

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

A2	דירוג Issue
----	-------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח בסכום כולל של עד 250 מ' ש. האג"ח יפרעו במח"מ של עד 7 שנים.

פרופיל החברה

אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "החברה"), פועלת בשני תחומים עיקריים:

1. נדל"ן מניב – הקבוצה פועלת בישראל בהשקעות, ייזום, בנייה וניהול של נכסי נדל"ן מניב, ובחו"ל, באמצעות חברת Property Investment Holding B.V (חברה-בת של החברה המוחזקת בשיעור של 74.5%, להלן: "PIH"), בהשקעות בנכסי נדל"ן מניב, השכרתם וניהולם.
 2. בית מלון – הקבוצה הינה הבעלים והמנהלת של מלון מצודת דוד בירושלים. בנוסף, החברה בונה מלון נוסף בירושלים ומתכננת להתחיל לפעול בתחום המלונאות גם מחוץ לגבולות המדינה.
- בנוסף, לחברה פעילות של ייזום והקמה של דירות יוקרה למגורים המיועדות למכירה בירושלים, שאינה כלולה בתחומי הפעילות האמורים ואינה עולה לכדי מגזר עסקי נפרד.
- לקבוצה פורטפוליו המונה 23 נכסים בשטח כולל של כ-238 אלף מ"ר הכולל 4 נכסים מניבים בישראל בשטח כולל של כ-47.6 אלף מ"ר מסוג משרדים ומסחר בתל אביב, נתניה ואשדוד התורמים כ-50 מ' ש לשנה ו-19 נכסים מניבים בחו"ל מסוג מסחר ומשרדים הממוקמים בצרפת ובשוויץ, בשטח כולל של כ-190 אלף מ"ר התורמים כ-115 מ' ש לשנה. הפעילות בחו"ל מתנהלת באמצעות שותף מקומי, אשר אחראי על איתור ורכישת נכסים, בקרה וניהול פיננסי. הניהול התפעולי מתבצע באמצעות חברות ניהול מקומיות מהמובילות בתחומן.

החברה הינה בבעלות של אלרוב ישראל אשר מחזיקה כ-84.8% בחברה.

מחברות:

אביטל איגנר
אנליסטית בכירה
a.ignier@midroog.co.il

לורי ונציה
אנליסטית
lauriev@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
13.05.2007. 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

אלפי ₪	31.03.2007	FY2006	FY2005	FY2004
הכנסות מפעילות נדל"ן מניב לפני רווח ממימוש מקרקעין	81,597	324,649	260,830	187,221
מזה: הפעלת בית מלון	29,076	141,946	124,771	77,907
מזה: שכ"ד ודירור מוגן	37,911	136,074	112,060	84,925
מזה: מכירת דירות	8,790	23,950	1,805	4,066
מזה: תחזוקה- דיור מוגן	1,809	7,196	6,521	6,367
הכנסות ניהול נכסים	4,011	15,483	15,673	13,956
סך הכנסות (כולל רווח ממימוש מקרקעין)	82,166	415,109	292,628	241,435
רווח גולמי	30,022	226,235	136,277	110,042
שיעור רווח גולמי	36%	55%	47%	46%
הוצאות מימון, נטו	28,208	73,777	69,126	56,214
רווח (הפסד) לפני מסים על ההכנסה	1,814	152,458	67,151	53,828
רווח נקי	1,582	116,539	61,870	48,950
חוב פיננסי מותאם	2,725,393	2,497,905	2,122,459	1,607,474
חוב פיננסי נטו	2,360,789	2,270,275	2,043,624	1,402,745
הון עצמי לסך מאזן חשבונאי	20%	9%	6%	4%
הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן כלכלי	29%	33%		
חוב ל-CAP חשבונאי	74%	89%	93%	95%
חוב נטו ל-CAP חשבונאי	64%	81%	90%	83%
חוב ל-CAP כלכלי	66%	65%		
חוב נטו ל-CAP כלכלי	57%	59%		

תיאור הנכסים

נדל"ן מניב:

מרבית הפעילות נעשית במדינות המדורגות Aaa (שוויץ וצרפת)

לחברה כ-23 נכסים מניבים בישראל ובחו"ל. הנכסים בישראל כוללים שני בנייני משרדים – מרכז אלרוב בתל אביב וחלק מאזור הטופ סנטר באשדוד, ושלושה אזורי מסחר – קניון השרון בנתניה, אשר עד לתאריך כתיבת הדוח נמצאת החברה במשא ומתן למכירתו, ושני המתחמים בטופ סנטר באשדוד. בחו"ל, לחברה 19 נכסים בשטח של כ-190 אלף מ"ר: 10 בנייני משרדים; שבעה בפריז ושלושה בשוויץ, ו-7 אזורי מסחר בשוויץ, אשר הגדול מביניהם הוא המרכז Nestal שבגלרוס, בצד הגרמני של שוויץ, בקרבת ציריך. מרבית פעילות החברה מתבצעת במדינות יציבות המדורגות Aaa (שוויץ וצרפת).

בשנתיים האחרונות ביצעה החברה מהלך של הרחבת פעילותה בתחום הנדל"ן המניב באמצעות רכישת נכסים מניבים בחו"ל ובפרט בשוויץ וצרפת

74% מהכנסות החברה הם עבור נכסים המשמשים למסחר, זאת לעומת כ-25% המשמשים למשרדים והיתר לדירור מוגן בישראל.

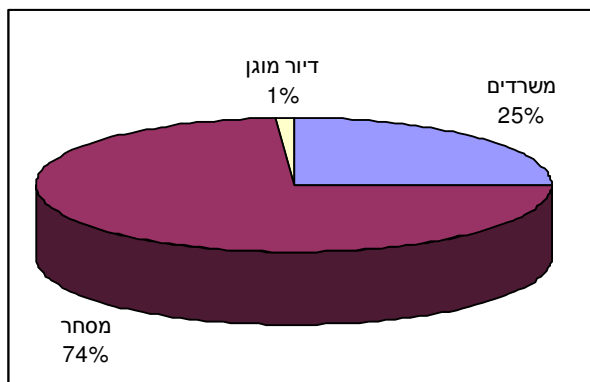
סה"כ נכסים מניבים*:

שם הנכס	מספר נכסים	שטח (במ"ר)	מספר שוכרים	הכנסות משכירות לשנת 2006 (אלפי ₪)	עלות מופחתת ליום 31.12.2006 (אלפי ₪)	יתרת הלוואה ליום 31.12.2006 (אלפי ₪)
נכסים מניבים בארץ	4	47,550	167	49,449	371,651	163,000
נכסים מניבים בחו"ל	13	120,280	210	76,801	1,604,057	1,340,376
נכסים בארץ ובחו"ל	17	167,830	377	126,250	1,975,708	1,503,376

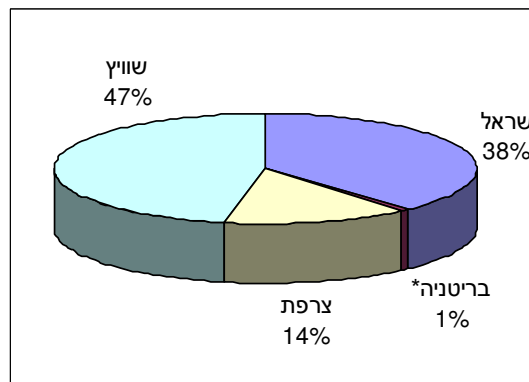
* החברה רכשה שישה נכסים לאחר תאריך 31.12.2006 אשר יתרמו כ-18 מ' ש"ח הכנסות בשנה. עלותם המופחתת הינה כ-290 מ' ש"ח. עבור נכסים אלו נלקחה הלוואה בסך של כ-254 מ' ש"ח.

פילוח נתוני הכנסות:

פיזור שימושים של הכנסות לשנת 2006



פילוח גיאוגרפי של הכנסות לשנת 2006



* ברבעון הרביעי של 2006 מכרה הקבוצה את הנכס בבריטניה ונכון למועד הדוח אין לה פעילות בבריטניה.

קניון השרון בנתניה תורם כ- 56% מההכנסות בישראל

לחברה 4 נכסים בישראל הממוקמים בתל אביב - מגדל אלרוב שהינו בניין משרדים במרכז תל אביב, קניון השרון הממוקם בנתניה ושני מתחמים באשדוד הכוללים אזורי מסחר ובניין משרדים. ההכנסות משכירות בישראל הסתכמו ב-49.5 לשנת 2006 ועלו באופן מתון ביחס לשנת 2005 ובכ-11% ביחס ל-2004 כתוצאה מעלייה בהכנסות מהקניון בנתניה. ההכנסות מקניון השרון מהוות כ-22% מסך הכנסות החברה משכירות לשנת 2006 (וכ-56% מסך הכנסות החברה בישראל). החברה כיום נמצאת במגעים למכירת הקניון בכ-344 מ' ש"ח, ברווח הון לאחר מס של כ-140 מ' ש"ח. תחילת הפעילות של המרכז המסחרי בממילא, תפצה ויותר על הפסקת פעילותו של הקניון, עקב מכירתו.

יציבות בהכנסות משכר דירה בנכסים בישראל. בשנים האחרונות נרשמו הכנסות בסך של כ-51.5 מ' ₪ מנכסים מניבים בישראל

נכסים מניבים בישראל:

שם הנכס	מיקום	שיעור אחזקה	שטח (במ"ר)	ייעוד	מספר שוכרים	תקופות שכירות	שיעור תפוסה	הכנסות משכירות לשנת 2006 (אלפי ₪)	מועד רכישה	עלות מופחתת ליום 31.12.2006 (אלפי ₪)	שיעור תשואה לתקופה בין 01-12-2006	שיעור מסך הכנסות של כל הנכסים המניבים
מגדל אל-רוב	תל אביב	79%	11,450	משרדים	18	לתקופות של עד 5 שנים (לא כולל אופציות להארכה)	100%	12,001	1999	121,180	9.47%	9.5%
קניון השרון	נתניה	100%	17,000	מרכז קניות ושטחי חניונים	120	כ-85% מדמי השכירות נובעים ממושכרים לתקופות של עד 5 שנים. כ-15% מדמי השכירות נובעים ממושכרים לתקופות של עד 6-15 שנים.	99%	27,805	1989	145,670	19.09%	22.0%
טופ סנטר, מתחם מזרחי	אשדוד	90%	15,700	מרכז קניות	19	כ-78% מדמי השכירות נובעים ממושכרים לתקופות של עד 5 שנים. כ-22% מדמי השכירות נובעים ממושכרים לתקופה של עד 8 שנים.	84%	7,382	1994	71,859	10.27%	5.8%
טופ סנטר, מתחם מערבי	אשדוד	90%	3,400	משרדים, מסחר וחנייה	10	כ-74% מדמי השכירות נובעים מקומות הקרקע המסחרית המושכרת לתקופה של עד 4 שנים, והיתרה לתקופה של עד 4-18 שנים.	100%	2,261	1998	32,942	6.86%	1.8%
סה"כ נכסים מניבים בארץ			47,550		167			49,449		371,651		39.2%

לחברה כ-12 נכסים מניבים בחו"ל שחמישה מתוכם נרכשו במהלך שנת 2006 ותחילת 2007 בעלות כוללת של כ-620 מ' ₪ (לכלל הנכסים)

נכון ל-31.12.2006 לחברה 12 נכסים מניבים בחו"ל; 3 בצרפת ו-9 בשוויץ. 5 מתוכם משמשים כמרכזיים מסחריים והיתר כבנייני משרדים. במהלך 2006 ותחילת 2007 רכשה החברה 5 נכסים בשוויץ, שלושה בנייני משרדים ושני מרכזים מסחריים, בעלות כוללת של כ-620 מ' ₪. הנכסים שנרכשו צפויים להניב דמי שכירות בסך של כ-35 מ' ₪ לשנה. סך המימון שנתקבל בגין הנכסים הסתכם ב-534 מיליון ₪ (כ-86%). שיעורי התפוסה הנכסים הינם מעל 90% למעט בניין משרדים בלוצאן אשר מושכר בתפוסה של כ-86%. סך ההכנסות משכירות של נכסים אלו הסתכם ב-76.8 מ' ₪.

נכסים מניבים בחו"ל, בעיקר בשוויץ

שלושה מרכזים מסחריים בשוויץ, Tagipark, Nestal ו-Montreux, תורמים כ-34% מסך ההכנסות מדמי שכירות (כולל הכנסות מנכסים בישראל), כאשר הנכסים ב-Montreux וב-Tagipark תורמים כ-12% מסך ההכנסות כל אחד ואילו הנכס ב-Nestal תורם כ-10%.

לחברה שני שוכרים עיקריים בשוויץ – Coop אשר מהווה 18% מסך הכנסות החברה משכירות ו-Migros אשר מהווה 6% מסך ההכנסות. לחברה חוזים ארוכי טווח עם שני שוכרים אלו.

נכסים מניבים עיקריים בחו"ל:

שם הנכס	מיקום	שטח (במ"ר)	מספר שוכרים	שוכרים עיקריים ותקופות שכירות	שיעור תפוסה	הכנסות משכירות (אלפי ₪) ליום 31.12.2006	עלות מופחתת (אלפי ₪) ליום 31.12.2006	יתרת הלוואה (אלפי ₪) ליום 31.12.2006	שיעור תשואה לתקופה בין 01-12-2006	שיעור מסך הכנסות משכירות
Volketswill	ציריך, שוויץ	14,200	50	שני שוכרים עיקריים (52% ביחד): Migros – עד לשנת 2023 ו-Coop עד לשנת 2014, יתר השוכרים לתקופות שונות.	98%	12,429	200,910	57,451	6.19%	9.84%
Tagipark	באדן, שוויץ	21,500	9	שוכר עיקרי – Coop - 64% – עד לשנת 2024	97%	15,430	243,127	76,340	6.35%	12.22%
Nestal	גלוס, שוויץ	26,200	49	שוכר עיקרי – Coop - 38% עד לשנת 2025.	98%	12,984	215,332	245,056	6.03%	10.28%
Montreux	מונטרו, שוויץ	11,800	32	שלושה שוכרים עיקריים (כ-28% עד שנת 2015, עוד 18 שוכרים (כ-44% עד שנת 2010, יתרת השוכרים (כ-28% עד 3 שנים).	99%	15,363	264,983	222,008	6.05%	12.17%
אחרים	שוויץ וצרפת	46,580	70		95%-100%	20,595	679,705	739,521		16.00%
סה"כ נכסים מניבים בחו"ל		120,280	210			76,801	1,604,057	1,340,376		60.83%

מגזר בית המלון:

בעלות וניהול שוטף של אחד מבתי המלון היוקרתיים בירושלים

אלרוב נדל"ן מחזיקה, באמצעות חברת בת בבעלותה המלאה: אלרוב מלונות יוקרה (1993) בע"מ (להלן: "אלרוב מלונות יוקרה"), ב- 100% מהזכויות במלון מצודת דוד בירושלים. המלון ממוקם ברחוב המלך דוד שבמערב העיר ונחשב למלון היוקרה מהמובילים בירושלים בקטגוריית מלונות הפאר, לצד מלון "המלך דוד". במלון 384 חדרים וסוויטות וכולל לרבות מרכז עסקים, הכולל 15 אולמות אירועים לכנסים ואירועים משפחתיים, בשטח כולל של כ- 2,100 מ"ר וכן, מועדון בריאות וכושר ובריכה.

מיצובם של מלון המלך דוד ומצודת דוד כמלונות יוקרה, מבדל אותם ממרבית בתי המלון האחרים בעיר. הם מועדפים על מנהיגים פוליטיים, תרבותיים ואנשי עסקים המבקרים בירושלים. נציין כי בתחום מתן שירותי אירוח, כנסים ואירועים למלון מצודת דוד מתחרים רבים, לרבות: בתי מלון, מרכזי קונגרסים ואולמות אירועים בירושלים.

החברה רכשה נכס באמסטרדם שימש כמלון יוקרה

לאחר תאריך המאזן, רכשה החברה נכס הממוקם באמסטרדם שבהולנד בתמורה ל- 50 מ' אירו. הנכס משמש כיום לייעוד ציבורי, והוא נמצא בתהליך שינוי ייעוד למלון. עם סיום הליך השינוי, תפעל החברה להתאימו לשימוש כמלון יוקרתי מוביל בדרגת חמישה כוכבים המונה כ-140 סוויטות וחדרים. לחברה יש אפשרות לחזור בה מהרכישה במידה ולא יתקבל אישור להסבתו למלון.

דיוור מוגן:

הקבוצה מחזיקה ומנהלת מרכז לדיוור מוגן "נופי השרון" בנתניה, החל מחודש דצמבר 1994. המרכז כולל 106 דירות ומחלקה סיעודית בת 12 מיטות. במרכז מאוכלסות 104 דירות (תפוסה של 98%) וכל המיטות במחלקה הסיעודית. ניהול המרכז נעשה באמצעות החברה.

אזור המסחרי ממילא:

החברה לקראת שלבי סיום של המרכז המסחרי באזור ממילא והפרייקט כולו צפוי להסתיים ביולי 2008

החברה עוסקת בפיתוח האזור המסחרי במתחם ממילא בירושלים, באמצעות חברת הבת אלרוב אזור מסחרי ממילא בע"מ (להלן: "חברת האזור המסחרי"). הזכויות באזור המסחרי של מתחם ממילא בירושלים הינן בבעלות חברת האזור המסחרי בהתאם ובכפוף להוראות ההסכם עם קריתא חברה לפיתוח מרכז ירושלים בע"מ (להלן: "קריתא"), שהינה צד לפיתוח האזור המסחרי במתחם ממילא בירושלים.

המתחם כולל אזור מסחרי בשטח של כ-21,500 מ"ר (הכולל גם שטח חנייה של כ-50,000 מ"ר), שטחי מגורים בשטח של כ-14,400 מ"ר, ושימושים נוספים לרבות בית מלון ומשרדים. עלות ההשקעה הכוללת בפרייקט נכון ל-31.12.2006 מסתכמת בסך של כ-321 מיליון ₪, העלויות הנוספות להשלמת הפרייקט צפויות לעמוד להערכת החברה על כ-293 מיליון ₪. החברה לקראת שלבי סיום הפרייקט, כאשר הפרייקט כולו צפוי להסתיים ביולי 2008, ואילו המרכז המסחרי נמצא לקראת סיום ובחלקו נפתח לקהל במאי 2007.

סיום הליך הבוררות מול קריתא באזור המסחרי ממילא

אלרוב הגישה תביעת חוב כנגד קריתא בסך 133 מ' ₪ כולל מע"מ. כמו כן שוקלת החברה להגיש תביעה כספית כנגד המדינה בגין הנזקים שנגרמו לה על ידי משרד הפנים ומשרד השיכון כתוצאה מעיקוב בניית הפרייקט.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה עסקית

אלרוב נדל"ן התאגדה בשנת 1983 כחברה פרטית בישראל, בבעלות אלרוב ישראל. בשנת 1993 נרשמו מניותיה למסחר בבורסה לני"ע בת"א, תחת השם "אל-קנית פיתוח בע"מ" כחברה ציבורית. בנובמבר 2000 הוחלף שם זה לשמה הנוכחי. נכון ליום פרסום דו"ח הדירוג מחזיקה חברת אלרוב ישראל, באמצעות חברות שבבעלותה המלאה כ-84.8% מהון המניות של אלרוב נדל"ן. עד לשנת 2006, החזיקה אלרוב ישראל בכ-88% מהחברה אך עקב הנפקה פרטית למשקיעים באלרוב נדל"ן, שבוצעה במהלך 2007, של הון מניות ושתי סדרות של כתבי אופציה למימוש למניות אלרוב נדל"ן, שיעור האחזקה של אלרוב ישראל באלרוב נדל"ן ירד ל-84.8%.

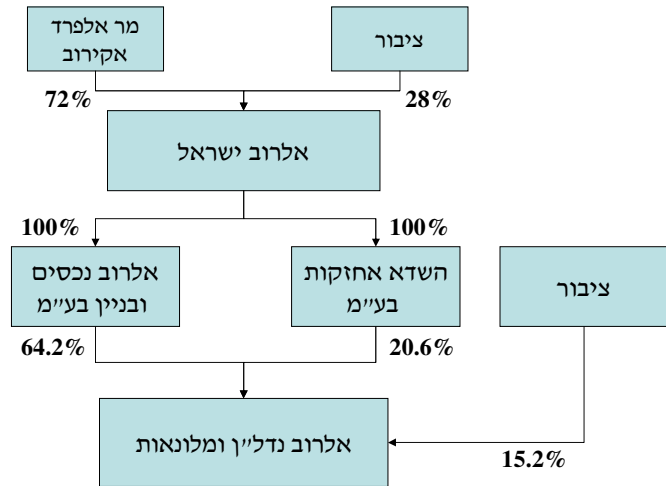
ניהול פנימי, עצמאי של הפעילות בישראל, לצד קבלת שירותי ניהול חיצוניים של הנכסים בחו"ל

ניהול הפעילות בישראל: המבנה הארגוני של הקבוצה בישראל כולל מספר חטיבות בהן: בנייני משרדים בישראל, שטחי מסחר בישראל, בנייני מגורים בישראל, המרכז לדיוור מוגן ובית המלון. התווית מדיניות החטיבות נעשה באמצעות מר אקירוב. המלון מנוהל על ידי החברה החל מיוני 2001.

תהליך השיווק של נכסי הנדל"ן המניב של הקבוצה בישראל נעשה באופן ישיר על-ידי הקבוצה, בין היתר, באמצעות מנהליה, מנהל נכסים, וכן באמצעות חברות ניהול הפעילות בכל נכס ונכס של הקבוצה.

ניהול הפעילות בחו"ל: חברת PIH (Property Investment Holding) אמונה על הפיקוח והבקרה של הפעילות בחו"ל, אשר תפעולית מנוהלת על ידי שותף המקומי. ניהול הנכסים נעשה באמצעות חברות ניהול מקומיות. במהלך שנת 2007 פעילות ניהול הנכסים בצרפת תחל להתבצע על ידי חברת Properteam המוחזקת על ידי PIH בשיעור של 34%. PIH מוחזקת על ידי אלרוב נדל"ן (כ-74.5%) ועל ידי חברה פרטית, לא קשורה (25.5%).

להלן מבנה הבעלות של אלרוב נדל"ן:



החברה מנוהלת על ידי מר אלפרד אקירוב אשר לו ניסיון רב שנים בתחום הנדל"ן בארץ ובחו"ל

בכפוף להסכמי ניהול של הקבוצה עם חברת ניהול בשליטתו של מר אקירוב, משמש מר אקירוב כיו"ר הדירקטוריון בחברה. בנוסף משמש מר אקירוב כיו"ר הדירקטוריון וכמנכ"ל בחברות בנות נוספות בקבוצה. למר אקירוב ניסיון רב שנים בתחום הנדל"ן בישראל ובחו"ל. מר אקירוב מכהן כיו"ר ומנכ"ל אלרוב ישראל מזה 29 שנים ואחראי להקמתם של מספר רב של פרויקטים ונכסים מניבים בארץ ובחו"ל, בהם בית אירופה, מגדל האופרה, מגדל אלרוב ובית סותביס בתל אביב, קניון השרון והמרכז לדירור מוגן, נופי השרון בנתניה, מלון מצודת דויד והפאור סנטר באשדוד.

בעלי תפקידים בחברה

	תפקיד
אלפרד אקירוב	יו"ר דירקטוריון
שמואל בן משה	מנכ"ל
מאיר אלחכם	מנהל כספים

בין החברה לבין חברה פרטית בבעלותם של מר אלפרד אקירוב וגב' חוה אקירוב קיימים הסכמי ניהול משנת 1995 לפיו יספק מר אקירוב שירותי ניהול

בין החברה לבין חברה פרטית בבעלותם של מר אלפרד אקירוב וגב' חוה אקירוב, נחתם הסכם ניהול משנת 1995 אשר לפיו תספק חברת הניהול, באמצעותו של מר אקירוב, שירותי ניהול לחברה, הצמודים למדד המחירים לצרכן ואשר יגדלו ריאלית מידי שנה ב-5%. סכום דמי הניהול לשנת 2006 (כולל הטבות) הסתכם ב-1,833 אלפי ₪. בנוסף, לחברה הסכם עם אלרוב ישראל לקבלת שירותי עובדים (שירותי ניהול) הניתנים על-ידי אלרוב ישראל תמורת סך של 750 אלפי ₪ לשנה, צמוד למדד המחירים לצרכן. השירות ניתן על-ידי קבוצה המונה עד כ-7 עובדים, מרביתם מקרב ההנהלה הבכירה של אלרוב.

אלרוב ישראל מעמידה לחברה מסגרת אשראי בסכום כולל של 675 מ' ₪ עד ליום 31.12.2009. מתוכו מנצלת החברה כ-549 מ' ש"ח

אלרוב ישראל מעמידה לחברה מסגרת אשראי בסכום כולל של 675 מ' ₪ צמוד למדד המחירים לצרכן. תקופת המסגרת הינה עד ליום 31.12.2009. המסגרת ניתנת בשני מסלולים אלטרנטיביים: אשראי נושא ריבית שקלית משתנה בהתאם לשיעור הריבית בגין הלוואות "און-קול" (ON-CALL) של אלרוב בבנק הפועלים בע"מ, ואשראי צמוד למדד ונושא ריבית (צמודה למדד) המחושבת בהתאם לתשואה הממוצעת של אגרות חוב מדינת ישראל צמודות מדד בעלות תקופת פדיון ממוצעת דומה ליתרת תקופת מסגרת האשראי ובתוספת 0.25%. נכון ל-31.03.2007, נבחר מסלול ה-on-call ויתרת הניצול של המסגרת עומדת על כ-549 מ' ₪ המהווה כ-81% מסך המסגרת. לצורך פרעון אג"ח של אלרוב ישראל מתחייבת אלרוב נדל"ן להגדיר לוח סילוקין ליתרת הלוואות בעלים בסך של 250 מיליון ₪ במועדי תשלום קרן וריבית חופפים לאג"ח אותן הנפיקה אלרוב ישראל.

מצבת כוח אדם

נכון ליום 31.12.2006 מועסקים בקבוצה 632 עובדים (לא כולל עובדי חברות כ"א זמניים). מרבית העובדים, מועסקים בבית המלון ובשטחי המסחר בישראל. העסקת עובדי המלון כפופה להסכם קיבוצי שהוחל על כל עובדי בתי המלון והאירוח בישראל למעט העובדים הבכירים.

אין לחברה מדיניות דיבידנד

לא קיימת בחברה מדיניות דיבידנד מוגדרת והחברה אינה מכוונת להגדיר מדיניות בזמן הקרוב. במהלך השנתיים האחרונות החברה לא חילקה דיבידנדים.

אסטרטגיה עסקית:

צמצום פעילות בישראל

בשנת 2000 החליטה הנהלת הקבוצה שלא ליזום פיתוח של פרויקטים חדשים בתחומי הנדל"ן בישראל, מעבר לאלו שכבר מבוצעים על ידה. כמו כן, מתכוונת החברה לממש חלק מאחזקותיה הקיימות בישראל ובכלל זה את קניון השרון בנתניה והטופ סנטר באשדוד.

הרחבת ההשקעות בנדל"ן מניב בחו"ל, בפרט בשוויץ

במקביל לצמצום הפעילות בישראל, פועלת הקבוצה בשנים האחרונות לאיתור ורכישה של השקעות בנדל"ן מניב באירופה. בחודש מרץ 2006, קיבלה החברה החלטה לפעול להגדלת היקף ההשקעות בחו"ל של נכסים מניבים כך שהיקף ההשקעות בקבוצה בנכסים מניבים יגיע לסך של עד כ-4 מיליארד ₪.

החברה מעוניינת להקים רשת בתי מלון בהיקף של 1,500 חדרים בישראל ובמערב אירופה

הנהלת החברה מעוניינת להקים רשת ניהול של בתי מלון המצויים בבעלות החברה. במסגרת הקמת רשת ניהול בתי המלון, תפעל החברה לאתר מגרש לצורך הקמת מלון חדש בתל אביב ולאיתור מלונות נוספים בערים מרכזיות במערב אירופה, וזאת במגמה להגיע בתוך 4 השנים הבאות, לרשת ניהול בתי מלון בהיקף של 1,500 חדרים. מיידוג מעריכה כי הגדלת משקל פעילות המלונות בישראל ובחו"ל תורמת להגדלת רמת הסיכון בפעילות החברה ביחס לפעילות הנדל"ן המניב.

חוזקות

צמצום החשיפה למשק הישראלי והשקעות במדינות בעלות יציבות כלכלית המדורגות Aaa

החל משנת 2000 פועלת הקבוצה לאיתור והשקעה בנכסים בחו"ל, מדינות מערב אירופה ולאחרונה מתמקדת בשוויץ. מידרוג מעריכה כי הפיזור הגיאוגרפי ומאפייני הנכסים אותם רכשה, לצד צמצום פעילות הייזום בתחום הנדל"ן תורמים לירידה ברמת הסיכון העסקי של הקבוצה. מידרוג רואה בחיוב את אסטרטגיית הקבוצה לניצול חלון הזדמנויות שנפתח בשוק הנדל"ן המניב בשוויץ ואת יכולתה להתקשר ברכישת נכסים עם מקורות מימון בינלאומיים. יחד עם זאת, מדגישה מידרוג את העובדה כי מדובר בהשקעות הנרכשות במינוף גבוה מאוד, הממומנות באמצעות חוב בנקאי זר בתנאי Non-Recourse, באופן המעלה את הסיכון הפיננסי שבהשקעות אלו. נציין כי הפעילות בשווקים הבינלאומיים, חושפת את הקבוצה למגמות כלכליות ואחרות בשוקי היעד החדשים ולשינויים בשע"ח, בעיקר האירו והפרנק השוויצרי, באופן שעלול להגדיל את הסיכון והפיננסי של הקבוצה ביחס להון העצמי המושקע בנכסים הנרכשים.

עודף שווי של נכסים

מידרוג מעריכה כי בחלק מן הנכסים קיים שווי כלכלי עודף באופן שיחסי האיתנות המתבססים על השווי הכלכלי עולים על יחסי האיתנות הנגזרים מהשווי החשבונאי.

לקבוצה מוניטין בתחום הנדל"ן המניב בארץ ובחו"ל

במהלך השנים צברה החברה מוניטין ויצרה לעצמה מיתוג של משווקת נדל"ן איכותי ויוקרתית. מוניטין החברה ומיתוגה מאפשרים לחברה להתמודד עם התחרות בענף, בעיקר בקרב לקוחות המעוניינים בהשקעת שטחי משרדים ומסחר באיכות גבוהה.

בעל שליטה אסטרטגי בעל תרומה לפיתוח העסקי

בעל השליטה בחברה, מר אלפרד אקירוב, תורם תרומה ניכרת לפיתוח העסקי באמצעות קשריו העסקיים הענפים ויכולותיו בבחירת פורטפוליו הנכסים. מאידך, עובדה זו יוצרת תלות בבעל השליטה.

גורמי סיכון עסקיים

סיכון ענפי

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, ומגזר הנכסים המניבים בפרט, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים. מידרוג מעריכה כי פיזור גבוה של נכסים ושוכרים, הסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית עשויים להגן מפני מחזור שלילי של ענף הנכסים.

פעילות בית המלון מבוססת בעיקר על תיירות נכנסת ולפיכך רגישה במיוחד למצב הביטחוני בישראל בכלל ובירושלים בפרט

לאורך השנים, נבעו מרבית הכנסות בית המלון מתיירות נכנסת. מידרוג מייחסת רמת סיכון עסקי גבוהה יחסית להחזקה זו, הנובעת מהרגישות הגבוהה למצב הביטחוני ולמצב הכלכלי וממבנה הוצאות קשיח יחסית, אשר מקשה על התייעלות בתקופות שפל בביקושים. התערערות היציבות הפוליטית והביטחונית באזור לקראת סוף שנת 2000, בעקבות פרוץ האינתיפאדה השנייה, הביאה לפגיעה מהותית בהיקפי הפעילות בענף התיירות בישראל בכלל ובירושלים בפרט. בשנים 2005-2006 ניכרת התאוששות מסוימת הן בשיעורי התפוסה והן במחיר לחדר, אך מלחמת לבנון השנייה פגעה בביצועי המלון ברבעון השלישי של שנת 2006.

החברה מתכוונת להרחיב את פעילותה בתחום המלונאות בישראל ובחו"ל אשר בעלת רמת סיכון גבוהה ביחס לפעילות הנדל"ן המניב

על פי האסטרטגיה העסקית של החברה, היא מתכוונת להגדיל את פעילות המלונאות באופן משמעותי ולהרחיבה הן בישראל והן למערב אירופה. מידרוג מעריכה כי פעילות המלונאות מאופיינת כבעלת רמת סיכון גבוהה ביחס לתחום הנדל"ן המניב והגדלת משקל הפעילות בתחום המלונאות צפויה להגדיל את רמת הסיכון הכוללת של פעילות החברה. מאידך, ניסיונה המוכח בניהול מלון מצודת דויד והחלטתה של החברה לפעול במדינות מערב אירופה, בעלות שיעורי תפוסה גבוהים, כדוגמת הולנד, בה שיעור תפוסה של כ- 90% בקירוב, מקטינות רמת סיכון זו.

שדרה ניהולית מצומצמת, עם תלות בבעל השליטה בפיתוח העסקי

להערכת מידרוג, המבנה הניהולי של הקבוצה שטוח, עם מעורבות חזקה ומקיפה של מר אלפרד אקירוב, בקביעת יעדיה האסטרטגיים של הקבוצה. החברה מעריכה את התלות במר אקירוב כמהותית הן לעניין יזום פרויקטים חדשים וביצוע פרויקטים בייזום שכבר מבוצעים על ידה והן לעניין קביעת האסטרטגיה העסקית, רכישת הנכסים החדשים ויצירת קשרים עסקיים.

שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל בהתבסס על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות/הנאמנויות השונות, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים השוטף אך בעיקר בתזרים שיתקבל ממימוש הנכסים.

גורמי סיכון פיננסיים

הנכסים המניבים של החברה בחו"ל נרכשים ברמות מינוף גבוהות מאוד, לעיתים עד כ-90% מעלות רכישת הנכס, עובדה המגדילה את רמת הסיכון הפיננסי בפעילות הנדל"ן המניב

איתנות פיננסית סבירה אשר צפויה להרעה מסוימת לאחר גיוס החוב

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה הינם סבירים שכן יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי עמד נכון ליום 31.03.2007 על 20% ויחס החוב ל-CAP עמד על כ-74%. כתוצאה מאימוץ תקן חשבונאי 27, שוערך המלון בירושלים וחל שיפור משמעותי ביחסי האיתנות לעומת שנת 2006, בהם עמד יחס ההון עצמי לסך מאזן על כ-9% ויחס החוב ל-CAP על כ-90%. מידרוג מעריכה כי לחברה שווי עודף בשאר נכסיה אשר אינו בא לידי ביטוי ביחסים החשבונאיים כך שיחסי האיתנות הפיננסית הכלכליים משתפרים במקצת. לאחר הנפקת החוב, צפוי לעמוד יחס ההון העצמי לסך המאזן על כ-16% ויחס החוב ל-CAP על כ-73%. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות הפיננסית החשבונאיים לאחר הנפקת החוב ויחסי האיתנות הפיננסית הכלכליים הינם סבירים.

חשיפה מטבעית וחשיפה מסוימת לשינויים בשיעורי הריבית אשר יכולה לפגוע ברווחיות

מעצם פעילותה של החברה במספר מדינות ובמספר מטבעות, נגרמת לחברה חשיפה מטבעית ובעיקר חשיפה לשינויים בשערי החליפין של הפרנק השוויצרי והיורו אל מול השקל, ובגלל בית המלון יש לחברה חשיפה דולרית אל מול השקל. החברה איננה מבצעת הגנה מטבעית. מידרוג מעריכה כי החשיפה המטבעית עלולה לגרום להרעה במצבה הכלכלי של החברה, ביחס להון העצמי המושקע באותם נכסים.

בנוסף, לחברה חשיפה לשינויים בשערי הריבית של ישראל, שוויצריה, צרפת וארצות הברית שכן ההלוואות של החברה הינן בריבית משנתה. לחברה הגנה על כ-85% מההלוואות באירופה ולכן כ-15% מההלוואות אינן מוגנות.

אין לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת

אין לחברה כיום מדיניות דיבידנד מוצהרת. מידרוג מעריכה כי אימוץ מדיניות דיבידנד אגרסיבית עלולה לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה.

אין לחברה נכסים מהותיים אשר אינם משועבדים

מידרוג מעריכה כי אחזקה בנכסים בפרט מניבים שאינם משועבדים עשויה לתרום תרומה ניכרת לגמישות הפיננסית של חברת נדל"ן. מרבית עד כל נכסי הקבוצה משועבדים כנגד הלוואות קיימות ומסגרות אשראי מאושרות. יחד עם זאת, אי ניצול מלא של מסגרות אשראי מאושרות, יתרות מזומן, תיק ני"ע סחיר וכד' תורמים לגמישות פיננסית. נכון ליום 31.12.2006 מחזיקה הקבוצה ביתרות מזומנים בסך של כ- 130 מיליון ₪ וביתרת השקעות בני"ע סחירים בסך של כ- 98 מיליון ₪. כמו כן לקבוצה מסגרות אשראי מאושרות בלתי מנוצלות בסך של כ-510 מיליון ₪.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים המתקבל מנכסים מניבים וקידום פרויקטים שאינם פעילים כיום באופן שישפר את תזרים המזומנים ואת יחסי הכיסוי
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביכולת ליצר תזרימי מזומנים באופן שיוריד מדרגה את יחסי הכיסוי ויפגע ביכולת התמיכה בחוב הפיננסי
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישפיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה
- הגדלת משקל פעילות המלונאות אשר הינה מסוכנת ביחס לפעילות הנדל"ן המניב
- מידרוג מניחה כי לצורך רכישת נכסים בחו"ל החברה תמשיך לממן חלק ניכר מעסקאות באמצעות הלוואות מסוג Non recourse בשיעורים משמעותיים מסך עלות הנכסים. בהתחשב בזאת, מידרוג מניחה תוספת חוב פוטנציאלי של כ-1 מיליארד ₪. חריגה מהיקף חוב זה מבלי שיחול במקביל שינוי מהותי ביחסי האיתנות הפיננסיים עלולה לגרום להורדת הדירוג

ניתוח פיננסי

רווח והפסד

מימוש נכסי מקרקעין, שיפור בתוצאות העסקיות של מלון מצודת דוד בירושלים, הכרה ברווח ממכירת דירות בפרויקט האזור המסחרי ממילא וגידול בהיקף פעילות החברה בחו"ל, תרמו לשיפור בתוצאות הכספיות של הקבוצה

בשנת 2006 הסתכמו הכנסות הקבוצה מפעילות הנדל"ן בכ- 325 מיליון ₪, לעומת כ- 261 מיליון ₪ בשנת 2005 וכ- 187 מיליון ₪ בשנת 2004. כ- 78% מסך ההכנסות נובע מפעילות בתחומי הנדל"ן השונים, בעיקר מהפעלת בית המלון מצודת דוד בירושלים ומנדל"ן מניב (כולל דיור מוגן). מרבית יתרת ההכנסות הן בעלות אופי חד פעמי וכוללות רווח ממימוש נדל"ן מניב בחו"ל וממימוש ני"ע. ברבעון הראשון של 2007 הכנסות החברה מפעילות נדל"ן הסתכמו ב כ-82 מ' ₪ (כ-328 מ' ₪ בגילום שנת).

דו"ח רווח והפסד

FY 2004	FY 2005	FY 2006	31.03.2007	FY 2004	FY 2005	FY 2006	31.03.2007	הכנסות
אחוז מסך הכנסות				הכנסות				אלפי ₪
32%	43%	34%	35%	77,907	124,771	141,946	29,076	הפעלת בית מלון
35%	38%	33%	46%	84,925	112,060	136,074	37,911	שכ"ד ודיור מוגן

2%	1%	6%	11%	4,066	1,805	23,950	8,790	מכירת דירות
3%	2%	2%	2%	6,367	6,521	7,196	1,809	תחזוקה- דיור מוגן
6%	5%	4%	5%	13,956	15,673	15,483	4,011	הכנסות ניהול נכסים
78%	89%	78%	99%	187,221	260,830	324,649	81,597	הכנסות מפעילות נדל"ן מניב לפני רווח ממימוש מקרקעין
15%	11%	4%	1%	35,098	31,798	16,069	569	הכנסות (הוצאות) אחרות נטו מנייע
8%	0%	18%	0%	19,116	0	74,391	0	רווח ממימוש מקרקעין
100%	100%	100%	100%	241,435	292,628	415,109	82,166	סך הכנסות
24%	24%	19%	23%	57,083	71,248	79,796	18,857	הפעלת בית מלון
2%	2%	2%	4%	3,850	5,657	9,056	2,979	תפעול נכסים
2%	0%	3%	6%	3,654	1,377	12,933	4,957	עלות דירות שנמכרו
3%	2%	2%	2%	7,130	7,054	6,798	1,688	תחזוקה-דיור מוגן
7%	6%	5%	5%	17,747	18,559	18,764	4,445	הוצאות ניהול נכסים
14%	13%	11%	17%	32,921	39,046	44,797	14,228	פחת
4%	4%	4%	6%	9,008	12,347	16,730	4,990	הנהלה וכלליות
54%	53%	45%	63%	131,393	156,351	188,874	52,144	סך הוצאות

המשך שיפור בהכנסות מהפעלת בית המלון כתוצאה מעליה בשיעורי התפוסה והעלייה במחיר לחדר על אף השפעת המלחמה

ההכנסה בסך של כ- 142 מיליון ₪ בשנת 2006 בגין הפעלת בית המלון, משקפת שיפור בהשוואה לשנים 2005 ו-2004. גידול זה בהיקף ההכנסות תרם ליצירת רווח לאחר פחת ומימון של כ- 38.5 מיליון ₪, לעומת רווח של כ- 28.5 מיליון ₪ בשנת 2005 (גידול של כ-15.3%). עלייה זו מותנה כתוצאה מתיסוף בשיעור של 8.2% בשקל לעומת הדולר בשנת 2006, ובשל האירועים הביטחוניים בצפון שגרמו לירידה בשיעור התפוסה במלון ברבעון השלישי של שנת 2006, וכתוצאה מכך לקיטון בעודף התפעולי שהסתכם לכ- 62 מ' ₪ ואלמלא המלחמה, היה צפוי לעלות לכ- 70 מיליון ₪.

עלייה בהכנסות משכר דירה בעקבות רכישת נכסי נדל"ן נוספים במהלך 2006

בשנת 2006 הסתכמו ההכנסות משכר דירה ודיור מוגן בכ- 136.1 מיליון ₪ לעומת כ- 112.1 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד - גידול של כ- 21.4%. הגידול נבע מעליה של כ- 23.3 מיליון ש"ח מהכנסות שכר דירה מנדל"ן מניב בחו"ל עם רכישת נכסי נדל"ן נוספים במהלך שנת 2005 ו- 2006 וכן נכסים שנרכשו במהלך 2005 הניבו את מלוא ההכנסות בשנת 2006, הגידול כאמור נרשם גם לאחר שבמהלך הרבעון השני והשלישי של שנת 2006 מכרה החברה שני נכסים בצרפת וברבעון הרביעי של שנת 2006 נכס בבריטניה.

גידול ברווח ממימוש מקרקעין

בשנים האחרונות נוהגת הקבוצה להציג רווח ממימוש מקרקעין כחלק מהכנסותיה. במהלך שנת 2006 מכרה אלרוב נכסים בחו"ל בשווי של 74 מ' ₪ ורשמה רווח הון בסך של כ- 56.4 מ' ₪ בגינם (לפני מס וזכויות מיעוט). הנכסים שמומשו כוללים בניין משרדים ונכס נוסף בצרפת וכן נכס בבריטניה. נוסף על כך, חתמה החברה חוזה על מכירת בית סות'ביס בתל אביב. כתוצאה מהמכירה דיווחה החברה על רווח של כ-18 מיליון ₪ (לפני מס).

רווחיות החברה מושפעת גם מפעילות בניירות ערך. בשנת 2006 רשמה החברה רווח של כ-16 מ' ₪ ממימוש ניירות ערך

פעילות פיננסית בה מעורבת הקבוצה הניבה לה בשנת 2006 הכנסות נטו, בסך של כ- 16.1 מיליון ₪, זאת לעומת רווח בסך של כ- 31.8 מיליון ₪ בשנת 2005. הרווח מסעיף זה כולל רווח מניירות ערך בסך של כ- 14.7 מיליון ₪, לעומת רווח של 33.2 מיליון ₪ נכון ל-31.12.2005, ורווח הון ממימוש השקעה בשותפות (לפני הוצאות מס) בסך של כ- 1.4 מיליון ₪, לעומת הפסד בסך 1.5 מיליון ₪ בשנת 2005. הכנסה זו מופיעה בניכוי הפרשות לירידת ערך של השקעות אחרות בהם משקיעה הקבוצה במסגרת פעילותה. פעילות זו מאופיינת בתנודתיות גבוהה בהשוואה לפעילות הנדל"ן המניב של החברה ותורמת לתנודתיות ברווחיות. נכון ל-31.03.2007 לחברה רווח של כ-570 אלף שקל מפעילות פיננסית.

במהלך הרבעון האחרון של 2006, החברה הכירה לראשונה ברווח ממכירת דירות באזור ממילא

נכון ל-31.03.2007 רשמה החברה רווח של כ-2.7 מ' ₪ לאחר מס ממכירת דירות בבניינים 3,4,5 בפרויקט אזור מסחרי ממילא בירושלים. הרווח משקף מכירות בשיעור המהווה כ- 56.1% מהיקף המכירות הכולל בבניינים 3,4,5 ושיעור השלמה של כ-58%. ביתרת הפרויקט, כהגדרתו בתקן החשבונאי, החברה טרם הגיע לסף מכירות המאפשר הכרה ברווח. בשנת 2006 רשמה החברה לראשונה רווח של כ-7.8 מיליון ₪ לאחר מס ממכירת דירות במתחם.

ירידה ברווחים ברבעון הראשון של 2007 ובפרט ברווח הנקי כתוצאה מעלייה ניכרת בהוצאות המימון

נכון ל-31.03.2007 חלה ירידה ברווחים של החברה שהסתכמו בכ-30 מ' ₪ (120 מ' ₪ בגילום שנתי) בעיקר לנוכח העובדה שלחברה לא היו רווחים ממימוש מקרקעין כבשנת 2006. בנוסף הייתה ירידה ניכרת ברווח הנקי שהסתכם בכ-1.6 מ' ₪ לעומת כ-19 מ' ₪ נכון ל-31.03.2006. הירידה ברווח הנקי נבעה בעיקר מעלייה בהוצאות מימון שנוכח ל-31.03.2007 הסתכמו בכ-28.2 מיליון ש"ח לעומת כ-14.4 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בהוצאות המימון נבע מגידול בהיקף האשראי מתאגידים בנקאים בחו"ל ששימש לרכישת נכסים מניבים בשוויץ ועליה בשיעור ריבית ממוצעת על הלוואות בשוויץ; עליה בשיעור ריבית על הלוואות מחברה אם לשיעור ממוצע לתקופה של -5.35% לעומת ריבית בשיעור 4.4% בתקופה המקבילה אשתקד; תיסוף נומינלי של 1.7% בדולר האמריקאי בתקופת הדוח לעומת פיחות נומינלי בשיעור של 1.3% בתקופה מקבילה אשתקד; תיסוף של השקל לעומת האירו והפרנק השוויצרי בשיעורים של כ- 0.5%-1.7%, בהשוואה לפיחות של השקל לעומת מטבעות הנ"ל בשיעורים של 4.0%-1.7% (בהתאמה) בתקופה המקבילה אשתקד.

רווחיות גבוהה מאוד ב-2006, אם כי נובעת בין היתר ממימוש מקרקעין

נכון לשנת 2006 הציגה החברה רווחיות טובה. הרווח לפני הוצאות מימון הסתכם בכ-224 מיליון ₪, לעומת כ-136 מיליון ש"ח בשנת 2005 וכ-110 מיליון ש"ח בשנת 2004. הרווח הגולמי כלל רווח חד פעמי ממימוש מקרקעין בהיקף של 74 מיליון ₪ אשר כלל מכירה של שני נכסים בצרפת ונכס בבריטניה. הרווח הנקי לתקופה זו הסתכם ב-116.5 מ' ₪ עליה של כ-88% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד בה הרווח הנקי עמד על כ-61.9 מ' ₪, אך מרבית התרומה לעלייה הגבוהה ברווחיות נובעת מרווחים חד פעמיים ממימוש מקרקעין.

דו"ח רווח והפסד

אלפי ₪	31.03.2007	FY 2006	FY 2005	FY 2004
הכנסות מפעילות הנדל"ן	81,597	324,649	260,830	187,221
הכנסות (הוצאות) אחרות נטו מני"ע	569	16,069	31,798	35,098
רווח ממימוש מקרקעין	0	74,391	0	19,116
סה"כ הכנסות	82,166	415,109	292,628	241,435
רווח לפני הוצאות מימון	30,022	224,334	136,277	110,042
הוצאות מימון נטו	28,208	73,777	69,126	56,214
רווח (הפסד) לפני מיסים	1,814	150,557	67,151	53,828
מיסים על ההכנסה	300	-19,916	2,070	-857
רווח (הפסד) מפעולות לאחר מיסים	1,514	130,641	65,081	54,685
חלק החברה בהפסדי חברות כלולות	-123	583	-116	-26

-5,709	-3,095	-15,793	191	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
48,950	61,870	115,431	1,582	רווח (הפסד) נקי

עלייה בהוצאות המימון בשנת 2006 בעקבות עלייה במצבת החוב

בשנת 2006 הסתכמו הוצאות המימון נטו של הקבוצה בכ- 73.7 מיליון ₪, לעומת כ- 69.1 מיליון ₪ בשנת 2005 ו-56.2 מיליון ₪ בשנת 2004. הגידול בהוצאות המימון בשנת 2006 נגרם כתוצאה מגידול בהיקף האשראי מתאגידים בנקאים בחו"ל ששימש לרכישת נכסים מניבים בשוויץ ומעליה בשיעור הריבית הנומינלית על הלוואות מסוג "און קול" שהגיע, במהלך 2006, לכ- 6.37% לעומת ריבית נומינלית בשיעור של 5.68% בשנת 2005.

מאזן:

רכישת נדל"ן מניב בשוויץ, בניכוי מימוש נכסים בצרפת ובבריטניה במהלך שנת 2006, תרמו לגידול סעיף הרכוש הקבוע, המהווה סעיף מרכזי במאזן

נכון ליום 31.12.2006 הסתכם סעיף הרכוש הקבוע במאזן המאוחד של הקבוצה בכ- 2,499 מיליון ₪, לעומת כ- 2,139 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2005. מרבית הרכוש הקבוע של הקבוצה נובע מנכסי המקרקעין שבבעלותה. הגידול בעלות המופחתת של הרכוש הקבוע בשנת 2006, הסתכם בכ- 416.9 מיליון ₪ בעיקר כתוצאה מרכישת ארבעה נכסים בשוויץ בסך של כ- 442.5 מיליון ₪, מהשקעות שבוצעו בפרויקט אזור מסחרי ממילא בסך של כ- 44.2 מיליון ש"ח ובקניית מכירת שלושה נכסים בחו"ל שעלותם המופחתת הסתכמה בסך של כ- 96 מיליון ₪, ומהמימוש של בית סות'ביס בתל אביב במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2006 שעלותו המופחתת הסתכמה בכ- 15.9 מיליון ש"ח.

יישום לראשונה של תקן חשבונאות 27 הקובע כללים להכרה, למדידה, ולגריעה של פריטי רכוש קבוע

החל מיום 1 בינואר 2007, מיישמת החברה את תקן חשבונאות מספר 27 בדבר רכוש קבוע. התקן קובע כללים להכרה, למדידה ולגריעה של פריטי רכוש קבוע ואת הגילוי הנדרש בגינם. החברה בחרה ליישם את מודל העלות. לפיכך, מציגה החברה את הפריטי הרכוש הקבוע לפי עלותם ההיסטורית בניכוי פחת, למעט מלון מצודת דוד שלו החברה יישמה את מודל השווי ההוגן כעלות נחשבת. עלותו הנחשבת של הנכס תהווה את עלות הנכס לעניין המשך הטיפול בו על פי תקן 27. כתוצאה מיישום התקן נרשם גידול של כ- 590 מיליון ש"ח ביתרת הרכוש הקבוע ליום 1.1.07, יתרת העודפים למועד זה גדלה, לאחר ייחוס מיסים, בכ- 442.5 מיליון ש"ח. השווי ההוגן נקבע על בסיס הערכת שווי שבוצעה על ידי מעריך חיצוני בלתי תלוי ובעל כישורים מקצועיים נאותים. הערכת השווי בוצעה בשיטת היוון תזרימי המזומנים הצפויים לנבוע מהנכס.

יישום לראשונה של תקן חשבונאות 16 בדבר נדל"ן להשקעה כללים להכרה, למדידה, ולגריעה של נדל"ן להשקעה

החל מיום 1 בינואר 2007, מיישמת החברה את תקן חשבונאות מספר 16 בדבר נדל"ן להשקעה (להלן- "התקן"). התקן קובע כללים להכרה, למדידה ולגריעה של נדל"ן להשקעה ואת הגילוי הנדרש בגינו. התקן קובע, בין היתר, שנדל"ן להשקעה יימדד לראשונה לפי עלות בתוספת עלויות עסקה. כמו כן קובע התקן, שבתקופות עוקבות, על הישות לבחור בין מדידת כל הנדל"ן להשקעה שלה לפי עלות בניכוי פחת שנצבר, ובניכוי הפסדים מירידת ערך, לבין מדידה לפי שווי הוגן, כאשר עדכון השווי ההוגן ייוקף לרווח והפסד.

החברה בחרה לטפל בנדל"ן להשקעה בשיטת העלות. לפיכך, מציגה החברה את הפריטי הרכוש הקבוע לפי עלותם ההיסטורית בניכוי פחת.

מאזן

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.03.2007	נכסים
-------------------	-------------------	-------------------	-------------------	--------------

94,019	21,506	129,746	88,685	מזומנים ושווי מזומנים
110,710	57,329	97,884	275,919	ניירות ערך סחירים
204,729	78,835	227,630	364,604	מזומנים שווי מזומנים והשקעות לז"ק
48,227	80,822	94,027	93,299	דירות בהקמה בניכוי מקדמות
7,720	7,369	908	918	השקעות אחרות
1,493,944	2,139,670	2,499,907	3,248,340	רכוש קבוע
35,922	62,409	93,139	97,432	נכסים אחרים
1,790,542	2,369,105	2,915,611	3,804,593	סך נכסים
				התחייבויות והון עצמי
1,607,474	2,122,459	2,497,905	2,725,393	חוב פיננסי מותאם
110,228	111,722	152,222	312,901	התחייבויות אחרות
72,840	134,924	265,484	766,299	הון עצמי (גירעון בהון) כולל זכויות מיעוט
-39,530	22,340	137,541	584,623	מתוכו: עודפים לחלוקה
1,790,502	2,369,127	2,915,611	3,804,593	סך התחייבויות והון עצמי
1,696,883	2,275,801	2,786,210	3,660,740	CAP מותאם

גידול ביתרות מזומנים כתוצאה מרכישת מניות

נכון ל-31.03.2007 לחברה כ-364 מ' שם יתרות מזומן, זאת לעומת כ-227 מ' שם נכון לשנת 2006. העלייה ביתרות מזומנים נבעה מרכישת מניות של הבנקים הגדולים ומניות של בז"ן. תיק ניירות הערך של החברה עומד על כ-178 מ' שם נכון ל-31.03.2007, זאת לעומת כ-98 מ' שם נכון ל-31.12.2006. בעת המזומנים ושווי מזומנים עמד על כ-130 מ' שם, זאת לעומת כ-21.5 מ' שם נכון ל-31.12.2005. הגידול ביתרות מזומנים ושווי מזומנים בסך של כ-108 מיליון שם נובע בעיקר מהמימון מחדש שבוצע ע"י PIH בנכסים בשוויץ, ומהמקורות הכספים שהתפנו ל-PIH ממכירת שני נכסים בצרפת ונכס בבריטניה.

התקדמות פרויקט ממיילא מקבלת ביטוי בעליית סעיף דירות בהקמה שעמד נכון ל-31.12.2006 על כ-94 מ' שם.

עלייה בהון העצמי כתוצאה משערוך מלון מצודת דויד

נכון ל-31.03.2007, הסתכם ההון העצמי בכ-735.7 מיליון ש"ח לעומת כ-234.3 מיליון ש"ח בסוף שנת 2006. הגידול בהון העצמי בסך של כ-501.4 מיליון ש"ח נובע מהתאמת יתרת ההון העצמי כתוצאה משערוך מלון מצודת דוד (לפי תקן חשבונאות מספר 27, הקובע כללים להכרה, למדידה ולגריעה של פריטי רכוש קבוע ואת הגילוי הנדרש בגינם) נטו לאחר מס בסך של כ-442.5 מיליון ש"ח, מהנפקת הון מניות ותקבולים על חשבון כתבי אופציה בסך של כ-58 מיליון ש"ח ומרווח לתקופה בסך של כ-1.6 מיליון ש"ח.

רמת מינוף גבוהה, עם מרכיב מהותי של חוב בנקאי בחו"ל

נכון ליום 31.03.2007 הסתכם החוב הפיננסי של הקבוצה בכ-2,723 מיליון ש"ח, מזה כ-543 מיליון ש"ח מבנקים בישראל, כ-1,622 מיליון ש"ח מגופים פיננסיים בחו"ל וכ-552 מיליון ש"ח חוב לחברת האם. נכון ליום 31.03.2007 כ-60% מהחוב הפיננסי הינו חוב לבנקים בחו"ל, זאת לעומת כ-54% נכון ליום 31.12.2005. מרבית ההלוואות לבנקים בחו"ל ממומנות בהלוואות ללא זכות חזרה ללווה (Non recourse). הלוואות אלו מאופיינות בשיעורי ריבית גבוהים יחסית ובשעבוד ראשוני לטובת הבנק של הקרקעות כנגדן נלקחה ההלוואה. בהתאם, מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים המממנים. הלוואות אלו באות בדרגת קדימות בכירה להתחייבויות החברה לבעלי חוב אחרים ולבעלי המניות.

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.03.2007	פרופיל החוב הפיננסי במונחי זמן
				זמן קצר:
708,282	138,166	374,059	439,151	אשראי לזמן קצר
17,686	23,669	15,995	20,959	חלויות שוטפות
				זמן ארוך:
591,646	1,693,056	1,935,383	2,263,333	הלוואות לז"א
1,317,614	1,854,891	2,325,437	2,723,443	סה"כ חוב פיננסי
289,860	267,568	172,468	1,950	זכאים בגין מקרקעין
1,607,474	2,122,459	2,497,905	2,725,393	סה"כ חוב פיננסי מותאם*
				פרופיל החוב הפיננסי במונחי מקורות המימון
726,987	399,397	478,628	543,010	חוב בנקאי בארץ
247,850	864,736	1,349,323	1,622,841	חוב בנקאי בחו"ל
974,837	1,264,133	1,827,951	2,165,851	סה"כ חוב בנקאי
336,992	585,575	492,314	552,489	הלוואות מחברת האם
5,785	5,183	5,172	5,103	הלוואות מהמיעוט
342,777	590,758	497,486	557,592	הלוואות בעלים (כולל המיעוט)
289,860	267,568	172,468	1,950	זכאים בגין מקרקעין
1,607,474	2,122,459	2,497,905	2,725,393	סה"כ חוב פיננסי מותאם
204,729	78,835	227,630	364,604	בניכוי מזומנים, שווי מזומנים וני"ע סחירים
1,402,745	2,043,624	2,270,275	2,360,789	חוב פיננסי מותאם, נטו

* חוב פיננסי מותאם כולל זכאים בגין מקרקעין שטרם שולם.

הנפקה פרטית באלרוב נדל"ן

במהלך שנת 2007 בוצעה הנפקה פרטית למשקיעים באלרוב נדל"ן של הון מניות ושתי סדרות של כתבי אופציה למימוש למניות אלרוב נדל"ן. תמורת הנפקה זו לאלרוב נדל"ן הסתכמה ב- 58 מיליון ₪. לאחר ההנפקה שיעור האחזקה של אלרוב ישראל באלרוב נדל"ן ירד ל- 84.8%. ברבעון הראשון של 2007 צפויה החברה לרשום רווח מירידה בשיעור החזקה בסך של 20-25 מיליון ₪. כמו כן נמכרו מניות רדומות באלרוב ישראל תמורת 29 מיליון ₪.

שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית בזכות אימוץ תקן חשבונאות 27 בדבר רכוש קבוע; בנכסי החברה שווי כלכלי עודף המשפרים את יחסי האיתנות הכלכליים

יחסי האיתנות הפיננסית שופרו ברבעון הראשון של שנת 2007 כתוצאה מאימוץ תקן חשבונאות 27 אשר לפיו שוערך המלון לפי שווי ההוגן והתווסף להון העצמי של החברה. יחס ההון העצמי לסך המאזן עלה מכ-9% נכון ל-31.12.2006 ל-20% נכון ל-31.03.2007. יחס החוב ל-CAP נכון ל-31.03.2007 עומד על 74%, זאת לעומת חוב ל-CAP של 90% נכון ל-31.12.2006. מידרוג מעריכה כי קיים בנכסים עודף שווי כלכלי מהותי לעומת עלותם המופחתת. בהתחשב בעודף השווי (להערכת מידרוג ולאחר בדיקות רגישות) עומד יחס ההון העצמי לסך מאזן על כ-29% ויחס החוב הפיננסי ל-CAP על 66%.

בניתוח פרופורמה, על בסיס דוחות 31.03.2007, בוחנת מידרוג את השפעתו של גיוס אג"ח בישראל בסך של עד כ- 250 מיליון ₪ ומימון רכישת נכסים נוספים באמצעות הלוואות נוספות מחו"ל, על האיתנות הפיננסית של החברה. מידרוג מניחה כי מימון רכישת נכסים בחו"ל באמצעות תמורת הנפקת האג"ח והלוואות בחו"ל יכולה להגדיל את המינוף בעוד 1 מיליארד ₪. הנחה זו מהווה את בסיס חישובי הפרופורמה. תמורת הנפקה תשמש בעיקר להמשך פיתוח הפעילות העסקית של החברה.

בהתחשב בעודף השווי, בגיוס אג"ח בסך של עד 250 מיליון ש"ח ומימון באמצעות הלוואות נוספות מחו"ל ביחס של פי 4 יעמוד יחס ההון העצמי לסך מאזן כלכלי על כ-20%, זאת לעומת כ-29% לפני הגיוס, ויחס החוב הפיננסי ל- CAP (כולל תוספת שווי בגין מקרקעין) על כ- 67%, לעומת כ-66% לפני הגיוס. היחסים הפיננסיים של החברה לאחר הגיוס הינם סבירים.

פרופורמה לאחר גיוס

אלפי ₪	פרופורמה לאחר גיוס	31.03.2007	FY2006	FY2005	FY2004
סה"כ חוב פיננסי	3,725,393	2,725,393	2,497,905	2,122,459	1,607,474
חוב נטו	3,360,789	2,360,789	2,270,275	2,043,624	1,402,745
CAP	5,125,958	3,660,740	2,786,210	2,275,801	1,696,883
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן מותאם*	16%	20%	9%	6%	4%
הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן כלכלי	20%	29%	22%		
חוב ל-CAP חשבונאי	73%	74%	90%	93%	95%
חוב נטו ל-CAP חשבונאי	66%	64%	81%	90%	83%
חוב ל-CAP כלכלי	67%	66%	77%		
חוב נטו ל-CAP כלכלי	60%	57%	70%		

* חוב פיננסי מותאם כולל זכאים בגין מקרקעין שטרם שולם.

ירידה בתזרים מפעילות שוטפת בגלל הרעה בתזרים התפעולי ממלון מצודת דויד בירושלים

ברבעון הראשון של שנת 2007 נבעו לחברה תזרימי מזומנים מפעילות שוטפת בסך של כ- 24.6 מיליון ש"ח לעומת סך של כ- 46.4 מיליון ש"ח בתקופה מקבילה אשתקד. הקיטון בתזרים מפעילות שוטפת נבע בעיקר מירידה בעודף התפעולי של המלון, מריבית ששולמה לחברת האם, ומזומנים שהתקבלו מעסקאות הגנה ברבעון המקביל אשתקד בסך של כ- 12 מיליון ש"ח.

תזרים מזומנים מפעילות השקעה הושפע בעיקר מהשקעה ברכוש קבוע שכללה רכישה של שני נכסים בשוויץ

ברבעון הראשון של 2007 הסתכמו תזרימי המזומנים לפעילות השקעה בסך של כ- 375.5 מיליון ש"ח לעומת סך של כ- 265.2 מיליון ש"ח בתקופה מקבילה אשתקד. תזרים המזומנים ששימש לפעילות השקעה כלל בעיקר השקעה ברכוש קבוע ונדל"ן מניב בסך של כ- 198.1 מיליון ₪; החברה קנתה מרכז הפצה ובניין משרדים בשוויץ בסך של כ- 173.6 מ' ₪. בנוסף, סעיף זה כלל השקעה בדירות בהקמה בסך של כ- 10.6 מיליון ש"ח והשקעה בניירות ערך סחירים נטו בסך של כ- 177.6 מיליון ש"ח.

תזרים המזומנים מפעילות מימון היה חיובי וכלל בעיקר קבלת הלוואות לזמן ארוך

נכון ל-31.03.2007 סך תזרים המזומנים מפעילות מימון עמד על כ-310 מ' ₪, לעומת כ-290 מ' ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. תזרים המזומנים שנבע מפעילות מימון כלל בעיקר קבלת הלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך (בניכוי עלות הגיוס) בסך של כ- 295 מיליון ₪, לעומת כ- 1,018 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, קבלת אשראי מתאגידים בנקאיים, נטו בסך כ- 65.7 מיליון ₪, קבלת הלוואות מחברת אם לזמן ארוך בסך של כ- 60.2 מיליון ש"ח (בתקופה המקבילה פירעון הלוואות בניכוי הלוואות שנתקבלו כ- 10.5 מיליון ש"ח) ותמורה מהנפקת מניות ואופציות בניכוי הוצאות הנפקה בסך כ- 58 מיליון ש"ח. תזרים המזומנים ששימש לפעילות מימון בתקופת הדוח כלל בעיקר פירעון אשראי ממוכרי מקרקעין בסך כ- 167.9 מיליון ש"ח ופירעון של הלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך בסך של כ- 1.1 מיליון ₪, לעומת 678.6 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד.

תזרים מזומנים

תזרים מפעילות שוטפת CFO	31.03.2007	FY 2006	FY 2005	FY 2004
24,648	121,313	88,759	25,130	
תזרים מפעילות FFO	12,940	84,909	112,642	22,327

2,803	-23,883	36,404	11,708	שינויים בהון חוזר
222,780	-689,306	-512,196	-375,508	תזרים מפעילות השקעה
280,404	106,831	152,903	0	תמורה ממימוש רכוש קבוע
-110,818	-878,719	-644,812	-198,103	השקעה ברכוש קבוע
41,713	83,225	-25,898	-177,595	ניירות ערך סחירים נטו
-204,787	533,476	500,813	310,811	תזרים מפעילות מימון
12,518	237,706	-93,444	60,189	קבלה (פירעון) הלוואות לז"א מחברת האם
-43,978	-584,558	85,488	65,690	אשראי מתאגידים בנקאיים נטו
-173,726	880,593	508,340	293,935	קבלה (פירעון) הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים
3,854	-5,442	-1,690	-1,012	הפרשי תרגום
46,977	-72,513	108,240	-41,061	גידול (קטון) במזומנים

גידול ברמת המינוף המשפיע לרעה על יחסי הכיסוי של החברה

ברבעון הראשון של שנת 2007 חלה הרעה ביחסי הכיסוי של החברה כאשר, נכון ל-31.12.2007, עומד יחס החוב הפיננסי ל-FFO על כ-46 ויחס החוב נטו ל-FFO על כ-40, זאת לעומת כ-29 ו-27 בהתאמה, נכון ל-31.12.2006. יחס זה עלה משמעותית ברבעון הראשון בגלל הפסדים כתוצאה משינויים בשערי החליפין (של הדולר, הפר"ש, והאירו), ובגלל שהרבעון הראשון הינו רבעון חלש יחסית עבור בית המלון. בנוסף העלייה ביחסי הכיסוי בשלוש השנים האחרונות נובעת מעלייה ניכרת ברמת המינוף של החברה בעקבות רכישת נכסים בחו"ל ברמות מינוף גבוהות (כ-80% לעומת זאת, יחס החוב ל-EBITDA, אשר אינו כולל את הוצאות המימון הגבוהות בגין הנכסים מצביע על יחסי כיסוי טובים, כך שיחס החוב ל-EBITDA מותאם בשנת 2006 עמד על כ-12 ויחס החוב ל-EBITDA בשנת 2005 עמד על רמה דומה. יחסי הכיסוי תואמים את הדירוג.

יחסי כיסוי

FY 2004	FY 2005	FY 2006	31.03.2007	נתוני 2006 מותאמים*	
23	19	29	46*	26**	חוב פיננסי מותאם ל- FFO
20	18	27	40*	24**	חוב פיננסי מותאם, נטו ל- FFO
13	11	13	15*	11**	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA
12	10	12	13*	10**	חוב פיננסי מותאם נטו ל-EBITDA
2	3	4	2	3	EBITDA להוצאות מימון

* מותאם לנכסים שנרכשו במהלך השנה ולא הניבו לשנה מלאה

** לא כולל חוב בגין מתחם ממילא

נזילות וגמישות פיננסית טובה יחסית על אף שעבוד מלא של הנכסים

על נכסי הקבוצה בישראל רובצים שעבודים קבועים ושוטפים, ללא הגבלת סכום, להבטחת התחייבויותיה. סה"כ ההתחייבויות המובטחות בשעבודים האמורים על נכסי החברה בישראל, לרבות הערבויות שניתנו על-ידי החברה מסתכמות ליום 31.12.2006 בסך של 533 מיליון ₪.

כל זכויות החברות המחזיקות בנכסים בחו"ל, לרבות בדמי השכירות, בתמורה ממכירת הנכסים בעתיד ובפוליסות הביטוח, משועבדות לטובת המוסדות הפיננסיים מהם ניטלו הלוואות למימון רכישתם לשם הבטחת זכויותיהם של המוסדות הפיננסיים המממנים.

על אף זאת, הגמישות הפיננסית של החברה הינה טובה יחסית שכן לחברה יתרות מזומן גבוהות שעמדו נכון ל-31.03.2007 על כ-89 מ' ₪ ותיק ניירות ערך שיתרתו ליום 31.03.2007 עמדה על כ-276 מ' ₪. יש לציין כי יתרות המזומן הגבוהות של החברה כיום ישמשו למימון פעילות החברה כך שהחברה אינה מתכוונת לשמור על יתרות

מזומן בהיקפים אלו. לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בסכום של כ-510 מ' ש"ח מבנקים ומסגרות לא מנוצלות מחברת האם בסכום של כ-120 מ' ש"ח.

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 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.

דוח מספר : CRA020407250M

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

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג 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 בעינינו 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.