג"ח ב', כך שיתרת אג"ח ב' ליום 31.12.08, לאחר תשלום קרן האג"ח בגובה של כ-30 מיליון ש"ח, עומדת על 87,280 אלפי ש"ח, וכ-300 אלפי ש"ח אג"ח ג', כך שיתרת אג"ח ג' ליום 31.12.08 עומדת על 40,316 אלפי ש"ח.

## התפתחות התוצאות הכספיות

### תנודתיות בדיווח הכנסות החברה, בהתאם לתקני החשבונאות החלים על חברה יזמית

הכנסות החברה ממכירת דירות הינן תנודתיות ונקבעות על פי התקדמות מסירת הדירות לרוכשים, כך שההכנסות שרשמה החברה, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008, עומדות על 345,601 אלפי ₪ לעומת 400,241 אלפי ₪ בתקופה המקבילה אשתקד ולעומת 489,529 אלפי ₪ לשנת 2007 כולה. מתחילת שנת 2008 ועד ליום 31.10.08, מכרה החברה 392 יח"ד. החברה שומרת על רמת רווחיות גולמית יציבה וגבוהה יחסית, הנעה סביב 25% מהמכירות. הגידול בהוצאות ההנהלה והכלליות נובע בעיקר מהוצאות פיתוח, שחלקן חד פעמיות, בגין פעילות החברה בחו"ל.

### י. ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ : דו"ח רווח והפסד (אלפי ₪)

31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008	
489,529	400,241	345,601	הכנסות ממכירה והשכרה
18,180	13,514	14,095	הכנסות ממתן שירותי כ"א
<b>507,709</b>	<b>413,755</b>	<b>359,696</b>	<b>סך הכנסות</b>
365,984	302,300	256,018	עלות המכירה והשכרת דירות ומבנים מסחריים
16,874	12,020	12,625	עלות מתן שירותי כ"א
<b>382,858</b>	<b>314,320</b>	<b>268,643</b>	<b>סך עלות הכנסות</b>
<b>124,851</b>	<b>99,435</b>	<b>91,053</b>	<b>רווח גולמי</b>
<b>24.6%</b>	<b>24.0%</b>	<b>25.3%</b>	<b>% רווח גולמי</b>
5,966	4,278	5,061	הוצאות מכירה
23,614	18,995	23,000	הוצאות הנהלה וכלליות
9,730	-	-	הפרשה לסכום שחולט בגין עסקת מקרקעין
<b>85,541</b>	<b>76,162</b>	<b>62,992</b>	<b>רווח מפעולות רגילות</b>
58,593	45,528	26,351	הוצאות מימון - נטו
722	485	1,070	הכנסות אחרות
<b>27,670</b>	<b>31,119</b>	<b>37,711</b>	<b>רווח לפני מס</b>
23,586	19,682	14,519	מס
<b>4,084</b>	<b>11,437</b>	<b>23,192</b>	<b>רווח מפעולות החברה</b>
577	75	1,126	חלק המיעוט בהפסדי חברות בנות
<b>4,661</b>	<b>11,512</b>	<b>24,318</b>	<b>רווח נקי השנה</b>



**דוח מקורות ושימושים**

לחברה תזרים שלילי מפעילות שוטפת של כ- 5 מיליון ₪ לעומת כ- 55 מיליון ₪ בשנת 2007, הנובע בעיקרו מרכישת קרקעות. במהלך תשעת החודשים הראשונים של השנה, פרעה החברה הלוואות בהיקף של כ- 149 מיליון ₪ ואף הגדילה את כמות המזומנים שברשותה בכ- 103 מיליון ₪.

**י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ : דו"ח מקורות ושימושים (אלפי ₪)**

31.12.2007	30.9.2008	
-	-	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
705	670	תמורה מרכישת רכוש קבוע
5,771	-	רכישת חברות שאוחדו לראשונה
280,668	251,269	קבלת הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים ואחרים
37,600	4,014	הנפקת אג"ח
11,597	10,633	מימוש אופציות למניות
-	31,879	קיטון בפקדונות
-	-	ירידה במזומנים ושווי מזומנים
<b>336,341</b>	<b>298,465</b>	<b>סך מקורות</b>
55,214	5,170	מזומנים ששימשו לפעילות שוטפת
52,788	8,570	רכישת רכוש קבוע ונדל"ן להשקעה
2	-	רכישת מניות מיעוט בחברה מאוחדת
13,016	-	מתן הלוואות לז"א ושטרי הון לחברות קשורות
200,910	149,127	פירעון הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים ואחרים
-	14,724	דיבידנד ששולם
-	9,243	רכישת מניות באוצר
-	9,071	פידיון אג"ח
14,411	102,560	עליה במזומנים ושווי מזומנים
<b>336,341</b>	<b>298,465</b>	<b>סך שימושים</b>

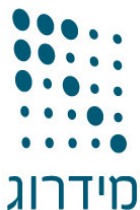


**גידול בהיקף מאזן החברה הנובע מצמיחה בהיקף הפעילות ורכישת קרקעות**

סך המאזן של החברה לתשעת החודשים הראשונים של השנה הסתכם לכדי 1,555 מיליון ₪ לעומת 1,421 נכון ליום 31.12.07. סך המאזן של החברה גדל בעקביות לאורך שנים עקב צמיחתה של החברה והתרחבותה, הן בארץ והן בחו"ל. עיקר הגידול מקורו ברכישת קרקעות המיועדות לבניה, כנגד הגדלת התחייבויות החברה לתאגידים בנקאיים.

**י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ : מאזן (אלפי ₪) IFRS**

30.6.2007	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008	
26,479	19,741	23,186	121,825	מזומנים ושוי מזומנים
22,190	53,016	26,223	21,143	פיקדונות בתאגידים בנקאיים
8,239	11,262	13,873	12,512	לקוחות
27,769	26,570	17,986	13,224	חייבים ויתרות חובה
-	-	-	1,100	נגזר פיננסי
420	535	240	758	מס הכנסה לקבל
669,574	616,956	620,248	553,612	בנינים בהקמה
429,019	480,443	461,394	615,490	קרקע - מלאי עסקי
12,567	13,016	12,141	14,082	הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך
17,034	16,808	16,921	16,736	הוצאות מראש בגין חכירה תפעולית
19,721	20,810	20,035	22,221	מסי הכנסה נדחים
99,949	129,115	109,337	132,905	נדל"ן להשקעה
18,582	18,560	18,942	18,250	רכוש קבוע, נטו
-	2,285	2,198	2,285	רכוש אחר
-	11,481	8,297	8,663	נכסים המיוחסים לפעילות מופסקת
<b>1,351,543</b>	<b>1,420,598</b>	<b>1,351,021</b>	<b>1,554,806</b>	<b>סך הכל נכסים</b>
333,499	340,804	344,767	239,547	אשראי מתאגידים בנקאיים (כולל חלויות שוטפות)
-	30,044	30,154	59,469	חלויות שוטפות אג"ח לא המיר
47,996	41,026	36,073	68	התחייבויות פיננסיות בשווי הוגן דרך רווח והפסד
51,143	54,069	44,068	41,998	ספקים ונותני שירותים
11,700	11,868	11,790	10,414	הפרשה לאחריות
6,600	12,304	7,895	19,726	מס הכנסה לשלם
287,293	319,402	269,488	387,057	מקדמות מלקוחות
41,386	56,319	37,217	47,700	זכאים ויתרות זכות
2,886	2,737	2,195	2,091	התחייבויות בגין הטבות לעובדים
24,689	16,174	24,689	11,842	התחייבות למתן שירותי בניה
169,686	113,814	153,227	310,852	הלוואות מבנקים בניכוי חלויות שוטפות
2,005	1,719	2,022	892	אגרות חוב הניתנות להמרה במניות
135,103	150,074	109,669	125,160	אג"ח
-	-	724	-	התחייבויות בגין מיסים נדחים
442	468	895	2,401	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד-מעביד בניכוי יעודה



-	11,181	7,997	8,363	התחייבויות מיוחסות לפעילות מופסקת
237,115	258,595	268,151	287,226	הון עצמי
<b>1,351,543</b>	<b>1,420,598</b>	<b>1,351,021</b>	<b>1,554,806</b>	<b>סך הכל התחייבויות והון עצמי</b>

### יחסי איתנות של החברה בהתאם לכללי ה-IFRS

נכון לתום תשעת החודשים הראשונים של שנת 2008, סך החוב הפיננסי של החברה עומד על 736 מיליון ₪ ומורכב מכ- 550 מיליון ₪ חוב בנקאי וכ-186 מיליון ₪ אג"ח. על פי כללי ה-IFRS, יחס ההון וזכויות המיעוט לסך המאזן של החברה עומד על כ-18.5% לעומת 18.2% ליום 31.12.07. יחס החוב ל-CAP של החברה עומד על 71.9% לעומת 71.1% ליום 31.12.07. יציין, כי בעת הדירוג הראשוני, נקבע לחברה אופק על פי כללי ה-GAAP הישראלי של יחס הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן שלא יקטן מ-25%, אולם בעקבות יישום כללי ה-IFRS קטן ההון העצמי של החברה בכ-62 מיליון ₪ וסך המאזן התרחב, לאור הצגה שונה של סעיפים מאזניים. אשר על כן, נוצר קיטון ביחס, בשל אופן רישום חשבונאי. כך נציין, כי בהתאם לכללי ה-GAAP הישראלי נכון ליום 30.06.2007 (מאזן פעולת הדירוג האחרונה), יחס זה עמד על כ-28.9%, בעוד על פי כללי ה-IFRS, יחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן עמד על כ-17.5%. לאור זאת, מידרוג תבחן עד תום שנת 2009 את השפעת המעבר לכללי ה-IFRS ותקבע את אמת המידה המתאימה, לשם שמירה על הדירוג.

### יח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ : איתנות פיננסית (אלפי ₪)

30.6.2007	31.12.2007	30.9.2007	30.9.2008	
333,499	370,848	374,921	299,016	חוב פיננסי לז"ק (כולל חלויות שוטפות בגין אג"ח)
169,686	113,814	153,227	310,852	חוב פיננסי לז"א
137,108	151,793	111,691	126,052	אג"ח ואג"ח להמרה
<b>640,293</b>	<b>636,455</b>	<b>639,839</b>	<b>735,920</b>	<b>חוב פיננסי ברוטו</b>
48,669	72,757	49,409	142,968	מזומנים ושווי מזומנים
<b>591,624</b>	<b>563,698</b>	<b>590,430</b>	<b>592,952</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
<b>877,408</b>	<b>895,050</b>	<b>907,990</b>	<b>1,023,146</b>	<b>CAP</b>
237,115	258,595	268,151	287,226	הון עצמי ושטר הון
1,351,543	1,420,598	1,351,021	1,554,806	סך מאזן
73.0%	71.1%	70.5%	71.9%	חוב פיננסי / CAP
67.4%	63.0%	65.0%	58.0%	חוב פיננסי נטו / CAP
17.5%	18.2%	19.8%	18.5%	הון עצמי לסך מאזן

### גמישות פיננסית

נכון ל- 30.09.2008 לחברה כ-143 מיליון ש"ח יתרות נזילות, המורכבות מ-122 מיליון ש"ח מזומנים ומ-21 מיליון ש"ח פיקדונות סגורים.

נכון ליום 30.9.08 לחברה התחייבויות למהלך השנה הקרובה, בהיקף של כ-300 מיליון ש"ח, אולם חלק מהותי מהחוב הינו חוב הנובע ממסגרות אשראי שוטפות ומיתרות הלוואות כנגד קרקעות, אותן החברה מאריכה מעת לעת, כך גם לחברה הלוואות (N.R.) בגין קרקעות ברומניה, אשר החברה פועלת להארכתן לתקופה נוספת. בנוסף מורכבת היתרה מהלוואות בליווי פרויקטים, אשר יכוסו מתוך תזרים הפרויקטים.

לשם פירעון החוב, החברה מסתמכת על תזרים המזומנים הצפוי לה מסיום פרויקטים בשנת 2009, אשר הינו בעל היקף נרחב, אף בהנחה של קיטון בהיקף מכירת הדירות וירידה במחיר מכירתן, זאת בנוסף ליתרות נזילות של החברה. כמו כן, לחברה צבר קרקעות לא משועבדות, אשר חלקן תורמות לגמישותה הפיננסית. כל אלה, כאמור, עוזרים לחברה להתמודד עם עומס הפירעונות החל עליה.

### אופק הדירוג

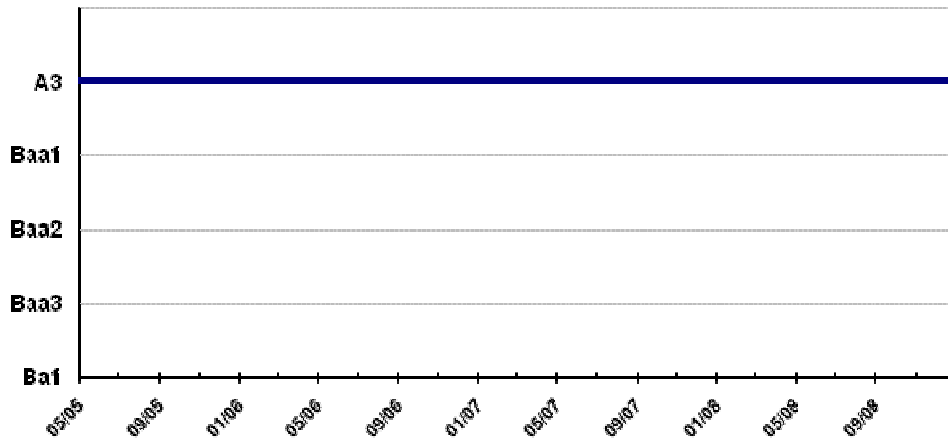
12

#### 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
- קיטון בנזילות החברה וגמישותה הפיננסית
- ירידה מהותית ביחס הון עצמי לסך מאזן. יחס זה יבחן בתום שנת 2009
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה



אודות החברה

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. נכון ליום 30.9.08, בונה החברה כ- 920 יח"ד ב- 13 פרויקטים ברחבי הארץ, מתוכן נמכרו 524 יח"ד.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הנית של במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

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

**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 שאלה 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.**

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג 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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.