

מצלאוי חברה לבניה בע"מ

Baa1	דירוג Issue
------	-------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח סדרה א' בסכום כולל של עד 87 מ' ₪ מזה, סך של 25 מ' ₪ ישמש להחלפת חוב קיים והיתרה למימון פעילותה העסקית של החברה. אג"ח סדרה א' עומדות לפירעון ב-6 תשלומים שווים בין השנים 2010-2015, צמודות מדד ונושאות ריבית שטרם נקבעה. הדירוג מותנה בהנפקת הון בסכום שלא יפחת מ-45 מ' ₪.

פרופיל החברה

מצלאוי חברה לבניה בע"מ (להלן "החברה" או "מצלאוי") הוקמה והתאגדה ב-1977 בבעלותו של מר סמי מצלאוי אשר מחזיק בכ-90% מהחברה והיתרה בידי הגב' קלרה מצלאוי. החברה עוסקת בשלושה תחומים עיקריים:

(1) **ייזום ופיתוח מקרקעין** - בתחום פעילות זה מתמקדת החברה בעיקר בייזום, פיתוח, הקמה, שיווק ומכירה של פרויקטים בעיקר בתחום הבניה למגורים בישראל, לרבות על בסיס העיקרון של "פינוי-בינוי", על דרך של איתור המקרקעין, רכישתם, הקמת המבנים ומכירת היחידות. כמו כן מבצעת החברה פעילות יזמית של בניי משרדים ומבני תעשייה; החברה מעורבת כיום בכ-4 פרויקטים בהיקף של כ-362 יח"ד, פרויקטים של פינוי בינוי בהיקף של כ-294 יח"ד וכן לחברה פרויקטים בתכנון בהיקף של כ-800 יח"ד.

(2) **קבלנות בניה** - בתחום פעילות זה מתמקדת החברה בניהול וביצוע עבודות בניה, בעיקר של מבני מגורים בישראל, הן עבור צדדים שלישיים והן עבור פרויקטי ייזום עצמים; החברה מבצעת כיום פרויקטים בהיקף של כ-2,195 יח"ד מזה, פרויקטי ייזום של החברה בהיקף של כ-1,211 יח"ד.

(3) **נדל"ן מניב** - בתחום פעילות זה מתמקדת החברה בהחזקה וניהול של נכסים מניבים שהקימה במסגרת פיתוח המקרקעין כאמור לעיל או שנרכשו על ידה, בעיקר ביעוד למשרדים, וכן תעשיית היי-טק ומרכזים מסחריים, בבעלות בלעדית או משותפת בישראל. החברה מחזיקה ב-6 נכסים מניבים בשטח של כ-17,828 מ"ר ממוקמים באזור התעשייה באור יהודה.

נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ₪	31.03.2007	FY2006	FY2005	FY2004
הכנסות סה"כ	43,867	114,513	102,141	72,369
מזה, ממכירת דירות	33,638	70,617	51,363	26,908
מזה, מביצוע פרויקטים	5,761	32,359	40,965	41,050
רווח גולמי	13,953	27,435	15,294	9,051
הוצאות הנהלה וכלליות	4,663	15,868	12,359	10,298
רווח תפעולי	9,084	8,731	966	-3,153
הוצאות מימון	2,343	8,308	3,052	6,024
רווח נקי	4,514	38	-1,618	-12,604
מלאי בניינים למכירה	66,090	85,095	53,606	26,144
מלאי מקרקעין	45,584	49,591	45,532	46,447
נדלן להשקעה	139,773	70,101	64,607	63,239
חוב פיננסי	143,818	146,867	108,516	81,561
חוב נטו	135,959	131,743	88,106	74,739
הון עצמי לסך מאזן*	29%	15%	17%	25%
חוב ל-CAP	57%	80%	74%	67%

* יישום תקן 16 ברבעון הראשון של 2007 תרם כ-68 מ' ₪

מחברות:
לורי ונציה
אנליסטית

lauriev@midroog.co.il

אביטל איגנר
ראש צוות

a.igner@midroog.co.il

אשת קשר:
אביטל בר דיין, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים

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
www.midroog.co.il

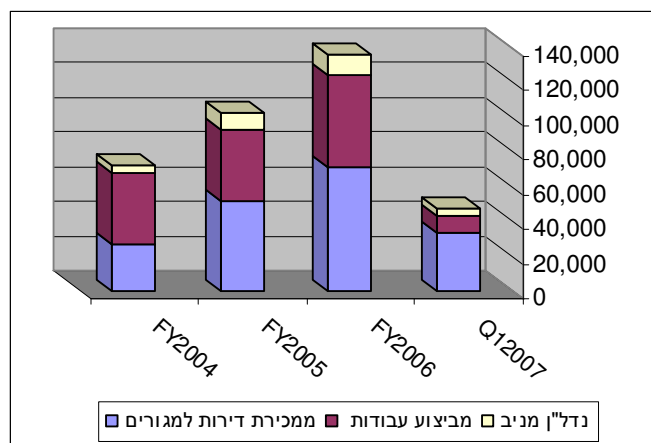
תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 18.7.2007. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

תיאור מאפייני פעילות החברה

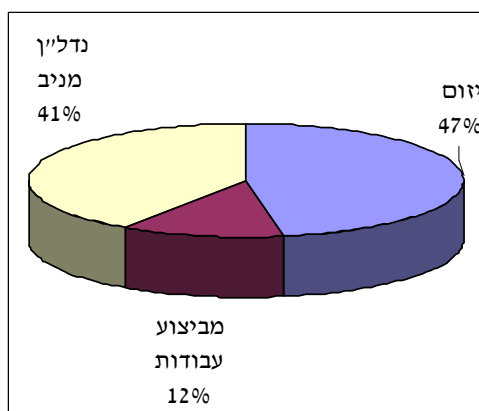
תחום הייזום תרם את מרבית הכנסות החברה בשנת 2006 אך תחום הנדל"ן המניב תורם חלק ניכר מהרווח הגולמי

תחום היזמות תרם את מרבית ההכנסות ברבעון הראשון של שנת 2007 ובשנת 2006; ההכנסות מתחום זה הסתכמו בכ-34 מ' ש"ח נכון לרבעון הראשון של 2007 - ובכ-71 מ' ש"ח נכון לשנת 2006. לעומת זאת, הנכסים המניבים של החברה התורמים חלק ניכר מהרווח הגולמי; נכון לשנת 2006 הרווח הגולמי מתחום הנדל"ן המניב עמד על כ-4 מ' ש"ח, זאת לעומת כ-4.7 מ' ש"ח מתחום הייזום וכ-1.2 מ' ש"ח מתחום הביצוע.

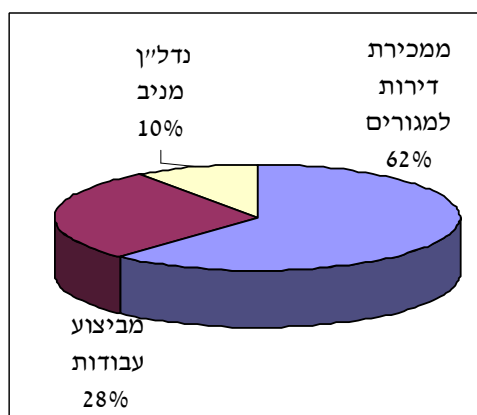
הכנסות לפי תחום פעילות (Q12007-2004)



רווחיות לפי תחום פעילות FY2006



הכנסות לפי תחום פעילות FY2006



פעילות החברה מאופיינת בריכוזיות גבוהה הן בתחום הייזום, והן בתחום הנדל"ן המניב. בתחום הייזום, מרבית הפעילות הינה בתחום הפינני בפרויקט יחיד בקריית אונו. בתחום הנדל"ן המניב, מרוכזים כל הנכסים המניבים של החברה ברחוב יחיד באזור התעשייה באור יהודה. יחד עם זאת, הפעילות מרוכזת באזורי ביקוש בלבד.

פיזור נמוך של פרויקטים בבנייה; מרבית היח"ד והרווח נובעים מפרויקט יחיד של פינני-בינוי בקריית אונו

לחברה כ-4 פרויקטים בבנייה בהיקף של כ- 362 יח"ד אשר ממוקמים בקריית אונו וביהוד. הפרויקט בקריית אונו (שלב ב' ושלב ג') הינו פרויקט של פינני בינוי בהיקף של כ-433 יח"ד, כ-2943 ללא יח"ד של הדיירים ונכון ל-31.03.2007 נמכרו בפרויקט כ-123 יח"ד המהווים את מרבית שלב א'. הרווח הגולמי צפוי להסתכם להערכת החברה בכ-92 מ' ש' ומהווים כ-80% מסך הרווח הצפוי מהפרויקטים בבנייה. הפרויקט הנוסף של החברה הינו פרויקט יזום באזור יהוד (שלב א' ושלב ב') בהיקף של כ-69 יח"ד עם רווח צפוי של כ-14 מ' ש'. הרווח הצפוי מהפרויקטים בבניה הינו גבוה וצפוי לעמוד על כ-27% בממוצע, להערכת החברה ועל סמך המכירות בפועל.

החברה הינה בין החברות הראשונות אשר הוציאו אל הפועל פרויקטים של פינני בינוי ופיתחה מיומנות בתחום זה

נכון ל-31.03.2007 לחברה כשני פרויקטים של פינני-בינוי בביצוע בהיקף של כ-433 יח"ד (כולל דירות של בעלי הקרקע) הממוקמים בקריית אונו ועוד כחמישה פרויקטים בתכנון בשלבים שונים של אישורים, כאשר רק עבור הפרויקט בכפר סבא הוחתמו 100% מהדיירים.

פרויקטים בבניה

חלק החברה בלבד

פרויקטים בבניה	מיקום	% אחזקה	% השלמה	% מכירות	שותפים	יח"ד לדוח	הכנסות צפויות	השקעה צפויה	סה"כ רווח לפרויקט	שיעור רווח גולמי
קרית אונו – פינני-בינוי	קרית אונו	100%	98.8%	76.5%	NA	113	121,828	98,255	23,573	19%
קרית אונו – פינני-בינוי	קרית אונו	100%	5.0%	-	NA	181	190,050	121,500	68,550	36%
מגדלי הסביונים יהוד שלב א'	יהוד	50%	70.3%	70.1%	אפריקה ישראל	33.5	27,791	21,860	5,931	21%
מגדלי הסביונים יהוד שלב ב'	יהוד	50%	68.0%	-	אפריקה ישראל	35	31,200	23,060	8,140	26%
סה"כ						362.5	370,869	264,675	106,194	27%

לחברה 7 פרויקטים בתכנון בהיקף של כ- 800 יח"ד - העיקריים שבהם ממוקמים בקריית אונו והנם פרויקטי פינני בינוי

לחברה כ-7 פרויקטים בתכנון בהיקף של כ-800 יח"ד הכוללים גם שטחי משרדים בהיקף של כ-21,000 מ"ר. הפרויקטים כוללים כארבעה פרויקטים של פינני-בינוי בקריית אונו, כפר סבא ויהוד וארבעה פרויקטים של ייזום ביהוד, בית דגן וברמת גן. הפרויקטים צפויים לתרום להערכת החברה הכנסות בהיקף של כ-878 מ' ש' ורווח גולמי של כ-159 מ' ש', כ-18%.

פרויקטים בתכנון

פרויקטים בתכנון	מיקום	% אחזקה	השותפים	יח"ד צפויות 100%	יח"ד לדוח חלק החברה	השקעה צפויה חלק החברה
מגדלי הסביונים שלב ג'	יהוד	50%	אפריקה ישראל	140	70	23,060
כפר סבא-פינוי בינוי	כפר סבא	100%	NA	120	80	61,500
כלנית קריית אונו	קריית אונו	100%	NA	368	276	220,000
בר יהודה-יזמות	קריית אונו	50%	אפריקה ישראל	745	267	235,000
בית דגן	בית דגן	100%	NA	11	11	6,800
שוק אשכנזי	יהוד	50%	אפריקה ישראל	186	93	52,500
חילוון ר"ג- שלב א'	רמת גן	90%	NA	15,000 מ"ר	משרדים	62,100
חילוון ר"ג- שלב ב'	רמת גן	90%	NA	6000 מ"ר	משרדים	35,550
סה"כ בתכנון				5701	797	696,510
סה"כ יזום (בבניה + תכנון)				9321,	1,209	1,000,055

החברה הינה הראשונה בישראל המבצעת ומשלימה פרויקטים של פינוי בינוי במתכונת של התחדשות

עירונית בשונה מפרויקטים של שיקום שכונות אשר נעשו בעבר

פרויקטים של פינוי-בינוי הינם פרויקטים של התחדשות עירונית, שמטרתם לגרום לניצול יעיל יותר של הקרקע, התשתיות ומוסדות הציבור באזורים מבונים בדרך כלל בשכונות ישנות ובבניינים ישנים במסגרת הפרויקטים של החברה בתחום ייזום הבנייה למגורים ישנם פרויקטים במתכונת של "פינוי-בינוי". פרויקטים אלה הינם פרויקטים של התחדשות עירונית, שמטרתם לגרום לניצול יעיל יותר של הקרקע, התשתיות ומוסדות הציבור באזורים מבונים, בדרך כלל בשכונות ישנות ובבניינים ישנים שנבנו לפני עשרות שנים, על-ידי הריסת הבניינים הישנים ובניית חדשים ותשתיות חדשות במסגרת שכונה חדשה המתוכננת על-פי סטנדרטים של שנות ה-2000, וזאת באמצעות תוספת זכויות בנייה באזורים אלה. הגורמים הבאים הם התורמים להצלחת הפרויקטים: תוספת זכויות בניה; קיום ודאות תכנונית; ויצירת קשר בין הדיירים והיזמים.

בפרויקטים אלו, זכאי היזם ליתרת זכויות הבניה במתחם מעבר לזכויות הבניה בגין יחידות הדיור החלופיות המיועדות למפונים

במסגרת פעילות החברה המבוססת על עיקרון ה"פינוי בינוי", החברה פועלת ליצירת מסגרת חוזית עם דיירי מתחמים שונים, לפיה יפנו הדיירים את דירתם הישנה, יקבלו מימון לשכירת דירה לתקופת הפינוי ולאחר מכן יקבלו דירה חדשה בפרויקט שיוקם. מימושם של הפרויקטים מותנה, בין היתר, באישור תוכנית בנין עיר חדשה (תב"ע) (ככל ואין תכנית בנין עיר תקפה המאפשרת את ביצוע הפרויקט); בקבלת הסכמת כל הדיירים להתפנות מהמקרקעין ופינויים בפועל; בהחלת הסדר מיסוי אשר יבטיח כי החלפת דירות המגורים הקיימות בדירות חלופיות תהיה פטורה מתשלום מס שבח ו/או מס הכנסה, מס מכירה ומס רכישה בגין החלפת הדירות, מהיטל השבחה וממס ערך מוסף; בפטור מתשלומים כלשהם למנהל מקרקעי ישראל וכדומה. בדרך כלל, בתמורה לפעילותה, זכאי היזם, בכפוף להתקיימות התנאים המתלים המפורטים לעיל, ליתרת זכויות הבניה במתחם מעבר לזכויות הבניה בגין יחידות הדיור החלופיות המיועדות למפונים.

במקרים בהם החברה רוכשת זכויות בקרקעות, הרכישה נעשית במסגרת הסכמים עם יחידים או תאגידים במספר מתכונות, כאשר לכל מתכונת מאפיינים עיקריים הדומים במרבית העסקאות מאותו הסוג. השינויים בין העסקאות נובעים בעיקרם מההסכמות עם בעלי הזכויות בקרקע ומאפייניהם הייחודיים של המקרקעין והעסקה. בחלק מהעסקאות, התקשרות החברה לרכישת קרקעות נעשית במסגרת הסכמי מכר מותנים, היות והקרקעות אותן רוכשת החברה מחייבות שינוי ייעוד לצורך הקמת מבנים המיועדים

למגורים. כמו כן, במקרים מסוימים בהם התב"ע החלה על המקרקעין אינה מאפשרת זכויות בניה בהיקף, בשימושים ו/או בתכנון המתאימים לתוכנית העסקית של החברה, פועלת החברה לתיקון או שינוי התב"ע על-מנת להתאים את התכנון לתוכניתה כאמור, ועל-מנת להשביח את המקרקעין, בין היתר, בדרך של הגדלת זכויות הבניה, שינוי השימושים המותרים במקרקעין ו/או שינוי תכנון הבניה.

פרויקט קריית אונו הינו הפרויקט הראשון של פינוי-בינוי במדינת ישראל בהיקף של למעלה מ- 500 יח"ד אשר יצא לפועל.

החברה זכתה במכרז של החברה הכלכלית של עיריית קריית אונו בסוף שנת 2000, לביצוע פינוי-בינוי בשכונת שאול המלך. התב"ע תוכננה מחדש והשינוי העיקרי שנעשה היה איחוד וחלוקה של המגרשים, בינוי טוב יותר והוספה של כ- 40 יח"ד ללא תוספת שטחים עיקריים. באמצע שנת 2002 החברה סיימה להחתים את כל הדיירים בשני הבניינים הראשונים והודעות פינוי ניתנו בספטמבר 2002. בחודש מרץ 2003 נהרס הבניין הראשון ובמאי 2003 הבניין השני. נכון ל-31.03.2007, נבנו כ-272 יח"ד ונמכרו כ-127 יח"ד + 110 יח"ד לדיירים שפונו.

פרויקט פינוי-בינוי

פרויקט/ קרקע	מיקום	יח"ד קיימות (בעלי קרקע)	יח"ד מתוכננות	חלק החברה	מועד תחילת עבודה משוער	עלות ⁽³⁾ משוערת לפרויקט (כולל יח"ד לדיירים)	מצב תכנוני סטטוטורי ⁽¹⁾
פרויקטים בתכנון							
כפר סבא	כפר סבא	40	120 ⁽²⁾	100%	ספטמבר 2007	61,500	תב"ע אושרה למתן תוקף.
הכלנית	קרית אונו	92	368 ⁽²⁾	100%	אוקטובר 2008	220,000	תב"ע אושרה ע"י הנהלת העיר לדיון בוועדה המקומית.
בר יהודה	קרית אונו	212	745 ⁽²⁾	50%	דצמבר 2008	470,000	תב"ע אושרה ע"י הנהלת העיר לדיון בוועדה המקומית.
שוק אשכנזי	יהוד	(4)	186 ⁰	50%	אוקטובר 2007	105,000	ניתן תוקף לתב"ע
פרויקטים שתכנונם לא החל							
רמת שיקמה	רמת גן	140	700 ⁽²⁾	33.3%	פברואר 2009	392,000	התב"ע הומלצה ע"י הוועדה המקומית ונמצאת לקראת דיון בוועדה המחוזית.
טאגור אינשטיין	תל אביב	294	1,026	50%	אפריל 2009	718,200	תוכנית בהכנה
יד לבנים	פתח-תקוה	324	1,400	50%	דצמבר 2008	770,000	תוכנית בהכנה
לוי אשכול מזרח ⁽²⁾	קרית אונו	320	1,280	50%	פברואר 2009	793,000	תוכנית בהכנה
סה"כ		1,422	5,825			3,529,700	

- (1) חלק מהנתונים מתייחסים למידע צופה פני עתיד, הואיל ואישור תכניות כאמור, כרוך, בין היתר, בהליכים סטטוטוריים שאינם בשליטת החברה. הנתונים כאמור משקפים את כוונת החברה בלבד, ואין כל וודאות כי התכניות שהוגשו ו/או יוגשו על ידי החברה יאושרו (אם בכלל) במלואן ו/או באופן חלקי.
- (2) סה"כ יחידות דיור לבניה בפרויקט כולל יחידות דיור שיוקצו לבעלי קרקע.
- (3) עלות למלוא הפרויקט
- (4) בפרויקט זה כ- 50 מחזיקים לא מוגנים בדוכנים שכל מחזיק יקבל חנות במרכז המסחרי שיבנה בפרויקט.

פיזור נמוך מאוד של נכסים מניבים; כל הנכסים ממוקמים ברחוב אחד באזור התעשייה באור יהודה

לחברה שישה נכסים מניבים הממוקמים באור יהודה. שלושה מתוכם משמשים את המכללה האקדמית קריית אונו והיתר משמשים כבנייני משרדים. סך הנכסים תרמו כ-11.5 מ' ש"ח הכנסות משכירות בשנת 2006 וכ-9.8 מ' ש"ח בשנת 2005. סך ההכנסות השנתיות מן המכללה האקדמית עומדות על כ-5.4 מ' ש"ח על פי חוזי השכירות הקיימים כיום. מועד פקיעת החוזה/ים עם המכללה האקדמית צפויים לשנת 2008 ולשנת 2016. התשואה הממוצעת על השווי ההוגן של הנכסים עומדת על כ-9%.

תיאור נכסים מניבים

בניין	מיקום	שטח (במ"ר)	שיעור אחזקה	ייעוד	מספר שוכרים	שיעור תפוסה	הכנסות משכירות		שווי הוגן ליום	שיעור תשואה
אלפי ש"ח							2005	2006	ל- 31.03.2007	
בניין אביב 2000	אור יהודה	6,069	100%	משרדים ומסחר	16	98%	4,624	4,575	49,803	9%
בניין מניפה	אור יהודה	6,235	100%	מכללה	2	100%	3,356	4,320	50,776	9%
בניין העמל 1 - בניין משה אביב*	אור יהודה	1,544	100%	משרדים	12	100%	1,376	844	10,068	8%
בניין העמל 3 - בניין משה אביב*	אור יהודה	1,890	100%	מכללה	1	100%	0	605	12,172	5%
הבנין הצפוני	אור יהודה	1,133	30%	מכללה	1	100%	0	214	9,101	11%
הבנין הדרומי	אור יהודה	957	20%	מע"צ	1	100%	457	979	7,853	8%
סה"כ		17,828			33		9,813	11,537	139,773	9%

* לא כולל כ-520 מ"ר שטח משרדים השייכים לחברה

החברה מבצעת פרויקטים עבור חברות איתנות בתחום יזום בניה למגורים ובפרט אפריקה ישראל ואזורים

לחברה כ-8 פרויקטים בתחום הביצוע אותם היא מבצעת עבור עצמה ועבור צדדים שלישיים. הפרויקטים מבוצעים עבור חברות איתנות ובעיקר עבור אפריקה ישראל ואזורים. היקפי הפרויקטים בביצוע כיום עומדים על כ-2,195 יח"ד וצפויים על פי החוזים עם חברות היזום להסתכם בכ-962 מ' ש"ח. שיעור הרווחיות הממוצע הצפוי בפרויקטים אלה, יעמוד להערכת החברה על כ-13%.

תיאור פרויקטים בביצוע, (אלפי ש"ח)

פרויקטים בביצוע	מיקום	מבוצע עבור	% השלמה	תחילת בנייה	חודשים לביצוע	יח"ד לדוח	הכנסות צפויות – 100%
יהוד -אפריקה ישראל שלב א'	יהוד	אפריקה-מצלאוי	70%	2005	24	*140	*70,000
יהוד -אפריקה ישראל שלב ב'	יהוד	אפריקה-מצלאוי	0%	Nov-07	30	*140	*42,500
קריית ספר שלב ב'	קריית ספר	נאות הפסגה	0%	Mar-07	30	224	63,000
שער הים -ראשל"צ- שלב א'	ראשל"צ	אפריקה-אזורים	0%	May-07	27	160	87,505
שער הים-ראשל"צ - שלב ב'	ראשל"צ	אפריקה-אזורים	0%	Nov-08	48	480	219,950
פ"ת אפריקה ישראל	פתח תקווה	אפריקה	0%	Jul-07	33	120	47,000
בר יהודה -יזמות	בר יהודה	אפריקה-מצלאוי	0%	Dec-08	48	*745	*345,000
שוק אשכנזי	יהוד	אפריקה-מצלאוי	0%	Oct-07	36	*186	*87,675
סה"כ ביצוע						2,195	962,630

* כולל חלק החברה המבוצע עבור עצמה.

בשנים 2002-2005 סיימה החברה 5 פרויקטים של יזום בהיקף של כ-313 יח"ד אשר תרמו להכנסות החברה כ-217 מ' ₪ ותרמו לרווח הגולמי כ-36 מ' ₪. שיעור הרווח הגולמי מן הפרויקטים הללו עמד על כ-21.82% בממוצע

תיאור פרויקטים היסטוריים

אלפי ₪	מס' יח"ד	סה"כ הכנסות	רווח גולמי	שיעור רווח גולמי
אחוזת גן	67	38,192	8,703	22.79%
בית דגן	150	80,010	17,872	22.34%
משתלה	48	33,585	6,778	20.18%
הורדים	36	48,801	10,551	21.62%
בית סמרה	6	5,852	1,146	19.58%
סך הכל	307	206,440	45,050	21.82%

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

עד למועד גיוס ההון החברה הייתה חברה פרטית בבעלות משפחת מצלאוי

החברה נוסדה בשנת 1977 כחברה פרטית בבעלות מר סמי מצלאוי. מר מצלאוי מחזיק בכ-90% והיתרה בידי אשתו הגב' קלרה מצלאוי. החברה מתכוונת להנפיק את מניותיה לציבור באופן שמר מצלאוי ישאר בעל השליטה בחברה.

קיימת התקשרות למתן שירותי ניהול בין החברה לבין חברה בשליטתו של מר מצלאוי

ביום 31.03.2007 מר מצלאוי התפטר מתפקידו בחברה בשל שינויים ארגוניים הצפויים בחברה ובכלל זה הנפקת החברה והפיכתה לציבורית. במאי 2007 אישרה האספה הכללית של החברה התקשרות למתן שירותי ניהול בין החברה לבין חברה בבעלותו של מר מצלאוי, לפיה תעניק שירותי ניהול באמצעות מר מצלאוי אשר יכהן כיו"ר דירקטוריון פעיל של החברה החל מיום 1.04.2007. מר מצלאוי יעניק לחברה שירותי ניהול קבלן חיצוני ומבלי שיתקיימו בינו לבין החברה יחסי עובד-מעביד. לחברה הסכם לתשלום דמי ניהול ליו"ר הדירקטוריון בסך של כ-3.0 מ' ₪ לשנה.

הנהלה מנוסה, בעלת ניסיון רב בתחום הנדל"ן - ניכרת תלות הן במר מצלאוי והן במנכ"ל החברה מר שוקי דוידוביץ'

החברה מנוהלת על ידי מר סמי מצלאוי אשר לו ניסיון רב שנים בתחום הנדל"ן בישראל בכלל ובתחום הביצוע בפרט. מר מצלאוי בקיא ומעורב אישית בכל הפרויקטים שהחברה מבצעת. מעורבתו האישית בביצוע הפרויקטים תורמת באופן מהותי לפעילותה של החברה. כמנכ"ל החברה משמש מר יהושע דוידוביץ' שמכהן בתפקידו מזה 10 שנים. בעבר מר דוידוביץ' כיהן כמנכ"ל עיריית אור יהודה וכמנכ"ל עיריית בני ברק בוועדה הקרואה. למר דוידוביץ' קשרים ענפים בענף הנדל"ן וניסיון רב בתחום הייזום עם התמחות ב"פינוי-בינוי". ניסיונם של מר מצלאוי ומר דוידוביץ' וקשריהם בתחומי פעילות החברה תורמים מהותית לפעילות החברה ולקביעת האסטרטגיה העסקית.

בעלי תפקידים בחברה

תפקיד	
יו"ר דירקטוריון	מר סמי מצלאוי
מנכ"ל	מר יהושע דוידוביץ'

חשב	מר דניאל הורנשטיין
-----	--------------------

החברה פועלת באמצעות מטה מרכזי שמעניק סיוע מנהלי ולוגיסטי לביצוע הפרויקטים השונים

החברה פועלת באמצעות מטה המרכז את פעילותה ומעניק סיוע מנהלי ולוגיסטי לביצוע הפרויקטים השונים בתחומי פעילותה, לרבות בענייני כספים, שיווק ותכנון והנדסה. ניהול הפרויקטים מתבצע באמצעות צוותים ניהוליים אשר בראשם, לרוב, מנהלי פרויקט ומנהלי עבודה. בפרויקטים רחבי היקף ומורכבים כולל הצוות גם מהנדסי ביצוע.

בחברה מועסקים 58 עובדים קבועים ומספר גדול של עובדים זרים אשר מספרם נקבע בהתאם להיקפי הפרויקטים בהם מעורבת החברה

אסטרטגיה עסקית

- תחום הייזום – התרחבות באמצעות הגדלת פעילות באזורי ביקוש בלבד תוך התמקדות בפלח השוק הבינוני גבוה ויצירת שותפויות אסטרטגיות עם חברות מובילות בתחום הבניה למגורים.
- תחום פינוי בינוי – ניצול הידע שנצבר במסגרת פעילות הפינוי בינוי שביצעה החברה בשנים האחרונות בקרית אונו לביצוע פרויקטים נוספים של פינוי בינוי בהיקפים גבוהים.
- תחום הביצוע – הגדלת הפעילות באמצעות חבירה לשותפים עסקיים אסטרטגיים
- בחינת כניסה לפעילות בחו"ל אשר תתרום לפיזור הגיאוגרפי ובכלל זה נבחנת כניסה לתחום ייזום נדל"ן למגורים ברומניה (Baa3) וגרמניה (Aaa).

דירקטוריון החברה אישר מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 20% מהרווחים הראויים לחלוקה בכפוף ליחס הון עצמי לסך מאזן לאותה שנה של לפחות 27%

החברה לא חילקה דיבידנדים בשנתיים האחרונות, אך לחברה רווחים ראויים לחלוקה בסך של כ-93 מ' ₪ נכון ל-31.03.2007. ביולי 2007 אימץ דירקטוריון החברה מדיניות חלוקת דיבידנד, לתקופה של 4 שנים, בה תחלק החברה לבעלי מניותיה דיבידנד בשיעור של עד 20% מהרווחים הראויים לחלוקה כפי שיהיו בדוחות השנתיים באותה שנה, וזאת בכפוף לכך שיחס ההון העצמי למאזן, באותם דוחות שנתיים, לא יפחת מ-27% וכן בכפוף למצב תזרים המזומנים של החברה, מידת הזדקקותה למזומן למימון פעילותה כפי שתהיה באותו מועד ו/או פעילותה העתידית הצפויה ו/או המתוכננת.

חוזקות

- בעל השליטה בחברה, מר סמי מצלאוי, ומנכ"ל החברה, מר יהושע דוידוביץ', תורמים תרומה ניכרת לפיתוח העסקי באמצעות קשריהם העסקיים ויכולתם בבחירת פורטפוליו הנכסים והפרויקטים. מאידך, שדירת הניהול הינה מצומצמת וניכרת תלות במר מצלאוי ומר דוידוביץ'.
- ניסיון מוצלח בביצוע פרויקט רב היקף של פינוי בינוי ויצירת מומחיות אשר מגדילה את סיכויי ההיתכנות של פרויקטים דומים ובעיקר באזורי הפעילות הקיימים.
- החברה נהנית מסינרגיה בין שני תחומי הפעילות העיקריים, הייזום והביצוע. פעילות החברה בתחום הביצוע מאפשרת את התאמת קצב הבניה לקצב המכירות כך שאינה תלויה בחוזים קשיחים של קבלנים חיצוניים.

- פעילות בתחום הנדל"ן המניב תורמת להקטנת רמת הסיכון בפעילות החברה ותורמת ליציבות תזרים המזומנים.
- יש לחברה שליטה בפרויקטים המרכזיים שלה ואינה מחזיקה בפחות מ-50% בפרויקטי ייזום. לחברה מספר פרויקטים עם שותפים אסטרטגיים ואיתנים כמו אפריקה ישראל ואזורים.
- בתחום הביצוע מתקשרת החברה בעיקר עם לקוחות איתנים כמו אפריקה ישראל ואזורים.
- הנפקת החברה והפיכתה לחברה ציבורית תגדיל את השקיפות כלפי מחזיקי האג"ח, ויכולה להגדיל את הנגישות של החברה למקורות מימון ולפיכך לתרום לגמישות הפיננסית שלה.

גורמי סיכון עסקיים

חשיפה לסיכונים מאקרו כלכליים אשר משפיעים על הפעילות בענף הנדל"ן

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים, הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים ובניה. בעשור האחרון סבל ענף הבנייה למגורים ממיתון ארוך ומתמשך, אך בשנתיים האחרונות ניכרת התאוששות המוגבלת לאזורי הביקוש בעיקר במרכז הארץ.

התמקדות בפעילות ייזום בנייה למגורים ותחום הביצוע המאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית

שנים מתחומי הפעילות העיקריים של החברה, תחום הייזום ותחום הביצוע, מאופיינים ברמת סיכון גבוהה יחסית. מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון הטמונה בפעילות הייזום הינה גבוהה יחסית בשל מאפייניו הייחודיים ובפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, השגת תב"ע והיתרים, השגת מימון, השקעה בבניה, שינויים במחירי תשומות הבניה וזמינות כח אדם לבנייה. רמת הסיכון הטמונה בפעילות שכן היא תלויה זמינות כח אדם לבניה, שכר עבודה ועלות חומרי גלם לבניה. מידרוג מעריכה כי הצמדת עלות העבודות למדד תשומות הבניה יכולה להקטין באופן משמעותי סיכונים אלה. החברה מצמידה את חוזי הביצוע שלה באופן מלא למדד תשומות הבניה.

פעילות ריכוזית ביותר בתחום הייזום ובתחום הנדל"ן המניב

פעילות החברה בתחום הייזום הינה ריכוזית מאוד. מרבית יח"ד הדיור בביצוע מרוכזות בפרויקט הפינוי בינוי בקריית אונו. בחינת הפרויקטים בתכנון מצביעה על ריכוזיות גבוהה של יח"ד מתוכננות בקריית אונו, אף הם בפרויקט פינוי בינוי. גם בתחום הייזום ניכרת ריכוזיות גיאוגרפית גבוהה. כל הנכסים המניבים של החברה ממוקמים ברחוב יחיד באזור התעשייה באור יהודה וכמחצית מההכנסות משכירות מתקבלות משוכר יחיד. יחד עם זאת, פעילות החברה מרוכזת באיזורי ביקוש בלבד.

תחרותיות גבוהה, חסמי כניסה נמוכים ושולי רווח נמוכים בתחום הקבלנות לבנייה

ענף הבניה בישראל הינו ענף רווי מתחרים. סף הכניסה הינו נמוך, היות והכישורים ההנדסיים הנדרשים לביצוע עבודות הקבלנות הינם נמוכים יחסית. כתוצאה מכך, קיימות בישראל אלפי חברות הפועלות כקבלן מבצע של פרויקטים לבניה, המסוגלות לבצע את השירותים אותם מעניקה החברה. בנוסף פועלים בתחום "קבלנים מזדמנים" רבים, המציעים למזמינים עבודות קבלנות, במחירים נמוכים ובשיעורי רווחיות נמוכים. המיתון המתמשך בענף הבנייה בישראל, שהביא לקיטון בביקושים, גרם להחרפת התחרות בישראל.

הוצאות הנהלה וכלליות גבוהות ביחס להיקפי פעילות החברה

בשנים האחרונות היו לחברה הוצאות הנהלה וכלליות גבוהות אשר עמדו על כ-16 מ' ש בשנת 2006 וכ-12 מ' ש בשנת 2005. החלק הארי מהוצאות אלה הינן הוצאות שכר אשר מתוכנן סכום של כ-6 מ' ש הינו

הוצאות שכר לבעל השליטה מר סמי מצלאוי ומשפחתו. לאחר הנפקת מניות החברה בבורסה, התחייב בעל השליטה להקטין את שכרו לכ-250 אלף ₪ בחודש.

גורמי סיכון פיננסיים

גמישות פיננסית נמוכה

הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה יחסית שכן אין לחברה יתרות מזומן בהיקפים משמעותיים, כל נכסיה משועבדים לטובת הלוואות מבנקים, החברה אינה מחזיקה במסגרות אשראי בלתי מנוצלות וטרם הוכיחה נגישות לשוק ההון. יחד עם זאת, החברה מעריכה כי רמת המינוף של נכסיה המניבים הינה נמוכה יחסית ויש באפשרותה ליטול הלוואות בגין נכסים אלו בהיקף של כ-50 מ' ₪ נוספים. לאחר ההנפקה ועל פי הערכת החברה, יעמדו יתרות המזומן על כ-8 מ' ₪.

איתנות פיננסית טובה יחסית ערב ההנפקה אשר צפויה להרעה מסוימת לאחר גיוס החוב ומינוף

ערב הגיוס, האיתנות הפיננסית של החברה היתה טובה יחסית. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד על כ-29% ויחס החוב ל-CAP עמד על כ-57% נכון ל-31.3.2007. ורשם שיפור לעומת יחס הון עצמי למאזן של כ-15% ויחס חוב ל-CAP של כ-80% נכון ל-31.12.2006. עיקר השיפור ביחסי האיתנות הפיננסית נובע משיערוך הנכסים המניבים לפי תקן 16 אשר תרם כ-68 מ' ₪ כאמור לעיל. יחסי האיתנות פרפורמה אשר כוללים גיוס הון בסכום של 45 מ' ₪ והגדלת חוב בסך של כ-62 מ' ₪ (לפני מינוף) הינם טובים ויחס ההון העצמי לסך מאזן עומד על כ-29% ויחס החוב ל-CAP על כ-61%. יחסי האיתנות פרפורמה לאחר מינוף תמורת ההנפקה בכ-60% כך שסך הגידול בחוב יעמוד על כ-150 מ' ₪, צפויים להרעה מסוימת כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן ירד לכ-27% ויחס החוב ל-CAP יעלה לכ-66%. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות הפיננסית לאחר גיוס החוב תואמים את דירוג החברה.

חשיפה מטבעית הנובעת מנטילת הלוואות צמודות למט"ח שונים בעוד ההכנסות צמודות לשקל ובחלקן לדולר. חלק מתמורת ההנפקה תשמש למחזור הלוואות אלה

חלק מההלוואות הבנקאיות אותן נטלה החברה צמודות למט"ח שונים אשר אינם תואמים את מטבע הפעילות. מידרוג מעריכה כי פעילות זו חושפת את החברה לשינויים בשערי המטבעות והחברה אינה מגדרת חשיפה זו. חלק מתמורת ההנפקה תשמש למחזור הלוואות אלה. החברה מתחייבת שלא ליצור חשיפה מטבעית שלא במסגרת עסקיה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בהיקף ויציבות תזרים המזומנים
- גידול בהיקפי הפעילות תוך הגדלת הפיזור הגיאוגרפי ופיזור הפרויקטים
- שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת יכולת נגישות לשוק ההון

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן ירד מ-27%
- ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- מדיניות דיבידנד ו/או דמי ניהול אגרסיביים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית
- עזיבת אנשי מפתח
- הסטת משקל מהותי מן הפעילות למדינות המדורגות בדירוג נמוך

ניתוח פיננסי

תנודתיות בהכנסות ממכירת דירות. החברה מציגה שיעורי רווחיות גולמית גבוהים בתחום הייזום

הכנסות החברה ממכירת דירות למגורים היו תנודתיות בשנים האחרונות ותלויות גם באופן ההכרה בהכנסות. עיקר ההכנסות בשנים האחרונות התקבל מהפרויקטים בקריית אונו ומגדלי הסביונים ביהוד.

הכנסות החברה ממכירת דירות עמדו בשנת 2005 על כ-51 מ' ש' ונבעו בעיקר מפרויקט אונו הירוקה (כ-21 מ' ש') וכן ממכירת 50% מפרויקט מגדלי הסביונים לאפריקה ישראל (כ-25 מ' ש'). בשנת 2006 הסתכמו ההכנסות ממכירת דירות כ-71 מ' ש' בעיקר מפרויקט אונו הירוקה (כ-61 מ' ש') ותחילת מכירות במגדלי הסביונים (8.6 מ' ש'). ברבעון הראשון של שנת 2007 עמדו ההכנסות ממכירת דירות על כ-34 מ' ש' וכללו הכנסות מאונו הירוקה בסך של כ-22 מ' ש', מגדלי הסביונים בסך של כ-4.6 מ' ש' ומכירת מקרקעין ברעננה בסכום של כ-6.7 מ' ש'.

שיעורי הרווחיות ממכירת דירות הינם גבוהים יחסית בשנים אלו ועמדו על כ-14% בשנת 2005, כ-25% בשנת 2006 וכ-24% ברבעון הראשון של שנת 2007.

בחינת פרויקטים הסטוריים של החברה מצביעה על כך שהחברה רושמת רווחיות גולמית טובה יחסית בתחום הייזום. הרווח הממוצע בפרויקטי ייזום של החברה בשנים האחרונות עמד על כ-21.82%.

רווחיות פרויקטי ייזום בשנים האחרונות

אלפי ש'	יח"ד	הכנסות	רווח גולמי	שיעור רווח גולמי
אחוזה גן	67	38,192	8,703	22.79%
בית דגן	150	80,010	17,872	22.34%
משתלה	48	33,585	6,778	20.18%
הורדים	36	48,801	10,551	21.62%
בית סמרה	6	5,852	1,146	19.58%
סה"כ	307	216,778	36,017	21.82%

רווחיות טובה בתחום ביצוע פרויקטים על אף ירידת המרווחים בענף בשנים האחרונות

הכנסות תנודתיות נרשמו בשנים האחרונות מביצוע עבודות. בשנת 2004 עמדו ההכנסות ממגזר זה על כ-41 מ' ש' בדומה לשנת 2005, כ-54 מ' ש' בשנת 2006 וכ-9 מ' ש' ברבעון הראשון של שנת 2007. תחום הביצוע מאופיין בתנודתיות הנובעת מאופי ההתקשרות אשר הינה לפי פרויקט.

רווחיות תחום הביצוע בחברה הינה תנודתית אך גבוהה יחסית לממוצע הענף ועמדה בממוצע השנים האחרונות על כ-11%. החברה הצליחה לשמור על רווחיות בתחום הביצוע על אף ירידת המרווחים ששררה בענף הביצוע בשנים האחרונות.

עליה בהכנסות מדמי שכירות בשנים האחרונות

הכנסות החברה מדמי שכירות תורמות שיעור נמוך יחסית מסך ההכנסות אך תורמות שיעור גבוה יחסית מסך הרווח הגולמי. סך ההכנסות מדמי שכירות עלו בשנים האחרונות מכ-4.4 מ' ש' בשנת 2004 לכ-9.8 מ' ש' בשנת 2005 לכ-11.5 מ' ש' בשנת 2006. העליה בדמי השכירות משנת 2005 ל-2006 נובעת מרכישת שני בנייני משרדים באזור התעשייה של אור יהודה. מידרוג מעריכה כי תיק הנכסים המניבים תורם ליציבות מקורות ההכנסה.

הוצאות הנה"כ גבוהות בעיקר כתוצאה מתשלום דמי ניהול לבעל השליטה. בשנים האחרונות ניכרת עליה בהוצאות ההנהלה וכלליות בעיקר כתוצאה מעליה בהוצאות על שכר עבודה

רווח והפסד

אלפי ₪	Q1-2007	FY2006	FY2005	FY2004
ממכירת דירות למגורים	33,638	70,617	51,363	26,908
מביצוע עבודות	5,761	32,359	40,965	41,050
מהשכרה וניהול נדל"ן להשקעה	4,468	11,537	9,813	4,411
סך הכנסות	43,867	114,513	102,141	72,369
עלות הקמת מבנים	25,713	55,817	44,081	21,109
עלות ביצוע עבודות	3,751	27,459	39,295	38,808
הוצאות להפעלת נדל"ן להשקעה	450	3,802	3,471	3,401
סך עלויות	29,914	87,078	86,847	63,318
רווח גולמי	13,953	27,435	15,294	9,051
עליית ערך נדל"ן להשקעה	437	0	0	0
הוצאות מכירה ושיווק	643	2,836	1,969	1,906
הוצאות הנהלה וכלליות	4,663	15,868	12,359	10,298
רווח מפעולות רגילות	9,084	8,731	966	-3,153
הוצאות מימון נטו	2,343	8,308	3,052	6,024
הכנסות (הוצאות) אחרות	58	-449	-617	7,317
רווח לפני מיסים על ההכנסה	6,683	872	-1,469	-16,494
הכנסות מיסים על ההכנסה	2,169	834	149	-3,890
רווח נקי (הפסד)	4,514	38	-1,618	-12,604

תנודתיות בהוצאות המימון בשנים האחרונות

הוצאות המימון היו תנודתיות בשנים האחרונות. בשנת 2004 עמדו הוצאות המימון על כ-6 מ' ₪ לעומת כ-3 מ' ₪ בשנת 2005 וכ-8 מ' ₪ בשנת 2006. העליה בהוצאות המימון בשנת 2006 נובעת מהעליה בסך החוב. הוצאות המימון בשנת 2005 היו נמוכות ביחס לסך החוב באותה השנה שכן בשנה זו יישמה החברה את תקן 3 אשר אפשר היותן חלק מהוצאות המימון בגין פרויקט מגדלי סביונים טרום הבניה.

שיעור הנכסים המניבים כתוצאה מיישום תקן 16 תרם לגידול של כ-68 מ' ₪ בסעיף הנדל"ן להשקעה

הסעיף העיקרי בצד הנכסים נכון ל-31.3.2007 הינו סעיף הנדל"ן להשקעה אשר עמד על כ-140 מ' ₪. סעיף זה עלה משמעותית ביחס ל-70 מ' ₪ נכון ל-31.12.2006. העליה בשווי הנדל"ן להשקעה הינה תוצאה של שיערוך הנכסים המניבים של החברה אשר התבצעה החל מינואר 2007 באמצעות יישום תקן 16. התוספת לשווי הנכסים עמדה על פי התקן על כ-68 מ' ₪ כאשר שווי הנכסים המניבים המשוערכים נקבע על פי שיעורי היותן שבין 8.5%-12%. סך שווי הנדל"ן להשקעה מוערך בכ-34 מ' דולר.

סעיפים משמעותיים נוספים כוללים את מלאי הבניינים למכירה נטו ומלאי מקרקעין. מלאי הבניינים למכירה נטו עמד על כ-66 מ' ₪ נכון ל-31.3.2007 ועל כ-85 מ' ₪ נכון ל-31.12.2006 וכולל בעיקר את פרויקט הפינוי בינוי בקריית אונו (אונו הירוקה, שלבים א' ו-ב') ופרויקט מגדל הסביונים ביהוד בשיתוף עם אפריקה ישראל. סעיף מלאי המקרקעין עמד על כ-46 מ' ₪ נכון ל-31.3.2007 וכולל בעיקר את פרויקט אונו הירוקה (כ-24 מ' ₪) ומגדל הסביונים ביהוד (כ-12 מ' ₪) ובנוסף גם את המקרקעין במגשימים, בית דגן ופרויקט החלזון ברמת גן.

גידול בהון העצמי כתוצאה מיישום תקן 16 – שיערוך נכסים לפי שווי הון

סך ההון העצמי של החברה גדל באופן משמעותי מכ-39 מ' ₪ נכון ל-31.12.2005 ונכון ל-31.12.2006 לכ-94 מ' ₪ נכון ל-31.3.2007. עיקר העליה נובעת מתוספת להון העצמי בגין שיערוך הנכסים לפי שווי הון (בניכוי מיסים נדחים).

מאזן

אלפי ₪	פרופורמה גיוס הון וחוב	31.03.2007	31.12.2006	31.12.2005
נכסים				
מזומנים ושווי מזומנים	6,419	6,419	12,617	9,656
מזומנים ופקדונות לזמן קצר	1,440	1,440	2,507	10,754
לקוחות	31,640	31,640	17,961	25,729
חייבים ויתרות חובה	16,499	16,499	16,969	10,919
עבודות בביצוע בניכוי מקדמות ממזמיני עבודות	2,144	2,144	1,802	0
מלאי בניינים למכירה נטו	66,090	66,090	85,095	53,606
מלאי מקרקעין	243,084	45,584	49,591	45,532
הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך	1,088	1,088	1,088	1,076
נדל"ן להשקעה	139,773	139,773	70,101	64,607
רכוש קבוע	6,931	6,931	5,916	5,351
מסים נדחים	2,651	2,651	2,799	2,768
סך נכסים	517,759	320,259	266,446	229,998
התחייבויות				
אשראי מתאגידים בנקאיים	96,948	96,948	98,828	83,674
התחייבויות לספקים ולנותני שירותים	24,097	24,097	22,268	30,358
זכאים ויתרות זכות	22,773	22,773	24,644	23,879
מקדמות ממזמיני עבודות בניכוי עבודות בביצוע	0	0	1,484	750
התחייבויות למתן שירותי בניה	7,695	7,695	15,757	18,474
מקדמות מרוכשי דירות	268	268	6,953	0
התחייבויות לזמן ארוך	0	0	0	0
התחייבות בשל סיום יחסי עובד מעביד נטו	6,459	6,459	0	0
הלוואות מתאגידים בנקאיים	113,370	46,870	48,039	24,842
הנפקת אג"ח	86,000			
התחייבויות אחרות לזמן ארוך	902	902	0	0
התחייבויות בשל יחסי עובד מעביד נטו	2,223	2,223	8,378	7,812
מסים נדחים	17,618	17,618	673	673
הון עצמי	139,406	94,406	39,422	39,536
סך התחייבויות	517,759	320,259	266,446	229,998

גידול בסך החוב שחק את יחסי האיתנות הפיננסית – שיערוך נכסים לפי שווי הון הביא לשיפור

משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית ערב ההנפקה

סך החוב של החברה גדל באופן עקבי בשנים האחרונות מכ-81 מ' ₪ נכון ל-31.12.2004 לכ-108 מ' ₪ נכון ל-31.12.2005 לכ-147 מ' ₪ נכון ל-31.12.2006 וכ-144 מ' ₪ נכון ל-31.3.2007. סך החוב נכון ל-31.3.2007 כולל בעיקר הלוואות זמן קצר בסכום של כ-97 מ' ₪ בגין ליוו פרויקטים וכן כ-47 מ' ₪ הלוואות לזמן ארוך אשר ניתנו למימון הנכסים המניבים של החברה. לוח הסילוקין של החוב לזמן ארוך כולל תשלומי קרן בהיקף של כ-5.5 מ' ₪ לשנה.

הלוואות לזמן קצר שקליות בריבית משתנה. לחברה הלוואות לזמן ארוך הצמודות למטבעות האירו והפרנק השווייצרי

סך החוב לזמן קצר הינו בריבית משתנה ללא הצמדה. בעבר עד לשנת 2005, היו לחברה הלוואות לזמן קצר הצמודים למספר מטבעות הכוללים אירו, פרנק שווייצרי ודולר.

החוב לזמן ארוך של החברה בסך של כ-47 מ' ₪ כולל חוב צמוד מדד בסך של כ-24 מ' ₪, חוב צמוד לפרנק השווייצרי בסכום של כ-14 מ' ₪ וחוב צמוד יורו בסך של כ-10 מ' ₪. הלוואות אלו חושפות את החברה לתנודתיות בשער החליפין של היורו והפרנק השווייצרי ביחס לשקל בעוד שההכנסות של החברה צמודות שקל או דולר. החברה מייצגת חלק מתמורת ההנפקה להחלפת הלוואות צמודות המט"ח.

איתנות פיננסית טובה יחסית ערב ההנפקה אשר צפויה להרעה מסוימת לאחר גיוס החוב ומינוף

ערב הגיוס, האיתנות הפיננסית של החברה היתה טובה יחסית. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד על כ-29% ויחס החוב ל-CAP עמד על כ-57% נכון ל-31.3.2007. ורשם שיפור לעומת יחס הון עצמי למאזן של כ-15% ויחס חוב ל-CAP של כ-80% נכון ל-31.12.2006. עיקר השיפור ביחסי האיתנות הפיננסית נובע משיעור הנכסים המניבים לפי תקן 16 אשר תרם כ-68 מ' ₪ כאמור לעיל. יחסי האיתנות פרופורמה אשר כוללים גיוס הון בסכום של 45 מ' ₪ והגדלת חוב בסך של כ-62 מ' ₪ (לפני מינוף) הינם טובים ויחס ההון העצמי לסך מאזן עומד על כ-29% ויחס החוב ל-CAP על כ-61%. יחסי האיתנות פרופורמה לאחר מינוף תמורת ההנפקה בכ-60% כך שסך הגידול בחוב יעמוד על כ-150 מ' ₪, צפויים להרעה מסוימת כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן ירד לכ-27% ויחס החוב ל-CAP יעלה לכ-66%. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות הפיננסית לאחר גיוס החוב תואמים את דירוג החברה.

חוב ויחסי איתנות הפיננסית

אלפי ₪	פרופורמה אחרי מינוף התמורה ב-60%	פרופורמה לפני מינוף נוסף	31.03.2007	31.12.2006	31.12.2005
חוב פיננסי	296,318	243,948	143,818	146,867	108,516
יתרות נזילות	7,859	7,859	7,859	15,124	20,410
חוב נטו	288,459	236,089	135,959	131,743	88,106
CAP	450,691	398,321	253,191	184,163	145,957
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	27%	29%	29%	15%	17%
חוב ל-CAP	66%	61%	57%	80%	74%
חוב נטו ל-CAP	64%	59%	54%	72%	60%

גמישות פיננסית נמוכה

הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה יחסית שכן אין לחברה יתרות מזומן בהיקפים משמעותיים, כל נכסיה משועבדים לטובת הלוואות מבנקים, החברה אינה מחזיקה במסגרות אשראי בלתי מנוצלות וטרם הוכיחה נגישות לשוק ההון. יחד עם זאת, החברה מעריכה כי רמת המינוף של נכסיה המניבים הינה נמוכה יחסית ויש באפשרותה ליטול הלוואות בגין נכסים אלו בהיקף של כ-50 מ' ₪ נוספים.

תזרים שלילי מפעילות שוטפת בגלל שינויים בהון חוזר

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת היה שלילי בשנים האחרונות ועמד על כ-(-0.7) מ' ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007, כ-(-33.5) מ' ₪ בשנת 2006 וכ-(-3.1) בשנת 2005. עיקר התזרים השלילי נובע מהתאמות בגין שינויים בהון חוזר ובעיקר בגין השלב הראשון בפרויקט אונו הירוקה אשר היחס בין הדירות של הדיירים לבין הדירות החדשות הינו נמוך מאוד. תזרים המזומנים הצפוי מן השלב השני של פרויקט אונו הירוקה, אשר בו היחס בין הדירות החדשות לדירות הדיירים הינו גבוה יותר, צפוי לגדול באופן משמעותי.

תזרים המזומנים מפעילות השקעה כלל בשנים 2004-2006 כלל בעיקר השקעה בנכסים מניבים ורכוש קבוע ושינויים במזומנים ופקדונות משועבדים הקשורים במימון הסגור של ליווי פרויקטים.

תזרים המזומנים מפעילות מימון המשמש למימון רכישת הרכוש הקבוע והנדל"ן להשקעה וכן למימון פעילות הבניה עמד על כ-38 מ' ₪ בשנת 2006 וכלל קבלת הלוואות לזמן ארוך נטו (בניכוי פירעון הלוואות

לזמן ארוך) בסכום של כ-23 מ' ₪ וקבלת אשראי לזמן קצר בסכום של כ-14 מ' ₪. בשנת 2005 הסתכם תזרים המזומנים מפעילות מימון בכ-27 מ' ₪ וכלל קבלת הלוואה לזמן ארוך נטו בסכום של כ-40 מ' ₪ בגין הנכסים המניבים של החברה.

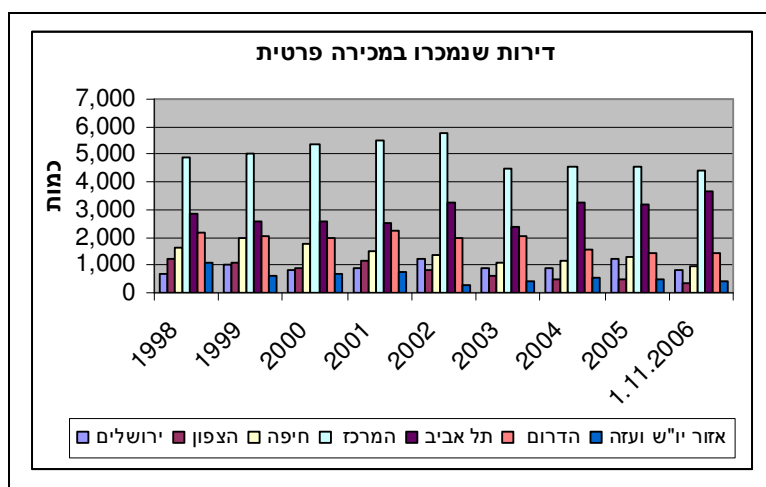
תזרימי מזומנים

אלפי ש"ח	31.03.2007	FY2006	FY2005	FY2004
תזרים מפעילות שוטפת	-688	-33,530	-3,104	-11,378
תזרים מפעילות השקעה	-531	-1,639	-19,964	-6,154
תזרים מפעילות מימון	-4,979	38,130	27,072	15,226
עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים	-6,198	2,961	4,004	-2,306
ירידה (עלייה) במלאי מקרקעין	4,007	3,155	4,442	7,554
תזרים מפעילות שוטפת ללא השקעה בפרויקטים לבניה	-4,695	-36,685	-7,546	-18,932

נספח 1 – 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 בבניה 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 בפריפריות, ביטול המענקים בדיוור לזכאי משרד הבינוי והשיכון וכן המלחמה בצפון אשר האטה בצורה ניכרת את הפעילות ברבעון השלישי של השנה. גם בענף הביקוש לבניה נראות מגמות מעורבות, האינדיקטורים המובילים הצביעו על גידול בעסקאות במשק ובמכירות של הסקטור הפרטי, וחלקם הצביעו על המשך מגמת ההאטה בבניה במיוחד בפריפריות.

להלן נתונים על ענף הבנייה בישראל:



מקור: נתוני הלמ"ס ומשרד הבינוי והשיכון

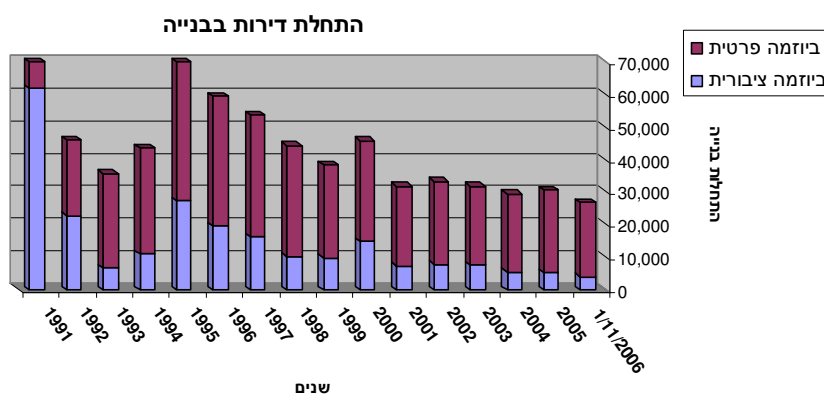
מבנה ענף הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים בארץ מושפע ממספר אינדיקטורים מרכזיים:

- א. **ביקוש לדיוור:** 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, הבולט בעיקר בקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות, רלבנטי במיוחד לדירות מגורים, בשל המחויבות ארוכת הטווח.

ב. **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 עליית שיעור ההחזר 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. כל אלה מעודדים התקשרות בין היזמים לדיירים במתחם. עד כה, על מנת לפנות בניין הייתה דרושה 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.

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 המשקיעים האירופאים, שפל במחירי הנדל"ן בארץ והשינוי החיובי המסתמן באווירה הפוליטית-ביטחונית בישראל.

תחום הביצוע סובל בשנים האחרונות מירידה בביקושים, עליה במחירי תשומות וירידה במרווחים

בתחום הביצוע, חלק ניכר מפעילות החברה הינו עבור צדדים שלישיים, שעבורם מבצעת החברה עבודות קבלניות של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל. שוק עבודות הביצוע הינו מגוון וכולל חברות גדולות בעלות יכולת ביצוע של מספר פרויקטים בו זמנית וכן חברות קטנות המבצעות פרויקטים בודדים.

שוק הביצוע סובל לאחרונה מירידה בביקוש כתוצאה ממספר גורמים: ירידה בהתחלות בנייה במשק, ירידה במספר העובדים בענף, קושי למצוא כוח אדם מקצועי ועליית עלות תשומות בענף, כגון עלויות כוח אדם וחומרי בנין. בשנים האחרונות חלה עליה במחיר הברזל ובמחירי שכר העבודה, המהווים חלק משמעותי מהעלויות בתחום קבלנות הבניה. כמו כן, קיצוץ מכסות העובדים הזרים, בהתאם להחלטת הממשלה מחודש אוגוסט 2004 והסגרים בשטחי יהודה שומרון ועזה, גורמים למחסור בכח עבודה בענף, להתייקרות בשכר העבודה ולירידה בתפוקת העבודה, לנוכח העסקת פועלים מקומיים בעלי מיומנות נמוכה יותר.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"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-מזומון 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 הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות 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 שיפוט של מידרג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרג, בעלות מעמד חלש ורכויות 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	

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



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

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

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