



דוח אנליטי יוני 2007

פרופיט תעשיות בניה בע"מ

| | |
|------|-------------|
| Baa1 | דירוג Issue |
|------|-------------|

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח סדרה ה' בסכום כולל של עד 100 מ' ₪ ערך נקוב. ייעוד תמורת ההנפקה הינו למימון פעילותה העסקית של החברה. הדירוג מותנה בשמירה על יחס חוב ל-CAP שלא יעלה על 85%. אג"ח סדרה ה' עומדות לפירעון ב-5 תשלומים שווים בין השנים 2010-2015 צמודות מדד ונושאות ריבית שנתית בשיעור שטרם נקבע.

פרופיל החברה

- פרופיט תעשיות בניה בע"מ (להלן "פרופיט" או "החברה") עוסקת בשני תחומים עיקריים:
1. תחום הנכסים המניבים – שהינו תחום הפעילות העיקרי של החברה. החברה עוסקת בייזום, פיתוח והשכרה של נכסי נדל"ן מניבים בארץ, באנגליה, בשוויץ, בגרמניה ובמספר מדינות במזרח אירופה.
 2. תחום הייזום – הקבוצה החלה לפעול בתחום זה החל מסוף שנת 1996. החברה עוסקת באיתור, פיתוח ובנייה של פרויקטים למגורים, מסחר, משרדים ולוגיסטיקה בארץ ובחו"ל. בנוסף עוסקת החברה במספר פעילויות כגון השקעה במיזמים ופעילות הון סיכון אשר אינן קשורות לתחום הנדל"ן והיקפם ביחס לפעילותה בתחום הנדל"ן הינו קטן.
- לחברה כ-30 נכסים מניבים בשטח כולל של כ-79 אלף מ"ר אשר תורמים כ-38 מ' ₪ הכנסות משכירות בשנה. בתחום הייזום לחברה כ-10 פרויקטים ברומניה, פולין, רוסיה, הונגריה, ליטא וישראל, בהם זכויות בניה לנכסים בשטח כולל של כ-347 אלף מ"ר, מזה, כ-2,800 יח"ד. לחברה עתודת קרקע מרכזית בסנט פטרסבורג עליה תב"ע לבניית כ-50 אלף מ"ר למגורים.
- החברה הינה בשליטתה של משפחת יצחקי באופן ישיר ובאמצעות חברות בעלותם אשר מחזיקים יחד כ-66.2% בהצבעה.

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 13.6.2007. 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, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

נתונים פיננסיים עיקריים (לפי תקני IFRS)

| אלפי ש"ח | Q1-2007 | FY2006 | FY2005 |
|---------------------------------|---------|---------|---------|
| סך הכנסות | 8,960 | 52,322 | 30,034 |
| מזה, השכרה והפעלת נכסים | 8,960 | 33,507 | 29,675 |
| רווח גולמי | 5,455 | 28,038 | 19,275 |
| רווח (הפסד) לאחר מסים על ההכנסה | -7,065 | -6,578 | 14,594 |
| חוב פיננסי | 476,922 | 411,119 | 209,541 |
| חוב פיננסי נטו | 390,779 | 330,447 | 198,724 |
| יתרות מזומן | 86,143 | 80,672 | 10,817 |
| נדל"ן להשקעה | 469,866 | 399,997 | 302,795 |
| מלאי מקרקעין | 50,734 | 31,297 | 15,905 |
| הון עצמי לסך מאזן חשבונאי | 13% | 17% | 28% |
| חוב פיננסי ל-CAP | 83% | 79% | 65% |
| חוב פיננסי נטו ל-CAP | 68% | 64% | 62% |

תיאור מאפייני פעילות החברה

שילוב של פעילות ייזום נדל"ן מסוגים שונים יחד עם החזקה בפורטפוליו של נדל"ן מניב

החברה פועלת בשני תחומים עיקריים - תחום הייזום במדינות מרכז ומזרח אירופה ובעיקר פולין, רומניה, הונגריה, ליטא ורוסיה וכן בישראל. בנוסף, לחברה פורטפוליו של נכסים מניבים, בעיקר במערב אירופה; בשוויץ, גרמניה ואנגליה וגם בפולין, רומניה וישראל.

בשנה האחרונה ביצעה החברה מהלך של הרחבת פעילותה בתחום הנדל"ן המניב באמצעות רכישת נכסים מניבים בחו"ל ובפרט בשוויץ המדורגת Aaa

במהלך שנת 2006 ותחילת 2007 החברה רכשה 12 נכסים בשוויץ, נכס ברומניה ונכס בגרמניה בעלות של כ- 216 מ' ש. הנכסים ברומניה ובגרמניה הינם מבני משרדים בשטח של כ-4,900 מ"ר ובשוויץ החברה רכשה נכסים בשטח של כ-19,600 מ"ר המשמשים למסחר ומשרדים וכמו כן כ-100 יח"ד.

תחום הנדל"ן המניב

תחום הנדל"ן המניב מאופיין בפיזור גיאוגרפי בין מספר מדינות פעילות

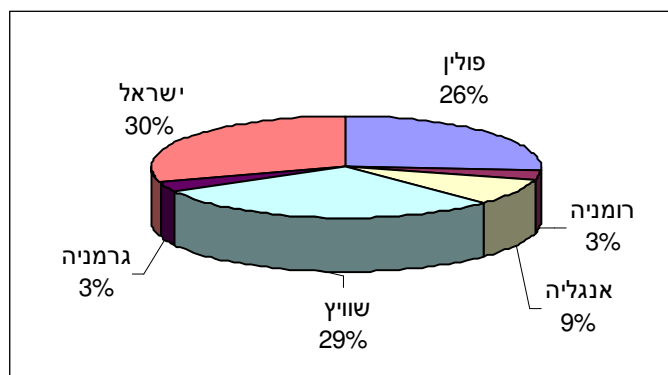
לחברה כ-30 נכסים בארץ ובחו"ל, כאשר הנכסים בחו"ל מהווים את עיקר הפעילות (כ-70% מהכנסות החברה מדמי שכירות). בישראל, לחברה 11 נכסים בשטח כולל של כ-29 אלף מ"ר, הממוקמים ברחבי הארץ ובעיקר בנייני משרדים ואזורי מסחר ותעשייה. בחו"ל, לחברה 19 נכסים בשטח כולל של כ-50 אלף מ"ר (חלק החברה) הכוללים בעיקר מבני משרדים, אזורי מסחר ומרכזים לוגיסטיים. הנכסים בחו"ל ממוקמים בשוויץ, פולין, רומניה, גרמניה ואנגליה.

הפיזור הגיאוגרפי של הנכסים הינו סביר; הנכסים בשוויץ תורמים כ-30% מהכנסות החברה מדמי שכירות, הנכסים בפולין תורמים כ-26%, כ-9% מהכנסות מדמי שכירות מקורן בנכס באנגליה והנכסים בגרמניה ורומניה תורמים כ-7% מהכנסות כל אחד.

ריכוז פעילות הנדל"ן המניב בארץ ובחו"ל

| שיעור מסך הכנסות משכירות | עלות בספרים ליום 31.12.2006 | הכנסות שנתיות משכירות (אלפי ₪) | מספר שוכרים | שטח (חלק החברה) במ"ר | מספר נכסים | |
|--------------------------|-----------------------------|--------------------------------|-------------|----------------------|------------|--------------------|
| 30% | 121,576 | 11,208 | 34 | 28,802 | 11 | נכסים מניבים בארץ |
| 70% | 352,170 | 26,710 | 185 | 50,266 | 19 | נכסים מניבים בחו"ל |
| 100% | 473,746 | 37,918 | 219 | 79,068 | 30 | נכסים בארץ ובחו"ל |

התפלגות הכנסות מדמי שכירות לפי מדינה



פירוט נכסים מניבים

| הכנסות נכון למאי 2007 אלפי ₪ (בגילום שנתי) | פקיעת חוזה | מספר שוכרים | שיעור תפוסה | שווי בספרים נכון ליום 31.12.2006 אלפי ₪ | שימוש | שטח מ"ר - חלק החברה | שיעור החזקה בנכס | מיקום | נכס |
|--|-----------------------------------|----------------|-----------------------------------|--|------------------------------|--|------------------------|--------------------------------------|-------------------------------|
| 5,260 | 14.10.2008 | 1 | 100% | 44,785 | משרדים | 8,000 | 100% | חיפה | בית סולל בונה חיפה |
| 1,450 | 30.06.2009 | 1 | 100% | 19,858 | משרדים | 2,000 | 100% | ת"א | בן יהודה ת"א |
| 2,330 | לשוכר העיקרי ביום 6.04.2009 | 4 | 97% | 8,450 | מסחרי | 1,750 | 25% | אשקלון | מגה אשקלון |
| 2,168 | תקופות שונות | 28 | 83% (ממוצע משוקלל) | 48,483 | משרדים, מסחרי וחניונים | 17,052 | 50%- 100% | ת"א, חיפה, חולון, לוד ומגדל | סה"כ שאר הנכסים בישראל |
| 11,208 | | 34 | 97% (ממוצע משוקלל) | 121,576 | | 28,802 | | | סה"כ ישראל |
| 3,225 | השוכר העיקרי בשנת 2012 | 3 | 100% | 44,343 | משרדים | 4,309 | 100% | אנגליה | גרוב האוס אנגליה |
| 6,581 | תקופות שונות | 105 | 98% | 102,261 | משרדים + מגורים | 90 יח"ד, 5,850 מ"ר מסחר ומשרדים | 90% | שוויץ | נכסים בשוויץ |
| 2,678 | תקופות שונות | 10 | 94% | 51,809 | משרדים | 7,300 | 80% | קנטון ציריך שוויץ | X-CORP |
| 1,892 | תקופות שונות | 15 | 100% | 28,390 | משרדים | 3,949 | 100% | שוויץ | גיא אימו 2 - שוויץ |
| 3,863 | תקופות שונות עד 2009 | 6 | 96% | 35,526 | מחסן לוגיסטי + משרדים | 13,750 | 25% | פולין | בלוני ורשה פולין |
| 2,294 | תקופות שונות עד 2016 | 14 | 100% | 23,436 | מחסן לוגיסטי + משרדים | 6,650 | 25% | פולין | יגלונסקה ורשה פולין |
| 3,233 | לתקופות שונות עד 2008 | 12 | 98% | 28,751 | משרדים | 2,991 | 50% | פולין | BTP ורשה פולין |
| 304 | תקופות שונות | 3 | 100% | 3,933 | משרדים | 584 | 50% | פולין | ורשה JPP פולין |
| 1,078 | לתקופות שונות עד 2008 | 4 | 70% | 12,219 | משרדים | 1,310 | 100% | גרמניה | אסן גרמניה |
| 1,160 | תקופות שונות | 9 | 100% | 21,501 | משרדים | 3,573 | 100% | רומניה | בנין+קרקע פלוישט רומניה |
| 26,307 | | 185 | | 352,170 | | 50,266 | | | סה"כ חו"ל |
| 37,515 | | 219 | | 473,746 | | 79,068 | | | סה"כ ארץ וחו"ל |

נכסים עיקריים בתחום הנדל" המניב:

נכסים בישראל:

בישראל יש לחברה כ-11 נכסים אשר מתוכם נכס מהותי – בית סולל בונה בחיפה, המוחזק על ידי החברה בכ-100% ותורם כ-14% מסך הכנסות החברה משכירות. הנכס מושכר לבזק בחוזה שכירות המסתיים באוקטובר 2008. במידה והחוזה לא יוארך ולא ימצאו שוכרים לבניין אשר משועבד כנגד אג"ח סדרה ג', יעלה שיעור הריבית של האג"ח ב-1%. בנוסף, לחברה שני נכסים מהותיים נוספים בישראל הכוללים את מגה באשקלון ובניין משרדים ברח' בן יהודה בתל אביב התורמים יחד כ-3.8 מ' ש"ח הכנסות בשנה.

נכסים בשוויץ:

בחודשים יולי ואוגוסט 2006 חתמה החברה על עסקה לרכישת פורטפוליו המונה 10 נכסים בשוויץ אשר כולל מבני מגורים של כ-100 יח"ד, כ-6,500 מ"ר מסחר ומשרדים, וכן 249 חניות. שיעור התפוסה בנכסים עומד על כ-98%. הנכסים נקנו בעלות כוללת של כ-32 מליון פרנק שוויצרי (כ-115 מליון ש"ח כולל הוצאות עסקה). ההכנסה השנתית נטו בגין הנכסים האמורים מסתכמת בכ-6.6 מליון ש"ח, ושיעור התשואה השנתית מהשכרתם עומד על כ-6.2%. החברה מחזיקה בפורטפוליו זה בשיעור של כ-90%. השותף הנוסף הינו משקיע פרטי.

"בית גרוב" מנצ'סטר, אנגליה:

הבניין נרכש ב-1994 ורובו הושכר למשרד ממשלתי עד ליולי 2012. משרד ממשלתי אחר שוכר שטח נוסף, כ-211 מ"ר, בקומת הקרקע, וזאת על פי הסכם שכירות שתוקפו עד יום 23 בפברואר 2016. הסכמי השכירות כוללים הוראות בדבר Rent Review שייערך אחת לחמש שנות שכירות; במסגרת ה-Rent Review בוחנים הצדדים את התאמת דמי השכירות לתנאי השוק, לצורך התאמתם (כלפי מעלה בלבד). נכון ל-31.12.2006 הסתיים הליך של Rent Review מול השוכר העיקרי. נכס זה תורם כ-3.2 מ' ש"ח הכנסות לשנה וכנגדו נלקחה הלוואה בסכום של כ-10.5 מ' ש"ח, הלוואה זו שימשה לפירעון הלוואה קודמת ולשיפוץ הבניין.

תחום היזום:

לחברה עתודות קרקע עליהם פוטנציאל ייזום של 10 פרויקטים - מרביתם נמצאים בשלבים התחלתיים ומרוכזים בעיקר ברומניה ורוסיה

לחברה כ-10 פרויקטים של ייזום בנייה אשר נמצאים בשלבי בנייה שונים. הפרויקטים ממוקמים בעיקר במזרח אירופה; ברומניה, ליטא, פולין ורוסיה, ובנוסף לחברה שני פרויקטים בישראל. הפרויקטים כוללים, מבני משרדים ומסחר, ובתי מלון וכן פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים בהיקף של כולל של כ-2,800 יח"ד. החברה מובילה את מרבית הפרויקטים למעט את הפרויקט בקריית טבעון אותו מנהל השותף. נציין כי החברה טרם ביצעה פרויקטים של ייזום למגורים במדינות הפעילות בחו"ל.

פרויקט מגורים בסנט פיטרסבורג, רוסיה:

בספטמבר 2006 רכשה החברה קרקע בשטח של כ-255,000 מ"ר בעיר סנט פיטרסבורג ברוסיה בתמורה לסך של כ-19.8 מ' ש"ח. הרכישה מומנה על ידי החברה ללא נטילת אשראי, בשלב זה. החברה מייעדת את הקרקע להקמת מבני מגורים בסך של כ-400 יח"ד בשטח כולל של כ-120,000 מ"ר (התב"ע המאושרת כיום הינה בשטח של כ-50 אלף מ"ר). מידרוג מעריכה כי החברה טרם התנסתה בעבר בפרויקטים בסדרי גודל אלה.

נכסים ביגלונסקה ובלוני (פולין):

לחברה שני פרויקטים של פיתוח מקרקעין לצורכי אחסנה, לוגיסטיקה, משרדים ותעשייה בבלוני וביגלונסקה, סמוך לוורשה. החברה מנהלת את שני הפרויקטים למרות שחלקה בפרויקטים הינו 25%. שותפיה בפרויקט הם החברה הכלכלית לירושלים (50%) ושותפים פרטיים (25%). הנכסים שבנייתם הושלמה מהווים חלק מפורטפוליו הנכסים המניבים של החברה (לפי חלקה).

בבלוני, הקימה החברה מתחם אחסנה ולוגיסטיקה הכולל שטחי שירות, בשטח של כ-55,000 מ"ר. אשר מושכר בעיקר ל- Phillip Morris, H&M, ו-Baxter (ציוד רפואי). התפוסה בשטחים הבנויים עומדת על כ-96% ודמי השכירות השנתיים משטחים אלו עומדים על כ-3.9 מ' ש. בשטח הנותר במתחם, מתכננת החברה לבנות עוד כ-67 אלף מ"ר להרחבת המתחם הקיים. הבנייה במתחם החלה וצפויה להסתיים בעוד כשנה ועלותה צפויה להסתכם בכ-246 מ' ש.

באתר ביגלונסקה כיום בנויים מבני תעשייה, אחסנה ומשרדים שונים בשטח של כ-62,000 מ"ר (מהם כ-17,000 מיועדים לחניון) ומתוכם מושכרים מבני משרדים ואחסנה בשטח של כ-26,600 מ"ר. על יתר השטחים הפנויים החלה החברה בתהליכי שיפוץ ובניה. החברה מתכוונת לבנות בניין משרדים ופאואר סנטר בשטח של כ-40 אלף מ"ר. התפוסה בשטחים הראויים להשכרה הינה כ-100% ודמי השכירות השנתיים מסתכמים בכ-2.3 מ' ש.

פרויקטי ייזום בניה

| פרויקט | מיקום | שיעור החזקה | תיאור פרויקט | תאריך רכישה | מספר יח"ד | שטח מתוכנן במ"ר | עלות קרקע אלפי ש"ח |
|---------------|----------------------|-------------|-----------------------------|-------------|---------------|-----------------|--------------------|
| Confidential | בוקרשט, רומניה | 50% | 145 יחידות דיור | Jun-05 | 145 | 14,000 | 2,504 |
| Delta star | פלוישט רומניה | 50% | שטח של כ-120 אלפי מ"ר לבניה | Jan-07 | 1500 | 120,000 | 9,900 |
| Clcul | פלוישט, רומניה | 100% | שטח של כ-13 דונם+בנין | Feb-07 | משרדים | 20,000 | 5,500 |
| Pro Invest | פיאטרה נמצט, רומניה | 100% | בניין משרדים | Jun-06 | משרדים | 2,800 | 9,741 |
| גולסקו | בוקרשט, רומניה | 100% | שטח לבניית בית מלון | Aug-06 | 70-100 חדרים | 1,100 | 3,850 |
| LV | וילנה, ליטא | 50% | שטח של כ-34.5 דונם | Feb-07 | כ-500 | 44,000 | 19,118 |
| סנט פיטרסבורג | סנט פיטרסבורג, רוסיה | 100% | שטח של כ-120 אלפי מ"ר לבניה | Sep-06 | כ-400 | 120,000 | 19,780 |
| ניצן פרופיט | קריית טבעון, ישראל | 90% | 42 יחידות דיור צמודות קרקע | Mar-06 | 42 | 8,400 | 19,870 |
| פיומי 5 | בודפשט, הונגריה | 100% | בניית בית מלון | Apr-06 | 100-104 חדרים | 1,200 | 3,982 |
| פרופיט חולון | חולון, ישראל | 100% | מרכז מסחרי | Mar-07 | מסחרי | 17,216 | 4,512 |
| סה"כ | | | | | | 348,716 | 98,757 |

Delta Star, פלוישט, רומניה:

החברה החלה ברכישת קרקעות בעיר פלוישט שברומניה (כ-60 ק"מ מבוקרשט) בינואר 2007. עד למועד כתיבת הדוח, בבעלות החברה כ-84 דונם אשר נרכשו בשלבים. החברה מייעדת את הקרקעות להקמת מבנים שישמשו למגורים ולמרכז קניות בשטח כולל של כ-120,000 מ"ר.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

משפחת יצחקי הינה בעלת השליטה בחברה

החברה התאגדה בישראל ביום 19 ביוני 1990, כחברה פרטית. בחודש דצמבר 1993 הפכה החברה לחברה ציבורית והחל מאותו מועד מניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בעלי העניין בחברה הינם י.ג.א. טופ נכסים בע"מ בשיעור אחזקה של 45% (50% בהצבעה ו-29% בהצבעה בדילול מלא), חברה בבעלות משפחת יצחקי. בנוסף, מחזיק מר צבי יצחקי כ-12.5% מההון וכ-14% משיעור ההצבעה (כ-5.6% בדילול מלא). מר גיא יצחקי מחזיק באופן ישיר כ-1.5% בהון וכ-1.7% מההצבעה (כ-0.6% בדילול מלא). עם בעלי המניות הנוספים נמנות מספר חברות אשר הינן בבעלות מלאה של החברה אשר מחזיקות יחד כ-14.6% בהון (כ-26% בדילול מלא).

שדירה ניהולית מצומצמת הנסמכת על מר צבי יצחקי ומר גיא יצחקי

יו"ר החברה הינו מר צבי יצחקי אשר יזם והקים את החברה ומכהן בתפקידו כיו"ר דירקטוריון מזה כ-11 שנים. למר צבי יצחקי, נסיון רב שנים בענף הנדל"ן בישראל ובחוו"ל ובעיקר בענף הנדל"ן המניב. מר גיא יצחקי הינו בנו של מר צבי יצחקי ומשמש כמנכ"ל החברה מזה כ-9 שנים. תרומתם של מר צבי יצחקי ומר גיא יצחקי הינה מהותית הן לפעילות השוטפת של החברה ובפרט להחלטות השקעה בפרויקטים ו/או נכסים מניבים, הן ליצירת הקשרים העסקיים והן בקביעת האסטרטגיה העסקית. סמנכ"ל הכספים, מר רועי רובינשטיין הצטרף לחברה בשנת 2006 ובעבר שימש כסמנכ"ל כספים בחברת ליסינג.

בעלי תפקידים בחברה

| תפקיד | |
|-----------------|--------------------|
| יו"ר דירקטוריון | מר צבי יצחקי |
| מנכ"ל | מר גיא יצחקי |
| סמנכ"ל כספים | מר רועי רובינשטיין |

לחברה מטות פעילות מקומיים בפולין, רומניה והונגריה

פעילות החברה בחו"ל מתבצעת באמצעות שלושה מטות פעילות בפולין, רומניה והונגריה. המטה בפולין מונה צוות של כ-12 עובדים הכוללים מנהל מקומי, אנשי כספים, הנדסה ותפעול וכן עובדים כלליים אחרים. ברומניה, המטה מונה כ-3 עובדים בשלב זה. עם התקדמות הפרויקטים ברומניה, צפוי מטה זה להתרחב. המטה בהונגריה כולל בשלב זה מנהל אזורי אחד.

תפקידם של המטות המקומיים כולל בחינה ואיתור עסקאות, ניהול הפרויקטים ופיקוח על הפעילות באותה המדינה או במדינות שכנות במידה ולא קיים מטה פעילות באותה המדינה.

אסטרטגיה עסקית

- פיזור פעילות החברה הן באמצעות פיזור גיאוגרפי בין מדינות מערב ומזרח אירופה וישראל והן באמצעות פעילות במספר תחומים הכוללים ייזום בנייה למגורים, מסחר ומשרדים ופעילות בתחום הנדל"ן המניב.
- בתחום הייזום, פועלת החברה בשווקים מתעוררים ובפרט ברומניה (Baa3) רוסיה (Baa2) ופולין (A2) אשר נהנים מצמיחה גבוהה בתוצר וביקושים גבוהים לדירות מגורים. החברה פועלת להרחבת פעילותה בשווקים הקיימים וכן הרחבת פעילותה למספר מצומצם של שווקים נוספים דוגמת ליטא (A2).
- בתחום הנדל"ן המניב פועלת החברה להגדלת פורטפוליו הנכסים, בעיקר בשוויץ תוך התמקדות בנכסים בעלי פוטנציאל השבחה. החברה תשקול לממש חלק מנכסיה בישראל ובאנגליה בהתאם להזדמנויות עסקיות.

אין לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת

לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת. החברה לא חילקה בעבר דיבידנדים.

חוזקות

- פיזור הפעילות בין מספר מדינות אשר פועל להקטנת החשיפה של החברה לכלכלת מדינה בודדת ולמגמות המאפיינות את תחום הנדל"ן באותה מדינה. החברה פועלת ברומניה, פולין, רוסיה, ליטא, הונגריה שוויץ, גרמניה ואנגליה.
- פעילות משמעותית בתחום הבניה למגורים במדינות מרכז ומזרח אירופה הנהנות מרמת ביקושים גבוהה לדירות מגורים. דירוגם של מרבית מדינות אלו השתפר בשנים האחרונות בשל צמיחה כלכלית מואצת תוך עליה ברמת החיים ואימוץ מדיניות של גוש האירו.

להלן אינדיקטורים מאקרו כלכליים עיקריים לשנת 2005 במדינות הפעילות:

| רוסיה | שוויץ | גרמניה | אנגליה | רומניה | הונגריה | פולין | |
|-------|--------|--------|---------|--------|---------|-------|---------------------------|
| 686.7 | 347.8 | 2,788 | 2,228.5 | 98.6 | 109.2 | 302.6 | תל"ג (מיליארדי \$) |
| 18.1 | 1.9 | 1.5 | 4.1 | 16.6 | 6.7 | 6.2 | צמיחה בתל"ג (%) |
| 4,823 | 46,740 | 33,800 | 37,017 | 9,208 | 10,807 | 7,930 | תל"ג לנפש (\$) |
| 11 | 1.0 | 2.1 | 2.2 | 8.6 | 3.3 | 0.7 | שיעור אינפלציה (%) |
| 142.4 | 7.4 | 82.5 | 60.2 | 21.6 | 10.1 | 38.2 | אוכלוסיה (מ') |
| NA | 3.8 | 9.5 | 4.7 | NA | NA | NA | שיעור אבטלה (%) |
| Baa2 | Aaa | Aaa | Aaa | Baa3 | A2 | A2 | דירוג המדינה עפ"י Moody's |
| יציב | יציב | יציב | יציב | יציב | יציב | יציב | אופק הדירוג |

- שילוב של פעילות בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר במדינות בעלות יציבות כלכלית גבוהה, אשר הינה פעילות בעלת רמת סיכון נמוכה יותר ביחס לפעילות הייזום במדינות המתפתחות ותורמת ליציבות תזרים המזומנים.
- החברה שולטת במרבית הנכסים שלה בתחום הנדל"ן המניב ובמרבית הפרויקטים בתחום הייזום. החברה אף מנהלת את הרוב המוחלט של הפרויקטים, למעט הפרויקט בטבעון אשר מנוהל על ידי

השותף. מידרוג מעריכה כי הן השליטה בפרויקטים ובנכסים והן ניהול הפרויקטים תורמים להקטנת רמת הסיכון.

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. מידרוג מעריכה כי פיזור גיאוגרפי נרחב מקטין במידה מסוימת את התלות בכלכלה בודדת.

פעילות משמעותית בתחום הייזום אשר מאופיינת 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 האישורים, השגת מימון והשקעה בבניה. החברה טרם הוכיחה יכולת בייזום והקמת פרויקטים למגורים במדינות הפעילות.

פעילות מהותית במדינות המדורגות בדירוג נמוך יחסית רומניה (Baa3) ורוסיה (Baa2)

חלק מהותי מפעילות החברה בתחום הייזום עתיד להתבצע במדינות אשר דירוגן נמוך ממדינת ישראל ובפרט ברוסיה המדורגת Baa2 וברומניה המדורגת Baa3. מידרוג מעריכה כי רמות הסיכון הטמונות בפעילות במדינות בעלות דירוג נמוך הינן גבוהות בעיקר בהיבטים פוליטיים אשר יכולים להשפיע לרעה על יכולת החברה להוציא פרויקטים אל הפועל. מידרוג מעריכה כי פיזור נכון של הפעילות באופן שמשקל הפעילות במדינות מסוכנות יותר הינו מאוזן, יכול להקטין במידה מסוימת את רמת הסיכון הכוללת של פעילות החברה.

שדירה ניהולית מצומצמת הנסמכת על מר צבי יצחקי (יו"ר הדירקטוריון) ומר גיא יצחקי (מנכ"ל)

שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות השונות, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים של החברה.

גורמי סיכון פיננסיים

מרבית הפרויקטים בתחום הייזום נמצאים בשלבים ראשוניים – הגדלת משקל פעילות הייזום מכבידה

על יחסי כיסוי החוב

מרבית הרווח והתזרים בשנים הקרובות צפוי להתקבל מהפרויקטים היזמיים של החברה ובעיקר מפרויקטים למגורים ברוסיה וברומניה. מרבית הפרויקטים היזמיים, למעט בפולין נמצאים בשלבים ראשוניים וטרם החלה בנייתם. מאידך, רכישת הקרקעות ומימון תוך הגדלת משקל פעילות הייזום מכבידים על יחסי הכיסוי.

רמת חוב גבוהה אשר מממנת בחלקה קרקעות

בשנים האחרונות הרחבת פעילות החברה לחו"ל אשר כללה רכישת קרקעות לוותה בעליה ברמת החוב כך שיחסי האיתנות הפיננסית של החברה הינם בינוניים. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד נכון ליום 31.3.2007 על כ-13% ויחס החוב ל-CAP עמד על כ-83%. לחברה אג"ח להמרה ואופציות אשר ביטויין החשבונאי על פי תקני ה-IFRS גרע מההון העצמי סך של 22 מ' ש"ח נכון ל-31.3.2007. תקנון ההון העצמי בגין אג"ח להמרה ואופציות מציב את יחס ההון העצמי לסך המאזן המותאם על כ-17%. לאחר גיוס החוב,

ומימוש אופציות צפוי יחס ההון העצמי לסך המאזן המותאם לרדת לכ-15% ויחס החוב ל-CAP צפוי לעמוד על כ-83%. החברה אינה משערכת את מלאי הקרקעות לייזום. לאור עליית מחירי המקרקעין באזורים בהם פועלת החברה, להערכת החברה, השווי בספרים נמוך משווים בפועל. יחסי האיתנות החשבונאיים המותאמים אינם מבטאים עודף שווי זה.

גמישות פיננסית בינונית

הגמישות הפיננסית של החברה הינה בינונית. לחברה מספר מועט נכסים אשר אינם משועבדים בחו"ל בשווי של כ-76.5 מ' ש"ח ואין לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות. מאידך, לחברה יתרות מזומן גבוהות יחסית אשר עמדו נכון ליום 31.3.2007 על כ-86 מ' ש"ח. החברה בוחנת מימוש נכסים בהתאם להזדמנויות עסקיות אשר יכול להגדיל את יתרות המזומן ולתרום לגמישות הפיננסית.

חשיפה מטבעית בשל הפעילות במספר מדינות ובמספר מטבעות

מעצם פעילותה של החברה במספר מדינות ובמספר מטבעות, היא חשופה לסיכון שער חליפין הנובע מחשיפה למטבעות שונים, בעיקר לדולר. החברה אינה מבצעת הגנה מטבעית. פעילויות החוץ של החברה מנוהלות בעיקר על ידי נטילת הלוואות הנקובות במטבע זהה למטבע הפעילות אשר מקטינה במידה מסוימת את החשיפה המטבעית.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ביסוס המוניטין והניסיון העסקי בשוקים בהם פועלת החברה תוך הוכחת הצלחה בהשלמת פרויקטים בתהליך ופרויקטים נוספים
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית תוך עיבוי ההון
- הגדלת משקל פעילות הנדל"ן המניב ושיפור תזרים המזומנים ויחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות
- הידרדרות ביחסי האיתנות הפיננסית כתוצאה מאי מימוש רווחיות צפויה בפרויקטים
- אי שמירה על יחס חוב ל-CAP שלא יעלה על 85%

בשנת 2006 עברה החברה לדיווח לפי תקני ה-IFRS ועל כן מוצגים נתוני השנים 2005-2006 על פי תקני ה-IFRS ואילו נתוני 2003-2004 מוצגים לפי תקני החשבונאות לפני יישום ה-IFRS.

עליה בהכנסות מדמי שכירות כתוצאה מגידול בפורטפוליו הנכסים המניבים

הכנסות החברה נמצאות במגמת עליה בשנים האחרונות כתוצאה מהתרחבות ההשקעות של החברה בתחום הנכסים המניבים. הגידול נובע הן כתוצאה מרכישת נכסים בשוויץ והן כתוצאה מהשלמת הבנייה של נכסים מניבים בפולין (בבלוני וביגלונסקה) והשכרתם. סך ההכנסות משכר דירה של החברה עמדו על כ-34 מ' ש' בשנת 2006 לעומת כ-30 מ' ש' בשנת 2005 וכ-24 מ' ש' בשנת 2004. ברבעון הראשון של שנת 2007 עמדו ההכנסות על כ-8 מ' ש'.

בשנת 2006 הושפעו ההכנסות ממימוש קרקע ברומניה שנמכרה תמורת כ-18 מ' ש' ותרמה לרווח הגולמי סכום של כ-6.5 מ' ש'.

שיעור הרווח הגולמי של החברה השתפר בין השנים 2005-2007 ביחס לשנים 2003-2004 כתוצאה משינוי כללי החשבונאות. על פי כללי ה-IFRS הנכסים המניבים של החברה משוערכים לפי השווי ההוגן ועל כן החברה אינה רושמת בגינם פחת. בשנים 2003-2004 שיעור גבוה מעלות החזקה הינו בגין פחת.

בשנים 2005-2006 נרשם רווח בגין עליה בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה בסכום של כ-20 מ' ש' לשנה

בשנים 2005 ו-2006 רשמה החברה רווח בגין עלייה בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה בסכומים של כ-23 מ' ש' וכ-20 מ' ש' בהתאמה. העלייה בשווי הוגן של נכסים להשקעה בשנת 2006 נרשמה בעיקר בגין הנכסים בפולין (בלוני וביגלונסקה) וכן הנכס באנגליה. בשנת הדיווח הראשונה, השערך הראשוני אינו מקבל ביטוי ברווח והפסד, אלא העלייה בשווי הנכסים בניכוי מיסים נדחים נזקפת ישירות להון העצמי.

על פי הערכת הנהלת החברה חלק מן הקרקעות שברשותה רשומות בעלות נמוכה משווי ההוגן ובעיקר הקרקעות ברומניה וברוסיה.

עליה ברווח התפעולי בגלל יישום תקני חשבונאות חדשים אך הגידול המשמעותי בהוצאות המימון שחק את הרווח התפעולי

גידול משמעותי בהוצאות הנהלה וכלליות מכ-7.3 מ' ש' בשנת 2005 לכ-10.3 מ' ש' בשנת 2006. עיקר הגידול נובע מתשלום בנוסחים למנהלים בסך של כ-1.8 מ' ש' והיתרה בגין גידול בפעילות בחו"ל.

הרווח התפעולי של החברה בשנים 2005-2006 גדל באופן משמעותי על אף העליה בהוצאות הנהלה והכלליות בעיקר כתוצאה מיישום כללי תקני ה-IFRS שכן הרווח התפעולי כולל עליה בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה. גם בניטרול ההכנסות מעליה בשווי הוגן של הנכסים, ניכרת עליה ברווח התפעולי ביחס לשנים 2003-2004 שכן ההוצאות בשנים 2005-2006 אינן כוללות פחת.

בחינת הרווח לאחר מימון בניכוי עלייה בשווי הוגן של נכסים להשקעה מצביעה על ירידה משמעותית ואף הפסדים. החברה רשמה הפסד לאחר מימון בניכוי עליה בשווי הוגן של נכסים להשקעה בסכום של כ-4 מ' ש' בשנת 2005 וכ-19.5 מ' ש' בשנת 2006 וכ-7 מ' ש' ברבעון הראשון של 2007. העליה בהוצאות המימון נובעת מגידול משמעותי בסך החוב ובעיקר גידול בהלוואות זמן ארוך וכן גידול בהוצאות מימון בגין שערך אופציות. שיערוך אופציות אינה הוצאה תזרימית, כך שבנטרול הוצאות מימון אלו, עמד ההפסד לאחר מימון על כ-10 מ' ש' בשנת 2006. הוצאות המימון הלא תזרימיות ברבעון הראשון של שנת 2007 עמדו על כ-4 מ' ש' כך שהוצאות המימון התזרימיות עמדו על כ-5 מ' ש' בלבד.

דוח רווח והפסד

| FY 2003 | FY 2004 | FY 2005 | FY 2006 | Q1-2007 | אלפי ₪ |
|----------------------------|----------------------------|----------------|----------------|----------------|--|
| כללי חשבוונאות ישנים | כללי חשבוונאות ישנים | IFRS | IFRS | IFRS | |
| 21,021 | 23,686 | 29,675 | 33,507 | 8,960 | מהשכרת והפעלת נכסים |
| 0 | 712 | 359 | 0 | 0 | ממכירת דירות למגורים |
| 0 | 0 | 0 | 18,815 | 0 | ממכירת מלאי קרקעות |
| 21,021 | 24,398 | 30,034 | 52,322 | 8,960 | סך הכנסות |
| | | | | | עלויות |
| 9,979 | 10,377 | 10,443 | 12,023 | 3,505 | אחזקת והפעלת נכסים |
| 0 | 658 | 316 | 0 | 0 | עלות הדירות שנמכרו |
| 0 | 0 | 0 | 12,261 | 0 | עלות מלאי הקרקעות |
| 11,042 | 13,363 | 19,275 | 28,038 | 5,455 | רווח גולמי |
| 0 | 0 | 22,870 | 20,410 | 0 | עלייה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה |
| 7,909 | 6,957 | 7,346 | 10,281 | 3,225 | הוצאות הנהלה וכלליות |
| 0 | 0 | 2,860 | -81 | 0 | הכנסות/הוצאות אחרות |
| 3,133 | 6,406 | 37,659 | 38,086 | 2,230 | רווח מפעולות רגילות |
| 4,013 | 11,727 | 18,941 | 37,184 | 9,069 | הוצאות מימון נטו |
| -508 | -891 | 0 | 0 | 0 | הכנסות (הוצאות) אחרות |
| -1,388 | -6,212 | 18,718 | 902 | -6,839 | רווח לפני מיסים על ההכנסה |
| 728 | 0 | 4,124 | 7,480 | 226 | מיסים על ההכנסה |
| -2,116 | -6,212 | 14,594 | -6,578 | -7,065 | רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה |
| -550 | 0 | | | | חלק החברה בהפסדי חברות כלולות |
| 1,239 | -1,696 | | | | חלק המיעוט בהפסדי (רווחי) חברות מאוחדות נטו |
| -1,427 | -7,908 | | | | רווח נקי (הפסד) |
| | | 14,789 | 17,676 | 2,230 | רווח תפעולי ללא עליה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה |
| | | -4,152 | -19,508 | -6,839 | רווח לאחר מימון ללא עליה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה |

עלייה בסעיף הרכוש הקבוע כתוצאה מרכישת נכסים

הסעיף העיקרי במאזן הינו סעיף הרכוש הקבוע אשר עלה מכ-215 מ' ₪ נכון ל-31.12.2004 לכ-303 מ' ₪ נכון ל-31.12.2005 לכ-400 מ' ₪ נכון ל-31.12.2006. העלייה בסעיף הרכוש הקבוע נובעת בעיקר מרכישת נכסים שביצעה החברה בשנים האחרונות. עיקר העלייה נובעת מרכישת נכסים בשוויץ, רומניה וגרמניה ובניכוי מכירת חלקה של החברה בנכסים ברומניה, פולין והונגריה. חלק מעליה זו נובע משערוך נכסים בסכום של כ-20 מ' ₪. נכון ל-31.3.2007 עמד סעיף זה על כ-470 מ' ₪ וכלל נכסים נוספים שנרכשו בעיקר בשוויץ ורומניה.

סעיף משמעותי נוסף הינו סעיף המזומנים ושווי מזומנים אשר עמד על כ-86 מ' ₪ נכון ל-31.3.2007 וכ-80 מ' ₪ נכון ל-31.12.2006 לעומת כ-10 מ' ₪ נכון ל-31.12.2005. יתרת המזומנים הגבוהה של החברה לתאריך המאזן הינה כתוצאה מגיוס מקורות מימון אשר טרם נעשה בהם שימוש מלא.

סעיף נוסף אשר עלה באופן משמעותי הינו סעיף מלאי הקרקעות לבניה אשר עלה מכ-15 מ' שה נכון ל-31.12.2005 לכ-31 מ' שה נכון ל-31.12.2006 כתוצאה מרכישת קרקע בטבעון. נכון ל-31.3.2007 גדל סעיף זה לכ-51 מ' שה כתוצאה מרישום המקרקעין ברוסיה אשר נרשם בסעיף החייבים נכון ל-31.12.2006.

עליה משמעותית בהון העצמי כתוצאה משערוך נכסים בשנת 2005 ועליה נוספת כתוצאה ממימוש אופציות לאחר תאריך המאזן

סך ההון העצמי של החברה עלה באופן משמעותי מכ-65 מ' שה נכון ל-31.12.2004 לכ-100 מ' שה נכון ל-31.12.2005 וירד נכון ל-31.12.2006 לכ-97 מ' שה ונכון ל-31.3.2007, לכ-86 מ' שה. הגידול המשמעותי בשנת 2005 נובע בעיקר מהרווח שרשמה החברה בגין שיערוך של נכסים בגין הנכס באנגליה. על פי נתוני הפרופורמה אשר כוללים מימוש אופציות סדרה 1, צפוי ההון העצמי החשבונאי לעלות לכ-108 מ' שה.

נתונים עיקריים מהמאזן

| תקני חשבוונאות ישנים | תקני חשבוונאות ישנים | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS | |
|----------------------|----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---|
| 31.12.2003 | 31.12.2004 | 31.12.2005 | 31.12.2006 | 31.3.2007 | פרופורמה | אלפי שה |
| | | | | | | נכסים |
| 3,588 | 4,249 | 10,817 | 80,672 | 86,143 | 93,643 | מזומנים ושווי מזומנים |
| 4,320 | 30,843 | 5,801 | 29,170 | 3,102 | 3,102 | השקעות לזמן קצר |
| 554 | 716 | 1,928 | 2,706 | 3,675 | 3,675 | לקוחות |
| 2,195 | 2,007 | 6,616 | 18,655 | 13,135 | 13,135 | חייבים ויתרות חובה |
| 0 | 10,377 | 2,823 | 1,233 | 1,225 | 1,225 | מלאי ביניים למכירה |
| 0 | 0 | 15,905 | 31,297 | 50,734 | 100,734 | מלאי קרקעות לבנייה |
| 192,552 | 215,752 | 302,795 | 399,997 | 469,866 | 519,866 | נדל"ן להשקעה |
| 453 | 0 | 465 | 710 | 690 | 690 | רכוש קבוע נטו |
| 0 | 0 | 817 | 1,093 | 1,295 | 1,295 | מיסים נדחים |
| 25,905 | 12,419 | 8,404 | 10,338 | 10,509 | 10,509 | סעיפים נכסיים אחרים |
| 229,567 | 276,363 | 356,371 | 575,871 | 640,374 | 747,874 | סך נכסים |
| | | | | | | התחייבויות |
| 47,124 | 24,664 | 21,519 | 22,311 | 18,631 | 18,631 | אשראי מתאגידים בנקאיים ומאחרים |
| 2,433 | 2,261 | 4,334 | 7,846 | 4,122 | 4,122 | התחייבויות לספקים ונותני שרותים |
| | | | 4,161 | 23,107 | 23,107 | חלויות שוטפות של אגרות חוב ניתנות להמרה במניות ואגרות חוב |
| 5,760 | 12,861 | 17,055 | 29,124 | 34,983 | 34,983 | זכאים ויתרות זכות |
| 0 | 41,860 | 59,979 | 61,289 | 40,948 | 40,948 | אגרות חוב להמרה במניות |
| 0 | 46,557 | 41,401 | 161,369 | 194,368 | 244,368 | אגרות חוב |
| 95,187 | 70,406 | 86,642 | 166,150 | 199,868 | 249,868 | הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים |
| 0 | 0 | 8,679 | 18,132 | 21,991 | 7,991 | כתבי אופציה |
| 4,636 | 4,413 | 13,917 | 10,430 | 10,986 | 10,986 | מיסים נדחים |
| 1,934 | 8,040 | 2,940 | 2,480 | 28,283 | 5,176 | סעיפי התחייבות אחרים |
| 72,493 | 65,301 | 99,905 | 96,740 | 86,194 | 107,694 | הון עצמי (כולל זכויות מיעוט לשנים 2005-06) |
| 229,567 | 276,363 | 356,371 | 575,871 | 640,374 | 747,874 | סך התחייבויות |

גידול משמעותי בחוב הפיננסי בשנים האחרונות פגע באיתנות הפיננסית של החברה

סך החוב של החברה גדל בשנים האחרונות באופן משמעותי כתוצאה מהרחבת הפעילות באמצעות רכישת נכסים וקרקעות. החוב של החברה עלה מכ-209 מ' שה נכון ל-31.12.2005 לכ-411 מ' שה נכון ל-31.12.2006.

ולכ-477 מ' שה נכון ל-31.3.2007. הגידול בחוב נובע הן מהנפקת אג"ח, והן מנטילת אשראי non recourse מתאגידים בנקאיים זרים למימון הנכסים המניבים.

עם הגידול בחוב, ניכרת הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה. יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי ירד מכ-28% נכון ל-31.12.2005 לכ-17% נכון ל-31.12.2006 ולכ-13% נכון ל-31.3.2007. לחברה אג"ח להמרה ואופציות אשר ביטויין החשבונאי על פי תקני ה-IFRS גרע סכומים מהותיים מההון העצמי. תקנון ההון העצמי בגין האופציות ואג"ח להמרה מציב את יחס ההון העצמי לסך המאזן המותאם נכון ליום 31.12.2006 על כ-23% ונכון ליום 31.3.2007 על כ-18%. לאחר גיוס החוב ומימוש אופציות סדרה 1 צפוי יחס ההון העצמי לסך המאזן המותאם לרדת לכ-15%. יחס החוב ל-CAP עמד נכון ל-31.12.2005 על כ-65% ועלה לכ-79% נכון ל-31.12.2006 ולכ-83% נכון ל-31.3.2007. מידרוג מעריכה כי לאחר גיוס החוב ומימוש אופציות סדרה 1, לא צפויה הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית כך שיחס החוב ל-CAP ישאר על כ-83%. הדירוג מותנה בשמירה על יחס חוב ל-CAP שלא יעלה על 85%.

חוב ויחסי איתנות פיננסית

| תקני חשבונאות ישנים | תקני חשבונאות ישנים | IFRS | IFRS | IFRS | IFRS | |
|---------------------|---------------------|------------|------------|-----------|----------|---------------------------|
| 31.12.2003 | 31.12.2004 | 31.12.2005 | 31.12.2006 | 31.3.2007 | פרופורמה | אלפי ₪ |
| 142,311 | 183,487 | 209,541 | 411,119 | 476,922 | 576,922 | סה"כ חוב פיננסי |
| 3,588 | 4,249 | 10,817 | 80,672 | 89,245 | 96,745 | יתרות מזומן ופיקדונות |
| 138,723 | 179,238 | 198,724 | 330,447 | 387,677 | 480,177 | חוב נטו |
| 219,440 | 253,201 | 322,546 | 517,196 | 572,807 | 694,307 | CAP |
| 32% | 24% | 28% | 17% | 13% | 14% | הון עצמי לסך מאזן חשבונאי |
| NA | NA | NA | 23% | 18% | 15% | הון עצמי לסך מאזן מותאם* |
| 65% | 72% | 65% | 79% | 83% | 83% | חוב ל-CAP |
| 63% | 71% | 62% | 64% | 68% | 69% | חוב נטו ל-CAP |

*הון עצמי בניטרול מרכיב ההמרה באג"ח ב' וכתבי אופציה

גמישות פיננסית בינונית

הגמישות הפיננסית של החברה הינה בינונית. לחברה מספר נכסים אשר אינם משועבדים בחו"ל בשווי של כ-76.5 מ' שה ואין לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות. מאידך, לחברה יתרות מזומן גבוהות יחסית אשר עמדו נכון ליום 31.3.2007 על כ-86 מ' שה.

תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת בשנים האחרונות

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת היה שלילי בארבע השנים האחרונות. התזרים השלילי נובע בעיקר מהעובדה כי התזרים כולל עלייה במקרקעין ומלאי דירות למכירה ובעיקר רכישת הקרקע בקריית טבעון בסך של כ-19 מ' שה בקיזוז מכירת קרקע ברומניה בסך של כ-18 מ' שה הסתכם בשנת 2006 בכ-16 מ' ש"ח. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת בניטרול סעיף זה, היה חיובי בשנים 2004-2006 והסתכם בשנת 2006 על כ-9 מ' שה. ברבעון הראשון של שנת 2007 הסתכם התזרים בכ-0.7 מ' שה.

תזרימי המזומנים ששימשו לפעילות השקעה עלו באופן משמעותי מכ-11 מ' שה בשנת 2005 לכ-125 מ' שה בשנת 2006. העלייה המשמעותית נובעת מרכישת הנכסים המהותית שבוצעה בשנת 2006 בסך של כ-150 מ' שה בקיזוז התמורה ממימוש של חברה מוחזקת אשר החזיקה בנכסים בפולין. ברבעון הראשון של שנת 2007 נרכשו נכסים בסך של כ-63 מ' שה ובעיקר, ברומניה ושוויץ.

תזרים המזומנים מפעילות מימון עמד על כ-202 מ' שה בשנת 2006 לעומת כ-20 מ' שה בשנת 2005. בשנת 2006 התזרים נובע בעיקר מהנפקת אגרות חוב בסך של כ-90 מ' שה וקבלת הלוואות לזמן ארוך בסך של כ-112 מ' שה. ההלוואות לזמן ארוך כוללות הלוואות non recourse מבנקים זרים למימון הנכסים החדשים

שנרכשו. ברבעון הראשון של שנת 2007 הסתכם התזרים מפעילות מימון בכ-70 מ' ש"ח וכלל הנפקת אג"ח בסכום של כ-35 מ' ש"ח וקבלת הלוואה בנקאית לזמן ארוך של כ-38 מ' ש"ח.

יחסי הכיסוי של החברה גבוהים מאוד כתוצאה מהגדלת משקל פעילות הייזום ורכישת קרקעות לייזום אשר אינן תורמות לתזרים לכיסוי חוב

יחס החוב הפיננסי והחוב נטו ל-EBITDA עלו באופן משמעותי מכ-14 ו-13 בהתאמה בשנת 2005 לכ-23 ו-19 בשנת 2006. העלייה נובעת מכך שחלק משמעותי מן הגידול בחוב שימש לרכישת קרקעות ונכסים אשר אינם מניבים וכן נכון ליום 31.12.2006, מרבית תמורת האג"ח שגוייס טרם הושקע בנכסים. כתוצאה מכך, גם יחסי החוב והחוב נטו ל-FFO הורעו באופן משמעותי.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

| תקני חשבונאות ישנים | תקני חשבונאות ישנים | IFRS | IFRS | IFRS | |
|---------------------|---------------------|---------|----------|---------|--|
| FY 2003 | FY 2004 | FY 2005 | FY 2006 | Q1-2007 | אלפי ש"ח |
| -1,262 | -4,952 | -2,408 | -7,306 | -210 | תזרים מפעילות שוטפת |
| 0 | -5,466 | -3,765 | -16,385 | -946 | מזה, ירידה (עלייה) במלאי קרקעות לבנייה ובמלאי דירות למכירה |
| -1,262 | 514 | 1,357 | 9,079 | 736 | תזרים מפעילות שוטפת בניטרול עלייה במלאי קרקעות לבנייה ומלאי דירות למכירה |
| -16,610 | -21,446 | -11,345 | -125,105 | -65,221 | תזרים מפעילות השקעה |
| 8,480 | 27,024 | 20,343 | 202,175 | 70,959 | תזרים מפעילות מימון |
| -9,608 | 661 | 6,568 | 69,855 | 5,471 | עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים |
| -649 | -4,610 | 2,500 | -9,388 | -5,879 | FFO |
| 3,133 | 6,406 | 14,789 | 17,676 | 2,230 | EBITDA |
| שילי | שילי | 164 | שילי | שילי | חוב ל-FFO |
| שילי | שילי | 132 | שילי | שילי | חוב נטו ל-FFO |
| 45 | 29 | 14 | 23 | 51 | חוב ל-EBITDA |
| 44 | 28 | 13 | 19 | 41 | חוב נטו ל-EBITDA |

ענף הנדל"ן במדינות הפעילות

פרופיט פעילה בענף הנדל"ן במזרח ובמערב אירופה במדינות הבאות: פולין, הונגריה, רומניה אנגליה, ליטא רוסיה, גרמניה ושוויץ. מדינות מזרח אירופה אשר בן פועלת פרופיט מתאפיינות בקצב צמיחה מהיר עקב ההצטרפות בפועל לגוש האירו אשר מחייבת את המדינות לעמוד בקריטריונים כלכלים שנקבעו. בשנים האחרונות משקיעים זרים משקיעים בתחום הנדל"ן המסחרי והנדל"ן למגורים בעיקר במדינות המצטרפות או עומדות להצטרף לאיחוד האירופי. למרות זאת, חלק ממדינות אלו, שחוו בעקבות קריסת המשטרים הקומוניסטים צמיחה כלכלית משמעותית, נמצאות עדיין בפער ניכר מול מדינות מערב אירופה.

פולין

בעקבות הצטרפותה של פולין לגוש באירו בשנת 2004, ניכרת התפתחות כלכלית גבוהה וכן גידול מהותי בהשקעות זרות. בשנת 2004 סכום ההשקעות הזרות בפולין הגיע ל \$7.8 ביליון. שיעור הצמיחה עמד בשנת 2005 על 3.2% הציפיות הן ששיעור הצמיחה בפולין יהיה בין 5.5%-4% בחמש השנים הבאות.

בנייה תעשייתית - השוק בפולין ממשיך לצמוח אך חלקה של ורשה קטן וחלקן של הערים הקטנות יותר גדל; ב-2004 היה חלקה של ורשה בבניה התעשייתית 74%, לעומת 69% ב-2005 ופחות מ-50% ב-2006. הצמיחה בערים הקטנות נובעת בעיקר ממעברי גבול פשוטים יותר, מחירים נמוכים לעובדים ולקרקות ומיסי חברות טובים יותר.

השקעות – בשנה האחרונה פולין ממשיכה לראות צמיחה בשוק של המשקיעים כאשר מספר המשקיעים גדל ונעשה יותר מגוון יותר, והמגמה היא מעבר מהשקעה בוורשה להשקעה בערים קטנות יותר. לעומת זאת התשואות בכל המגזרים ממשיכות לרדת בגלל הכמות הגדלה של קרקעות למכירה. בשביל בניין משרדים באזור נחשב בוורשה התשואה הממוצעת תהיה 7% או פחות.

רומניה

בשנת 2006, הדינומינציה שיפרה את הנזילות, האינפלציה נשארה ברמות סבירות, שיעור האבטלה ירד, והתל"ג רשם עלייה מוערכת של כ-4.3%. נוסף על כך, כתוצאה מההצטרפות הקרובה לאיחוד האירופי הופרטו הרבה גופים ממשלתיים, כגון הבנק הגדול ברומניה – BCR, ושתי חברות גדולות לאספקת אנרגיה – Banat ו-Electrica Dobrogea.

בנייה תעשייתית - השוק ברומניה ראה צמיחה ניכרת בשנת 2005 שנמשכה גם לתוך 2006; צמיחה הן בביקוש והן בהיצע. מבחינת ביקוש ב-2005 היו מספר עסקאות גדולות מאוד (כלומר שטח של מעל מ-10,000 מטרים רבועים) נוסף על מספר רב של עסקאות קטנות יותר. מבחינת היצע, ההיצע גדל בשנת 2005 עם הוספת 60,000 מטרים רבועים של קרקע, וזאת עם צפי לגדילה ניכרת בהיצע בשנים הבאות.

בנייה למגורים – המעמד הבינוני ראה גדילה ברמת הביקוש, ולכן בשנת 2005 התרכז שוק הבנייה למגורים בבניינים ודירות מודרניות עם חנייה, שומר וכו'. השוק למעמד הגבוה לא ראה שינוי ניכר בשנה האחרונה בגלל מעט דירות פנויות באזורים מרכזיים, ולכן סביר להניח שיהיה מעבר של בנייה לאזורים חדשים.

השקעות – ב-2005 נמשכה הצמיחה בשוק למשקיעים למרות היעדר היצע מספיק של פרויקטים בדרגת השקעה ותשואות נמוכות (מתחת ל-8%). בשנה זו רומניה ראתה את המספר הגדול ביותר של משקיעים מחו"ל המחפשים להיכנס לשוק. אף על פי כן, אין מספיק היצע בכדי לספק את הביקוש הגובר.

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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי. | Aaa | דרגת השקעה |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאד. | Aa | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג 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 | דרגת השקעה ספקולטיבית |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי. | Ba | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה. | B | |
| התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, 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 | |

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא 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

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2007

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