



ישרס חברה להשקעות בע"מ

A3	דירוג Issue
----	-------------

הדירוג ניתן עבור הרחבת סדרה אג"ח (סדרה ה') בסכום של עד 100 מיליון ₪ ולכל סדרות האג"ח במחזור. אגרות החוב (סדרה ה') עומדות לפירעון בארבעה תשלומים שווים ביום 30 במאי בין השנים 2011 – 2014 (כולל) (מח"מ של 4 שנים), נושאות ריבית שנתית בשיעור של 4.35% לשנה וצמודות למדד המחירים לצרכן. בנוסף, אג"ח מסדרה ה' בהיקף של 155 מיליון ₪ מוחזקות על ידי חברה בת ויימכר חזרה לציבור. כמחצית מסכום האג"ח שתשחרר או תגייס החברה מיועד להחזר חוב והיתרה למימון פעילותה השוטפת של החברה. לצורך הדירוג התחייבה החברה ליישם מדיניות גידור אשר תבטיח כי תוחלת ההפסד בגין החשיפה המטבעית לא תעלה על 5% מההון העצמי של החברה ולחדש את הפוזיציות לאורך שנות האג"ח.

מחברים:

אמיר ארד

אנליסט

amira@midroog.co.il

רון גולדשטיין

ראש צוות

rang@midroog.co.il

סדרות האג"ח במחזור

סיום פירעון קרן	תחילת פירעון קרן	ריבית	הצמדה	סכום הנפקה (אלפי ₪)	סדרה
20/07/2010	20/07/2007	3.00%	מדד	154,760	סדרה ד'
30/05/2014	30/05/2011	4.35%	מדד	284,192	סדרה ה'

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידיים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

פרופיל החברה

ישרס – חברה להשקעות בע"מ (להלן: "החברה" או "ישרס") נוסדה בתאריך 2.3.1950. ביולי 1950 הפכה החברה לציבורית ובתאריך 31.12.1987 שינתה החברה את שמה לשמה הנוכחי. החברה נוסדה על ידי רסקו¹ וקבוצת משקיעים זרים. במהלך שנות ה-80 הופרדה החברה מרסקו והפכה לחברה עצמאית. באוקטובר 1994 השיגה ישרס שליטה על חברת רסקו. במהלך השנים 2003-4 נקטה קבוצת ישרס בצעדי התייעלות שונים ומיזוג תפעולי² בין חברות ישרס ורסקו. נכון למועד הדו"ח, קבוצת ישרס עוסקת בשני תחומי פעילות עיקריים: נדל"ן מניב – ייזום, תכנון והקמת פרויקטים להשכרה לחברות בתעשיות עתירות ידע, למסחר ולשירותים, וכן ברכישה, פיתוח, ניהול והפעלת נכסים מניבים אחרים, לרבות בית דיור מוגן. בנייה למגורים – ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים – בעיקר לבנייה למגורים. פעילות זו מתבצעת בעיקר באמצעות רסקו וחברות בנות שלה.

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

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 8.1.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

GAAP 31.12.2004	GAAP 31.12.2005	GAAP* 31.12.2006	GAAP* 30.9.2006	GAAP* 30.9.2007	אג"ח קיים פרופורמה	אג"ח נוסף פרופורמה	תמצית חברה ₪ אלפי
140,433	170,288	201,859	113,209	160,010			הכנסות בניכוי שיערוכים
28,655	36,233	38,201	15,737	43,796			רווח תפעולי בניכוי שיערוכים
55,657	64,637	68,394	37,134	57,470			EBITDA בניכוי שיערוכים
44,938	47,128	29,372	28,670	42,831			הוצאות מימון
-13,376	-6,068	32,540	15,227	380			רווח נקי בניכוי שיערוכים
1,350,435	1,386,215	1,458,251	1,399,451	2,022,011	2,099,410	2,149,410	CAP
385,615	374,868	406,164	388,468	774,966	774,966	774,966	הון עצמי
920,076	969,700	999,584	961,560	1,019,198	1,096,597	1,146,597	חוב פיננסי
29%	28%	28%	28%	39%	38%	37%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
68%	70%	69%	69%	50%	52%	53%	חוב ל-CAP

* יישום תקן 16 – שווי הוגן של נכסי נדל"ן להשקעה. אג"ח קיים: פרופורמה של מכירת אג"ח הנמצא ברשות חברה בת בהיקף של 155 מיליון ₪. אג"ח נוסף: גיוס אג"ח נוסף בהיקף של 100 מיליון ₪.

¹ רסקו נוסדה על ידי הסוכנות היהודית לארץ ישראל בשנת 1934 כחברה שעיסוקה ביישוב עולי גרמניה בתקופת העלייה החמישית. בשנות החמישים נרשמו מניותיה של רסקו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

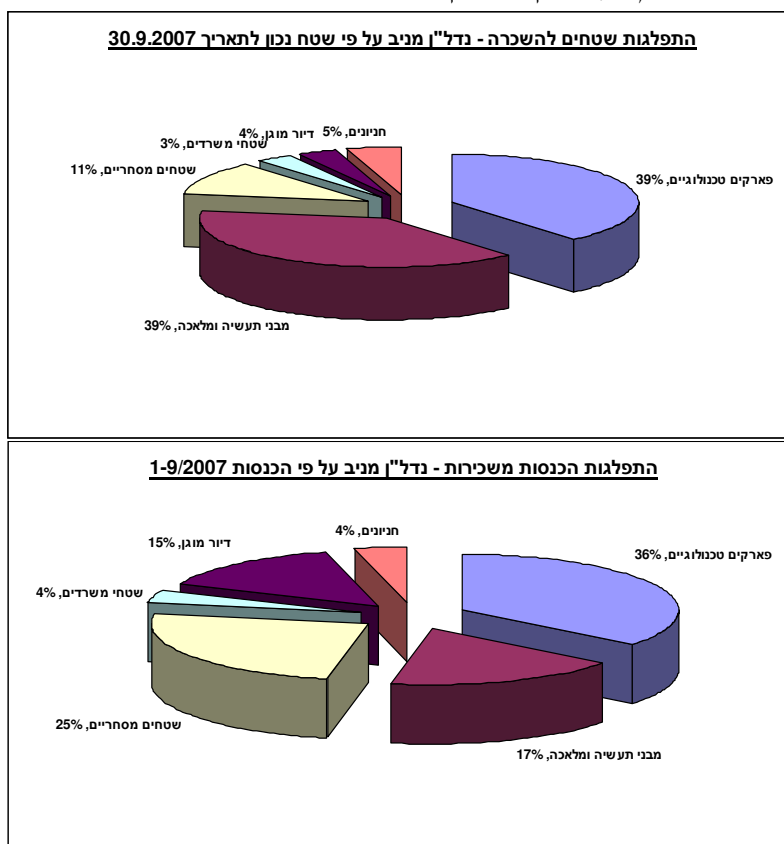
² ראה נספח מספר 1 – מבנה החזקות של החברה

עיקר נכסי החברה המניבים משמשים כפארקים טכנולוגיים ומבני תעשיה ומלאכה

נכון לתאריך 30.9.2007 לחברה 29 נכסים מניבים בענפי השכרה שונים. נכון לתאריך 30.9.2007 היה בבעלות החברה שטח להשכרה, בסך כולל של 229,854 מ"ר, אשר עלותו המופחתת כ- 698,000 אלפי ₪. אחוז התפוסה הממוצע עמד על 75% (בעיקר כתוצאה משיעורי תפוסה נמוכים בפארקים הטכנולוגיים של החברה) וסך ההכנסות משכירות ודמי ניהול, בגילום שנתי, הסתכם בשנת 2007 בכ- 89,568 אלפי ₪.

הכנסות משכ"ד				% תפוסה				שטח כולל מ"ר	תת קבוצה
2004	2005	2006	2007*	2004	2005	2006	30.9.2007		
26,438	22,878	23,859	30,755	38%	31%	49%	59%	88,887	פארקים טכנולוגיים מבני תעשיה ומלאכה שטחים מסחריים שטחי משרדים דיר מוגן חניונים
12,560	14,760	14,438	15,128	74%	79%	84%	87%	89,537	
17,245	17,515	17,496	21,465	76%	89%	81%	77%	25,120	
1,277	1,432	2,483	3,321	64%	96%	88%	98%	7,480	
13,562	13,011	13,143	12,648	75%	75%	63%	60%	8,230	
3,078	2,982	3,074	3,249	100%	100%	100%	100%	10,600	
74,160	72,578	74,493	86,567	61%	62%	70%	75%	229,854	סה"כ
7,139	7,219	7,892	3,001						הכנסה מניהול, אחזקה ואחרות
81,299	79,797	82,385	89,568						סה"כ

* הכנסות 2007 חושבו על פי הכנסות 1-9/2007 בגילום שנתי ** דו"ח רווח והפסד נתוני ההכנסות מקבילים לסכום סעיפי דמי שכירות והכנסות ממבנים, הפעלת חניון ודיר מוגן.



שיפור בהכנסות החברה כתוצאה מעליה בשיעורי התפוסה בגנים הטכנולוגיים

במהלך שנת 2007 חל שיפור ניכר בשיעורי התפוסה ובמחירי ההשכרה בגנים הטכנולוגיים. מגמה זו נמשכת, לדברי החברה, גם לאחר תאריך המאזן. שיעורי התפוסה ומחירי ההשכרה השפיעו על ההכנסות מדמי שכירות, כך שבתקופת דו"ח החברה לתאריך 30.9.2007 ההכנסות מדמי שכירות (ללא סעיף הדיר המוגן) הסתכמו בכ- 57.7 מיליון ₪, בהשוואה לכ- 50.6 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד – המהווה עלייה של 14.1%.

סעיף הדיור המוגן נמצא במגמת ירידה בתפוסה, המתבטאת בירידה בהכנסות. החברה נקטה בפעולות לשינוי תמהיל פעילותה, כך שינתנו שירותים לאוכלוסיית תשושים וסיעודיים, אשר אמור לבוא לידי ביטוי בגידול בתפוסה ובשיפור התוצאות העסקיות החל משנת 2008.

נכסים מרכזיים בחברה בחתכי תפוסה, הכנסה ותשואה – נכון לתאריך 30.9.2007, אלפי ₪

תשואה 2006	תשואה 2007	הכנסות מהשכרה				% תפוסה				שווי הוגן	שטח השכרה ברוטו במ"ר	מיקום	נכס
		2004	2005	2006	2007*	2004	2005	2006	30.9.2007				
5.2%	9.9%	17,504	18,022	19,916	28,201	35%	39%	48%	58%	380,250	60,061	ירושלים	מתחם הגן הטכנולוגי
2.4%	4.7%	8,934	4,856	3,942	5,803	33%	13%	52%	61%	165,324	28,770	ירושלים	נכסי הר החוצבים
4.4%	8.3%	26,438	22,878	23,858	34,004	34%	31%	49%	59%	545,574	88,831		סה"כ פארקים טכ'
5.1%	8.0%	2,141	2,055	1,962	2,329	43%	49%	65%	71%	38,671	17,086	ק. ביאליק	רחוב החרושת
7.4%	8.7%	4,910	6,855	6,566	5,815	99%	100%	93%	99%	89,317	13,527	בני ברק	מתחם קרגל ודובק
6.8%	9.9%	2,095	2,099	2,310	2,531	98%	99%	98%	98%	34,011	10,640	אשדוד	מבני תעשייה
4.9%	6.5%	1,613	1,924	1,817	1,797	63%	75%	72%	77%	36,956	20,756	באר שבע	פנחס החוצב/עמק שרה
10.4%	11.6%	1,178	1,200	1,102	917	100%	100%	100%	100%	10,562	3,282	רכסים	רכסים
1.6%	5.6%	513	514	682	1,739	75%	75%	93%	93%	41,637	19,452	אחרים	אחרים
5.7%	8.0%	12,450	14,647	14,439	15,128	73%	78%	83%	87%	251,154	84,743		סה"כ תעשייתי
8.1%	11.8%	9,692	9,463	9,897	10,767	80%	92%	94%	96%	121,650	9,892	רמת גן	די מול
5.9%	7.5%	2,654	3,334	3,247	3,089	52%	88%	51%	51%	55,007	6,798	ק. מוצקין	רב מד
9.5%	11.7%	1,130	1,156	1,141	1,056	100%	100%	82%	82%	12,000	2,220	טבריה	טבריה
9.2%	12.1%	1,422	1,464	1,584	1,573	100%	97%	91%	92%	17,280	1,285	ירושלים	קרית יובל
9.4%	12.1%	1,625	1,748	1,785	1,727	77%	76%	94%	94%	19,033	1,636	ירושלים	קרית אליעזר
2.7%	4.0%	3,508	3,332	2,872	3,213	52%	48%	56%	64%	105,856	4,660	אחרים	אחרים
6.2%	8.6%	20,031	20,497	20,526	21,425	70%	83%	75%	77%	330,826	26,491		סה"כ מסחרי
6.7%	12.0%	1,247	1,403	2,469	3,321	45%	99%	88%	98%	36,926	5,614		סה"כ משרדים
2.3%	2.8%	11	-	45	40	98%	98%	98%	98%	1,935	468	תל אביב	נחלת בנימין 51

* הכנסות 2007 חושבו על פי הכנסות 1-9/2007 בגילום שנתי. ** בדו"ח רווח והפסד נתוני ההכנסות מקבילים לסכום סעיפי דמי שכירות והכנסות ממבנים והפעלת חניון בנטרול מסעיף ההכנסה בגין אחזקה וניהול.

להלן פירוט הנכסים המניבים העיקריים של החברה:

גן טכנולוגי בירושלים – מתחם מלחה

פרויקט הגן הטכנולוגי בירושלים הינו פרויקט שיזמה הרשות לפיתוח ירושלים³ בראשית שנות ה-90 (להלן: "הרשות"). הפרויקט נועד להקמת פארק תעשיות עתירות ידע במתחם מלחה, בדרום-מערב העיר (להלן: "הקריה"). הרשות יצרה את התשתית התכנונית, ההנדסית והמשפטית להקמת הקריה, בשטח מבונה כולל של כ- 68,000 מ"ר, זאת בנוסף לשטחי שירות וחניה. הקמת הקריה נעשתה באמצעות חברת ג.י. הגן הטכנולוגי ירושלים בע"מ (להלן: "ג.י."), אשר עוסקת בהקמתו ופיתוחו של הגן הטכנולוגי אשר כ- 74% ממניותיה נרכשו על ידי חברת ישרס בשנת 1993, ויתרת המניות מוחזקת בידי הרשות.

בהסכם נקבע, כי הרשות והחברה יממנו את פעילות ג.י. בחלקים יחסיים לחלקה של כל אחת מהן בהון העצמי.

על פי התביעה שבתוקף, נבנו בשטח בניינים טיפוסיים בני 4 קומות כ"א וכן בנין מרכזי למנהלה ושירותים בן 17 קומות, המיועדים להשכרה למשרדים ותעשיות עתירות ידע. תנאי מרכז ההשקעות למתן מענקים לפרויקט כוללים ייעוד של 70% מהשטח למפעלי היי-טק ויתרת השטח למשרדים ושירותים נלווים. נכון לתאריך 30.9.2007 במתחם 60,000 מ"ר שטחים להשכרה, אשר מתוכם מושכרים כ- 58%, וכן חניונים בשטח של כ- 40,000 מ"ר. יתרת זכויות הבנייה במתחם מאפשרות הקמת בניינים בשטח של כ- 14,000 מ"ר. החברה הגישה בקשה לשינוי תב"ע, במסגרתה יוגדלו זכויות הבנייה לכ- 26,500 מ"ר (כולל יתרת הזכויות הקיימות). התחלת הבנייה של הזכויות הנוספות תתבצע על פי מצב השוק.

³ הרשות לפיתוח ירושלים הינה רשות סטטוטורית לפי חוק הרשות לפיתוח ירושלים התשמ"ח – 1988, אשר במועצתה יושבים 19 נציגים לממשלת ישראל, 9 נציגים לעיריית ירושלים, 5 נציגי ציבור מקרב גופים הפועלים לפיתוחה הכלכלי של ירושלים ושני נציגי מוסדות להשכלה גבוהה.

גן טכנולוגי מאיר – הר החוצבים ירושלים

הנכס בהר החוצבים, הנמצא באזור התעשייה בהר החוצבים בירושלים, הינו מגרש בשטח של כ – 18,538 מ"ר, הכולל מבנה בן 4 קומות (8 מפלסים) בשטח של כ – 7,200 מ"ר, המיועד לתעשיות עתירות ידע. ובנין נוסף בשטח של כ – 18,000 מ"ר. עד לחודש מרץ 2002 החזיקה החברה 50% ממניותיה של נכסי הר החוצבים, לאחר תאריך זה רכשה החברה את מלוא השליטה בנכסי הר החוצבים. הניהול והאחזקה של המתחם מתבצע על ידי ג.ט.י. יתרת זכויות הבנייה במתחם ע"פ התוכנית הקיימת מיועדת לבניית מגדל משרדים בן 19 קומות ובנין נוסף בן 3 קומות, שטח מבונה כולל של 21,800 מ"ר.

מתחם מסחרי בני ברק

המתחם המסחרי בבני ברק מורכב משני מתחמים צמודים במרכז בני ברק. האחד בבעלות החברה מזה עשרות שנים ובו שכן בעבר מפעל קרגל (להלן: "מתחם קרגל"), המתפרש על פני שטח קרקע של 14,500 מ"ר נטו ובו מצויים מספר מבני תעשייה ישנים בשטח כולל של 10,606 מ"ר להשכרה. המתחם השני נרכש על ידי הקבוצה בשנת 2004 (להלן: "מתחם דובק") ומתפרש על פני שטח קרקע של כ – 2,700 מ"ר נטו, עליו מבנה תעשייה ישן בשטח כולל של 2,900 מ"ר להשכרה. מתחם דובק משלים את מתחם קרגל לכדי יחידה אחת. נכון לתאריך 30.9.2007 מגיע שיעור התפוסה, בשני המתחמים יחדיו, לכדי 99%. במתחמים 48 שוכרים, כשיתרת תקופת השכירות הממוצעת עומדת על 4 שנים⁴. מרבית השוכרים מצויים במתחמים שנים רבות – מסוף שנות השמונים – ומחדשים את חוזה השכירות מעת לעת. רשת הריבוע הכחול שוכרת 33% מהשטח להשכרה ומהווה שוכר מרכזי. 28% מתוך חוזה השכירות צפויים להסתיים עד לסוף שנת 2008.

די מול – רמת גן

"די מול" הינו מרכז מסחרי במתחם שבו שוכנת בורסת היהלומים ברמת גן, אשר היקף השטח הבנוי הכולל בו הינו של כ – 24,360 מ"ר, מהם 9,876 מ"ר שטחים להשכרה (כולל אולם אירועים בשטח של 1,900 מ"ר) וכ – 10,600 מ"ר חניון. נכון למאזן ליום 30.9.2007 עומדים שיעורי התפוסה על 96%, מספרם של השוכרים עומד על 45, כאשר יתרת תקופת השכירות הממוצעת עומדת על 3 שנים (22% מחוזה השכירות מסתיימים עד סוף שנת 2008, 25% מחוזה השכירות מסתיימים עד סוף שנת 2009). מרבית השוכרים נמצאים במרכז כבר שנים רבות וביצעו מספר חידושי חוזה. במרכז קיימים שני שוכרים מרכזיים (אולם האירועים שוכר 19% מהשטח המושכר הכולל וממשלת ישראל - 13%). דמי השכירות נמוכים יחסית לנכסים דומים באזור. הניהול והאחזקה נעשים על ידי חברה בת של ישרא. התשלום על ידי השוכרים מחושב על בסיס עלות, בתוספת אחוז קבוע, או על בסיס תשלום קבוע, הצמוד לשער הדולר. החניון מושכר גם הוא לחברה בת אחרת ומניב דמי שכירות.

לקבוצת ישרא כ- 7 פרויקטים ליזום נדל"ן למגורים המבוצעים באמצעות חברת רסקו, אשר מרבית היקפם מצויים במרכז הארץ וירושלים. לחברה פרויקט משמעותי של דירות יוקרה בירושלים.
פעילותה של החברה בתחום הבניה למגורים מבוצעת באמצעות חברת הבת רסקו וחברות בנות נוספות העוסקות בייזום, פיתוח, בניה ומכירה של מבני מגורים, בפריסה ארצית.
רסקו מתמקדת בביצוע עבודות יזמות. כל הפרויקטים שבבניה של רסקו נמצאים בניהולה של רסקו או בניהול משותף. במרבית הפרויקטים של רסקו מבוצעת העבודה הקבלנית על ידי התקשרויות עם קבלנים מבצעים. התקשרויות רסקו עם קבלני ביצוע נעשית, על פי רוב, בהסכם מסוג Turn Key Project. בחלק קטן מהפרויקטים, רסקו מבצעת בעצמה, באמצעות עובדיה.

⁴ על פי נתוני דו"חות שנתיים לתאריך 31.12.2006.

כתוצאה מהשפל ששרר בתחום הבניה למגורים בתחילת שנות ה – 2000, הוקטנו מנות הבנייה בחלק מהפרויקטים של החברה וצומצמו רכישות מקרקעין על ידי החברה. החל משנת 2006, עקב ההתאוששות שניכרה בתחום פעילות זה באזור המרכז ובירושלים, החלה רסקו לפעול לאיתור ולרכישת עתודות קרקע למגורים.

נכון לתאריך דוח זה, החברה, באמצעות רסקו, מבצעת 7 פרויקטים ברחבי הארץ. פרויקט ימק"א, המחולק לשלושה שלבים, הוא הפרויקט הגדול מבין הפרויקטים ועתיר ההשקעות מביניהם. להלן טבלה המפרטת נתונים עיקריים מהפרויקטים השונים :

שם הפרויקט	מיקום	מס' יחידות	שיעור מכירות 30.09.07	סך הכנסה צפויה מהפרויקט 30.09.07	סך עלות חזויה לפרויקט ליום 30.09.07	שיעור השקעה 30.09.07	שיעור השקעה ללא קרקע 30.09.07	רווח חזוי 30.09.07	שיעור רווח חזוי 30.09.07	מועד אילוס צפוי
ימק"א בנין C	ירושלים	62	77%	231,195	133,409	71%	58%	97,786	42%	2008
ימק"א בנינים B3 B4	ירושלים	39	33%	185,000	100,000	49%	22%	85,000	46%	2009
ימק"א בנינים B1 B2	ירושלים	39	0%	185,000	100,000	35%	1%	85,000	46%	2009
נווה המושבה	ירושלים	60	0%	134,000	66,000	30%	11%	68,000	51%	2009
נווה עוז פ"ת בנין 7	פתח תקווה	26	54%	24,000	22,500	95%	90%	1,500	6%	2007
נווה עוז פ"ת בנין 8	פתח תקווה	26	38%	25,000	22,500	77%	59%	2,500	10%	2008
נופי ים שלב ד	נהריה	12	67%	11,000	7,043	85%	83%	3,957	36%	2007
נופי ים שלב ה	נהריה	18	0%	19,000	12,000	8%	1%	7,000	37%	2009
קרית טבעון שלב ז	טבעון	6	17%	5,500	4,900	99%	99%	600	11%	2007
קרית אונ	קרית אונ	44	0%	62,000	52,000	3%	3%	10,000	16%	2010
רמת חן	רמת גן	28	0%	50,200	29,400	24%	1%	20,800	41%	2009
סה"כ		360	26%	931,895	549,752	47%	26%	382,143	41%	

* רווח חזוי : סך הכנסות חזויות לפרויקט, בניכוי חוזים שנחתמו בניכוי ערך המלאי במכירה. שיעור הרווח החזוי מחושב ביחס להכנסות החזויות מהפרויקט.

פרויקט ימק"א – "כתר דוד"

פרויקט "כתר דוד" במתחם ימק"א בירושלים, הינו פרויקט שיזמה YMCA of the USA (להלן : "ימק"א"), בעלת הזכויות בשטח של כ – 31 דונם. בתאריך 23.12.1999 התקשרה החברה עם ימק"א, בהסכם לפיתוח של מתחם ימק"א (להלן : "ההסכם"), בהתאם להסכם, יוקנו לחברה זכויות חכירה למשך 150 שנים בגין חלק מהמתחם, עליו יבנו 34,500 מ"ר שטחים עיקריים (להלן : "השטח המוחכר"). כמו כן, יוקנו לחברה כל זכויות הבניה הבלתי מנוצלות, הקיימות והעתידיות, הצמודות לשטח המוחכר. על פי ההסכם, בתמורה לזכויות שילמה החברה לימק"א סך של 14.5 מיליון דולר. בנוסף, הוסכם כי החברה תבצע עבור ימק"א עבודות קבלניות, תכנון, בנייה ופיתוח בחלק מן המתחם אשר יישאר בבעלות ימק"א, לרבות בנייה של מרכז ספורט תת קרקעי, ספא וחזית מסחרית, בעלות מוערכת כוללת של 22 מיליון דולר. לביצוע הפרויקט נקבעו לוחות זמנים אשר היה והחברה לא תעמוד בהם תהא ימק"א זכאית לפיצוי אשר הוסכם על ידי שני הצדדים⁵. נכון לתאריך כתיבת דו"ח זה עומדת החברה בלוחות הזמנים. נכון לתאריך המאזן ליום 30.9.2007, השקיעה החברה סך של 180 מיליון ₪ בפרויקט (ללא הכללת החלקים המסחריים אשר בנייתם הושלמה ומתחם A המיועד למלונאות ומגורים). יתרת הסכום להשקעה עומדת על 156 מיליון ₪.

פרויקט נווה המושבה (ירושלים)

בעלות החברה מגרש ריק בשטח של 2,161 מ"ר במושב היוונית בירושלים. לפי התב"ע שבתוקף ייעוד המקרקעין הוא הקמת מוסד שיכלול מרכז רפואי, מרפאות ודירור מוגן, למכירה או להשכרה, בשטח בנוי כולל של כ – 5,880 מ"ר. החברה קיבלה היתר בניה להקמת בנין בן 7 קומות, המיועד לדירור מוגן (60 יחידות דירור), מרכז רפואי ומרפאות. החברה החלה עוד במהלך 2006 בעבודות גידור וחפירה. בנייתו של המגדל צפויה להסתיים במהלך שנת 2009. עד היום השקיעה החברה כ – 19.5 מיליון ₪ בפרויקט כאשר יתרת עלויות הפרויקט מסתכמות בכ – 32.5 מיליון ₪.

⁵ סכום ראשוני של 20 אלף דולר בגין 15 ימי האיחור הראשוניים או חלקם וסך נוסף של 2.5 אלף דולר לכל יום נוסף של איחור.

לחברה עתודות קרקע רבות לייזום נדל"ן מניב בעיקר באזור ירושלים

לחברה מספר עתודות קרקע המיועדות לייזום נדל"ן מניב, בעיקר באזור ירושלים ושוהם, אולם אין לה תוכניות, בשלב זה, להתחיל בהקמה של מבנים על קרקעות אלו, בעתיד הנראה לעין, למעט במקרים בהם תשכיר החברה את מרבית השטח בהשכרה מראש. הקרקע היחידה בה תחל החברה בהקמת נכס נדל"ן מניב, תהיה בהר החוצבים בירושלים, הכולל הקמת מגדל משרדים להשכרה בשטח כולל של 25 אלף מ"ר. עלות הבניה של השטחים הנוספים להשכרה בהר החוצבים נאמדת בכ – 120 מיליון ש"ח⁶, עבודות הבניה צפויות להתחיל בשנת 2008 ולהסתיים בשנת 2009. התשואה צפויה לעמוד על כ – 11.5%.

בבעלות החברה קרקעות רבות בלמעלה מ – 20 אתרים ברחבי ישראל אשר רובן רשומות בספרי החברה בערך היסטורי נמוך אשר אינו משקף את שוים האמיתי

לחברה היקף גדול של קרקעות לשימושים שונים, בעיקר מגורים, הנמצאים במאזן תחת סעיף "קרקעות וזכויות בקרקע" בסך של כ – 270 מיליון ש"ח. עיקר השווי שייך לקרקעות אשר נרכשו לאחרונה (כגון מתחם "אוליבקס" בפתח תקווה). לחברה קרקעות בלמעלה מ – 20 אתרים שונים ברחבי הארץ, ששוויים הנוכחי בספרים נמוך מאוד היות ונרכשו לפני עשרות שנים. חלק מקרקעות היסטוריות אלו ממוקם באזורים מבוקשים – כגון רמת חן וחבצלת השרון וחלקן באזורים בעלי ביקוש נמוך – כגון טבריה.

במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2007, מכרה החברה קרקע בנווה עוז עבור תמורה בסך 10.8 מיליון ש"ח עלות הקרקע בספרים נאמדת בכ – 8.8 מיליון ש"ח.

במהלך הרבעון הראשון לשנת 2008, מכרה החברה קרקע ברובע ה' באשדוד בתמורה בסך של 3,850 אלפי דולר ארה"ב. היות ומדובר בקרקע היסטורית אשר נמחקה מן הספרים בעבר והוחזרה, רשמה החברה רווח על סך של כ – 85% מהתמורה (בניכוי הוצאות).

מידרוג צופה, כי לחברה קיים פוטנציאל מימוש מקרקעין ברווח הון משמעותי לאור השווי הנמוך של הקרקעות בספרי החברה

לחברה פעילות במסגרת דיור מוגן

חברת "מועדון נוה אביב (כפר-שמריהו) בע"מ" (להלן: "נוה אביב"), היא חברה בת בבעלות מלאה של ישר. חברת נווה אביב הינה הבעלים והמפעילה של בית אבות הממוקם בכפר שמריהו על שטח של כ – 8,260 מ"ר ועליהם כ – 8,230 מ"ר שטח בנוי. בית האבות עבר במהלך שנת 2005 שיפוץ יסודי והסבה של שתי קומות למחלקה חדשה לדיור תומך. לאחר ביצוע ההסבה, בית האבות כולל מחלקה לעצמאיים בת 72 חדרים, מחלקה לדיור תומך בת 38 חדרים, מחלקת תשושים בת 18 חדרים (36 מיטות) וכן מחלקה סיעודית לכ – 27 מיטות. המחלקה הסיעודית נמצאת בתהליך שיפוץ וצפויה לחזור לפעילות עד סוף 2007, כאשר החברה בוחנת האם להפעיל את המחלקה באופן עצמאי או להשכירה לצד שלישי.

בנוסף להפעלת בית האבות בכפר שמריהו, החזיקה החברה נכון למאזן בתאריך 31.12.2006, 17.29% מהון המניות המונפק של חברת בית הזהב בע"מ (להלן: "חברת בית הזהב"). חברת בית הזהב הינה חברה ציבורית, המפעילה ומנהלת מגדל מגורים, הנמצא בשכונת יד אליהו בתל אביב ומיועד לדיור מוגן למבוגרים, המתפקדים באופן עצמאי. החברה אינה מעורבת בניהול חברת בית הזהב. חברת בית הזהב חילקה דיבידנדים לחברה בסך כולל של 1.8 מיליון ש"ח לשנים 2004-2006. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2007, מכרה החברה 1,069 אלפי ש"ח ערך נקוב ממניות חברת בית הזהב שברשותה, בתמורה כוללת של 4,026 אלפי ש"ח אשר בגינה רשמה החברה רווח בסך של 389 אלפי ש"ח. כתוצאה מן המכירה עמד שיעור ההחזקה של החברה בחברת בית הזהב על 10.68%. בנוסף, רשמה החברה רווח של 1,684 אלפי ש"ח משערוך יתרת המניות אשר ברשותה.

⁶ עלות הקרקע המשוערכת עומדת על כ – 26 מיליון ש"ח.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

ישרס הינה חברה ציבורית החל מיולי 1950. נכון לתאריך 8.1.2008 לחברה כ- 4.7 מיליון מניות. מרבית מניות החברה מוחזקות על ידי חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ (להלן: "ערד") – בהתאם להתפלגות הבאה:

שם	תאריך היתרה	שם נייר	יתרה	% הון	% הצבעה
ערד	08/01/2008	ישרס	3,421,594	73.15%	73.15%
איזנברג שלמה	08/01/2008	ישרס	569,700	12.18%	12.18%
ישרס	08/01/2008	ישרס.רד	71,439	-	-

ערד הינה חברה ציבורית, שמניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. 88.12% מההון ומזכויות ההצבעה מוחזקות על ידי קבוצה, המורכבת מה"ה שלמה איזנברג (35.62%), אברהם גזונטהייט (34.33%) ויורי שפיצר (18.17%) (להלן: "קבוצת אג"ש"), כאשר למיטב ידיעת החברה, חברי קבוצת אג"ש מחזיקים במניות ערד בשיתוף פעולה ביניהם, על פי הסכם בעל פה. על פי הסכם זה, הם מצביעים יחד באסיפה הכללית של ערד בעד רשימת דירקטורים להם מסכימים פה אחד; מכירה של מניות בערד תיעשה על ידיהם במשותף ובהסכמה פה אחד; לכל אחד מבעלי המניות זכות לסירוב ראשון.

אסטרטגית החברה מורכבת מדגש על נכסים מניבים והתמקדות של הפרויקטים היזמיים בירושלים. החברה מעדיפה למכור חלק מעתודות הקרקע שברשותה במטרה לרכז משאבים בפעילויות הליבה שלה תוך כדי יצירת רווח.

בתחום הנכסים המניבים – החברה בוחנת אפשרות לנצל את עתודות הקרקע אשר בבעלותה, להתקשר בעסקאות חדשות לרכישת נכסים, שיניבו תשואה גבוהה וכן לפעול לשיווק בנייה ייעודית. כמו כן, החברה משקיעה מאמצים להגדלת רווחיה על ידי אכלוס השטחים הפנויים.

בתחום הבניה למגורים – החברה מתכוונת להמשיך בהקמה ושיווק של יחידות דיור בפרויקטים הקיימים, בעיקר פרויקט "כתר דוד" בירושלים, אשר הרווחיות הצפויה ממנו גבוהה ופרויקט המושבה ירושלים. כמו כן, תמשיך החברה לבחון רכישת עתודות קרקע נוספות למגורים ופיתוח עתודות הקרקע הקיימות למגורים, לשם הרחבת פעילותה בתחום זה.

מימוש נכסים וקרקעות – החברה תמשיך לממש חלק מנכסיה, שאינם אסטרטגיים לחברה, כדי לרכז משאבים בפעילויות הליבה שלה. היות ואין לחברה מצבת עובדים גדולה, המחייבת אותה בשמירת היקף פעילות מסוים, היא גמישה יותר בנוגע לאפשרות מימוש נכסיה, והיא נוהגת כך במקרים שמכירת הקרקע רווחית יותר מהרווח הצפוי ממכירה לאחר בנייה. החברה ממשיכה לפעול לאיתור הזדמנויות לרכישת עתודות קרקע חדשות, הן בתחום הנכסים המניבים והן בתחום הבנייה למגורים.

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים של לפחות 25% מהרווח השנתי הנקי

בתאריך 25.3.2007 החליט דירקטוריון החברה על אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד לשנת 2007, לפיה תשאף החברה לחלק דיבידנד בשיעור של לפחות 25% מהרווח השנתי הנקי של החברה במאוחד לשנת 2007, ובלבד שסכום הדיבידנד לא יעלה על שיעור של 50% מהאמצעים מצבירה פנימית של החברה (קרי, הרווח הנקי, בתוספת סעיף הוצאות והכנסות שאינן כרוכות בתזרים מזומנים, כפי שמופיע בדו"ח תזרים המזומנים מפעילות שוטפת) לשנת 2007. הדירקטוריון ישוב ויתכנס בשנת 2008 לדון בקביעת מדיניות חלוקת דיבידנדים לשנים 2008 ואילך.

במהלך השנים 2004 – 2006 חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של כ- 3,750 אלפי ₪ לשנה. במהלך שנת 2007, עד לתאריך דו"ח זה, חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של 46,964 אלפי ₪.

הון אנושי :

החברה מעסיקה כ – 120 עובדים – המרוכזים בשלוש זרועות פעילות – דיור מוגן (כ – 50 עובדים), הנדסה (כ – 30 עובדים) ומנהלת (כ – 20 עובדים). עובדי הקבוצה מועסקים על פי חוזי עבודה אישיים (למעט 7 עובדים אשר מועסקים על פי הסכם עבודה קיבוצי משנת 1981 אשר היו מועסקים בעבר על ידי חברת "רסקו").

שינוי בהנהלת החברה כתוצאה מפרישת מנכ"ל החברה לאחרונה

מר שלמה אייזנברג מבעלי השליטה בחברה משמש בתפקיד הניהולי הבכיר, מנהל עסקים ראשי, מזה כ – 18 שנה. לאחרונה פרש מנכ"ל החברה מתפקידו וכיום משמש מר שלמה אייזנברג כמחליפו. בכוונת החברה לאתר מחליף למנכ"ל הפורש בדרגת סמנכ"ל. מידרוג סבורה כי אין השפעה מהותית של פרישת המנכ"ל על פעילות החברה לאור דומיננטיות בעל השליטה בחברה. להלן פירוט בעלי תפקיד מרכזיים בחברה:

שם	תפקיד	השכלה ופרטים נוספים	ותק בתפקיד
מר אייזנברג שלמה (58)	מנהל עסקים ראשי בישרס ורסקו, יו"ר דירקטוריון בחברות בנות של החברה. משמש גם כמ"מ זמני של המנכ"ל	מוסמך במתמטיקה, האוניברסיטה העברית ירושלים	18 שנים
מר אברהם לוי (57)	יו"ר דירקטוריון	B.A בכלכלה, MBA במימון, אוניברסיטת תל אביב.	4 שנים
מר טוקר אילן (38)	מנהל הכספים של ישרס ודירקטור בחברות בנות של החברה.	רו"ח, בוגר חשבונאות וכלכלה ו – MBA, אוניברסיטת תל אביב.	11 שנים
מר ויקטור קריאף (56)	מנכ"ל ג.ט.י ומנהל פרויקט ימק"א	MBA, האוניברסיטה העברית ירושלים.	6 שנים
מר אבי וולף (53)	מנכ"ל מועדון נווה אביב	פיזיותרפיסט מוסמך, מכון ווינגייט. בוגר מנהל בתי אבות, אוניברסיטת חיפה.	11 שנים
מר אביתר כהן (39)	סמנכ"ל שיווק ונכסים	הנדסאי תעו"כ, אוניברסיטת ת"א, תואר ראשון בכלכלה ומנהע"ס, אוניברסיטת בר אילן	3 שנים
מר שמעון אבודרם (40)	מנהל חטיבת ההנדסה	BSC, טכניון	3 שנים
מר אורי פרוכטמן (39)	חשב החברה וסגן מנהל כספים	רו"ח, בוגר חשבונאות וכלכלה ו – MBA, אוניברסיטת בר אילן.	שנה

שיקולים עיקריים לדירוג

תזרים הכנסות החברה המורכב הן מהכנסות בעלי אופי קבוע ויציב מנדל"ן מניב וכן הכנסות מנדל"ן לזיום אשר הינו בעל מאפיין תנודתי אולם בעל שיעור רווחיות גבוה; פיזור שימושים בנדל"ן מניב אשר יש בו כדי לפזר סיכונים בין סוגי אוכלוסיות שוכרים שונות; פוטנציאל להגדלת תזרים הכנסות מהנדל"ן המניב בשל אי מיצוי מלוא הפוטנציאל הגלום בנכסים; מלאי קרקעות שיאפשר המשך פעילות ויציבות תזרימית; פריסה טובה של הפרויקטים לבנייה ושיווק למגזרים שונים ולקהלי לקוחות שונים; יחסי איתנות טובים מהממוצע בענף גם תחת בחינתם של יחסי האיתנות בהערכת חסר של השווי המאזני של הנכסים נוכח שיעורי תשואה נמוכים; במקביל, חשיפה לסיכוני זמנות – סיכוני הקמה, סיכוני ביקוש והיצע ולוחות זמנים ארוכים האופייניים לענף; סיכונים מאקרו כלכליים בענף הנדל"ן; העדר שותפויות אשר מגדיל את החשיפה לסיכוני הזמנות; ריכוז ומגבלה בשטחי ההשכרה לאוכלוסיית שוכרים רגישה מתחום ההייטק, אשר נתונה להשפעה גבוהה לשינויים כלכליים ובעלת סיכונים פיננסיים גבוה. ריכוזיות של פרויקטים יזמיים בירושלים ובפרט פרויקט ימק"א, המרכזים כ – 81% מכלל הרווחים החזויים בתחום יזום הנדל"ן לחברה; לחברה חשיפה מטבעית עקב התחייבויות צמודות לין היפני. מאידך, התמורה ממכירת פרויקטי ימק"א מוטת דולר ארה"ב. בהתחשב בזאת, החברה מתחייבת לגדר את חשיפת יין-דולר ארה"ב כך שתוחלת ההפסד המקסימלית לא תעלה על 5% מההון העצמי של החברה; אחוזי תשואה נמוכים מהממוצע בשוק של חלק מנכסי הנדל"ן בחברה המעידים על הערכת שווי עודף של הנכסים המניבים וניהול אשר אינו ממצה אתמלוא פוטנציאל נכסי החברה.

חוזקות

ותק וניסיון החברה מקנה לה יתרון בענף שבו מוניטין וותק הינם אמות מידה בעלות חשיבות חברה ותיקה, פעילה שנים רבות בתחום (מ – 1950), נהנית מקשרים ארוכים ומבוססים עם גורמים שונים בענף הבנייה – קבלנים, ספקים, גורמים במינהל ובמשרדי הממשלה. לחברה ניסיון בהתמודדות עם הגאות והשפל האופייניים לענף הבניה בארץ ועם ניהול פרויקטים לבניה בארץ.

פיזור פעילויות בתחום הנדל"ן ופיזור נכסי הנדל"ן השונים לענפי השכרה שונים מקטין את חשיפת החברה לשינויים בשוק הנדל"ן

תזרים ההכנסות של החברה מורכב ממספר מקורות – הכנסות מנדל"ן מניב, מייזום נדל"ן לבניה ואף מייזום נדל"ן מניב. יתר על כן, הכנסותיה של החברה מנדל"ן מניב נובעות מנכסים המיועדים לתמהיל שוכרים בעלי מאפיינים שונים – תעשייה ובתי מלאכה, מסחר, משרדים, פארקים טכנולוגיים, דיור מוגן וחניונים. להערכת מידרוג, פיזור זה מאפשר לחברה להתמודד עם מגמות היצע וביקוש שיאפשר לחברה להתמודדות עם תקופות שפל ומיתון בשוק הנדל"ן ובהתאם – מקטין את חשיפתה לסיכונים בתחום.

מלאי קרקעות יאפשר המשך פעילות יציבה של החברה בשנים הבאות ויתרום ליציבות התזרים ואשר יכול גם לתרום לתזרים החברה באמצעות מימוש הקרקעות

לחברה מלאי קרקעות גדול באזורי ביקוש שונים אשר יאפשרו המשך פעילות בשנים הקרובות ואף שנים רבות לאחר מכן. היקף הקרקעות נובע משנות פעילותה הרבות של החברה ומקרקעות היסטוריות השייכות לה אשר נרכשו בעלות נמוכה עד אפסית. בשל פעילותה רבת השנים, החברה אף מגלה מפעם לפעם קרקעות שהיו שייכות לה והופקעו ממנה על ידי גורמים שונים אשר לא עשו בהם שימוש ועת הקרקעות חוזרות לרשותה. כתוצאה מכך, לחברה קיים פוטנציאל של מימוש קרקעות ברווח הון משמעותי לאור עלותן הנמוכה של הקרקעות ותרומם לגמישותה הפיננסית.

חשיפה לסיכונים יזמות הכרוכים בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקטים

פעילות החברה עוסקת בחלקה בפעילות נדל"ן יזמית, המאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית, הכולל בין השאר את סיכוני ההקמה ואת סיכוני הביקושים. סיכוני ההקמה נובעים מתהליך ההשבחה של הקרקעות, הכולל שינוי ייעוד ותב"ע והגדלת זכויות בנייה – תהליכים מורכבים וממושכים שקיימת אי וודאות גבוהה לגבי משכם ומידת היתכנותם. סיכוני הקמה נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים וזמינותם ועלותם של חומרי הבניה והמשאבים האנושיים הנדרשים, פעילות החברה בישראל תלויה בחלקה במצב הביטחוני ובהחלטות ממשלה – גורמים אשר עלולים להשפיע על לוחות הזמנים של הפרויקטים השונים ועל שוק ההיצע והביקוש לנדל"ן למגורים בישראל.

סיכוני הביקוש נובעים מפער הזמן הממושך, בין מועד ההשקעה בקרקע ובפיתוח והקמת הפרויקט לבין מועד המכירה. בפער הזמן הזה עלולים להתרחש שינויים ברמת הביקושים בשוק, ברמת התחרות ובמחירי המכירה, שישפיעו לרעה על רווחיות הפרויקטים. אלו מאפיינים המשותפים לכל ענף יזמות הנדל"ן, והחברה בכללם.

כמו כן, תזרים המזומנים אשר יאפיין את פעילות החברה צפוי להיות תנודתי ומושפע מאוד מעיתוי מימוש הנכסים והקמתם. יתר על כן, קיים פער זמנים ארוך בין מועד ההשקעה בפרויקט לבין מועד קבלת התזרים כתוצאה ממכירת דירות, אשר במהלכו אמורה החברה לשאת את כלל עלויות ההשקעה על גבה. מידרוג מעריכה כי הנדל"ן המניב ישמש את החברה כרגל נוספת, להבטחת יציבותה הפיננסית והעסקית ויאפשר לחברה לספוג, במידת מה, זעזועים ותנודות בענף וממזער, במידה מסוימת, את סיכוני הייזום.

סיכונים מאקרו כלכליים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, הכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. מחזוריות זו תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים, הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש למרכזים מסחריים, כמו גם זמינות ועלות מקורות המימון. מידרוג מעריכה כי פיזור גיאוגרפי נרחב, בשילוב מונויטין החברה, מקטינים במידה מסוימת את התלות בכלכלה בודדת.

העדר שותפויות מגדיל את חשיפת החברה לסיכונים

החברה מחזיקה ב- 100% בעלות על מרבית הפרויקטים בביצוע. כתוצאה מכך, במקרה של אירוע בעל השפעה על פרויקט או על כלל הענף, החברה חשופה לסיכונים אשר ניתן היה לצמצמם במקרה של שותפויות. בנוסף, שותפים היו מאפשרים צמצום אפקט הפגיעה של אירועים נוספים, כגון בעיה תזרימית, עקב העדר מכירות בפרויקט כזה או אחר ו/או פגיעה במוניטין של החברה (עליו מסתמכת החברה לצרכי המכירות).

לחברה ריכוז של פרויקטים בירושלים ובפרויקט ימק"א בפרט. לריכוז זה השפעה משמעותית בעקבות ההשקעה הנדרשת והרווח הצפוי.

לחברה ריכוז של פרויקטים בירושלים (פרויקט ימק"א, המחולק למספר פרויקטים ופרויקט המושבה היוונית). פגיעה במכירות בפרויקט ימק"א או במכירות בירושלים בכלל, בעקבות אירועים ו/או תנודות היצע וביקוש, עלולים להקשות תזרימית על החברה, יתר על כן, כ- 81% מכלל הרווחים החזויים מייזום נדל"ן למגורים, מקורם בשני הפרויקטים בירושלים. להערכת מידרוג, החשיפה של החברה לתנאי השוק בירושלים תקטין את יכולתה להשיג אחוזי רווח גבוהים בפרויקטים, בשל התחרות הגוברת בשוק הנדל"ן בירושלים ועם כניסתן של חברות נוספות לשוק. כמו כן, שוק הדירות בירושלים כפוף לשינויים פוליטיים ואחרים, העלולים לפגוע בביקוש.

לחברה נכסי נדל"ן מניב המיועדים לאוכלוסיית שוכרים בענף הטכנולוגיה הגבוהה, הנתון להשפעה גדולה בשינויים כלכליים ומאקרו כלכליים

כ – 40% משטחי ההשכרה של החברה הינם פארקים טכנולוגיים. יתר על כן, החברה מתכננת הרחבה של שטחים אלה במהלך שנת 2008. השוכרים של שטחי נדל"ן אלה מושפעים ממצב השוק באופן קיצוני יותר משטחי נדל"ן המיועדים למטרות אחרות. היות ומרבית החברות השוכרות הן חברות סטארט-אפ או חברות טכנולוגיות, המושפעות ראשונות ממיתון כלכלי ומירידה בכספים המועברים להשקעה. להערכת מידרוג, במקרה של מיתון כלכלי צפויים אחוזי התפוסה בנכסים אלה לרדת במהירות, כתוצאה מחוזי שכירות לטווח קצר, עד לשיפור כלכלי במצב המשק (לראיה – אחוזי התפוסה בשנים 2004-5 עמדו על 39%-35%).

חילוקי דעות בין בעלי המניות עלולים לגרום לעיכובים בתהליכי קבלת ההחלטות בחברה

במהלך חודש ינואר 2007, פרסמו כל אחד מן הצדדים בקבוצת אג"ש – בעלי המניות בחברה על סכסוך ומחלוקות בדבר הסכם הניהול בחברת ערד. נכון לתקופת דו"ח הדירוג הצהירו מר שפיצר ומר גזונטהייט כי ההסכם ביניהם ובין מר אייזנברג בטל ומבוטל. אברהם גזונטהייט התפטר מדיקטטוריון חברת ערד ומרבית ההתנהלות בין הצדדים מתבצעת באמצעות בתי משפט. להערכת מידרוג, המשך של סכסוך בין בעלי המניות עלול להשפיע על יכולת קבלת ההחלטות וניהול חברת ערד כמו גם החברה המוחזקת – ישרס. במסגרת דירוג החברה נלקח נתון זה במכלול השיקולים שהובילו לדירוג.

גורמי סיכון פיננסיים

לחברה חשיפה לשינויים במדד המחירים לצרכן כמו גם חשיפה להפרישי מט"ח בין שערי הדולר והיין – אשר אינו מהווה חלק מבסיס הפעילות של החברה.

כתוצאה מאופי עסקיה של החברה, חשופה החברה לסיכונים הנובעים משינויים במדד המחירים לצרכן. חוזי הקבוצה, רובם ככולם, נקובים בשקלים וצמודים למדד. מרבית התחייבויות הקבוצה צמודות למדד. כתוצאה מכך, חשופה החברה לשינויים בריבית השקלית ולשינויים במדד המחירים לצרכן. במקביל לחברה התחייבויות בהצמדה ליין היפני המגובות על ידי הכנסות דולריות, כתוצאה מכך חושפת עצמה החברה לשינויים ביחסי השער בין מטבעות הדולר והיין. לצורך הדירוג התחייבה החברה כי החשיפה המטבעית המרבית של החברה לא תעלה על 5% מההון העצמי.

חלק מנכסי החברה מניבים אחוזי תשואה נמוכים יחסית

אחוזי התשואה של חלק מנכסי הנדל"ן המניב הנמצאים בידי החברה, נמוכים ואינם מניבים, בשלב זה, את אחוזי התשואה האופייניים לענף ולאזורים בהם ממוקמים הנכסים⁷. מידרוג סבורה, כי שיעורי התשואה הנמוכים יש בהם כדי לרמז על שווי עודף שיוחס לנכסים וכן על ניהול אשר אינו ממצה את מלוא פוטנציאל הנכסים.

צורך במחזור חוב, תלות באשראי ובשוק ההון

לחברה גרעון בהון חוזר. פעילות החברה ממומנת גם ממקורות מימון חיצוניים וממחזור חוב, שינוי לרעה בתנאי העמדת האשראי לחברה ו/או אי חידוש אשראי קיים, עלול להביא לפגיעה בתוצאות החברה.

⁷ לפירוט הנכסים ואחוזי התשואה – ראה עמוד 3.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים – הפחתת היקף החוב ושיפור יחסי הכיסוי על ידי יצירת תזרים חזק, יציב ובעל מקורות מגוונים.
- הרחבת היקף ופיזור נכסי הנדל"ן המניבים שבעלות החברה ומנגד – הקטנת ריכוזיות ותלות בפרויקטים יזמיים ונדל"ן מניב, לרבות סוגי שוכרים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה.
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות של החברה.
- עלייה ביחס החוב ל-CAP מעבר לשיעור של 60%.
- גידול בתוחלת ההפסד בגין חשיפה מטבעית מעבר ל- 5% מההון העצמי של החברה.

ניתוח פיננסי

כללי

במסגרת הניתוח הפיננסי של החברה קבעה מידרוג את הדירוג בהתחשב במודל לפיו הופחת השווי המאזני אשר יוחס לנכסי החברה המניבים זאת בשל אי מיצוי מלוא הפוטנציאל של נכסים אלו. כמו כן בוצעו בדיקות רגישות המניחות מחירי מכירה הנמוכים מהערכות המכירה של החברה בפרויקטים היזמיים.

החל מהמאזן לתאריך 1.1.2007 מוצג הנדל"ן להשקעה במאזן המאוחד על בסיס השווי ההוגן, בהתאם להוראות תקן חשבונאות 16. השווי ההוגן נקבע על בסיס הערכות שווי שנערכו על ידי מעריכי שווי חיצוניים. בהתאם לכך נקבע השווי ההוגן של הנדל"ן להשקעה של החברה לתאריך 1.1.2007 על 1,281 מיליון ₪. הגידול נטו בשווי הנדל"ן להשקעה, לאחר מיסים וחלק המיעוט, הסתכם ב- 300.4 מיליון ₪ ונזקף ישירות להון העצמי של החברה. ברבעון השלישי של שנת 2007, הסתיימה בנייתו של בניין מסחרי להשכרה בפרויקט ימק"א בירושלים. בהתאם להוראות תקן 16 נקבע השווי ההוגן של הנכס על ידי מעריך חיצוני והרווח נטו, לאחר מס, היה 37.4 מיליון ₪.

יש לציין כי עליית שווי הנכסים באה לידי ביטוי חלקי בדוחות הכספיים, למרות החלת תקן 16, הסיבה נעוצה בעובדה ששערוך הנכסים לשווי ההוגן נעשה לנכסי הנדל"ן המניב, לעומת זאת, לא משוערכים נכסים מהותיים אחרים בחברה וביניהם נכסים מניבים בהקמה וקרקעות רבות, הנמצאות בידי החברה זה מספר עשורים, אשר עלותם המקורית בדו"חות הינה נמוכה ביותר.

בתאריך 20/7/2007 פרעה החברה את תשלום הקרן הראשון של אג"ח ד' בסך של כ- 56,510 אלפי ₪.

דוח רווח והפסד:

הכנסותיה של החברה בדוחות השנתיים מחולקות לארבע קטגוריות: הכנסות מהשכרה, הכנסות ממכירת דירות, הכנסות מהשכרת חניונים, הכנסות מדירוג מוגן.

קיים גידול בהכנסות החברה בשנת 2007 - בעיקר כתוצאה מעלייה בשיעורי התפוסה של נכסי הנדל"ן המניב של החברה (בעיקר הפארקים הטכנולוגיים) וממכירה של דירות למגורים.

בנוסף, ניתן לראות כי גם שיעור הרווח הגולמי מנכסים מניבים עלה לכדי 69% וזאת בעקבות ביטול הוצאות הפחת כתוצאה מיישום תקן 16.

נכון ל- 30.9.2007 קיים גידול בהוצאות הנהלה וכלליות של החברה כתוצאה מהוצאות שמאות עקב תהליך מעבר בחברה לתקני ה-IFRS.

למרות הגידול באחוזי הרווח הגולמי ובהכנסות ממקורות שונים, הרווח הנקי (בנטרול שערוכים), דומה בהיקפו בהשוואה לתוני התקופה המקבילה אשתקד (בנטרול הכנסות חד פעמיות), העלייה בהכנסה קוזה כתוצאה מהוצאות מימון גבוהות אשר הסתכמו בסך של כ - 42.8 מיליון ש"ח לעומת כ - 28.6 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הוצאות המימון הושפעו בעיקר משינויים במדד המחירים לצרכן (בעיקר ברבעון השלישי של השנה (הוצאות המימון ברבעון השלישי הסתכמו בכ - 24.6 מיליון ש"ח).

ישרס חברה להשקעות בע"מ : נתונים עיקריים מדוח רווח והפסד (מאוחד), אלפי ש"ח :

GAAP FY 2004		GAAP FY 2005		GAAP* FY 2006		GAAP* Q3 2006		GAAP* Q3 2007		דוח רווח והפסד - מאוחד
	140,433		170,288		201,859		113,209		160,010	סה"כ הכנסות
	97,477		120,547		147,206		86,149		102,341	סה"כ עלות הכנסות
31%	42,956	29%	49,741	27%	54,653	24%	27,060	36%	57,669	רווח גולמי
10%	14,162	8%	13,344	8%	15,931	10%	10,874	9%	13,645	הוצאות הנהלה וכלליות
	139		164		521		449		228	הוצאות מכירה ושיווק
20%	28,655	21%	36,233	19%	38,201	14%	15,737	27%	43,796	רווח מפעולות
	44,938		47,128		29,372		28,670		42,831	הוצאות מימון, נטו
	-1,153		4,788		38,119		38,828		2,753	הכנסות אחרות, נטו
-12%	-17,436	-4%	-6,107	23%	46,948	23%	25,895	2%	3,718	רווח לפני מיסים על ההכנסה
	-3,642		-2,235		12,969		10,358		2,198	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
-10%	-13,794	-2%	-3,872	17%	33,979	14%	15,537	1%	1,520	רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה
	418		-1,522		-1,439		-310		-1,140	חלק המיעוט ברווחי (הפסדי) חברות מאוחדות נטו
-10%	-13,376	-4%	-6,068	16%	32,540	13%	15,227	0.2%	380	רווח (הפסד) נקי

* התאמות לדיווח לפי תקן 16.

31%		29%		27%		24%		36%		רווח גולמי מהכנסות
45%	45%	43%	41%	69%	רווח גולמי - נדליין מניב					
15%	19%	19%	8%	17%	רווח גולמי - ייזום למגורים					
23%	18%	19%	19%	20%	רווח גולמי - דיור מוגן					

GAAP FY 2004		GAAP FY 2005		GAAP* FY 2006		GAAP* Q1-3 2006		GAAP* Q1-3 2007		דוח רווח והפסד - מאוחד
	140,433		170,288		201,859		113,209		160,010	סה"כ הכנסות
46%	64,659	37%	63,804	33%	66,168	43%	48,254	35%	55,253	דמי שכירות והכנסות ממבנים להשכרה
42%	59,134	53%	90,491	59%	119,474	47%	52,652	58%	92,834	מכירת דירות למגורים
2%	3,078	2%	2,982	2%	3,074	2%	2,309	2%	2,437	הפעלת חניון
10%	13,562	8%	13,011	7%	13,143	9%	9,994	6%	9,486	דיור מוגן
	97,477		120,547		147,206		86,149		102,341	סה"כ עלות הכנסות
36%	35,375	29%	35,083	26%	37,883	33%	28,432	17%	17,313	עלות אחזקת מבנים להשכרה
51%	49,996	61%	73,326	66%	97,188	56%	48,449	75%	76,734	עלות מכירת דירות
2%	1,718	1%	1,489	1%	1,467	1%	1,133	1%	745	עלות הפעלת חניון
11%	10,388	9%	10,649	7%	10,668	9%	8,135	7%	7,549	עלות הפעלת דיור מוגן
	42,956		49,741		54,653		27,060		57,669	רווח גולמי
68%	29,284	58%	28,721	52%	28,285	73%	19,822	66%	37,940	רווח גולמי שכירות והכנסות ממבנים להשכרה
21%	9,138	35%	17,165	41%	22,286	16%	4,203	28%	16,100	רווח גולמי ממכירת דירות למגורים
3%	1,360	3%	1,493	3%	1,607	4%	1,176	3%	1,692	רווח גולמי מהפעלת חניון
7%	3,174	5%	2,362	5%	2,475	7%	1,859	3%	1,937	רווח גולמי מדיור מוגן

* ייזום תקן 16 - שווי הווגן של נכסי נדליין להשקעה.

מאזן מאוחד:

כאמור, לאור שיערוך הנדל"ן להשקעה לשווי הוגן, נרשם גידול נטו בהון העצמי, לאחר מיסים וחלק המיעוט, של 300.4 מיליון ₪. במקביל, ניתן לראות את הגידול בסעיף נכסים להשכרה. פרט לכך לא ביצעה החברה שינויים מהותיים במאזניה המאוחדים במהלך שנת 2007.

GAAP 31.12.2004	GAAP 31.12.2005	GAAP* 31.12.2006	GAAP* 30.9.2006	GAAP* 30.9.2007	אג"ח קיים פרופורמה	אג"ח נוסף פרופורמה	מאזן מאוחד - אלפי ₪ נכסים
10,104	16,110	25,318	56,350	18,350	18,350	18,350	מזומנים ושוי מזומנים
8,997	6,215	23,288	19,073	23,519	23,519	23,519	פקדון בנאמנות
0	0	12,100	13,629	8,727	8,727	8,727	פקדונות לזמן קצר
3,640	9,444	5,535	6,140	10,250	10,250	10,250	לקוחות
5,139	5,649	24,600	8,841	19,322	19,322	19,322	חייבים ויתרות חובה
27,880	37,418	90,841	104,033	80,168	80,168	80,168	סה"כ רכוש שוטף
29,991	29,991	30,022	29,991	30,022	30,022	30,022	השקעות בחברות כלולות
24,644	13,702	0	0	4,066	4,066	4,066	הלוואות, חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך
671,171	703,257	846,839	850,555	1,351,754	1,351,754	1,351,754	נכסים להשכרה, נטו / נדל"ן להשקעה
104,837	49,166	55,073	57,249	37,918	37,918	37,918	נכסים להשכרה בהקמה, נטו / נדל"ן להשקעה בהקמה
27,038	39,907	26,889	27,527	25,444	25,444	25,444	רכוש קבוע, נטו
288,514	342,122	232,066	172,293	270,227	270,227	270,227	מלאי מקרקעין
267,390	235,845	282,820	244,984	323,080	400,479	450,479	בניינים בהקמה ומלאי מבנים, נטו
12,877	12,789	4,711	5,619	0	0	0	מסים נדחים
1,427,411	1,429,321	1,478,420	1,388,218	2,042,511	2,119,910	2,169,910	סה"כ השקעות לזמן ארוך
1,455,291	1,466,739	1,569,261	1,492,251	2,122,679	2,200,078	2,250,078	סך נכסים
GAAP 31.12.2004	GAAP 31.12.2005	GAAP* 31.12.2006	GAAP* 30.9.2006	GAAP* 30.9.2007	אג"ח קיים פרופורמה	אג"ח נוסף פרופורמה	התחייבויות
596,508	448,712	563,192	378,277	455,512	378,114	378,114	אשראי בנקאי (כולל חלויות שוטפות של הלוואות לז"א)
4,410	4,293	6,941	5,304	7,192	7,192	7,192	מקדמות מלקוחות
15,466	8,817	21,587	13,845	19,898	19,898	19,898	ספקים וותני שירות
89,535	87,248	72,196	85,504	90,608	90,608	90,608	התחייבויות לשירותי בניה ולתשלומים בגין קרקע
34,871	29,164	65,176	54,663	56,867	56,867	56,867	זכאים ויתרות זכות
740,790	578,234	729,092	537,593	630,077	552,679	552,679	סה"כ התחייבויות שוטפות
0	26,557	26,725	26,805	123,990	278,787	328,787	אגרות חוב
95,765	158,196	153,010	194,959	107,117	107,117	107,117	אגרות חוב להמרה
162,912	262,154	184,037	275,591	246,037	246,037	246,037	הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים
-	535	424	424	0	0	0	התחייבויות בגין אופציות המירות
5,434	3,748	3,834	3,392	4,568	4,568	4,568	התחייבויות אחרות לז"א
2,744	4,167	5,709	6,841	5,219	5,219	5,219	פקדונות
4,410	3,844	3,052	3,136	2,858	2,858	2,858	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד, נטו
27,996	23,289	24,628	23,585	168,642	168,642	168,642	מסים נדחים
29,625	31,147	32,586	31,457	59,205	59,205	59,205	זכויות המיעוט
385,615	374,868	406,164	388,468	774,966	774,966	774,966	הון עצמי
714,501	888,505	840,169	954,658	1,492,602	1,647,399	1,697,399	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך + הון עצמי
1,455,291	1,466,739	1,569,261	1,492,251	2,122,679	2,200,078	2,250,078	סך המאזן

* יישום תקן 16 – שווי הוגן של נכסי נדל"ן להשקעה. אג"ח קיים: פרופורמה של מכירת אג"ח הנמצא ברשות חברה בת בהיקף של 155 מיליון ₪. אג"ח נוסף: גיוס אג"ח נוסף בהיקף של 100 מיליון ₪.

כאמור, לחברה התחייבויות בהצמדה לנין היפני המגובות על ידי הכנסות דולריות, כתוצאה מכך חושפת עצמה החברה לשינויים ביחסי השער בין מטבעות הדולר והנין. לצורך הדירוג התחייבה החברה ליישם מדיניות גידור כך שתוחלת ההפסד בגין חשיפה זו לא תעלה על 5% מההון העצמי של החברה. כמו כן מתחייבת החברה לחדש את הפוזיציות על חשיפה זו, ככל שיידרש, לאורך שנות האג"ח.

מאזן הצמדה לתאריך 30/9/2007			
סה"כ מט"ח	פר"ש	דולר	ני יפני
נכסים			
9,903		9,903	
פקדונות			
יתרות לקבל מחוזים חתומים פרויקט ימק"א			
36,165		36,165	b3,b4
70,306		70,306	c
116,374	-	116,374	-
סה"כ			
התחייבויות			
117,296	12,447	4,896	99,953
הלוואות מבנקים			
117,296	12,447	4,896	99,953
-922	-12,447	111,478	-99,953
סה"כ			
יתרה נטו			

יחסי איתנות וכיסוי

GAAP 31.12.2004	GAAP 31.12.2005	GAAP* 31.12.2006	GAAP* 30.9.2006	GAAP* 30.9.2007	אג"ח היים פרופורמה	אג"ח נוסף פרופורמה	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב ש. אלפי
1,350,435	1,386,215	1,458,251	1,399,451	2,022,011	2,099,410	2,149,410	CAP
920,076	969,700	999,584	961,560	1,019,198	1,096,597	1,146,597	חוב פיננסי
19,101	22,325	60,706	89,052	50,596	50,596	50,596	יתרות נזלות
900,975	947,375	938,878	872,508	968,602	1,046,001	1,096,001	חוב פיננסי נטו
44,938	47,128	29,372	28,670	42,831			הוצאות מימון
-13,376	-6,068	32,540	15,227	380			רווח נקי בניכוי שיערוכים
29%	28%	28%	28%	39%	38%	37%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
68%	70%	69%	69%	50%	52%	53%	חוב ל-CAP
10,921	19,185	58,624	39,379	25,600			FFO
10,707	19,185	77,434	58,189	25,600			חוב בניכוי רכישות מקרקעין
84.2	50.5	17.1	18.3	29.9			חוב פיננסי ל-FFO
85.9	50.5	12.9	12.4	29.9			חוב פיננסי ל-FFO בניכוי רכישות מקרקעין
16.5	15.0	14.6	19.4	13.3			חוב פיננסי ל-EBITDA בניכוי שיערוכים
1.2	1.4	2.3	1.3	1.3			חוב פיננסי ל-EBITDA בניכוי שיערוכים להוצאות מימון

* יישום תקן 16 – שווי הוגן של נכסי נדל"ן להשקעה. אג"ח קיים : פרופורמה של מכירת אג"ח הנמצא ברשות חברה בת בהיקף של 155 מיליון ש. אג"ח נוסף : גיוס אג"ח נוסף בהיקף של 100 מיליון ש.

נכון לתאריך 30.9.2007, לחברה יחסי הון עצמי למאזן ויחסי חוב ל – CAP טובים מהממוצע לחברות בתחום הנדל"ן. להערכת מידרוג, גם לאחר הגיוס עומדת החברה ביחסי החוב ההולמים את דירוגה.

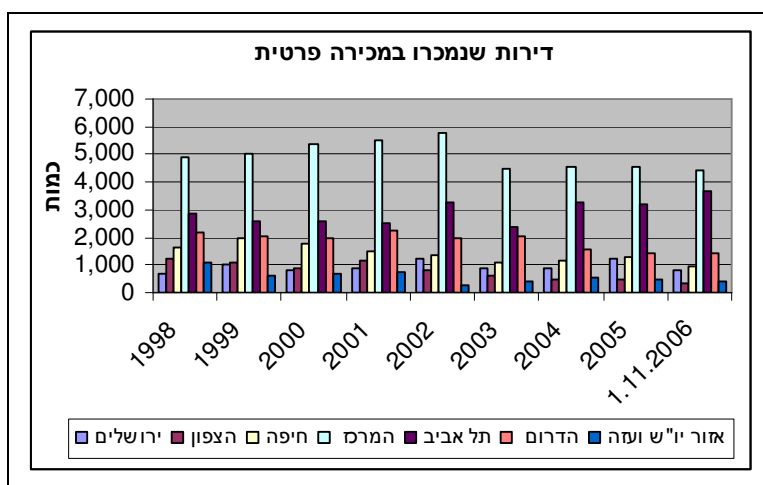
נכון לתאריך 30.9.2007, יחסי הכיסוי של החברה טובים יחסית לחברות נדל"ן מניב, אולם יחסים אלה מושפעים מן התזרים, הנובע מזרוע ייזום הנדל"ן של החברה, לפיכך, משתנים יחסי הכיסוי בהתאם להכרה של רווח המגיע ממכירת דירות.

מידרוג צופה, כי איתנות החברה תישחק במידת מה, עם המשך השקעת החברה בפרויקטים השונים הנמצאים בבנייה. נכון לתאריך דוח זה, אין לחברה פרויקטים מהותיים הנמצאים בשלבי סיום אשר יכולים להקל תזרימית ולאפשר המשך השקעה בפרויקטים קיימים, ללא מינוף נוסף.

נספח 2 – ענף הנדל"ן למגורים בישראל

בענף הנדל"ן למגורים ניתן לראות מגמה מעורבת של צמיחה בביקוש לדירות חדשות ודירות יוקרה באזורי ביקוש יחד עם ירידה בביקוש לדירות באזורי הפריפריה, הצפון והדרום. בחודשים ינואר – נובמבר 2006 חל גידול של 2% במספר הכולל של עסקאות במשק בדירות למגורים בהשוואה ל- 2005 וגידול של 22% לעומת שנת 2002. משקל הדירות החדשות מסך כלל הדירות עומד על כ-34%, והגידול המרכזי הינו בדירות חדשות בבניה עצמית ובדירות יוקרה באזורים ספציפיים. הנתונים על מכירת דירות חדשות במשק מצביעים על פערים ניכרים בין קבוצות אוכלוסיה ובין אזורים פריפריאליים למרכז, כאשר פערים אלו הולכים ומתעצמים. בחודשים ינואר - נובמבר 2006 חל גידול של 3% במספר הדירות למכירה בסקטור הפרטי. עם זאת, ישנה האטה במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי, שמתרכז בבנייה רוויה בדירות קטנות עד בינוניות באזורים פריפריאליים; בשנת 2006 חלה ירידה של 23% במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי. הגורמים שתרמו להאטה זו היו שיעורי האבטלה הגבוהים בפריפריה, ביטול המענקים בדיור לזכאי משרד הבינוי והשיכון וכן המלחמה בצפון, אשר האטה בצורה ניכרת את הפעילות ברבעון השלישי של השנה. גם בענף הביקוש לבנייה נראות מגמות מעורבות, האינדיקטורים המובילים הצביעו על גידול בעסקאות במשק ובמכירות של הסקטור הפרטי, וחלקם הצביעו על המשך מגמת ההאטה בבנייה, במיוחד בפריפריה.

להלן נתונים על ענף הבנייה בישראל:



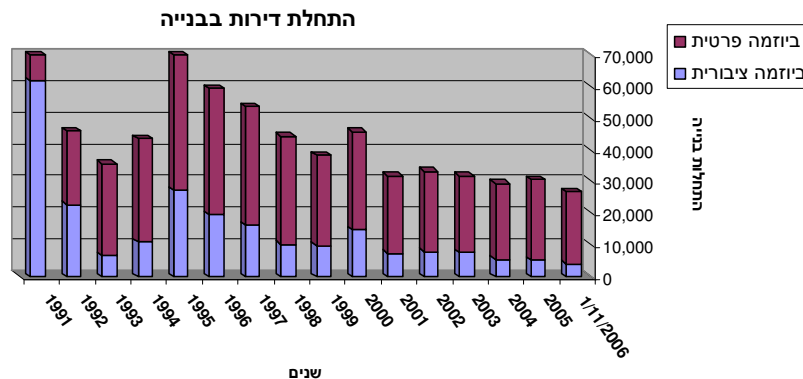
מקור: נתוני הלמ"ס ומשרד הבינוי והשיכון

מבנה ענף הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים בארץ מושפע ממספר אינדיקטורים מרכזיים:

- ביקוש לדיור:** מושפע מהיקף העלייה לארץ, שיעור האבטלה, רמת השכר, מענקים לזכאים ברכישת דירות ומענקים לאזורי פיתוח. בשנת 2006 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.
- שוק המשכנתאות:** מושפע בעיקר משיעור הריבית במשק. הפחתת הריבית בשנת 2006, בהמשך למגמת ההפחתה בריבית בשנים הקודמות וירידת מחירים כללית בשוק הדירות, הגדילו את הכדאיות היחסית ללקיחת משכנתא לטובת רכישת דירות. בדצמבר 2006 הגיעה הריבית הממוצעת על משכנתאות חופשיות ל-4.9% והריבית לטווח הארוך ל-4.8%. נוסף על כך, שוק המשכנתאות היה מושפע לטובה מיציבות בשיעור האינפלציה אשר מונעת עלית שיעור החוזר של לוקחי משכנתאות ומירידה של המע"מ מ-16.5% ל-15.5%.

ג. **היצע הדירות**: מלאי הדירות החדשות המוצע למכירה מצוי במגמת ירידה, הן במרכז והן בפריפריה. היקף התחלות הבנייה במשק בשנת 2006 מוערך בכ-30,000 דירות, שזהו הממוצע לחמש השנים האחרונות. אך עם זאת, קיימים הבדלים בהיקף ובקצב התחלות הבנייה בין הסקטורים כאשר בסקטור הפרטי נרשמה ירידה של 3% ב-2006 ואילו בסקטור הציבורי נרשמה ירידה של כ-17%, שהיא חלק ממגמת ירידה חדה שנראית בשנים האחרונות.



ד. **מחירי דירות**: מנתונים של הלמ"ס עולה כי חלה עלייה נומינלית של 1.7% במחירי הדירות בחודשים ינואר – נובמבר 2006, לאחר שלוש שנים של ירידות במחירים. ריאלי, נמשכת ירידת מחירים שהחלה ב-1998. לעומת זו נרשמה מדי שנה, בשלוש השנים האחרונות, עליית מחירים נומינלית של דירות באזור ירושלים, תל אביב והשרון. מסתמן שעלייה זו נובעת גם מרכישת דירות יוקרה באזורים אלו.

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 כוח 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. מעבר לכך הממשלה החליטה שהחל מספטמבר 2006 תצטמצם מכסת העובדים הזרים בענף הבניה בהדרגתיות עד לביטולה ב-2010.

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, המינהל אינו עומד ביעדי המכירות שנקבעו ע"י הממשלה. היעדר היצע מספק יכול לגרום להמשך עליית מחירי קרקעות.

ד. **פינוי-בינוי**: מדיניות פינוי-בינוי (כיום נקראת "התחדשות עירונית") החלה בשנות השישים של המאה הקודמת והוכרזה לראשונה כמדיניות רשמית של משרד השיכון בשנת 1998. השטחים המוכרזים כמתחמי פינוי בינוי הם בדרך כלל שכונות או אזורים דלילים או מדורדרים מבחינה חברתית וכלכלית. בשטחים אלה מבוצעת בדרך כלל הריסת המבנים ובנייה מחדש של שכונה צפופה יותר ובעלת תשתיות משופרות. בשטחים המוכרזים כמתחמי פינוי בינוי, ניתנות תוספות של זכויות בנייה והטבות מיסוי, כגון פטור מהיטל השבחה, פטור ממס שבח, מס מכירה ומס רכישה. כל אלה מעודדים התקשרות בין היזמים לדיירים במתחם. עד כה, על מנת לפנות בניין הייתה דרישת הסכמת 100% מהדיירים, עובדה שהקשתה מאוד על מבצעים אלו. לאחרונה עבר בקריאה שלישית בכנסת "חוק הדייר הסורר", שיאפשר לבצע פרויקטים של פינוי-בינוי בהסכמה של 80% מהדיירים בבתים משותפים בני לפחות 4 דירות.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
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
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.

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

דו"ח מספר : CREY200208255M

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"). 2008

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. 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