



דוח אנליטי יוני 2007

צ.מ.ח המרמן בע"מ

Baa2	דירוג Issue
------	-------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח סדרה א' בסכום כולל של עד 59.5 מ' ₪ ערך נקוב. כ-20 מ' ₪ מסך תמורת ההנפקה ישמשו להחלפת חוב בנקאי והיתרה תשמש למימון פעילותה העסקית של החברה. הדירוג מותנה בגיוס הון בסכום שלא יפחת מ-26.8 מ' ₪. אג"ח סדרה א' הינן אג"ח להמרה אשר עומדות לפירעון ב-5 תשלומים שווים בין השנים 2010-2014, צמודות מדד ונושאות ריבית שנתית בשיעור של 7.5%.

פרופיל החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן "החברה" או "צמח המרמן") עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים: 1. ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל (להלן "תחום היזום"); 2. ביצוע עבודות בנייה קבלניות בפרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, למגזר העסקי, הפרטי והציבורי (להלן "תחום הביצוע"). לחברה כיום כ-4 פרויקטים של ייזום במהלך בנייה בהיקף של כ-276 יח"ד וכ-8 פרויקטים לפני תחילת בנייה בהיקף של 882 יח"ד. לחברה 5 פרויקטים בתחום הביצוע בהיקף של 474 יח"ד אותם היא מבצעת עבור צדדים שלישיים. בתחום הייזום מעורבת החברה במישרין או באמצעות חברת בת, ר.מ.ע 7 בע"מ, בה היא מחזיקה ב-50%, בייזום של חמישה פרויקטים של נדל"ן למגורים בישראל. החברה הוקמה בשנת 1997 ומאז ועד היום השלימה קרוב ל-50 פרויקטים של ביצוע בישראל שכללו 2,720 יחידות דיור ("יח"ד) וכ-296,000 מ"ר של שטחי מסחר, ציבור והיי-טק. החברה התאגדה ב-1997 כחברה פרטית תחת השם – חברת המרמן מ.ש.פ. וב-2004 החברה שינתה את שמה לשמה הנוכחי.

נתונים פיננסיים עיקריים

FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	
141,012	159,283	127,310	114,551	הכנסות סה"כ
19,977	17,097	55,788	52,996	מזה, הכנסות ממכירת דירות
120,660	142,138	66,956	58,677	מזה, הכנסות מביצוע עבודות
8,313	9,613	9,777	16,575	רווח גולמי
5,917	5,185	6,202	6,607	הוצאות הנהלה וכלליות
2,396	4,428	3,575	9,968	רווח תפעולי
2,934	2,866	5,013	7,028	הוצאות מימון
471	308	-3,187	1,591	רווח נקי
0	0	40,484	40,737	מלאי בניינים למכירה
26,619	38,734	41,668	60,014	חוב פיננסי
21%	16%	16%	17%	הון עצמי לסך מאזן
57%	66%	68%	75%	חוב ל-CAP
-6,528	28	-6,655	-7,379	תזרים מפעילות שוטפת

מחברות:

לורי ונציה

אנליסטית

lauriev@midroog.co.il

אביטל איגנר

ראש צוות

a.ignier@midroog.co.il

אשת קשר:

אביטל בר דין, סמנכ"ל

ראש תחום תאגידיים

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

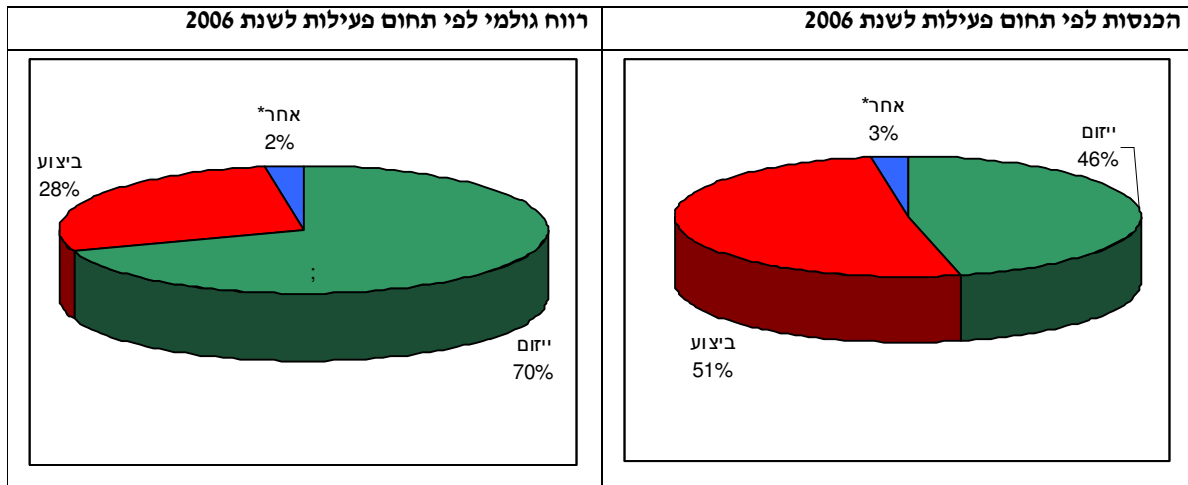
www.midroog.co.il

מדיניות החברה הינה לרכוש קרקעות בהן קיימת תב"ע מאושרת

מדיניות החברה הינה לרכוש במזומן או במסגרת עסקאות קומבינציה, קרקעות בהן קיימת תב"ע מאושרת ושניתן להוציא בהן היתרי בניה ו/או קרקעות בהן קיימת תוכנית מתאר בתוקף. ביחס לקרקעות בהן לא קיימת תב"ע מאושרת תעדיף החברה, לרוב, להתקשר בעסקאות קומבינציה.

שולי רווח נמוכים בתחום הביצוע

תחום הביצוע מהווה 51% מהכנסות החברה, אך הרווח הגולמי מתחום זה מהווה כ-28% מסך הרווח הגולמי, זאת לעומת הכנסות תחום הייזום, המהווה כ-46% מסך ההכנסות ותורם כ-70% מהרווח הגולמי. שולי הרווח הנמוכים בתחום הביצוע נובעים מתחרותיות גבוהה המאפיינת את הענף אשר נובעת בין היתר מחסמי כניסה נמוכים ומהורדת מחירים על מנת להשיג פרויקטים.



* אספקת עובדים זרים, על-ידי מלגם (חברה נכדה), לצדדים שלישיים שאינם קשורים לחברה

תיאור פרויקטים מרכזיים

בתחום היזום לחברה 12 פרויקטים בשלבים שונים של תכנון, פיתוח, הקמה ושיווק, בהיקף של כ-1,158 יח"ד המפוזרים בגני תקווה, כרמיאל, אלפי מנשה, טירת הכרמל, צור יצחק ותל אביב.

להלן פרויקטים מרכזיים בייזום:

מגדלי כרמיאל. הפרויקט ממוקם בכרמיאל וכולל שטח של כ-11,826 מ"ר, המיועד לבניית 150 יח"ד בשישה בניינים ואזור מסחרי בשטח של כ-1,500 מ"ר. הבנייה בפרויקט החלה בינואר 2006 ומועד הסיום הצפוי הוא 2010. השלב הראשון בפרויקט כולל הקמת שני בניינים והוא מצוי בשלבי ביצוע וצפוי להסתיים בשנת 2008.

פרויקט גני תקווה - לחברה ארבעה פרויקטים באזור - גני תקווה I, II, III ו-IV הסמוך לקריית אונו. גני תקווה I: פרויקט זה, אשר יכלול כ-145 יח"ד, נמצא כיום בהליכי תכנון ולקראת אישור בוועדה המחוזית לתכנון ובניה.

גני תקווה II: פרויקט זה נעשה בשותפות עם אשדר חברה לבניה בע"מ. שטח הפרויקט הוא של כ-8000 מ"ר, ולהערכת החברה ניתן יהיה לבנות בשטח זה כ-177 יח"ד בבנייה צפופה בשני בניינים וכ-6,300 מ"ר של שטח מסחרי ומשרדים. הקרקע בפרויקט זה נרכשה בהסכם קומבינציה ועל פי החוזה, בגין הקמת הפרויקט, תהיינה זכויות החברה ואשדר לתמורה מדורגת, בהתאם לגובה זכויות הבניה שיאושרו בפועל.

גני תקווה III: זהו הפרויקט הקטן מבין ארבעת הפרויקטים בגני תקווה, ויכלול כ- 24 יח"ד. הקרקע בפרויקט נמצאת בהליכי תכנון לצורכי השבחה, לקראת אישור בוועדה המחוזית לתכנון ובניה.

גני תקווה IV: חברת צמח המרמן, יחד עם חברת אשדר, התקשרו בהסכם קומבינציה לתכנון ובנייה של כ- 73 יח"ד וכ-2,600 מ"ר שטח מסחר ומשרדים במתחם בשטח כולל של כ-3,300 מ"ר. על-פי תוכנית מתאר מחוזית החלה על המקרקעין, מיועדת הקרקע לבניה עירונית. נכון למועד כתיבת הדוח, מצוי הפרויקט בהליכי אישור תב"ע ליעוד לבנייה למגורים, מסחר ומשרדים, לקראת אישור בוועדה המחוזית.

צור יצחק - הפרויקט ממוקם בצור יצחק שהינו ישוב, המוקם בימים אלו בסמוך ליישובים צור נתן וכוכב יאיר. הישוב צור יצחק שייך למועצה אזורית דרום השרון ומתוכנן להיות בעל אופי חילוני-עירוני. מוקמות כיום בישוב צור יצחק, נוסף על יחידות הדיור של החברה, 240 יחידות דיור ובעתיד מתוכננות כ-2,000 יחידות דיור נוספות, רובם בבנייה רוויה. ביוני 2006 החברה זכתה במכרז שפרסם משרד הבינוי והשיכון. החברה מתכננת לבנות כ-230 יח"ד בתשעה בניינים בשטח של כ-31,200 מ"ר. הפרויקט מצוי בשלבי שיווק ראשוניים ועד כה נמכרו כ-10% מהדירות.

כוכב ג' - הפרויקט ממוקם באזור יוקרתי בצפון תל אביב. החברה התקשרה עם מספר גורמים פרטיים בהסכם קומבינציה, על-פיו, בתמורה לביצוע עבודות הבניה עבור הבעלים, רכשה החברה 53% מהזכויות בקרקע. בהתאם לתב"ע החלה על המקרקעין ניתן לבנות על כל שטח המקרקעין 21 יחידות דיור (25 יחידות דיור בתוספת חוק שבס), במגדל אחד בן תשע קומות, בתוספת חניון, שטחי שירות ושטחים ציבוריים, בשטח מבונה עיקרי כולל של 2,835 מ"ר. הבנייה בפרויקט החלה ב-2005 והפרויקט כיום נמצא בסיום הביצוע (התקבל טופס 4) ובמכירה של כל הדירות.

פרויקטים בבניה

שם פרויקט	מיקום	שיעור אחזקה בפרויקט	סה"כ שטח / יח"ד	שיעור השלמה ליום 31.12.2006	שיעור מכירות ליום 31.12.2006	מועד סיום מכירות צפוי	שיעור רווח גולמי צפוי - חלק החברה	שיעור רווח גולמי לאחר מימון	עסקת קומבינציה
מגדלי כרמיאל	כרמיאל	100.0%	150 יח"ד + 1,500 מ"ר מסחרי	2.5%	9.0%	2010	18.0%	15.0%	NA
פרויקט שירת אלמוג (שלב ד')	שירת הכרמל	100.0%	45 יח"ד	79.0%	100.0%	2007	18.0%	16.0%	25.5%
פרויקט אמירי נוף (שלב ב')	גבעת טל, אלפי מנשה	100.0%	56 יח"ד	2.0%	4.0%	2009	18.0%	16.0%	NA
פרויקט כוכב ג'	צפון ת"א	100.0%	25 יח"ד	91.0%	83.0%	2007	20.7%	10.0%	48.0%
סה"כ			276 יח"ד						

לחברה מספר פרויקטים אשר טרם החלה בנייתם בהיקף של כ-685 יח"ד (חלק החברה). בנייתם צפויה להתחיל במהלך השנים 2007-2010. מרבית יח"ד ממוקמות בגני תקווה (419 יח"ד), צור יצחק (230 יח"ד), אלפי מנשה (244 יח"ד) ובכרמיאל (150 יח"ד). מרבית הפרויקטים נמצאים בתהליכי אישור תב"ע מחוזית. הפרויקטים בגני תקווה צפויים לתחילת בניה במהלך 2008, הפרויקט בצור יצחק צפוי להתחיל במהלך שנת 2007 ואילו הפרויקטים באלפי מנשה אמורים להתחיל בשנת 2008. סך ההשקעה בפרויקטים צפויה לעמוד על כ-468 מ' ש"ח ועל פי הערכות החברה, סך הרווח צפוי להסתכם בכ-110 מ' ש"ח. עד ליום 31.12.2006 השקיעה החברה בקרקעות של פרויקטים אלה סכום של כ-53 מ' ש"ח.

פרויקטים שטרם החלה בנייתם (כל הסכומים באלפי ₪)

שם פרויקט	מיקום	שיעור אחזקה בפרויקט	סה"כ שטח / יח"ד (100%)	מועד רכישה	סטטוס תב"ע ואישורים	תחילת בניה / שיווק צפויה	עלות קרקע ופיתוח בספרים	שיעור רווח גולמי צפוי לאחר מימון	מחיר מכירה ממוצע ליח"ד
פרויקט גני תקווה I	גני תקווה מזרח	50%	145 יח"ד	2000	בשינוי תב"ע במחוזית	2008	12,258	25%	1,277
פרויקט גני תקווה II	גני תקווה	50%	יח"ד 1,177, 2,129 מ"ר שטח מסחרי וכ-4,259 מ"ר משרדים	2002	בשינוי תב"ע במחוזית	2008	2,156	24%	1,032
פרויקט גני תקווה III	גני תקווה מזרח	100%	24 יח"ד	2005	בשינוי תב"ע במחוזית	2008	851	15%	907
פרויקט גני תקווה IV	גני תקווה	50%	יח"ד 871, 73 מ"ר שטח מסחרי וכ-1,741 מ"ר משרדים	2007	בשינוי תב"ע במחוזית	2008	881	24%	1,032
פרויקט צור יצחק	צור יצחק	100%	230 יח"ד	2007	תב"ע מופקדת	2008	21,301	15%	702
פרויקט אמירי נוף (שלב ג')	גבעת טל, אלפי מנשה	100%	120 יח"ד	2005	בשינוי תב"ע במחוזית	2008	9,198	15%	707
פרויקט אמירי נוף (שלב ד')	גבעת טל, אלפי מנשה	100%	68 יח"ד	2006	בשינוי תב"ע במחוזית	2008	6,174	17%	638
פרויקט שירת אלמוג (שלב ה')	שירת הכרמל	100%	45 יח"ד	2007	תב"ע מאושרת	2007	0	16%	600
סה"כ			882				52,819		

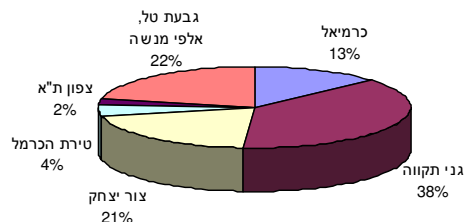
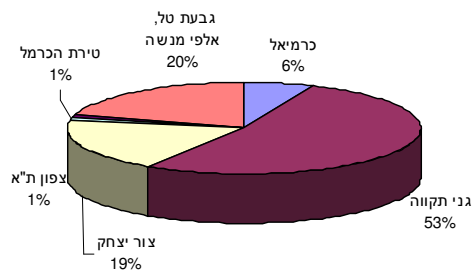
חלק ניכר מפעילות החברה מתבצע בפריפריה ולחברה פיזור פרויקטים נמוך - מרבית הרווח הגולמי

הצפוי מקורו בפרויקטים בגני תקווה

פיזור הפרויקטים של החברה הינו נמוך יחסית. מסך כ-1,113 יח"ד ממוקמים כ-38% בגני תקווה (כ-53% מהרווח הצפוי), כ-22% באלפי מנשה (כ-20% מהרווח הצפוי), וכ-21% בצור יצחק (כ-19% מהרווח הצפוי). יתרת הפרויקטים ממוקמים באזורי פריפריה כגון כרמיאל ושירת הכרמל וחלק קטן מאוד בתל אביב.

התפלגות יח"ד לפי רווח גולמי צפוי לפי עיר

התפלגות יח"ד לפני בניה לפי עיר



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

עובדים

לחברה כ-5 פרויקטים בתחום הביצוע אותם היא מבצעת עבור צדדים שלישיים. הפרויקטים מבוצעים עבור חברות איתנות ובעיקר עבור אפריקה ישראל ושיכון עובדים. היקפי הפרויקטים בביצוע כיום עומד על כ-183.5 מ' ₪ וצפויים להניב רווח גולמי בסך של כ-18.8 מ' ₪.

**בתחום הביצוע מתקשרת החברה בחו"י turnkey עם יזמים אשר חשפו את החברה בעבר לתגודתיות
 במחירי תשומות הבניה. החוזים שהחברה חותמת כיום צמודים באופן מלא למדד תשומות הבניה
 פרויקטים בתחום הביצוע המתבצעים עבור צדדים שלישיים**

שם פרויקט	מיקום	מזמין	סוג פרויקט	מועד תחילת הבנייה	מספר יחידות דיור	שיעור ביצוע נכון ל- 01.04.07	סה"כ הכנסות צפויות 100% (אלפי ₪)	רווח גולמי צפוי 100% (אלפי ₪)	רווח תפעולי צפוי (אלפי ₪)	תנאי תשלום
חלומות אלמוגי	חיפה	שיכון עובדים	מגורים	9/06	56	11%	13,956	1,270	770	שוטף + יום 45
עיר ימים	נתניה	שיכון ופיתוח + שיכון עובדים	מגורים	3/06	228	23%	68,282	6,351	3,865	שוטף + יום 60
קרית אונו	קרית אונו	שיכון עובדים	מגורים	3/05	56	95%	13,907	1,600	1,055	שוטף + יום 45
פרויקט ג' החדשה	צפון ת"א – ג' החדשה	שיכון עובדים	מגורים	12/05	94	35.2%	60,680	5,175	3,575	שוטף + יום 45
הגוש הגדול	צפון ת"א – הגוש הגדול	שיכון עובדים ואפריקה ישראל	מגורים	8/05	40	80%	26,701	4,333	3,533	שוטף + יום 30
סה"כ					474		183,526	18,729	12,798	

רווחיות נמוכה יחסית בתחום ביצוע הפרויקטים בשנים 2004-2006 כתוצאה מעלייה משמעותית של תשומות הבניה ובפרט של מחירי הברזל ושכר העבודה

בשנים 2004-2006 ביצעה החברה פרויקטים בהיקף של כ-283 מ' ש (כ-633 יח"ד) בכ-10 פרויקטים שונים. הרווח הגולמי הכולל מפרויקטים אלו היה נמוך מאוד ועמד על כ-13 מ' ש , כ-4.7% מסך ההכנסות. הרווחיות הנמוכה הינה בעיקר בגלל הפסדים בפרויקטים ב-ג' החדשה והייס פארק בנתניה. ההפסדים בפרויקטים אלו נבעו מכך שהחוזים של פרויקטים אלו לא היו צמודים למדד תשומות הבניה באופן מלא כך שהעלייה המשמעותית במחירי תשומות הבניה (ברזל ושכר עבודה) הביאה להפסדים אלו.

פרויקטים בתחום ביצוע שהסתיימו בין השנים 2004-2006

שם פרויקט	מיקום	סוג פרויקט	מועד סיום הפרויקט	סה"כ יח"ד	הכנסות (אלפי ₪)	עלויות (אלפי ₪)	רווח גולמי (אלפי ₪)	שיעור רווח גולמי
אלפי מנשה	אלפי מנשה	מגורים	10.2006	84 יח"ד	38,185	33,892	4,293	11.24%
הייס פארק	נתניה	מגורים	02.2006	114 יח"ד	34,092	34,204	-112	-0.33%
חדרה	חדרה	מגורים	06.2005	76 יח"ד	19,594	18,563	1,031	5.26%
פסגת חן-בית אבות	חיפה	בית אבות	08.2005		70,041	66,898	3,143	4.49%
אשדוד ב'	אשדוד	מגורים	05.2006	75 יח"ד	23,352	18,874	4,478	19.18%
אשדוד א'	אשדוד	מגורים	04.2004	75 יח"ד	12,543	10,948	1,595	12.72%
קריית אונו	קריית אונו	מגורים	07.2005	102 יח"ד	46,194	45,635	559	1.21%
ג' החדשה	אזורי חן	מגורים	11.2005	35 יח"ד	14,860	15,002	-142	-0.96%
הפרפר	קריית מוצקין	מגורים	10.2004	72 יח"ד	24,288	25,970	-1,682	-6.93%
מבנה -בית המפדל	טירת הכרמל	מבנה	12.2004	-	669	526	143	21.38%
סה"כ				633	283,818	270,512	13,306	4.70%

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

עד למועד גיוס ההון החברה היתה חברה פרטית בבעלות משותפת של משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם

החברה נוסדה בשנת 1997 כתוצאה מאיחודן של שתי חברות ותיקות בתחום הנדל"ן – חברת צ.מ.ח. תשתיות ופיתוח בע"מ וחברת צבי המרמן קבלן בניין בע"מ. החברה הינה בבעלות משותפת של שתי משפחות – משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם המחזיקות ב-50% כל אחת.

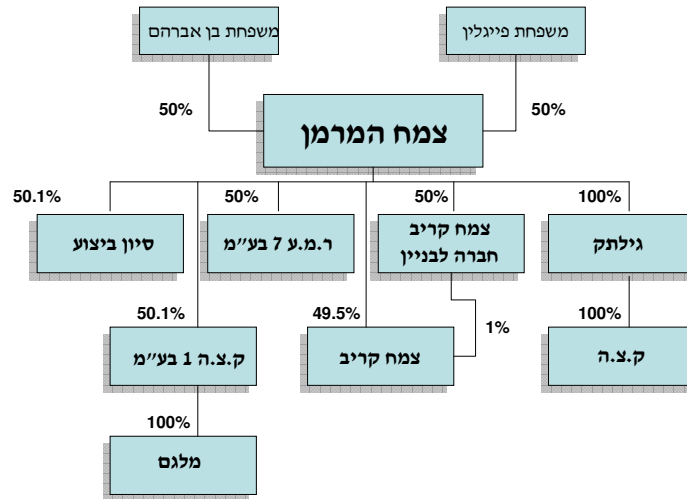
לחברה מספר חברות בנות אשר אחראיות לתחומים שונים שקשורים לפעילות החברה: חברת ק.צ.ה שמרכזת את ציוד הבנייה ואחראית על עבודות הבדק עבור צמח המרמן, חברת צמח קריב, בבעלות משותפת עם חברת אלקטרה, שבעבר בנתה עם החברה 4 בניינים בפרויקטים בכל הארץ וכיום יש לחברה את הזכות לבנות עוד ארבעה בניינים בעומר בדרום, חברת ר.מ.ע 7 המחזיקה ב-50% מהקרע בגני תקווה, סיוון ביצוע, אשר הוקמה יחד עם מר סיוון ברקוביץ, ומבצעת עבודות בנייה קבלניות של שלושה פרויקטים עבור צדדים שלישיים, וחברת ק.צ.ה 1 המחזיקה בחברת מלגם, שעוסקת באיתור עובדים זרים, הבאתם לישראל, קבלת היתרי עבודה עבורם והעסקתם.

החברה מעסיקה בעיקר עובדים זרים ממולדובה בתור פועלים ובשנה האחרונה ניכרת ירידה במספר העובדים לנוכח חזרת חלק מהעובדים לארץ מוצאם

נכון לשנת 2006, לחברה כ-174 עובדים, כאשר מתוכם כ-132 פועלים וכ-42 אנשי הנהלה, תפעול ומהנדסים. כל העובדים הזרים מועסקים על ידי צמח המרמן כאשר לחברה יש אישור להבאת עד כ-700 עובדים והם משלמים על אישורים ל-700 עובדים. בשנת 2006 חלה ירידה במספר הפועלים כאשר מספר הפועלים בשנים 2005 ו-2004 היה 167 ו-166 בהתאם. הירידה במספר העובדים הזרים נובעת בעיקר מחזרתם של חלק מהעובדים הזרים לארץ מוצאם ומכך שלא הגיעו עובדים זרים במקומם. נוסף לכך ישנם בזמן זה מגבלות להבאת עובדים זרים לארץ.

דמי הניהול של המנהלים הם בסך של כ-45,000 ₪ לחודש למר פייגלין ולמר רן בן אברהם ו-40,000 ₪ לחודש למר אבי בן אברהם ולנתנאל פייגלין

להל תרשים מבנה האחזקות של צמח המרמן:



החברה והחברות הבנות של החברה מנוהלות על-ידי מטה מרכזי אחד, בראשו עומד המנכ"ל מר חיים פייגלין ויו"ר הדירקטוריון מר אבי בן אברהם, אשר לשניהם ניסיון רב בתחום הנדל"ן בישראל

לאחר הנפקת החברה בבורסה בתל אביב ישמש מר אבי בן אברהם כיו"ר דירקטוריון פעיל ואילו מר פייגלין ימונה למנכ"ל החברה. מר פייגלין פועל בתחום הנדל"ן בארץ ובעולם מזה 28 שנה. החל משנת 1979, לאחר הסמכתו כמהנדס אזרחי מהטכניון בחיפה, עוסק מר פייגלין כמהנדס וכמנהל בענפי הנדל"ן השונים ובכלל זאת ענף התשתיות, ענף הבניה למגורים, בנייה לתעשייה, בניה למסחר ולמשרדים ובנייה לענף ההיי-טק. מר פייגלין שותף בייזום פיתוח והקמה של מאות פרויקטים בפריסה ארצית רחבה ובהיקף בניה כולל של למעלה מ-5,000 יחידות דיור. מר אבי בן אברהם, פועל בתחום הנדל"ן בארץ ובעולם למעלה מ-40 שנה. מר בן אברהם פעל בתחום הנדל"ן בשוויץ, בתכנון והקמה של מבני מגורים, בתי מלון וגשרים, ואילו בישראל מר בן אברהם עסק בהקמת בית הסנאט, בניין הספרייה, הפקולטה להנדסה חקלאית והבניין למיקרוביולוגיה עבור הטכניון. משנת 1960 ועד להקמת החברה, פעל מר בן אברהם בחברת צבי המרמן, בבעלות משותפת שלו עם חותנו מר צבי המרמן ז"ל. החברה עסקה בבניית פרויקטים יוקרתיים למגורים באזור חיפה והקריות, וכן בביצוע פרויקטים לבנייה עבור מפעלים גדולים.

להלן שמות בעלי התפקידים המרכזיים בחברה:

תפקיד	שם
יו"ר דירקטוריון	מר אבי בן אברהם
מנכ"ל	מר חיים פייגלין
סמנכ"ל שיווק	מר רן בן אברהם
מנהל כספים	מר גדי כהן

אסטרטגיה עסקית

- התמקדות בייזום וביצוע של פרויקטים למגורים בישראל, בפריסה ארצית, תוך המשך פעילות באזורים בהם פעלה בעבר תוך ניצול המוניטין שנצבר באזורים אלו.
- הגדלת משקל הפעילות בתחום הייזום על חשבון פעילות הביצוע. יחד עם זאת, החברה מעוניינת לשמור על זרוע הביצוע הקיימת אשר תורמת לגמישות בפעילות הייזום של החברה ואף סינרגטית לפעילות הייזום.

- בתחום הביצוע, החברה מתמקדת במתן שירותי קבלנות ובנייה עבור חברות דומיננטיות בתחום הנדל"ן כגון אפריקה ישראל ושיכון עובדים.

אין לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת

החברה מחלקת דיבידנדים לבעלי המניות אך אין לחברה מדיניות מוצהרת ואין בכוונתה להגדיר מדיניות בזמן הקרוב. נכון למרץ 2007 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-2.5 מ' ש.

שיקולים עיקריים לדירוג

פעילות בשני תחומים עיקריים – תחום קבלנות הביצוע ותחום ייזום נדל"ן למגורים; שני תחומי הפעילות מאופיינים ברמות סיכון גבוהות יחסית; תחום הביצוע מאופיין ברווחיות נמוכה ותחרותיות גבוהה; תחום הנדל"ן למגורים בישראל בשנתיים האחרונות נהנה מהתאוששות מסוימת, המוגבלת לאזורי הביקוש בלבד; עד לשנת 2000 פעלה החברה בתחום הביצוע בלבד ומשנה זו החלה לעסוק גם בפעילות ייזום בניה למגורים; החברה נהנית מסינרגיה בין תחום הביצוע לתחום הייזום; בתחום הביצוע, החברה נהנית מניסיונם הרב של בעלי מניותיה העיקריים, משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם, אשר עסקו בפעילות קבלנית עשרות שנים; לקוחות החברה בתחום הביצוע הינם חברות מובילות ואיתנות בתחום הבניה למגורים; פעילות החברה בתחום הייזום הינה חדשה יחסית, עד למועד כתיבת הדוח סיימה החברה בניית כ-230 יח"ד; החברה מעוניינת להגדיל את משקל פעילות הייזום על חשבון פעילות הביצוע אך תשמור על יכולותיה גם בתחום הביצוע; החברה שולטת במרבית הפרויקטים בתחום הייזום; פיזור הפרויקטים בתחום הייזום הינו נמוך יחסית, מרבית יח"ד (במהלך בניה ולפני תחילת בניה) ממוקמות בגני תקווה והיתרה ברובם באזורי פריפריה; מרבית הפרויקטים נמצאים בשלבים ראשוניים, מצב העלול ליצור לחץ על תזרים המזומנים בשנים הקרובות, אם כי גיוס ההון והחוב יכולים לתמוך בתזרים במידה מסוימת; תלות בבעלי השליטה מר חיים פייגלין ומר אבי בן אברהם; גמישות פיננסית נמוכה יחסית. טרם הוכחה נגישות החברה למקורות מימון בשוק ההון; איתנות פיננסית לאחר הנפקת ההון והחוב הינה סבירה ותואמת את דירוג החברה;

חוזקות

- ניסיון ארוך שנים של המנכ"ל מר חיים פייגלין ויו"ר הדירקטוריון מר אבי בן אברהם וכן של הצוות הניהולי בתחום הביצוע אשר נצבר בעבר גם בחברות אחרות.
- החברה נהנית מסינרגיה בין שני תחומי הפעילות העיקריים, הייזום והביצוע. פעילות החברה בתחום הביצוע מאפשרת לחברה להתאים את קצב הבניה לקצב המכירות כך שאינה תלויה בחוזים קשיחים של קבלנים חיצוניים.
- יש לחברה שליטה במרבית הפרויקטים שלה, ובעיקר בפרויקטי ייזום בניה למגורים אשר צפויים לתרום את מרבית הכנסותיה בשנים הקרובות.
- בתחום הביצוע מתקשרת החברה בעיקר עם לקוחות איתנים כמו אפריקה ישראל ושיכון עובדים.
- 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 וכן לגרום להוזלה של מקורות המימון ושיפור הרווחיות

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

שני תחומי 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 הביצוע הינה גבוהה בשל ההתקשרות בחוזה turnkey אשר, במידה ואינם מוצמדים במלואם למדד תשומות הבניה, חושפים את החברה לעליה במחירי תשומות הבניה ולעליה בעלות שכר עבודה וזמינות כח אדם לבניה.

פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית – הפרויקטים בגני תקווה צפויים לתרום מעל כ-50% מהרווח הגולמי הצפוי לשנים הקרובות ופרויקטים אלו נמצאים בשלבים ראשוניים לפני אישור תב"ע

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, ולמצב בו לכל הזמנת עבודה מוגשות הצעות רבות.

פעילות הייזום הינה פעילות חדשה יחסית אשר החברה החלה בה בשנת 2000

החברה החלה את פעילות הייזום בשנת 2000 וצברה ניסיון מועט יחסית בתחום זה. עד למועד כתיבת הדוח השלימה החברה בניה של 246 יח"ד במספר מועט יחסית של פרויקטים בטירת הכרמל, כרמיאל ורמת אביב.

לחברה תלות בבעלי השליטה

להערכת מידרוג, המבנה הניהולי של הקבוצה שטוח, עם מעורבות חזקה ומקיפה של בעלי השליטה, מר פייגלין ומר בן אברהם, לרבות בקביעת יעדיה האסטרטגיים של הקבוצה. מידרוג מעריכה את התלות ביו"ר ובמנכ"ל כמהותית, לעניין יזום פרויקטים חדשים וביצוע פרויקטים בייזום ובביצוע, שכבר מבוצעים על ידה.

אין לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת

אין לחברה כיום מדיניות דיבידנד מוצהרת. בחודש מרץ 2007 חילקה החברה סכום של כ-2.5 מ' ש"ח כדיבידנד. מידרוג מעריכה כי אימוץ מדיניות דיבידנד אגרסיבית עלול לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה.

גורמי סיכון פיננסיים

שיעורי רווחיות נמוכים של תחום קבלנות הביצוע

כמוזכר לעיל, תחום קבלנות הביצוע הינו תחום בעל שולי רווח נמוכים, כתוצאה מתחרותיות גבוהה. פעילות החברה בתחום הביצוע מתאפיינת בשולי רווח נמוכים אשר נעים בממוצע סביב כ-4.7%. החברה אף רשמה הפסדים בחלק מן הפרויקטים אותם ביצעה בשנים האחרונות מהסיבות שהוזכרו לעיל. יחד עם זאת, החברה מתכוונת להקטין את משקל פעילות קבלנות הביצוע בשנים הקרובות.

חלק ניכר מן הפרויקטים הינם בשלבים ראשוניים ועל כן החברה צפויה להשקעות מהותיות בבניית הפרויקטים אשר יכול לגרום ללחץ על תזרים המזומנים בשנים הקרובות

גמישות פיננסית נמוכה יחסית

הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה ונובעת מכך שאין לחברה יתרות מזומן שאינן משועבדות וכל נכסי החברה משועבדים להבטחת הלוואות בנקאיות. אין לחברה מסגרות אשראי פנויות בהיקפים מהותיים אשר אינם במסגרת ליווי בנקאי – מסגרות האשראי הלא מנוצלות של החברה עומדות על כ-10 מ' שו הנפקות ההון המתוכננת צפויה להגדיל באופן ניכר הגמישות הפיננסית של החברה.

החברה אינה עומדת כיום באמות מידה פיננסיות שנקבעו לה בגין אשראי בנקאי שנטלה

נכון למועד התסקיף, החברה אינה עומדת בתנאי היחסים הפיננסיים שנקבעו עם אחד הבנקים, ואולם להערכת הנהלת החברה, אין לחברה חשיפה מהותית בגין אי העמידה בתנאי היחסים פיננסיים כאמור.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים כתוצאה מהתקדמות בפרויקטים בבניה
 - שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת יכולת נגישות לשוק ההון
 - התפתחות החברה וגידול בהיקף הפעילות
- גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**
- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית
 - ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
 - מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית
 - הרעה בתוצאות הכספיות לרבות יחסי האיתנות
 - החלפת אנשי מפתח

ביתוח פיננסי

הכנסות החברה נמצאות בירידה בשנים האחרונות

הכנסות החברה נמצאות במגמת ירידה בשלוש השנים האחרונות כאשר בשנת 2004 עמדו הכנסות החברה על כ-141 מ' ש"ח ואילו ב-2005 ירדו הכנסות ל-127 מ' ש"ח וב-2006 ל-115 מ' ש"ח. הירידה בהכנסות היא כתוצאה מהגדלת משקל פעילות החברה בתחום הייזום על חשבון תחום הביצוע הקבילני ומדרך הכרת ההכנסות בתחום הייזום. החברה מכירה בהכנסות ממכירת דירות עם מכירת הדירות אך לא לפני שתמורת המכירות של הפרויקט מהווה 50% לפחות מסך ההכנסות הצפויות ממנו ושיעור ההשלמה של הפרויקט הינו 25% לפחות. שיטה זו של הכרה בהכנסות לא מאפשרת הכרה בהכנסות של פרויקטים שהשלמתם הינה פחות מ-25% ולכן לא כל ההכנסות משתקפות בדו"ח הרווח והפסד.

גידול ברווחיות כתוצאה מהגדלת משקל פעילות הייזום על חשבון פעילות הביצוע

בשנת 2006 נרשמה עלייה חדה ברווחיות של החברה לעומת שנים קודמות. בשנת 2006 עמד הרווח הגולמי על כ-16.5 מ' ש"ח, זאת לעומת רווח גולמי של כ-9.8 מ' ש"ח ב-2005 ו-9.6 מ' ש"ח ב-2004. הרווח הנקי של החברה ל-2006 הסתכם בכ-1.6 מ' ש"ח ואילו בשנת 2005 רשמה החברה הפסד של כ-3.2 מ' ש"ח. העלייה החדה ברווחים נובעת מהגדלת משקל הפעילות בתחום הייזום אשר הינו תחום רווחי יותר. לפרויקטים בייזום שיעור רווח גולמי אשר נע סביב ממוצע של כ-20% בשנים האחרונות. לעומת זאת, בתחום הביצוע שיעור הרווח הגולמי הממוצע נע סביב כ-7.0% בשנים האחרונות. ממוצע הרווח הגולמי בפרויקטים שנסתיימו בין השנים 2004-2006 עומד על כ-4.7% כאמור לעיל.

רווחיות גולמית לפי תחום פעילות

2004		2005		2006		
תחום ביצוע	תחום ייזום	תחום ביצוע	תחום ייזום	תחום ביצוע	תחום ייזום	
142,138	17,097	66,956	55,788	58,677	52,996	הכנסות
7,219	2,383	-2,021	11,282	4,645	11,518	רווח גולמי
5%	14%	-	20%	8%	22%	שיעור רווח גולמי

עליה בהוצאות המימון כתוצאה מתשלום על אג"ח ורישום הוצאות מימון בניג פרויקטי ייזום כבר

מתחילת ביצוע הפרויקט

לחברה עלייה בהוצאות המימון מ-2.9 מ' ש"ח ב-2004 ל-5.0 מ' ש"ח ב-2005 ו-7.0 מ' ש"ח ב-2006 בהתאמה. העלייה בהוצאות המימון נובעת מתשלומים על האג"ח שהונפק ונשא ריבית של 9.5%. נוסף על כך, בשנים האחרונות החברה נמצאת בתחילתם של מספר פרויקטים יזמיים ולכן כל המימון השוטף נזקף לדו"ח הרווח והפסד ואינו מהווה לעלות הפרויקטים. בנוסף, הוצאות המימון כוללות את חלקם של המשקיעים המוסדיים והפרטיים (בעלי האג"ח ששימש למימון ההון העצמי בפרויקטים, כאמור לעיל) והיו זכאים ל-50% מרווחי הפרויקטים אותם מימנו.

כמו כן, לחברה הייתה עלייה בהוצאות הנהלה וכלליות אשר עלו מ-5.1 מ' ש"ח ב-2004 ל-6.2 מ' ש"ח ב-2005 ו-6.6 מ' ש"ח ב-2006. העלייה בהוצאות אלו נבעה מרכישתן של שתי חברות בת - סיוון ביצוע ומלגם, אשר הגדילו באופן משמעותי את הוצאות השכר ודמי הניהול. נוסף על כך, גם פרסום התשקיף ומעבר לדו"חות רבעוניים העלו את ההוצאות על שירותים מקצועיים.

דוח רווח והפסד

FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	אלפי ₪
				הכנסות
19,977	17,097	55,788	52,996	הכנסות ממכירת דירות
120,660	142,138	66,956	58,677	הכנסות מביצוע עבודות
375	48	4,566	2,878	אחר
141,012	159,283	127,310	114,551	סך הכנסות
				עלויות
132,699	149,670	117,533	97,976	עלות המכירות והעבודות שבוצעו
132,699	149,670	117,533	97,976	סך עלויות
8,313	9,613	9,777	16,575	רווח גולמי
5,917	5,185	6,202	6,607	הוצאות הנהלה וכלליות
2,396	4,428	3,575	9,968	רווח מפעולות רגילות
2,934	2,866	5,013	7,028	הוצאות מימון נטו
-538	1,562	-1,438	2,940	רווח (הפסד) לאחר מימון
288	-179	-2,378	11	הכנסות (הוצאות) אחרות
0	0	0	0	חלק בהפסדי שותפות מוחזקות
-250	1,383	-3,816	2,951	רווח לפני מיסים על ההכנסה
-721	-1,075	629	-1,360	הכנסות (הוצאות) מיסים על הכנסה
471	308	-3,187	1,591	רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה
0	0	0	0	חלק החברה בהפסדי חברות מוחזקות
471	308	-3,187	1,591	רווח נקי (הפסד)

מלאי הבניינים למכירה ל-31.12.2006 הינו הסעיף המרכזי בצד הנכסים וכולל כ-10 פרויקטים כאשר

הדומיננטיים מביניהם הם הפרויקטים באלפי מנשה, צור נתן וכרמיאל

יתרות המזומן של החברה משועבדות במסגרת ליווי פרויקטים

סעיף המזומנים ושווי מזומנים עמד על כ-20 מ' ₪ בשנת 2006 וכלל 1.1 מ' ₪ מזומנים וכ-19.2 מ' ₪ פיקדונות משועבדים במסגרת ליווי בנקאי.

החברה צפויה לקבל הכנסות משמעותיות עבור שלושה פרויקטים בתל אביב ופרויקט באלפי מנשה

ההכנסות לקבל של החברה נכון ל-31.12.2006 הסתכמו לכ-24.5 מ' ₪ מתוכם - פרויקט ג' על הים הסתכם ב-6.5 מ' ₪, פרויקט ג' 17-18 הסתכם בכ-4.9 מ' ₪, פרויקט הגוש הגדול הסתכם בכ-3.6 מ' ₪ והפרויקט באלפי מנשה בכ-2 מ' ₪.

מאזן

אלפי ₪	פרופורמה גיוס הון וחוב	FY2006	FY2005	FY2004	FY2003
נכסים					
מזומנים ושווי מזומנים	17,862	20,362	13,444	18,251	4,673
פיקדונות	1,320	1,320	851	623	3,078
לקוחות	29,712	29,712	33,702	57,889	49,251
חייבים ויתרות חובה	2,949	2,949	5,860	4,575	4,942
עבודות בביצוע נטו	1,870	1,870	1,870	38,229	22,309
מלאי בניינים למכירה נטו	103,442	40,737	40,484	0	0
סך נכסים	170,347	110,142	107,703	130,926	95,788
התחייבויות					
אשראי מתאגידים בנקאיים ונותני שירות אחרים	28,971	48,971	24,453	24,121	18,237
קבלנים וספקים	21,331	21,331	30,096	50,137	33,184
זכאים ויתרות זכות	7,919	7,919	8,889	7,237	8,610
התחייבויות למתן שירותי בנייה	1,671	1,671	9,608	12,802	6,483
התחייבויות לתאגידים בנקאיים ולנותני שירות אחרים	5,643	5,643	7,215	4,613	8,382
אגרות חוב	61,330	5,400	10,000	10,000	0
הון עצמי	43,193	18,918	17,119	20,306	19,998
סך התחייבויות	170,347	110,142	107,703	130,926	95,788

איתנות פיננסית נמוכה יחסית אשר צפויה לעלות באופן משמעותי לאחר גיוס הון בסך של כ-26.8 מ' ₪ וגיוס חוב בסך של כ-60 מ' ₪

סך החוב עמד נכון ל-31.12.2006 על כ-60 מ' ₪ ועלה מכ-41.6 מ' ₪ נכון ל-31.12.2005. החוב הפיננסי בסך 60 מ' ₪ כולל אשראי זמן קצר בסך של כ-49 מ' ₪ בגין פרויקטים בליווי בניה ובפרט, כ-5.1 מ' ₪ בגין הפרויקט בצור יצחק, 7.2 מ' ₪ בגין הפרויקט במגדלי כרמיאלה, 5.2 מ' ₪ בגין הפרויקט בכוכב ג', ו-5.7 מ' ₪ בגין הפרויקט בעיר ימים. החוב כולל גם אגרות חוב בסך של כ-5.4 מ' ₪ בגין פרויקט כרמיאלה (150 יח"ד) אשר גיוס בגיוס פרטי ממשקיע מוסדי לשימוש כהון עצמי בפרויקט ונושא ריבית בשיעור של כ-10%. החברה מתכננת להנפיק חוב בסך של כ-60 מ' ₪ אשר ישמש להחלפת חוב בנקאי לזמן קצר בסך של כ-20 מ' ₪ כ שסך החוב הפיננסי של החברה יגדל לכ-96 מ' ₪. האיתנות הפיננסית של החברה ערב ההנפקה הינה נמוכה יחסית. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד על כ-17% נכון ל-31.12.2006 והיה ברמה דומה בשנים 2004-2005. לאחר הנפקת הון בסך של כ-26.8 מ' ₪ וחלוקת דיבידנד בסך של כ-2.5 מ' ₪, סך ההון העצמי של החברה צפוי לגדול לכ-43 מ' ₪. יחסי האיתנות הפיננסית פרופורמה, לאחר גיוס הון וחוב, צפויים להשתפר באופן משמעותי. יחס ההון העצמי לסך המאזן יעלה לכ-25% ויחס החוב לכ-CAP ירד לכ-69%.

חוב ויחסי איתנות פיננסית

אלפי ₪	פרופורמה	FY2006	FY2005	FY2004	FY2003
חוב פיננסי	95,944	60,014	41,668	38,734	26,619
CAP	139,137	80,264	61,054	59,111	46,866
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	25%	17%	16%	16%	21%
חוב ל-CAP	69%	75%	68%	66%	57%

תזרימי מזומנים שליליים כתוצאה מביצוע השקעות רבות בשנים האחרונות

תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת היו שליליים בשנים 2005-2006 וכוללים בעיקר רכישת פרויקטים בצור יצחק ובאלפי מנשה והשקעה בפרויקטים בבניה ובפרט בפרויקט בכרמיאל. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת מושפע מהשינויים בהון חוזר, כתוצאה מפעילות החברה בתחום הביצוע ובעיקר מעיתוי תשלום לספקים ותשלום מלקוחות החברה בתחום הביצוע.

תזרימי המזומנים מפעילות השקעה הינם בהיקפים נמוכים יחסית וכוללים בשנת 2006 השקעה ברכישת כלי רכב וציוד בניה בסך של כ-1.5 מ' ש. כמו כן, התזרים מפעילות השקעה כולל מתן הלוואות או פירעון הלוואות לחברות אחרות בקבוצה דוגמת ר.מ.ע 7 או קבלת הלוואות מסיוון ביצוע. כמו כן, באפשרות החברה ללוות באמצעות חברות אחרות בקבוצה, אשראי בנקאי בהיקפים שעומדים, נכון למועד כתיבת הדוח, על כ-10 מ' ש.

תזרים המזומנים מפעילות מימון עמד על כ-18 מ' ש בשנת 2006 וכלל קבלת אשראי בנקאי (לזמן קצר וארוך) בסך כולל של כ-22 מ' ש בעיקר בגין פרויקטים בצור יצחק, עיר ימים, כוכב ג', מגדלי כרמיאלה וגני תקווה. באותה שנה פרעה החברה סכום של כ-9.4 מ' ש אשר כולל פרעון אשראי לא מיוחס לפרויקטים בסכום של כ-4.6 מ' ש והלוואות בגין פרויקט כוכב אביב וכרמיאלה. תזרים המזומנים מפעילות מימון כולל גם הנפקת אג"ח בסכום של כ-5.4 מ' ש אשר שימש למימון ההון העצמי בפרויקט כרמיאלה (150 יח"ד).

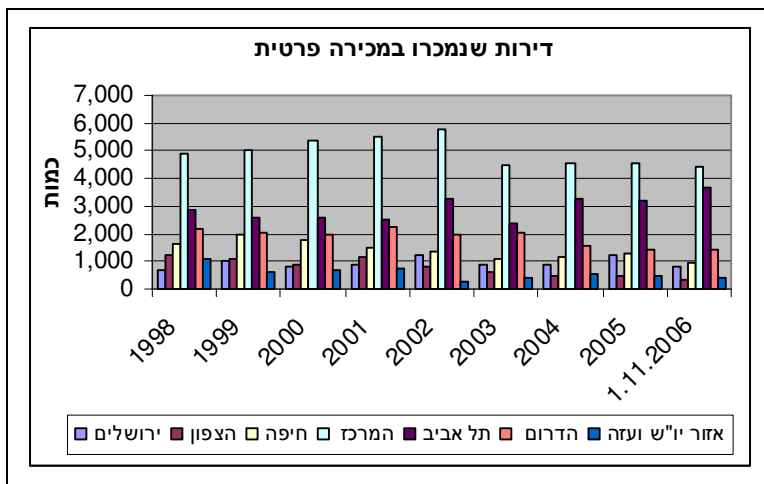
תזרימי מזומנים

אלפי ש"ח	FY2006	FY2005	FY2004	FY2003
תזרים מפעילות שוטפת	-7,379	-6,655	28	-6,528
תזרים מפעילות השקעה	-3,952	-956	1,446	2,410
תזרים מפעילות מימון	18,249	2,804	12,104	4,084
פרויקטים למכירה נטו	-7,930	-7,319	-9,601	-3,848
תזרים מפעילות שוטפת ללא השקעה בפרויקטים לבניה	551	664	9,629	-2,680

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

להלן נתונים על ענף הבנייה בישראל:



מקור: נתוני הלמ"ס ומשרד הבינוי והשיכון

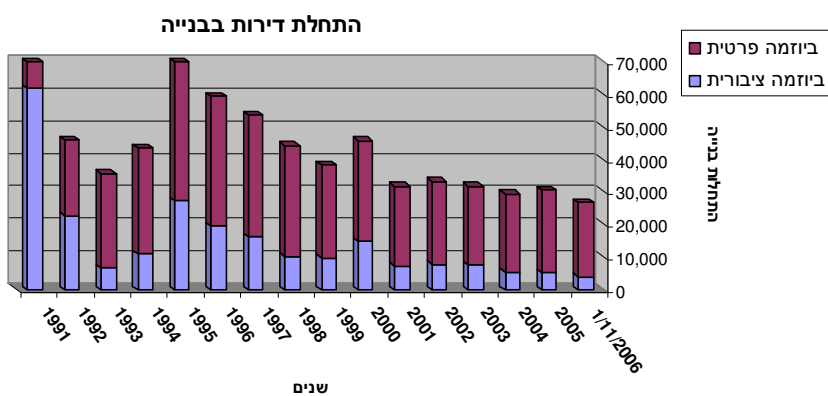
מבנה ענף הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים בארץ מושפע ממספר אינדיקטורים מרכזיים:

א. **ביקוש לדיור:** מושפע מהיקף העלייה לארץ, שיעור האבטלה, רמת השכר, מענקים לזכאים ברכישת דירות ומענקים לאזורי פיתוח. בשנת 2006 ניכרה ירידה בביקושים, בעיקר באזורי עדיפות לאומית ובקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות מבחינה כלכלית. נראה כי החשש ליציבות כלכלית אישית, 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. ריאלית, 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 הדירור 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 רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-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 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	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
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.



דו"ח מספר : CRZ01060760M

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").

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 עדכנו או שינוי 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