



## דוח אנליטי - תקציר מאי 2005

### י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ

<b>A3</b>	<b>דירוג סדרה</b>
-----------	-------------------

הדירוג ניתן להנפקת אג"ח לציבור באמצעות תשקיף בהיקף של עד 100 מיליון ש"ח סדרה ב'. האג"ח יועמדו לפרעון בחמישה תשלומים שווים בין השנים 2008 עד 2012.

### פרופיל החברה

חברת י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ (להלן "החברה") עוסקת בייזום, פיתוח, בנייה ושיווק של פרויקטים למגורים בישראל. לחברה גם פעילות בתחום הנדל"ן המניב, אם כי זו אינה מהותית בהיקפה. בבעלות החברה ליום 31.12.2004 פרויקטים של ייזום ותכנון בנייה בהיקף של כ- 3,084 יח"ד, מתוכם כ- 1,849 יח"ד בביצוע, ומלאי קרקעות בתהליכי תכנון שונים לבניית 1,235 יח"ד נוספות. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2005 השלימה החברה עסקה לרכישת קרקע באשדוד לרכישת זכויות בנייה המאפשרות בניית כ-650 יח"ד נוספות (חלק החברה). החברה בונה ומתכננת פרויקטים למגורים ב-12 יישובים שונים ברחבי הארץ, ובעיקר במודיעין, נתניה ואשדוד, ומאז היווסדה הקימה למעלה מ-2,600 יח"ד.

הפעילות בתחום הנדל"ן המניב מצומצמת וכוללת מבני מסחר, תעשייה ומשרדים באשדוד, נתיבות ובאר שבע, בשטח של כ- 37,800 מ"ר. בנוסף, ברשות החברה קרקעות להקמת נדל"ן מניב בהליכי תכנון בשטח של כ- 74,300 מ"ר, בעיקר באזורים אשדוד ונתיבות.

החברה הוקמה בשנת 1989, ועד לחודש מאי 2004 הייתה בבעלות פרטית מלאה של מייסדה, מר יגאל דמרי, המשמש כיום מנכ"ל ויו"ר החברה. בחודש מאי 2004 הונפקו 15% מהון המניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נמצאת בשליטתו של מר יגאל דמרי באמצעות חברות שבאחזקתו. נכון ליום 31.12.2004 מועסקים בחברה 147 עובדים, כמחציתם עובדי אתרים ומנהלי עבודה, והיתר אנשי מכירות, הנדסה ומינהלה.

#### נתונים כספיים עיקריים (אלפי ש"ח)

2002	2003	2004	
207,247	274,375	303,017	הכנסות
22%	31%	25%	שיעור הרווח הגולמי
18%	27%	21%	שיעור ה- EBITDA
22,657	24,921	23,939	רווח נקי
492,160	539,847	686,014	סך נכסים
6%	9%	24%	יחס הון עצמי למאזן
9.8	4.7	5.2	חוב נטו ל- EBITDA
16,159	7,031	27,486	*FFO

\*Funds From Operation – תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון החוזר

קרן ממון  
אנליסטית  
[kmaman@midroog.co.il](mailto:kmaman@midroog.co.il)

סיגל יששכר  
אנליסטית בכירה  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

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

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

## אסטרטגיה עסקית

### **התמקדות בנדל"ן למגורים בישראל תוך שילוב פעילות ייזום עם פעילות ביצוע**

החברה מתכוונת להמשיך ולהתמקד בתחום הבנייה למגורים בישראל, תוך שמירה על פעילות בנייה עצמאית. להערכת החברה, הבנייה העצמאית מקנה לה גמישות תפעולית גבוהה ומהווה נדבך חשוב בשמירה על איכות הבנייה והמוניטין. החברה אינה מתכוונת להרחיב את הפעילות בתחום הנדל"ן המניב. החברה פונה לקהל לקוחות ממוקד, ובעיקר למעמד הביניים.

### **רכישת קרקעות על בסיס הזדמנויות והפעלתם לפי רמת הביקושים**

החברה מחזיקה מלאי קרקעות גדול וזמין לבנייה באזורי פעילותה המרכזיים, אולם מדיניות החברה היא להפעיל את הקרקעות בהיקף מדוד על מנת למזער את סיכוני הביקוש. רכישת הקרקעות, הן ציבוריות והן פרטיות, מתבצעת באופן שוטף, לפי הזדמנויות. מדיניות החברה היא, בדרך כלל, לרכוש קרקעות זמינות לביצוע פרויקטים למגורים בעלות תוכניות בניין העיר בתוקף.

### **ביסוס המוניטין על ערכי השירות ואיכות הבנייה**

בהנהלת החברה מדגישים את השירות ללקוחות כערך מרכזי בפעילותה, ולחברה מחלקת שירות התומכת בפניות לקוחות גם בתום תקופת האחריות. החברה ערכה סקר תדמית ושביעות רצון בקרב הלקוחות והיא מעריכה כי חלק לא מבוטל מהפונים לרכישת דירה מבוסס על המוניטין הטוב שיצא לה בקרב לקוחות קודמים. בחברה מעריכים כי היקף תביעות הדיירים כנגדה (בגין ליקויי בנייה) הינו נמוך מאוד ביחס למקובל בענף.

### **מדיניות דיבידנד לחלוקה של שליש מהרווח הנקי**

ביום 9 במאי 2004 החליט דירקטוריון החברה על אימוץ מדיניות לפיה בכוונת החברה החל משנת 2005 לחלק שליש מהרווח הנקי שלה כדיבידנד וזאת בהתחשב בתזרים המזומנים הצפוי באותה עת, בתכנית ההשקעות של החברה ובהיבטי מס אשר ינבעו מחלוקת דיבידנד. עד לשנת 2005 נהגה החברה לחלק דיבידנד לבעלי המניות אם כי לא בכפוף למדיניות מסודרת.

## שיקולים עיקריים לדירוג

אסטרטגיה של התמקדות בתחום הבנייה למגורים שבו הוכיחה ניסיון ניכר ומוצלח; פיזור גבוה של פרויקטים באזורים בעלי מאפייני ביקוש שונים; רמת הסיכון של ענף הנדל"ן למגורים בישראל גבוהה מהממוצע, בשל מאפייניו היחודיים, ובפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם; מגמות ההיצע והביקוש בענף חשופות במידה משמעותית להשפעות חיצוניות, כשעיקרן הן ריבית המשכנתאות, רמת האבטלה והביטחון התעסוקתי ומדיניות שיווק הקרקעות של הממשלה; רגולציה בקשר עם העסקת עובדים זרים צפויה לייקר במידה משמעותית את תשומות העבודה בענף החל משנת 2005; החברה מציגה רווחיות גבוהה יחסית לענף ויציבה. בחלק גדול מהפרויקטים בביצוע צפויה רווחיות גבוהה יחסית לענף. יחד עם זאת, לחברה ריכוז משמעותי של מלאי דירות וקרקעות בעיר באר שבע, הסובלת מעודף היצע ומביקושים נמוכים; נכסי הנדל"ן המניב הם באיכות נמוכה יחסית וסובלים מתפוסה נמוכה. להערכת מידרוג, תחום זה מסב לחברה הפסדים; להערכת מידרוג, יחסי האיתנות הפיננסית, כפי שבאים לידי ביטוי ביחס החוב הפיננסי וההון העצמי למאזן הינם ממוצעים; יחס החוב הפיננסי ל-FFO אינו מספק, דבר הנובע מהיקף משמעותי של חוב בגין קרקעות לא פעילות. עם זאת, להערכת מידרוג יחס החוב ל-FFO בנכסים הפעילים הינו סביר.

## חוזקות

### **פיזור גיאוגרפי של הפרויקטים**

החברה החלה את פעילותה באזורי הפריפריה של דרום הארץ, ובמהלך השנים התפרסה לאזורים נוספים, ובעיקר אזור השפלה והמרכז. לחברה כיום עשרות פרויקטים למגורים בפריסה ארצית באזור הדרום, השפלה והמרכז. להערכת מידרוג, הפיזור הרחב בין אזורים בעלי מאפייני ביקוש שונים מצמצם את סיכוני הביקוש.

### **יכולת ביצוע מוכחת ביחד עם צמיחה בהיקפי הפעילות**

בשנים האחרונות מציגה החברה צמיחה מתמשכת בפעילות ובהכנסות ממכירת דירות, עם מכירות של כ- 500 דירות לשנה בממוצע בשנים 2001 עד 2003 וכ- 430 דירות שנמכרו בשנת 2004. ההתרחבות בהיקפי הפעילות בוצעה תוך גיוון תמהיל הפרויקטים, הכולל כאמור התרחבות גיאוגרפית וכן פרויקטים המיועדים לשוק גבוה יותר. שינוי תמהיל הפרויקטים קיזז בחלקו את הירידה במחירי הדירות וברווחיות בחלק מהפרויקטים, והוביל את העלייה במכירות.

### **רווחיות גולמית גבוהה מהממוצע בענף**

להערכת מידרוג, החברה מציגה רווחיות גולמית גבוהה באופן ניכר מהממוצע בענף. כך, שיעור הרווחיות הגולמית בחלק ניכר מהפרויקטים עומד על כ-25% ואף למעלה מכך. להערכת מידרוג, הרווחיות הגולמית הגבוהה נובעת בין השאר מיכולת עסקית טובה באיתור הקרקעות ורכישתם, מהתחלות בנייה ושיווק מדודות ומחושבות, מתכנון פונקציונלי וסטנדרטי ומשיווק ממוקד לקהלי היעד.

### **חיזוק ההון העצמי תרם לשיפור האיתנות הפיננסית למרות גידול בהיקפי השקעות**

החברה חיזקה את ההון העצמי בשנים 2003 ו-2004 בשני מהלכים מקבילים: השקעת הון בעלים וגיוס הון מניות ממשקיעים חיצוניים. מהלכים אלו שיפרו את יחסי האיתנות הפיננסית, על אף הגידול בהשקעות בפרויקטים בביצוע ובמלאי הקרקע העסקי. יחס ההון העצמי למאזן ליום 31.12.2004 עמד על כ- 24% ויחס החוב הפיננסי נטו למאזן לאותו מועד עמד על כ-48%. יחס ההון העצמי למאזן והחוב נטו למאזן כפי שחושבו על ידי מידרוג על בסיס פרפורמנציה ליום 31.12.2004 (בהתחשב בשינויים מהותיים שארעו לאחר תאריך המאזן), עומדים על כ-20% וכ-57%, בהתאמה.

## סיכונים עסקיים

### **הפעילות הממותנת בענף הבנייה למגורים נמשכה גם ברבעונים האחרונים, למרות ההתאוששות הכללית במשק**

ענף הנדל"ן למגורים נתון במיתון ובמגמת האטה מתמשכים מזה כ-8 שנים, המתבטאים בירידה במספר התחלות הבנייה למגורים, בירידה בביקוש לדירות ובירידה במחירי המכירה של דירות מגורים. בשנת 2004 חלה ירידה נוספת של 12% בהתחלות הבנייה, לקצב שנתי ממוצע של 28 אלף יחיד. ההיקף הממוצע של התחלות בנייה בשנים 2001-2003 עמד על כ-32 אלף יחיד, ירידה של 30% לעומת שנת 2000. הנתונים מלמדים כי הירידה בפעילות בענף נובעת בעיקר מביקושים נמוכים, הנובעים משיעור האבטלה הגבוה והביטחון התעסוקתי הנמוך, מהקיטון בהיקף העלייה לישראל ומביטול המענקים לדירור לזכאים בחודש אפריל 2003. במקביל סבל הענף מהתייקרות תשומות הבנייה, בין השאר בשל התייקרות הברזל והמחסור בעובדים זרים.

### **חשיפה לרוגולציה גבוהה ולגורמים אקסוגניים אחרים מהותיים בפעילות החברה וברווחיותה**

חלק ניכר מפעילות הייזום בחברה מבוססת על קרקעות שנרכשות במסגרת מכרזים של מינהל מקרקעי ישראל, והחברה חשופה למדיניות שיווק הקרקעות של המינהל, המחזיק במרבית הקרקעות במדינה. קצב הליכי תכנון ורישוי של פרויקטים, וכן מדיניות ביחס למענקים וסובסידיות לרוכשי דירות, עשויים להשפיע על הביקוש לדירות למגורים וכתוצאה מכך על עסקי החברה. בנוסף, תחום הבניה למגורים יכול להיות מושפע באופן מהותי מגובה ריבית המשכנתאות לרוכשי דירות ולכן גם לשינוי בעמדת הבנקים לגבי גובה ההון העצמי והביטחונות שידרשו על ידי הבנקים מרוכשי דירות יכולה להיות השפעה על הביקוש לדירות מגורים. שינוי במחירי חומרי הגלם הנדרשים לבנייה, ביחוד העלייה במחירי הברזל עלולים להשפיע לרעה על רווחיות החברה.

### **צפי להתייקרות משמעותית בעלות העסקת עובדים זרים**

במהלך השנתיים האחרונות, עקב התדרדרות המצב הביטחוני, הוחלפו עובדים פלשתינאים בעובדים זרים. מדיניות הממשלה לצמצום מספר העובדים הזרים המועסקים במדינה גרמה לייקור מחירי תשומות העבודה בבנייה. לאחרונה גיבש משרד התמ"ת נוהל חדש לפיו עובדים זרים בענף הבניין יוכלו להינתן רק לחברות כוח אדם שהוקמו לצורך זה בלבד. נוהל זה יגרום, להערכת החברה, לייקור מחירי תשומות העבודה בבנייה.

### **ריכוז משמעותי של נכסים בבאר שבע, הסובלת ממלאי דירות גבוה, מביקושים נמוכים וממגמות כלכליות שליליות**

לחברה שני פרויקטים בשלבי סיום בבאר שבע, הכוללים כ-70 יח"ד, וסובלים מרמת מכירות נמוכה מאוד. בנוסף, לחברה עתודות קרקע לבנייה של כ-340 יח"ד בעיר, בעלות כוללת של כ-36 מיליון ש"ח ליום 31.12.2004. להערכת מידרוג, הביקושים הנמוכים בעיר והיצע גבוה של יח"ד בשלבי בניה עלולים להקשות על רמת הרווחיות מהפרויקטים בתהליך ועל תחילת ההקמה של פרויקטים חדשים.

### **תלות גבוהה באיש מפתח בתחום הייזום של עסקאות חדשות**

להערכת מידרוג, מר יגאל דמרי שייסד את החברה וניהל אותה בכל שנותיה, תרם משמעותית להצלחתה, נוכח הבנתו וניסיונו בתחום הנדל"ן למגורים. במידרוג סבורים כי לחברה תלות גבוהה במר דמרי בתחום הייזום של עסקאות ופרויקטים חדשים. יחד עם זאת, במידרוג סבורים כי המבנה הארגוני והאופרציה התפעולית בחברה מבוססים על כוח אדם מנוסה וותיק המוביל את הפעילות השוטפת.

## **סיכונים פיננסיים**

**פעילות הייזום והבנייה למגורים מתאפיינת ברמת חשיפה פיננסית גבוהה הנובעת מהתמשכות הפרויקט משלב רכישת הקרקע, דרך שלב התכנון ועד לגמר הביצוע, ומחוסר הוודאות לגבי מכירת הפרויקט באופן שהתזרים שינבע מהפרויקט יכסה את ההשקעה בו**

ענף הייזום והבנייה למגורים מגלם סיכון פיננסי אינהרנטי מעל הממוצע, הנובע מהשקעות מוקדמות ברכישת הקרקע, בתכנון הפרויקט ובהקמתו, כל זאת לפני מכירת הדירות וקבלת תזרימי המזומנים.

מרבית הפרויקטים לבנייה למגורים מתבצעים בליווי פיננסי בנקאי, בשיטת הפרויקט הסגור, לפיה ניצול מסגרת האשראי לצורך רכישת הקרקע והתקדמות הפרויקט מותנית בשיעור המקורות העצמיים מסך עלות הקרקע והבנייה (הון עצמי שמעמידה החברה או רווחים שנצברו לפרויקט), ועומדת על שיעור של 15-35% מהעלויות. בתקופות שפל מקשיחים הבנקים את מדיניות האשראי, צעד שדורש מחברות בנייה הון עצמי גבוה יותר, ועלול להוביל לקשיים בהמשך המימון, ולקריסה של חברות בנייה. להערכת מידרוג, ליווי פיננסי בשיטת הפרויקט הסגור מחזק את הבקרה על אופן התקדמות ומימון הפרויקט. בנוסף, מידרוג מעריכה כי הבנייה בשלבים, מאפשרת להתאים טוב יותר את ההשקעה לסיכונים השוק.

### **חוב פיננסי משמעותי כנגד נכסים לא פעילים מרע באופן משמעותי את יחסי הכיסוי**

לחברה עתודות מקרקעין לבנייה למגורים ולנדל"ן מניב שכנגדן חוב פיננסי בהיקף של כ-260 מיליון ש"ח. הוצאות המימון על חוב זה מכבידות על הרווחיות ועל והתזרים, אולם הנכסים אינם מניבים תזרימי מזומנים. כתוצאה מכך, יחס כיסוי החוב הפיננסי נטו לתזרים המזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר (FFO) הינו גבוה, ועמד על כ-12.2 ליום 31.12.2004 (כ-15.0 ליום 31.12.2003). בהתבסס על החוב הפיננסי נטו פרפורמה ליום 31.12.2004<sup>1</sup>, יחס הכיסוי עומד על כ-16.0. להערכת מידרוג, יחס החוב ל-FFO בהתאמה לפעילות הנדל"ן למגורים הינו טוב יותר במידה משמעותית, ותואם את אורך חיי הפרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים.

### **נכסים מניבים באיכות נמוכה**

לחברה נכסים מניבים פעילים לשימוש מסחרי בהיקף של כ-10 אלף מ"ר, המצויים באזורים פריפריאליים. וסובלים מתפוסה נמוכה מאוד (כ-60%). בנוסף, החברה מחזיקה בשטחים בתכנון בהיקף נוסף של כ-75 אלף מ"ר. להערכת מידרוג פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב מסבה לה הפסדים שוטפים בשל עלויות המימון והאחזקה של הנכסים.

### **מרבית הנכסים משועבדים לאבטחת ליווי פיננסי או חוב אחר לבנקים**

מרבית הנכסים של החברה משועבדים לבנקים, במסגרת ליווי פיננסי או במסגרת מימון לרכישת קרקעות. היקף הנכסים שאינו משועבד לא משמעותי. גורם זה פוגע ברמת הנזילות של החברה ומקטין את גמישותה הפיננסית.

## **אופק הדירוג**

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

- התעוררות משמעותית בענף הבנייה מגורים בישראל שישפיע לטובה במידה ניכרת על היקף הפעילות והרווח
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית

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

- האטה במכירת דירות תוך פגיעה משמעותית ברווחיות ושחיקה באיתנות בפיננסית

<sup>1</sup> היחסים חושבו על בסיס FFO מתוקן ליום 31.12.2004. הכולל את הרווח הנקי בתוספת פחת והפחתות ובתוספת הוצאות (בניכוי הכנסות) מימון לא תזרימיות. ה-FFO המתוקן מנטרל שינויים תזרימיים חד פעמיים ומסים נדחים. היחס חושב לפי החוב ליום 31.12.2004 בתוספת שינויים מהותיים שארעו לאחר המאזן, הכוללים את הגדלת החוב הבנקאי למימון רכישת קרקע באשדוד (מע"ר), גיוס אג"ח וחלוקת דיבידנד.

**י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ**

<b>A3</b>	<b>דירוג סדרה</b>
-----------	-------------------

הדירוג ניתן להנפקת אג"ח לציבור באמצעות תשקיף בהיקף של עד 100 מיליון ש"ח סדרה ב'. האג"ח יועמדו לפרעון בחמישה תשלומים שווים בין השנים 2008 עד 2012.

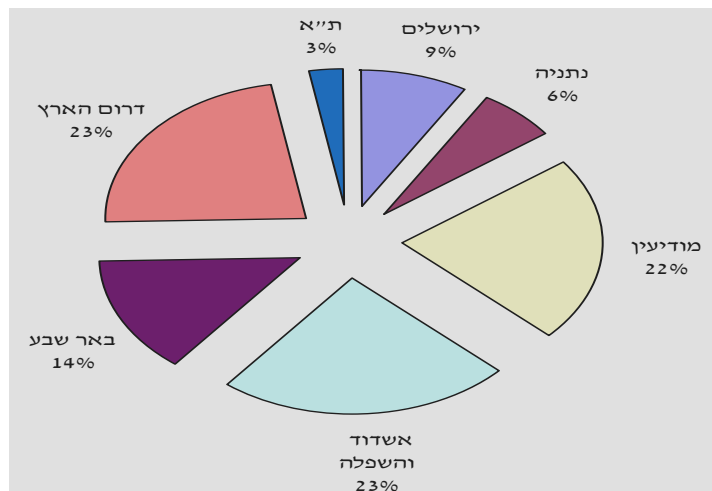
**תיאור החברה**

חברת י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ (להלן "החברה") עוסקת בייזום, פיתוח, בנייה ושיווק של פרויקטים למגורים בישראל. לחברה גם פעילות בתחום הנדל"ן המניב, אם כי זו אינה מהותית בהיקפה. בבעלות החברה ליום 31.12.2004 פרויקטים של ייזום ותכנון בנייה בהיקף של כ- 3,084 יח"ד, מתוכם כ- 1,849 יח"ד בביצוע, ומלאי קרקעות בתהליכי תכנון שונים לבניית 1,235 יח"ד נוספות. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2005 השלימה החברה עסקה לרכישת קרקע באשדוד לרכישת זכויות בנייה המאפשרות בניית כ-650 יח"ד נוספות (חלק החברה). החברה בונה ומתכננת פרויקטים למגורים ב-12 יישובים שונים ברחבי הארץ, ובעיקר במודיעין, נתניה ואשדוד, ומאז היווסדה הקימה למעלה מ-2,600 יח"ד.

הפעילות בתחום הנדל"ן המניב מצומצמת וכוללת מבני מסחר, תעשייה ומשרדים באשדוד ונתניה ובאר שבע בשטח של כ- 37,800 מ"ר. בנוסף, ברשות החברה קרקעות נדל"ן מניב בהליכי תכנון בשטח של כ- 74,300 מ"ר, בעיקר באזורים אשדוד ונתניה.

החברה הוקמה בשנת 1989, ועד לחודש מאי 2004 הייתה בבעלות פרטית מלאה של מייסדה, מר יגאל דמרי, המשמש כיום מנכ"ל ויו"ר החברה. בחודש מאי 2004 הונפקו 15% מהון המניות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נמצאת בשליטתו של מר יגאל דימרי באמצעות חברות שבאחזקתו. נכון ליום 31.12.2004 מועסקים בחברה 147 עובדים, מרביתם עובדי תפעול (מהנדסים, מנהלי עבודה ופועלים).

**יחידות דיור לפי אזורים**



## תחום ייזום נדל"ן למגורים

החברה עוסקת בייזום ותכנון של יחידות דיור ב-12 יישובים שונים ברחבי הארץ. עבודות הבנייה מתבצעות בחלקן על ידי החברה עצמה באמצעות ציוד וכח אדם המצויים בבעלותה, או באמצעות קבלני משנה, אשר עיקר פעילותם מתבצעת עם החברה, את תהליך הפיתוח והבנייה של הפרויקטים למגורים. החברה מציעה דירות בטווח רחב של מחירים, אך מתמקדת בפלח השוק הבינוני בעיקר באזור דרום הארץ. החברה הקימה לאחרונה את חברת "ח.דמרי חברה לכח אדם" בבעלות מלאה של החברה, במטרה לזכות ברישיון להעסקת עובדים זרים. קבלת רישיון זה עשוי לסייע לחברה לצמצם את הגידול הצפוי בעלויות שכר עבודה ולהקטין את התלות בחברות כח אדם.

לחברה פרויקטים למגורים בביצוע הכוללים כ-1,863 יח"ד, מהן כ-1,109 בשיווק (מתוך כך נמכרו כ-495 יח"ד) והיתר, טרם הוחל בשיווקם. עלות הבנייה שהושקעה בפועל הסתכמה בכ-455.8 מיליון ש"ח. ההכנסות מן הדירות שנמכרו עד ליום 31.12.2004 הסתכמו בכ-241.2 מיליון ש"ח. מידרוג מבחינה בכך שבמרבית הפרויקטים קצב השיווק תואם את קצב ההשקעות. אולם בבאר שבע מסתמן פיגור בין קצב השיווק לקצב ההשקעות. מידרוג מעריכה כי מצב זה עלול לפגוע ברווחיות הפרויקטים בבאר שבע.

להלן פירוט הפרויקטים בביצוע של החברה בתחום ייזום הבניה למגורים:

### פרויקטים שהחלו בשיווקם ליום 31.12.2004 (העלות שהושקעה בפועל היא בניכוי הפחתות לירידת ערך):

שם הפרויקט	מיקום	סך יח"ד	יח"ד שנמכרו	% מכירה (1)	% ביצוע	עלות שהושקעה בפועל (באלפי ש"ח)	סך עלות חזויה לפרויקט (באלפי ש"ח)
דמרי גולד א'+ב'	ירושלים	189	149	79%	53%	59,257 (2)	100,299
דמרי טאוורס א'+ב'+ג'	מודיעין	225	81	36%	84%	67,323 (3)	119,592
מגדלי דמרי	ראשלי"צ	40	33	82%	79%	29,572	33,802
צוקי השמש 11+12	אילת	100	43	43%	56%	31,554	54,587
מרינה מגרש 14+16	אשדוד	145	45	31%	12%	37,117	94,010
גראנד דמרי א'+ב'+ג'+ד'	אשדוד	194	76	47%	41%	49,201 (4)	92,221
כוכבי דמרי	באר שבע	52	24	46%	71%	16,855	19,000
דמרי וילאז'	באר שבע	20	13	65%	97%	14,008 (5)	14,774
נחלת דמרי	גן יבנה	48	17	35%	36%	18,494	31,950
האחוזה	שדרות	50	5	10%	14%	3,050	14,750
כוכב הצפון	ת"א	46	9	20%	23%	34,873	52,500
<b>סה"כ</b>		<b>1,109</b>	<b>495</b>			<b>361,304</b>	<b>627,485</b>

(1) בחלק מהפרויקטים, אלו הכוללים מספר שלבים ומוצגים בטבלה במצטבר, שיעור המכירה חושב לפי ממוצע משוכלל ועל כן אינו תואם את היחס בין סך יח"ד לבין יח"ד שנמכרו לפי הטבלה. (2) לאחר הפרשות לירידת ערך קרקע שנוקפה לעלות המכר בשנת 2000, בסך כ-3.4 מיליון ש"ח (3) לאחר הפרשות לירידת ערך קרקע שנוקפה לעלות המכר בשנים 2001 ו-2002, בסך כולל של כ-15 מיליון ש"ח (4) לאחר הפרשות לירידת ערך קרקע שנוקפה לעלות המכר בשנת 2002, בסך כ-3.7 מיליון ש"ח (5) לאחר הפרשות לירידת ערך קרקע שנוקפה לעלות המכר בשנת 2002, בסך כ-1.6 מיליון ש"ח.

### פרויקטים שטרם הוחל תהליך שיווקם

שם הפרויקט	מיקום	יח"ד	עלות שהושקעה בפועל (באלפי ש"ח)
דמרי טאוורס ד'+ה'	מודיעין	230	33,973
צוקי שמש	אילת	6	696
גראנד דמרי	אשדוד	141	23,599
מגדלי קרן	באר שבע	180	11,482
רמות דמרי	באר שבע	102	15,759
ניצני הפארק	נתיבות	38	4,444
משכנות דמרי	נתיבות	57	4,588
<b>סה"כ</b>		<b>754</b>	<b>94,541</b>

### **תיאור הפרויקטים העיקריים**

**מודיעין** – פרויקט רב שלבי הכולל מגורים לבניית 455 יחידות דיור ו-36 יחידות משרד בשטח כולל של 115 אלף מ"ר. הפרויקט מתוכנן להבנות בתשעה בנינים בני 16-12 קומות ומחולק לארבעה שלבים הנדסיים, כאשר השלב האחרון צפוי להסתיים ב-2010. ההכנסות מהדירות שנמכרו הסתכמו ב-40.3 מיליון ש"ח. עד כה נמכרו 81 דירות בשלושת הבניינים הראשונים בעוד בשניים הנוספים לא החלו בתהליך השיווק של הדירות. הנהלת החברה טוענת כי הרווחיות של הפרויקט גבוהה.

**אשדוד אזור הסיטי** – באשדוד שני פרויקטי מגורים בשני אזורים שונים בעיר. האחד נמצא באזור הסיטי של אשדוד וכולל שבעה מגדלי מגורים הכוללים 335 יחידות דיור. הפרויקט יבוצע בארבעה שלבים הנדסיים כאשר בכל שלב יבנו זוג בנינים, האחד בן 9 קומות והשני בן 14 קומות.

**אשדוד פרויקט המרינה** – הפרויקט כולל ארבעה בניינים בשלושה מתחמים. מתחם אחד כולל שלושה בניינים בני 11 קומות המשקיפים למרינה. בניין אחד מבין השלושה נמכר במלואו ואוכלס, שני בניינים נוספים מצויים בשלבי הקמה וליום 31.12.2004 נמכרו 44 מבין 60 הדירות. המתחם השני מצוי מעברו השני של הכביש וכולל עשרה קוטג'ים ומגדל דירות.

**באר שבע** - ארבעה פרויקטי מגורים לבניית 354 יחידות דיור בשטח כולל של 36.5 אלף מ"ר. פרויקט אחד כולל 52 יחידות דיור בשני בנייני מגורים זהים בני 10 קומות, הפרויקט השני כולל 54 קוטג'ים בודדים. בשני הפרויקטים הנוספים טרם החל תהליך השיווק והם כוללים ביחד 282 יחידות דיור.

**ירושלים** - שני פרויקטים למגורים לבניית 189 יחידות דיור בשטח כולל של 13.5 אלף מ"ר כאשר 90 יחידות בשבעה בניינים ו-99 יחידות באחד עשר בניינים. הפרויקט האחרון צפוי להסתיים ב-2006. ההכנסות מהדירות שנמכרו הסתכמו ב-74.2 מיליון ש"ח. עד כה נמכרו 149 דירות. עפ"י הנהלת החברה, פרויקט הר חומה נמצא בעיכוב.

**אילת** – שלושה מבנים למגורים לבניית 106 יחידות דיור. הפרויקט נרכש מחברה קבלנית אשר נכנסה להליך של כינוס נכסים. בעת רכישת הזכויות הושלמה בניית בניין המבנה הראשון למעט 6 יחידות דיור. המבנה השני היה במצב בניה כאשר שלד הבניין הושלם ו-38 יחידות דיור טרם נמכרו. במועד הרכישה, טרם הוחל הביצוע של המבנה השלישי שכולל 62 יחידות דיור בבניין בן 16 קומות.

**פרויקט המע"ר באשדוד** - ביום 2.1.2005 רכשה החברה מקרקעין בשטח של כ-192 דונם בקריית מע"ר דרום אשדוד. המקרקעין נרכשו מחברת קי.בי. עיי מקבוצת אי.די בי, בתמורה לכ-57.1 מיליון דולר. במקביל לעסקת הרכישה, התקשרה החברה בהסכמי נאמנות ושיתוף במקרקעין עם צד ג' (שאינו קשור לחברה) לפיו מחצית מהזכויות במקרקעין נרכשו בעבור צד ג' האמור, אשר קיבל על עצמו מחצית מהחובות והזכויות במקרקעין. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2005 השלימה החברה את תשלום חלקה בעסקת הרכישה. זכויות הבנייה מאפשרות בניית 1,296 יחידות דיור בנוסף ל-9,600 דונם של שטח מסחרי. על פי תוכנית הבנייה הקיימת, אמורים להבנות בניינים בני 5-6 קומות בצפיפות נמוכה ובניינים בני 7-19 קומות בצפיפות גבוהה. חלק מהמבנים יבנו מעל מרכזים מסחריים בני 1-2 קומות. כמו כן מתוכננת הקמה של שני מרכזים מסחריים שכונתיים. אף על פי כן, בכוונת החברה להמיר את שטחי המסחר ליחידות מגורים. החברה אינה מתכננת את התחלת הפרויקט בתקופה הקרובה. להערכת החברה, רובע המע"ר מהווה את עתודת הקרקע האחרונה באשדוד בקרבה לים.

להלן פירוט הפרויקטים **בתכנון** של החברה בתחום ייזום הבניה למגורים :



פרויקטים לפי אזור	יחידות דיור	עלות בספרים (באלפי ש"ח)
נתניה	360	*35,584
נתיבות	150	5,409
מודיעין	194	35,241
גן יבנה	168	35,231
אשקלון	306	21,364
ירושלים	66	11,015
באר שבע	60	8,742
מע"ר אשדוד	630	Na
<b>סה"כ</b>	<b>1,934</b>	<b>152,586</b>

\* כולל הפרשה לירידת ערך קרקע שנוקפה לעלות המכר בשנת 2000, בסך כ- 7.4 מיליון ש"ח

### הסכם הליווי הבנקאי

מימון הפרויקטים למגורים מתבצע בהסכמי ליווי בשיטת "פרויקט סגור". במסגרת הסכם הליווי מעמיד הבנק לטובת החברה מסגרת אשראי לצורך רכישת הקרקע וביצוע הפרויקט. לצורך זאת נפתח חשבון בנק מיוחד לפרויקט אשר בגינו ניתן האשראי ואשר אליו מועברים כל התקבולים מרוכשי דירות. ניצול מסגרת האשראי לצורך רכישת הקרקע והתקדמות הפרויקט מותנה בשיעור ההון העצמי מסך עלות הקרקע והבנייה (הון עצמי שמעמידה החברה או רווחים שנצברו לפרויקט), ועומד על שיעור של 15-35% מהעלויות. בפרויקטים הכוללים מספר שלבים, מועמדת מסגרת האשראי לכל שלבי הפרויקט כאשר לצורך מעבר משלב לשלב וניצול מסגרת האשראי לשלבים הבאים נקבעים קריטריונים נוספים הכוללים עמידה ביעדי מכירות וביצוע.

### פעילות הנדל"ן המניב

החברה עוסקת בייזום, פיתוח, בנייה ורכישה של מבני מסחר, תעשייה ומשרדים והשכרתם על ידי כנכסים מניבים. ליום 31.12.2004 מחזיקה החברה ב-8 נכסים מניבים, מרביתם קטנים וממוקמים באזור הדרום. מתוכם, שלושה נכסים מושכרים והיתר בהליכי הקמה או תכנון. אחוז התפוסה הממוצע של השטחים המושכרים על ידי החברה במהלך שנת 2004 היה כ-59% וסך ההכנסות מהשכרתם הסתכמו ל-1.6 מיליון ש"ח באותה תקופה.

להלן פירוט הנכסים המניבים של החברה שהוקמו או בשלבי בנייה :

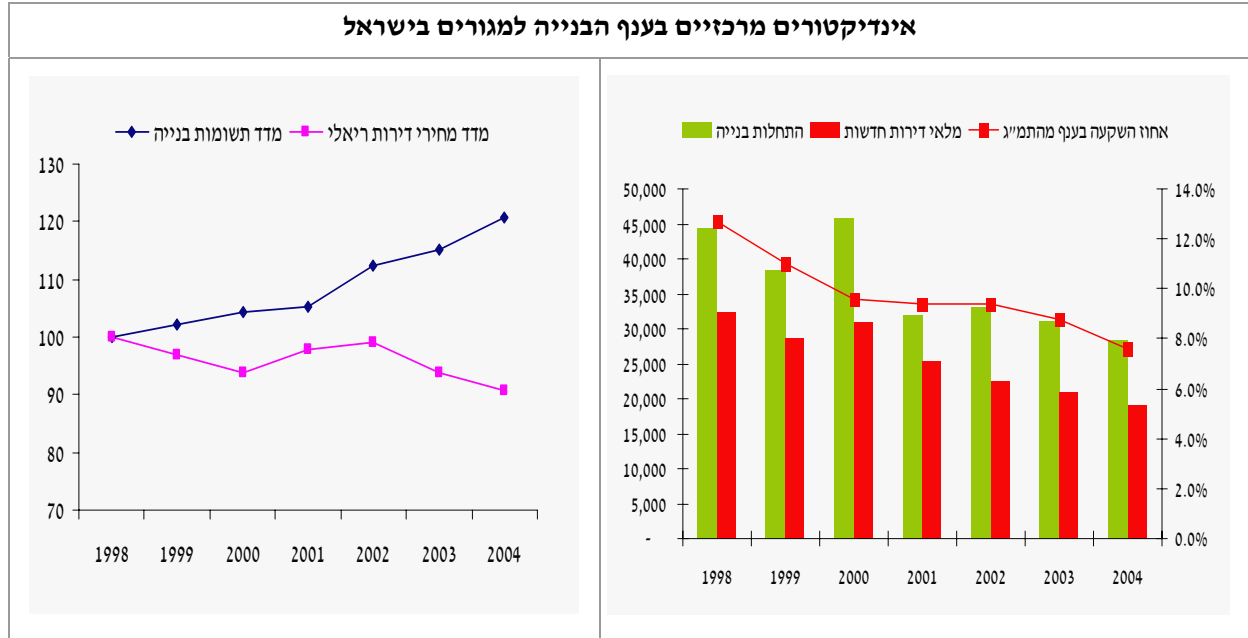
אזור	שימוש עיקרי	שטח מבונה מ"ר	שטח כולל מ"ר	תפוסה ממוצעת שנת 2004	עלות מופחתת (אלפי ש"ח)
נתיבות	מרכז מסחרי בן 2 קומות הקרוי "לב העיר נתיבות"	2,374	Na	49%	6,048
אשדוד	57 חנויות וכ-2,876 מ"ר משרדים ב"סיטי סנטר"	Na	Na	56%	6,992
באר שבע	שטחי מסחר ב"מגדל דניאל"	Na	Na	100%	796
נתיבות	3 חנויות במרכז המסחרי "לב נוי"	Na	Na	74%	548
נע"מ	מבנה תעשייתי	8,000	17,151		
אשדוד – אזור תעשייה צפוני	מבנה תעשייתי בן קומה אחת גבוהה וגלריה. אחוזי הבנייה הם 160% משטח המגרש בארבע קומות	745	5,180	טרם הושכר	1,892
	מבנה בן קומה אחת וגלריה. אחוזי הבנייה הינם 12% בשלוש קומות	865	2,040	טרם הושכר	3,145
נתיבות	מבנה תעשייתי	3,460	8,251	טרם הושכר	2,777

להלן תאור הקרקעות המצויות בהליכי תכנון לצורך נכסי נדל"ן מניבים :

אזור	ייעוד הקרקע	שטח במ"ר	עלות מופחתת בספרים (אלפי ש"ח)
אשקלון	מסחר ומלונאות	36,977	17,751
באר שבע	מסחר ותיירות	27,205	18,394
נתיבות	מסחר	10,159	3,226
<b>סה"כ</b>		<b>74,341</b>	<b>39,371</b>

## ענף הנדל"ן בישראל

ענף הנדל"ן למגורים נתון במיתון ובמגמת האטה מתמשכים מזה כ-8 שנים, המתבטאים בירידה במספר התחלות הבנייה למגורים, בירידה בביקוש לדירות ובירידה במחירי המכירה של דירות מגורים. מרבית האינדיקטורים המרכזיים בענף הנדל"ן לשנת 2004 וברבעון הראשון של 2005 מצביעים על המשך מגמת ההאטה: בשנת 2004 חלה ירידה נוספת של 12% בהתחלות הבנייה, לקצב שנתי ממוצע של 28 אלף יח"ד. ההיקף הממוצע של התחלות בנייה בשנים 2001-2003 עמד על כ-32 אלף יח"ד, ירידה של 30% לעומת שנת 2000. היקפי הפעילות הנמוכים התבטאו גם באחוזי ההשקעה מהתמ"ג אשר פחת ל-7.6%. הנתונים מלמדים כי הירידה בפעילות בענף נובעת בעיקר מביקושים נמוכים, הנובעים משיעור האבטלה הגבוה והביטחון התעסוקתי הנמוך, מהקיטון בהיקף העלייה לישראל ומביטול המענקים לדיוור לזכאים בחודש אפריל 2003. במקביל, כן סבל הענף מהתייקרות תשומות הבנייה, בין השאר בשל התייקרות הברזל והמחסור בעובדים זרים. בענף הנדל"ן המניב ניכר עודף היצע של שטחים להשכרה וכתוצאה מכך ירידה במחירי השכירות.



מקור: נתוני הלמ"ס ומשרד הבינוי והשיכון

## מבנה ענף הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים בארץ מושפע מכמה אינדיקטורים מרכזיים:

א. ביקוש לדיוור: מושפע מהיקף העלייה לארץ, שיעור האבטלה, רמת השכר, מענקים לזכאים ברכישת דירות ומענקים לאזורי פיתוח. בשנת 2004 ניכרה ירידה בביקושים בעיקר באזורי עדיפות לאומית ובקרב קבוצות

אוכלוסיה חלשות מבחינה כלכלית. נראה כי החשש ליציבות כלכלית אישית, הבולטת בעיקר בקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות, רלבנטית במיוחד לדירות מגורים, בשל המחויבות ארוכת הטווח.

ב. שוק המשכנתאות: מושפע בעיקר משיעור הריבית במשק. הפחתת הריבית בשנת 2004 בהמשך למגמת ההפחתה בריבית בשנים הקודמות וירידת מחירים כללית בשוק הדירות הגדילו את הכדאיות היחסית ללקיחת משכנתא לטובת רכישת דירות. לעומת זאת, בשכבות החלשות ניכרת ירידה בהיקף נטילת משכנתאות בשל הרעה במצבן הכלכלי.

ג. היצע הדירות: מלאי הדירות החדשות המוצע למכירה מצוי במגמת ירידה הן במרכז והן בפריפריה. על פי נתוני משרד השיכון היקף התחלות הבנייה במשק בשנת 2004 נמוך מהצרכים הרב שנתיים המוערכים. היקף התחלות הבנייה במשק בשנת 2004 מוערך בכ-27,000 דירות לעומת אמדן הביקושים המצביע על צורך בכ-32,000 התחלות בנייה.

ד. מחירי דירות: בשנת 2004 ניכרת מגמה של יציבות ריאלית במחירי הדירות. כמו כן, העלייה בתשומות הבנייה מייקרת את עלות בניית הדירות ומחייבת את היזמים לשמור על מגמה של עליית מחירים הדרגתית.

## שינויים רגולטוריים

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

א. כוח אדם: הממשלה גיבשה שינוי במדיניות מתן רישיונות להעסקת עובדים זרים ואופן העסקתם כך שהעסקת עובדים זרים בענף הבניין תותר רק על ידי חברות כח אדם אשר יחזיקו ברישיון להעסקת עובדים זרים, כאשר כל חברה תורשה להעסיק מספר מוגדר של עובדים זרים. החברה כאמור, תהיה מחויבת בתשלום שכרם של העובדים הזרים וכל הכרוך בהעסקתם. חברה שתבקש להעסיק עובדים זרים תצטרך לפנות לחברות המורשות.

ב. שוק המשכנתאות: במהלך שנת 2003 בוטלו מענקי הדיור לזכאים אשר עד ליום הביטול קבלו תוספת סיוע בהלוואות ומענקים מוגדלים באזורי עדיפות לאומית וכמו כן בוטלו המענקים לפי "חוק הנגב" שכלל מענקים מדורגים לפי יישובים. כתוצאה מכך חלה האטה חריפה ברכישת דירות בקרב זכאי משרד הבינוי והשיכון.

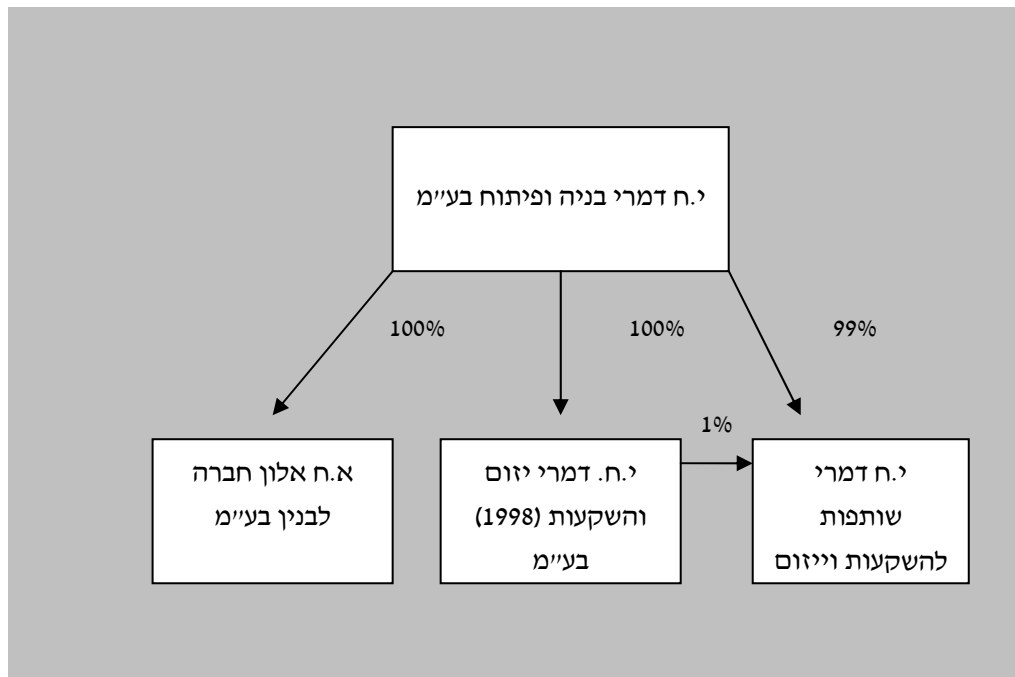
ג. שוק קרקעות: מרבית הקרקעות בישראל מוחזקות ע"י המדינה והן מופשרות בהתאם לתוכניות פיתוח המקרקעין של המדינה. כמו כן, מזה מספר שנים המנהל אינו עומד ביעדי המכירות שנקבעו ע"י הממשלה. עם זאת לפי פרסומי מנהל מקרקעי ישראל, הוא מתכנן להאיץ את קצב שיווק הקרקעות לכדי 35 אלף יחידות דיור בשנת 2005. עודפי היצע עשויים לתרום לירידת מחירי הקרקעות.

## שינויים במאפייני לקוחות בענף

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

## בעלות, ניהול ואסטרטגיה

החברה נמצאת בשליטתו של מר יגאל דמרי באמצעות חברות שבאחזקתו. 85.83% ממניות החברה מוחזקות בידי מר דמרי. יתרת המניות מוחזקות בידי הציבור. להלן תרשים מבנה האחזקות של החברה נכון ליום 31 בדצמבר 2004:



### דומיננטיות של בעל השליטה

המנכ"ל ויו"ר הדירקטוריון של החברה הינו מר יגאל דמרי. להערכת החברה, יש לה תלות במר דמרי באופן ובמידה שאם הוא יפסיק את עבודתו בחברה עלולה להיות לכך השפעה משמעותית על פעילותה. ביום 11.5.2004 נחתם הסכם ניהול בין יגאל דמרי לחברה לפיו יעניק מר דמרי לחברה שירותי ניהול כמנכ"ל וכיו"ר דירקטוריון פעיל בחברה. דמי הניהול שישולמו יהיו 150,000 ש"ח לחודש (לא כולל הוצאות בגין מכשיר סלולרי, אחזקת רכב, ביטוח דירקטורים ונושאי משרה והוצאות במילוי תפקיד). כמו כן יהיה זכאי מר דמרי לבונוס מיוחד בשיעור של 10% מתוך סכום ההפרש שבין סכום הרווח השנתי של החברה לפני הבונוס לבין הסך של 32 מיליון ש"ח.

### מדיניות חלוקת דיבידנד

ביום 9 במאי 2004 החליט דירקטוריון החברה על אימוץ מדיניות לפיה בכוונת החברה החל משנת 2005 לחלק שליש מהרווח הנקי שלה כדיבידנד וזאת בהתחשב בתזרים המזומנים הצפוי באותה עת, בתכנית ההשקעות של החברה ובהיבטי מס אשר ינבעו מחלוקת דיבידנד.

## **אסטרטגיה עסקית**

### ***התמקדות בנדל"ן למגורים בישראל תוך שילוב פעילות ייזום עם פעילות ביצוע***

החברה מתכוונת להמשיך להתמקד בתחום הבנייה למגורים, תוך שמירה על פעילות בנייה עצמאית. להערכת החברה, הבנייה העצמאית מקנה לה גמישות תפעולית גבוהה המגנה על הרווחיות גם בתקופות של שפל. לחברה יכולות ייצור עצמאיות בחלק משרשרת האספקה של הפרויקט (כגון נגריה ומסגריה) המאפשרות לה להוזיל את עלויות הייצור על ידי ניצול יתרון לגודל. להערכת ההנהלה, הביצוע העצמאי מהווה נדבך חשוב בשמירה על איכות הבנייה והמוניטין. החברה אינה מעוניינת להרחיב את הפעילות לחו"ל בשלב זה, ואף לא להתרחב בתחום הנדל"ן המניב. קהל היעד העיקרי של הפרויקטים הן משפחות המעמד הבינוני בעלות הכנסה ממוצעת ומעלה הרוכשות דירות באזורי הפריפריה. החברה ממצבת עצמה כחברת בנייה למעמד הביניים ואינה פונה לשוק דירות היוקרה.

### ***רכישת קרקעות על בסיס הזדמנויות והפעלתם לפי רמת הביקושים***

החברה מחזיקה מלאי קרקעות גדול וזמין לבנייה באזורי פעילותה המרכזיים, אולם מדיניות החברה היא להפעיל את הקרקעות בהיקף מדוד על מנת למזער את סיכוני הביקוש. רכישת הקרקעות, הן ציבוריות והן פרטיות, מתבצעת באופן שוטף, לפי הזדמנויות. מדיניות החברה היא, בדרך כלל, לרכוש קרקעות זמינות לביצוע פרויקטים למגורים, אשר תוכניות בניין העיר החלות עליהן אינן דורשות שינוי יעוד לצורך הבנייה.

### ***ביסוס המוניטין על ערכי השירות ואיכות הבנייה***

הנהלת החברה מדגישים את השירות ללקוחות כערך מרכזי בפעילותה, ולחברה מחלקת שירות התומכת בפניות לקוחות גם בתום תקופת האחריות. החברה ערכה סקר תדמית ושביעות רצון בקרב הלקוחות והיא מעריכה כי חלק לא מבוטל מהפונים לרכישת דירה מבוסס על המוניטין הטוב שיצא לה בקרב לקוחות קודמים. להערכת ההנהלה, הבנייה העצמאית מאפשרת הקפדה על איכות בנייה גבוהה יחסית, ובחברה מעריכים כי היקף תביעות הדיירים כנגדה (בגין ליקויי בנייה) הינו נמוך מאוד ביחס למקובל בענף.

## ניתוח פיננסי

### דוח רווח והפסד

בשנתיים האחרונות רשמה החברה גידול בהכנסות ממכירת דירות כתוצאה מגידול בהיקף הפעילות. בשנת 2004 לווה הגידול בקיטון ברווח וברווחיות הגולמיים, בשל שחיקת מחירים בחלק מאזורי הפעילות והתייקרות תשומות הבנייה והעבודה. הרווח התפעולי נשחק אף הוא, לאחר שגם הוצאות ההנהלה עלו חדות, בשל גידול בדמי הניהול לבעל המניות. ירידה חדה בהוצאות המימון, בעיקר תוצאה של ירידה בריבית הפריים, קיזזה חלק מההשפעות השליליות על הרווח, ושמרה על היציבות ברווח הנקי.

אלפי ש"ח	2004	2003	2002
הכנסות ממכירות, שירותים ועבודות*	303,017	274,375	207,247
עלות מכירות, השירותים והעבודות	225,911	186,030	159,576
<b>רווח גולמי</b>	<b>77,106</b>	<b>84,893</b>	<b>45,705</b>
<b>שיעור הרווח הגולמי</b>	<b>25.4%</b>	<b>30.9%</b>	<b>22.1%</b>
הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות	17,134	13,826	11,486
<b>רווח מפעולות רגילות לפני פחת והפחתות</b>	<b>62,930</b>	<b>73,772</b>	<b>36,289</b>
<b>EBITDA / הכנסות</b>	<b>20.8%</b>	<b>26.9%</b>	<b>17.5%</b>
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	59,972	71,067	34,219
הוצאות מימון נטו	21,389	31,112	50
הכנסות (הוצאות) אחרות	757	369	805
<b>רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה</b>	<b>37,826</b>	<b>39,586</b>	<b>33,364</b>
מיסים על הכנסה	13,887	14,665	10,707
<b>רווח (הפסד) נקי לתקופה</b>	<b>23,939</b>	<b>24,921</b>	<b>22,657</b>

\* כולל גם הכנסות מנדל"ן מניב, המהוות חלק מבוטל מסך ההכנסות.

**גידול במספר הפרויקטים ושינוי בתמהיל - יותר דירות באזור המרכז על חשבון דירות באזורי הפריפריה הדרומית - הובילו את הצמיחה המשמעותית בהכנסות בשנים האחרונות. בשנת 2004 ניכרת ירידת מדרגה במספר יח"ד שנמכרו**

מרבית הכנסות החברה מקורן בפרויקטים של ייזום בניה למגורים. על פי כללי החשבונאות, ההתחלה של הכרה חשבונאית בהכנסות מפרויקט מותנית בשני תנאים: קצב התקדמות העלויות בפרויקט (שיעור השלמה של עלויות הפרויקט הוא לפחות 25% מסך העלויות הצפויות בפרויקט) וקצב המכירות (תמורת המכירות שנצברו מתחילת הפרויקט הנה לפחות 50% מסך ההכנסות הצפויות לפרויקט). דרישת ההכנסות מחמירה יותר מכיוון שצפי ההכנסות כרוך ברמה גבוהה יותר של אי וודאות לעומת צפי העלויות.

2004	2003	2002	2001
430	518	471	495
750,000	629,000	553,000	478,000

\* לא זהה בהכרח לכמות היחידות שהוכרו ברווח והפסד

הגורמים העיקריים שהשפיעו על ההכנסות בשנים האחרונות:

- תנודתיות בהיקף הדירות שנמכרו, כתוצאה מהיקף הפרויקטים בבנייה וקצב התקדמותם. בשנת 2004 ניכרת ירידת מדרגה בהיקף המכירות של דירות

- עלייה במחיר המכירה הממוצע כתוצאה מגידול בהיקף הפעילות באזור המרכז (אשדוד, גן יבנה, ראשל"צ, מודיעין, י-ם) וירידה בפעילות באזורי הפריפריה של הדרום (באר שבע, שדרות, אשקלון)
- עלייה בביקושים ובמחירי המכירה הממוצעים באזור המרכז, ובעיקר אשדוד, בהר חומה בירושלים ובמודיעין. חלק מהביקושים באזורים אלו מוזרם מצד תושבי חו"ל, בעיקר ממוצא צרפתי
- האטה בביקושים וירידה במחירי המכירה בדרום הארץ, ובעיקר באשקלון, בנתיבות ובבאר שבע. הירידה בביקושים באזור הדרום מיוחסת בין השאר להרעת תנאי הזכאות למשכנתאות וביטול המענקים המיוחדים לתושבי האזור

**שיעורי הרווח הגולמי בפרויקטים משתנים מאוד בהתאם למרכיב הקרקע בפרויקט ומיצובו. בפרויקטים בדרום הארץ ניכרת ירידה ברווחיות בשל ירידת מחירים. מעבר לכך, העלייה בתשומות הגלם והעבודה שחקה את הרווח הגולמי הכולל בשנת 2004**

להלן שיעור הרווח הגולמי הצפוי בפרויקטים העיקריים, בהשוואה בין סוף שנת 2004 לבין סוף שנת 2003:

שיעור רווח גולמי חזוי לפי פרויקטים עיקריים: 2004 מול 2003*						
רווח גולמי חזוי לפרויקט		יח"ד שנמכרו		סך יח"ד	מיקום	הפרויקט
31.12.2003	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2004			
26.8%	26.4%	-	9	46	ת"א	כוכב הצפון
25.7%	26.8%	80	89	90	ירושלים	דמרי גולד א'
24.2%	21.6%	18	60	99	ירושלים	דמרי גולד ב'
32.3%	31.7%	-	32	42	מודיעין	דמרי טאוורס ב'
25.6%	30.0%	-	12	142	מודיעין	דמרי טאוורס ג'
38.9%	40.0%	7	44	60	אשדוד (ים)	מרינה
24.9%	27.5%	21	71	88	אשדוד (סיטי)	גראנד דמרי א'
20.6%	27.6%	-	17	48	גן יבנה	נחלת דמרי
25.2%	13.9%	4	24	52	באר שבע	כוכבי דמרי
27.0%	9.9%	3	13	20	באר שבע	דמרי וילאז'
32.8%	28.0%	-	5	50	שדרות	האחוזה
25.6%	20.0%	6	33	40	ראשל"צ	מגדלי דמרי

\* מקור: טיוטת תשקיף לציבור 12.5.2004 ודוחות כספיים לציבור 31.12.2004

**ירידה בשיעור הרווח התפעולי בשנת 2004 נובעת הן מהירידה ברווח הגולמי והן מהגידול בהוצאות מכירה הנהלה וכלליות**

על אף העלייה בהכנסות משנת 2003 לשנת 2004, ניכרת ירידה בשיעור הרווח התפעולי. ירידה זו נובעת מגידול בהוצאות המכירה בשנת 2004 בהשוואה לשנת 2003. הוצאות המכירה גדלו הן בשל גידול במספר הפרויקטים שהגיעו לכדי הכרה ברווח והן בשל גידול ההשקעה בשיווק ובפרסום. בנוסף חלה עלייה משמעותית בהוצאות הנהלה והכלליות שנבעה בעיקר מהגידול בהוצאות השכר בגין הסכמי העסקה שנחתמו עם מנכ"ל ויו"ר דירקטוריון החברה מר יגאל דמרי.

**ירידה בהוצאות המימון בשנת 2004 כתוצאה מירידה בריבית הפריים**

בשנת 2004 הוצאות המימון הסתכמו בכ- 21.3 מיליון ש"ח לעומת כ- 31.1 מיליון ש"ח בשנת 2003 (בשנת 2002 לחברה לא היו הוצאות מימון משמעותיות). הירידה בהוצאות המימון במהלך שנת 2004, על אף הגידול בחוב הבנקאי, נובעת בעיקר מירידה בריבית הפריים. ירידה זו קווצה בחלקה על ידי גידול בהוצאות מימון בגין אג"ח שהונפקו במהלך השנה.

יתרת החוב הפיננסי והוצאות המימון, במיליוני ש"ח				
הוצאות (הכנסות) מימון		יתרת חוב ומזומנים		
2003	2004	31.12.2003	31.12.2004	
18.6	3.0	100.4	67.4	הלוואות ואשראי ז"ק
12.0	13.5	226.8	255.8	הלוואות ז"א
-	3.8	-	58.5	אג"ח
0.5	1.0			אחר
<b>31.1</b>	<b>21.3</b>	<b>327.2</b>	<b>381.8</b>	<b>סך הכל</b>
		<b>26.4</b>	<b>53.3</b>	<b>מזומנים ושווי מזומנים</b>

**מאזן**

31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	אלפי ש"ח
10,311	26,382	53,308	מזומנים ושווי מזומנים
162,535	185,318	152,171	מקרקעין לבנייה
218,380	221,231	327,428	בניינים בהקמה בניכוי מקדמות ומלאי דירות
49,910	71,334	72,603	רכוש קבוע נטו
5,762	17,780	36,108	הכנסות לקבל
15,334	15,500	41,752	חייבים אחרים
29,928	2,212	1,828	אחר
<b>492,160</b>	<b>539,847</b>	<b>685,198</b>	<b>סך נכסים</b>
265,862	327,160	323,226	אשראי והלוואות מבנקים
-	-	58,533	אגרות חוב
3,341	2,252	2,021	אחר
29,975	97,745	165,465	הון עצמי ושטר הון לבעל עניין
<b>492,160</b>	<b>539,847</b>	<b>685,189</b>	<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>

**גידול בהשקעה בפרויקטים ובמלאי הדירות למכירה הובילו לעלייה בנכסים השוטפים ובצורכי ההון החוזר, אשר מומנה בעיקר מגיוס אג"ח והנפקת הון למשקיעים חיצוניים**

הגידול בהיקף הנכסים ליום 31.12.2004 נבע בעיקר מגידול בהשקעות בפרויקטים למגורים ובמלאי הדירות למכירה. הגידול בפרויקטים לווה גם בגידול ביתרות הכנסות לקבל. במקביל, חלה עלייה חדה בסעיף חייבים אחרים, בשל מקדמה בסך 22 מיליון ש"ח בגין שטח המע"ר באשדוד, שנרכש לאחר מועד המאזן. ההשקעות בפרויקטים והגידול במלאי הדירות ובהון החוזר מומנו בעיקר באמצעות הנפקת אג"ח והנפקת הון למשקיעים חיצוניים בחודש מאי 2004.



בשנת 2003 השקיע בעל המניות סך של כ-46.6 מיליון ש"ח בחברה כנגד שטר הון שהנפיקה החברה, במטרה לחזק את ההון העצמי של החברה שהיה נמוך מאוד, בעקבות דיבידנדים שחולקו בשנים קודמות. במהלך שנת 2004 חוזק ההון על ידי גיוס הון מניות ממשקיעים חיצוניים בדרך של הנפקה לציבור של 15% מהון המניות בתמורה לכ-43.6 מיליון ש"ח (כולל תמורה מיוחסת לאופציות). ואולם, ערב הגיוס הוקצו לבעל המניות מניות הטבה תמורת השקעה של כ-96 מיליון ש"ח שמומנה באמצעות חלוקת דיבידנד (כ-50 מיליון ש"ח) ופרעון שטר הון לבעל העניין, כך שבסך הכל הגידול בהון העצמי היה נמוך יותר. להלן פירוט השינויים בהון העצמי:

אלפי ש"ח	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
הון עצמי - יתרה לתחילת התקופה	*97,745	29,975	7,629
רווח נקי בתקופה	23,939	24,921	22,657
הון עצמי לאחר תוספת רווח נקי	121,684	54,896	30,286
הנפקה (פרעון) שטר הון לבעל עניין	(46,624)	46,624	
דיבידנד לבעל עניין	(50,000)	-	-
הנפקת מניות הטבה לבעל עניין	96,099		
גיוס הון ממשקיעים חיצוניים	43,587		
אחר (קרן הון מעסקאות עם בעל עניין)	(44)	(3,775)	(311)
<b>הון עצמי – יתרה לסוף תקופה</b>	<b>165,465</b>	<b>*97,745</b>	<b>29,975</b>

\* כולל שטר הון לבעל עניין שנפרע בשנת 2004, וביחד עם הדיבידנד מימן הקצאת מניות הטבה לבעל עניין.

**הגידול בנכסים וחזוק ההון העצמי הובילו לירידה ביחסי המינוף בסוף שנת 2004, בהשוואה לסוף שנת 2003, על אף הגידול בחוב הפיננסי**

אלפי ש"ח	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
	בפועל	בפועל	בפועל
אשראי מבנקים לז"ק	171,772	103,000	116,917
חוב פיננסי לז"א (כולל חלויות שוטפות)	255,780	226,769	253,770
אג"ח / אג"ח להמרה	58,533	-	-
<b>סך חוב פיננסי</b>	<b>381,759</b>	<b>327,160</b>	<b>365,862</b>
מזומנים ושווי מזומנים	53,308	26,382	10,311
<b>חוב פיננסי נטו</b>	<b>328,451</b>	<b>347,402</b>	<b>355,551</b>
חוב פיננסי נטו לסך מאזן	47.9%	55.7%	72.2%
הון עצמי לסך מאזן	24.0%	18.1%	6.1%

**הרוב המכריע של החוב לבנקים מובטח בשעבוד של הפרויקטים בבנייה ושל עתודות הקרקע**

מרבית החוב הפיננסי של החברה מובטח במלואו לטובת הבנקים המממנים, כנגד שעבוד מלא של הקרקעות, מלאי הדירות, או במסגרת ליווי פיננסי.

## תזרימי מזומנים ויחסי כיוסי

גידול בהיקף הפרויקטים ובהתקדמות פרויקטים בביצוע הובילו לגידול בצורכי ההשקעה השוטפת, שהתבטאה בעלייה חדה בתזרים השלילי מפעילות שוטפת. צורכי ההשקעה בפרויקטים מומנו בעיקר מהתזרים התפעולי השוטף ומהזרמת הון מניות במסגרת הנפקה לציבור

בשנת 2004 חלה עלייה בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון החוזר, בהשוואה לשנת 2003, הנובעת מירידה בתשלום המס, מירידה בהוצאות מימון תזרימיות. בנוסף, בשנת 2003 שולמו לבעל המניות דמי ניהול חריגים בעלות כוללת של כ-9.0 מיליון ש"ח ועלות נטו של כ-5.7 מיליון ש"ח (עד לשנת 2003 הועסק בעל המניות בחברה בתמורה לשכר מנכ"ל. דמי הניהול האמורים שולמו בגין השנים 2001-2003 ועל כן נזקפו בדוחות הכפיים ישירות כנגד ההון העצמי לפי תקנות ני"ע (הצגת פעולות בין תאגדי לבין בעל שליטה בו בדוחות הכספיים), התשנ"ו-1996. החל משנת 2004 דמי הניהול עומדים על סך של כ-150 אלף ש"ח לחודש.

להערכת מידרוג יחסי הכיסוי של החברה אינם טובים דיים, והדבר נובע ממרכיב גבוה של קרקעות לא פעילות הנושאות הוצאות מימון. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי בין החוב הפעיל לתזרים מפעילות שוטפת טובים יותר.

אלפי ש"ח	2004	2003	2002
רווח נקי	24,702	24,921	22,657
התאמות	2,731	(17,890)	(6,498)
<b>תזרים לפני שינויים בהון החוזר FFO</b>	<b>27,433</b>	<b>7,031</b>	<b>16,159</b>
חוב פיננסי / FFO	13.9	46.5	22.6
FFO / הוצאות מימון	1.3	0.2	

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	דרגת השקעה
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	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 שאלה 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.

דוח מספר : CHA0104059000M

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"). 2005

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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.