

**אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ**

<b>A3</b>	<b>דירוג סדרה</b>
-----------	-------------------

הדירוג ניתן לאג"ח שתנפיק אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ בסך של עד 200 מיליון ש"ח בדרך של הרחבת סידרה קיימת ו/או הנפקת סדרה חדשה (מח"מ של עד שש שנים). האג"ח מיועדות להרחבת השקעות החברה בתחום הנדל"ן בישראל, במזרח אירופה ובמדינות נוספות. הדירוג חל גם על האג"ח במחזור לפי הפירוט כדלקמן:

סדרה	ערך נקוב, מיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית נקובה	שנות פרעון	מח"מ נוכחי (שנים)
אג"ח ב'	214.6	מדד	5.7%	2009-2013	2.5
אג"ח ג'	150.0	מדד	5.9%	2010-2015	4.0

**רופיל החברה**

אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ ("אולימפיה" או "החברה"), וביחד עם החברות המוחזקות: "קבוצת אולימפיה" (עוסקת החל משנת 2000 בניהול וייזום פרויקטים של נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב בישראל ובחו"ל. עד לאחרונה פעלה אולימפיה באמצעות שתי זרועות: ייזום נדל"ן למגורים במזרח אירופה באמצעות ב-Nanette Real Estate Group N.V. ("נאנט"), המוחזקת על ידי החברה בשיעור של 30% ופעילות נדל"ן בישראל, המתבצעת בחברה, וכוללת ייזום פרויקטים למגורים ומניבים, ניהול פרויקטים ואחזקת נכסים מניבים.

נאנט - אשר נוסדה על ידי אולימפיה ובעלי מניותיה, היוותה את מנוע הצמיחה העיקרי של הקבוצה בשנים האחרונות, ועדיין מצויה בתנופת פיתוח והשקעות. בשנים 2006 עד 2007 דוללה אחזקתה של אולימפיה בנאנט, בין השאר באמצעות הנפקת הון בבורסה המשנית בלונדון (AIM) והנפקת הון לקרן ליהמן ברדרס ולקרנות נוספות. בין השנים 2004-2007 רשמה אולימפיה רווחי הון בסך מצטבר של כ-116 מיליון ש"ח, בגין ירידה בשיעור האחזקה בנאנט. בחודש מאי 2007 העניקה מידרוג דירוג של A2 להנפקת אג"ח בסך של עד 350 מיליון ש"ח שהונפקו ע"י נאנט. תמורת ההנפקות וגיוסי החוב שביצעה נאנט שימשו להרחבת פעילותה העסקית במזרח אירופה. בחודש מרץ 2007 קיבל דירקטוריון נאנט החלטה בדבר אימוץ מדיניות דיבידנד שנתי בשיעור של לפחות 30% מהרווח בכפוף בין השאר לאפשרויות הפיננסיות של נאנט. עד כה לא חילקה נאנט דיבידנדים משמעותיים לבעלי המניות בה. בחודש נובמבר 2007 החליט דירקטוריון נאנט על חלוקת דיבידנד בשיעור של 60% מהרווח הצפוי לשנת 2007. נאנט מוסיפה להוות ליבת הפעילות העסקית של אולימפיה.

בחודש פברואר 2007 הקימה אולימפיה את Olimpia Euro Constructions B.V. ("אולימפיה יורו") במטרה לעסוק בהשקעות בפרויקטים באירופה למסחר ומשרדים, וכן ברכישה ומכירה של קרקעות והשקעה בפרויקטים למגורים אשר אינם נוגדים את הסכם אי התחרות עם נאנט. לאחר שבחודש אפריל 2007 הוכנסו שותפים בפרמיה לאולימפיה יורו, עומד שיעור האחזקה בה על 45%. הקמת אולימפיה יורו נועדה לייצר זרוע פעילות חדשה בעיקר במדינות בשלבי התפתחות מוקדמים יחסית, דוגמת אוקראינה, וכן הרחבת תחום הפעילות לייזום למשרדים אף באזורי פעילותה של נאנט היות ונאנט פעילה ביזמות למגורים בלבד.

מחברים:  
סיגל יששכר  
ראש צוות בכיר  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אנשי קשר:  
אביטל בר דיין  
סמנכ"ל, ראש תחום  
תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto: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](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

לצד זאת, לאולימפיה פעילות בישראל אשר פחתה באופן ניכר בשנים האחרונות, בשל ההאטה בענף הנדל"ן המקומי אם כי בשנה החולפת ניכרת התעוררות בהיקף פעילות החברה בישראל.

מקור המימון העיקרי של אולימפיה בשנים 2006-2007 היו אג"ח שהנפיקה בסך מצטבר של כ-419 מיליון ₪ (מתוכם כ-55 מיליון אג"ח להמרה שמרביתם כבר הומרו להון מניות), מהם כ-150 מיליון ש"ח ע.ג. הונפקו במאי 2007. מקור זה מימן את הגרעון בפעילות השוטפת בישראל (הכולל את עלויות מטה הקבוצה), את הרחבת ההשקעות בנכסי נדל"ן בישראל וכן את ההשקעה הראשונית באולימפיה יורו וכן השקעה נוספת בנאנט. במהלך שנת 2007 גייסה החברה משקיעים נוספים לאולימפיה יורו (ראה הרחבה להלן), צעד אשר הזרים לקופתה של האחרונה יתרות מזומן משמעותיות.

ביום 20.1.2008 חתמה החברה על הסכם עם בנק לאומי לנטילת הלוואה בסך של 25 מיליון דולר לתקופה של שישה חודשים. כבטחון למתן הלוואה שעבדה החברה לטובת הבנק את מניותיה בנאנט, המהוות כ-30% מהון המניות המופק של נאנט. שווי מניות נאנט בבורסה של לונדון ליום 22.1.2008 עמד על כ-140.83 מיליון ליש"ט, מכך חלקה של אולימפיה הינו כ-41.27 מיליון ליש"ט (כ-313 מיליון ש"ח). בנוסף שעבדה החברה לטובת הבנק חלק מזכויותיה הנובעות מהסכמי הלוואות הבעלים שנחתמו או ייחתמו בין החברה לבין אולימפיה יורו. בכוונת החברה להשתמש בכספי הלוואה לצורך העמדת מימון לאולימפיה יורו לצורך פעילותה באוקראינה.

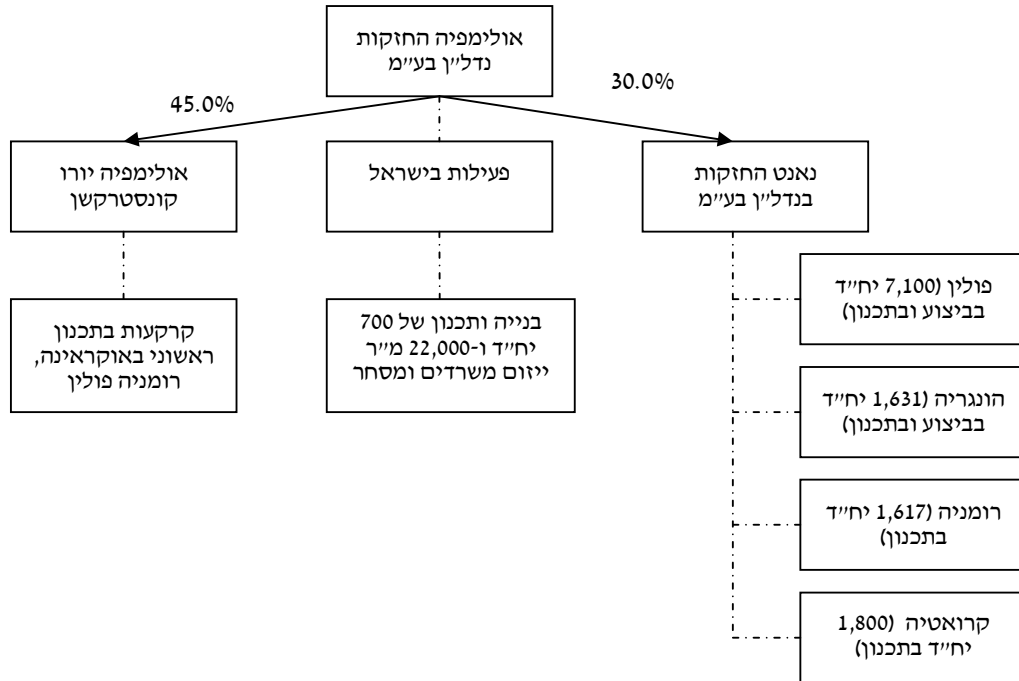
**אולימפיה (מאוחד): נתונים פיננסיים עיקריים\***  
**באלפי ש"ח**

<u>FY 2004</u>	<u>FY 2005</u>	<u>FY 2006</u>	<u>1-9/06</u>	<u>1-9/07</u>	
10,070	13,706	7,882	6,516	9,321	הכנסות מפעילות שוטפת בישראל
1,022	4,212	1,334	1,211	3,550	רווח גולמי מפעילות שוטפת בישראל
3,298	5,060	5,073	4,299	6,969	הוצאות הנהלה וכלליות **
(2,276)	(848)	(3,739)	(3,088)	(3,419)	רווח (הפסד) תפעולי שוטף**
-	-	14,071	14,071	79,536	רווח מירידה בכלולות
4,108	(1,905)	11,528	1,064	12,564	חלק ברווחי כלולות
661	1,721	9,094	5,228	19,602	הוצאות מימון
668	16,859	10,933	6,143	65,555	רווח נקי
(1,946)	(1,972)	(11,334)	(6,346)	(10,583)	FFO

<u>12.05</u>	<u>12.06</u>	<u>9.07</u>	
105,989	350,017	707,189	סך הנכסים במאזן
32,978	59,374	56,496	מזומנים ושווי מזומנים – סולו
-	-	293,220	מזומנים ושווי מזומנים - אולימפיה יורו
21,449	122,756	180,785	השקעה בנאנט ואחרים***
-	54,708	65,752	נדל"ן להשקעה
188	69,794	89,927	בניינים בהקמה נטו
61,596	244,278	376,339	חוב פיננסי ****
35,402	60,101	155,410	הון עצמי
33.4%	17.2%	22.0%	הון עצמי / סך מאזן
62.3%	79.7%	61.7%	חוב פיננסי / קאפ

\* דוחותיה הכספיים של אולימפיה ערוכים לפי תקני החשבונאות הישראליים. החל ביום 1.1.2007 אימצה החברה את תקן 16 נדל"ן להשקעה לפי מודל העלות. בכוונת החברה לאמץ את תקני IFRS החל מיום 1 בינואר 2008. עד לרבעון השני של שנת 2005 איחדה החברה את נאנט באיחוד יחסי. החל מהרבעון השלישי של 2005 רשומה נאנט כחברה כלולה על בסיס אקוויטי. לצורך נטרול השפעת האיחוד היחסי של נאנט בשנים 2004 ו-2005 מוצגים הנתונים לשנים אלו על בסיס סולו – הפער בין הדוח המאוחד לבין הסולו לאותן שנים נובע מנאנט. החל משנת 2006 מוצגים הנתונים לעיל על בסיס מאוחד. החל משנת 2007 מאחדת החברה את אולימפיה יורו בדוחותיה הכספיים. לאיחוד אולימפיה יורו עדיין השפעה זניחה על דוח רווח והפסד.  
\*\* לפני בונט להנהלה הנגזר מהרווח הנקי.  
\*\*\* מזה עבור ההשקעה בנאנט 170 מיליון ₪.  
\*\*\*\* ללא חוב שותפים (הלוואות בעלים) באולימפיה יורו וללא מזומנים באולימפיה יורו.

להלן מבנה האחזקות של אולימפיה ליום 31.12.2007:



להלן תיאור זרועות הפעילות של החברה:

**אולימפיה ישראל**

הפעילות בישראל נחלקת לשלושה תחומים: ניהול פרויקטים במסגרת עסקאות שיתוף ופרויקטים אחרים; ייזום פרויקטים של נדל"ן למגורים ולמשרדים; אחזקה של נכסי נדל"ן מניב. יש להדגיש כי עד לשנת 2006, כחלק מהחלטה אסטרטגית של אולימפיה לצמצם את פעילותה בישראל, ריכזה הפעילות המקומית היקפים נמוכים, והתמקדה בעיקר בנייה עסקאות שיתוף. עד כה ניהלה החברה 28 עסקאות שיתוף, בעיקר פרויקטים קטנים למגורים וכן ייזום של מספר נכסים מניבים, גם כן בדרך השיתוף. עד לשנת 2006 התמקדה אולימפיה בעיקר בפיתוח יזמות המגורים במזרח אירופה, במסגרת פעילותה של נאנט. בשנת 2006, לאור המחזוריות הכלכלית החיובית שפקדה את המשק וההתאוששות שהציג שוק הנדל"ן המקומי, החליטה אולימפיה להרחיב את פעילותה בישראל. כיום מתמקדת הפעילות בישראל בעיקר בייזום פרויקטים למגורים ופרויקטים מניבים, בהם מחזיקה החברה בשיעור של 33% עד 100%. תחום ניהול הפרויקטים (בשיתוף ואחרים) נותר בהיקפים נמוכים מאוד ואינו בעל תרומה משמעותית להכנסות.

הפעילות בישראל מנוהלת על ידי **יוסי בר** – מנכ"ל אולימפיה החזקות, ו-**חיים גוטרמן** – מנהל הביצוע. לשני מנהלים אלו נסיון רב ועשיר מאוד בתחום היזמי, ההנדסי והניהולי של הנדל"ן – הן במסגרת אולימפיה והן לפני הצטרפותם לחברה. יש לציין עוד, כי חרף ההקפים הנמוכים של הפעילות היזמית בישראל בשנים האחרונות, פעילות הניהול והפיקוח של פרויקטים הקנתה לחברה ולמנהליה ניסיון רב מאוד בתחום ייזום ופיתוח של נכסי נדל"ן מסוגים שונים. בין המאפיינים הבולטים של פעילות החברה בתחום ייזום וניהול הפרויקטים בישראל:

- הניסיון של החברה בייזום וניהול פרויקטים נדלניים נתמך בידע וביכולות מקצועיות של מנהלי הפעילות בישראל – מר יוסי בר ומר חיים גוטרמן, הן בתחום ההנדסי והביצועי והן בתחום השיווקי. הניהול שלהם

מתאפיין בהכרות טובה מאוד של האזורים בהם פועלת החברה, ושל הרשויות המקומיות באזורים אלו, בהבנה ובמעורבות בפרטים וביכולות טובות בעבודה מול קבלני משנה.

- החברה משקיעה בעצמה בפרויקטים מסוג עסקאות שיתוף בהם היא משמשת כמנהל הנדסי, בין אם מטעמים כלכליים ובין אם כצעד של הבעת אמון בפרויקטים. חלקה בפרויקטים עומד בד"כ על כ-10%.
- החברה מתמקדת באזורים אותם היא מכירה היטב, ומצליחה לאתר מיקומים יחודיים, בעלי ערך מוסף נדל"ני, המקנים לפרויקטים שלה מיצוב גבוה. בהתאם לכך היא פונה לחתך אוכלוסייה בינוני עד גבוה, שהינו ממילא קהל היעד הטבעי לפרויקטים של שיתוף.
- החברה עובדת, בדרך כלל, מול קבלני משנה בלבד, ולא מול קבלן מפתח, וזאת בשונה ממרבית היזמים ומנהלי הפרויקטים בישראל. לדברי מנהלי החברה, העבודה מול קבלני משנה מאפשרת להשיג איכות טובה יותר של בעלי מקצוע, לחסוך בעלויות ולעמוד בקשר ישיר מול הקבלן.
- החברה מקפידה לסיים את הפרויקטים בהתאם לתקציב שתוכנן, ובמקרים מסוימים מותירה עודף למשקיעים.

**ייזום נדל"ן** – בתחילת שנת 2006 החליטה החברה להרחיב את פעילותה בתחום הייזום של פרויקטים לנדל"ן בישראל. כיום לחברה קרקעות בישראל לבנייה של כ-740 יח"ד למגורים וכן כ-22 אלף מ"ר משרדים ומסחר. מרבית הקרקעות מצויות עדיין בשלבים ראשוניים של תכנון ופיתוח. עד היום החברה ומנהליה יזמו, ניהלו ופיקחו על עסקאות שנסתיימו בהיקף של למעלה מ-2,300 יח"ד ולמעלה מ-85,000 מ"ר למשרדים ולמסחר. להלן נתונים עיקריים אודות פרויקטים למגורים בתכנון ליום 30.9.2007:

הנכס	שיעור אחזקה	מועד רכישה	עלות הקרקע 100%, מ' ש"ח	שטח בדונם	סטטוס הקרקע	צפי קבלת היתר בנייה
בית הפועל, פתח תקווה	51.3%	10/04	11	3.5	בתהליך שינוי תב"ע	3/09 (בניין א')
צומת גנים, פתח תקווה	33.3%	02/06	49	44	תב"ע קיימת ל-213 יח"ד כאשר החברה הגישה בקשה לאישור ל-596 יחידות דיור	3/08 (שלב א')
אולימפיה על הפארק, פתח תקווה	100.0%	9/06	16	2.6	תב"ע מאושרת	התקבל
גבעת שמואל	100.0%	1/07	28	3.7	תב"ע מאושרת	4/08
צורן	33.3%	5/06	6	3.7	תב"ע בהפקדה במחוזית לאחר התנגדויות	6/08

הנכס	יח"ד בתכנון	השקעה צפויה, מ' ש"ח	מחיר ממוצע ליח"ד, מ' ש"ח	הכנסות צפויות, מ' ש"ח	רווח גולמי צפוי %	מועד סיום צפוי
בית הפועל, פתח תקווה	138 (כולל 24 יח"ד בפינוי בינוני)	79	0.83	97	18.6%	2011
צומת גנים, פתח תקווה	400 (צפי חברה לאישור מינימלי)	254	0.81	326	22.1%	2011-2012
אולימפיה על הפארק, פתח תקווה	72	60	1.03	74	18.9%	2009
גבעת שמואל	76	73	1.19	91	19.5%	2010
צורן	60	46	0.97	58	21.2%	2010
<b>סה"כ פרויקטים למגורים</b>	<b>746</b>	<b>512</b>	<b>0.87</b>	<b>646</b>	<b>20.7%</b>	

בנוסף, לחברה שתי קרקעות לפיתוח משרדים ומסחר כמפורט להלן:

הפרויקט	תיאור הפרויקט	שטח בנוי, מ"ר	חלק החברה	סטטוס	השקעה צפויה, מ' ש"ח	הכנסות צפויות, מ' ש"ח	רווח צפוי, מ' ש"ח	חלק החברה ברווח, מ' ש"ח	סיום צפוי
החילוון, רמת גן	בניין משרדים 11 קומות – למכירה	10,500	23%	היתר חפירה ודיפון	84	100	16	3.7	2009
פארק אולימפיה, פתח תקווה	3 בנייני משרדים ומסחר למכירה	22,000	50%	בבנייה	97	125	28	14	2009

**פרויקט החילוון, רמת גן** - עד שנת 2007 החזיקה החברה ב-50% בקרקע של 2 דונם ברחוב החילוון באזור הבורסה ליהלומים ברמת גן, בשיתוף עם גיבור ספורט יזמות (1997) בע"מ, אשר הושכרה עד לאחרונה למפעיל חניון. לקרקע זכויות לבנייה של בניין משרדים בן 11 קומות בשטח של כ-10,500 מ"ר. זכויות הבנייה התקבלו עוד בשנת 2002 אולם החברה נמנעה מבניית המבנה בשל ההאטה בשוק המשרדים באזור המרכז. בחודש אפריל 2007 חתמה החברה על הסכם למכירת כ-54.06% מאחזקותיה בקרקע האמורה בתמורה לכ-2.2 מיליון דולר (עסקה המשקפת לקרקע שווי של כ-8.1 מיליון דולר). כמו כן חתמה על עסקת שיתוף עם בעלי הקרקע להקמת בניין המשרדים, כאשר החברה משמשת כמנהל ההנדסי של הפרויקט. החברה החלה בעבודות החפירה והדיפון של המתחם והיא צופה שהיתר הבנייה יתקבל עד לתום חודש אפריל 2008.

**פארק אולימפיה, פתח תקווה** - בחודש אוגוסט 2006 רכשה החברה ביחד עם שותפים קרקע בשטח של כ-9,000 מ"ר בפתח תקווה במסגרת עסקת קומבינציה 26%. החברה מתכננת לבנות בפרויקט כ-22,000 מ"ר שטחי משרדים ומסחר על פני שלושה בניינים. הפרויקט ממוקם בסמוך לבית המשפט המחוזי בפתח תקווה, באזור תעסוקה מרכזי, ועד כה מכרה החברה את כל שטחי המשרדים בפרויקט (למעט כ-2000 מ"ר לשימוש עצמי או להשכרה). בשל קצב המכירות המהיר ומבנה עסקת הקרקע, החברה לא נזקקה למימון בנקאי לפרויקט.

**נדל"ן מניב** – בבעלות החברה שמונה נכסים מניבים הכוללים מקבץ דיור של 60 יח"ד באשדוד ומשרדים בשטח של כ-3,000 מ"ר ו-90 מקומות חנייה, המניבים לה הכנסה שנתית של כ-3.0 מיליון ש"ח, מכך כ-50% נובע ממקבץ הדיור. שכ"ד הממוצע בנכסים נע בטווח של 8-11 דולר למ"ר. שניים מהנכסים העיקריים: דקלי אולימפיה ו-אימבר, מאופיינים בריכוזיות שוכרים גבוהה. מרבית החוזים העיקריים הינם לתקופה ארוכה יחסית, למעט חוזה אחד שמסתיים תוך שנה וחצי. על מרבית הנכסים מוטל שעבוד לטובת בנקים מממנים.

**אולימפיה: ריכוז נכסים מניבים בבעלות החברה ליום 30.9.2007, באלפי ש"ח**

הנכס	תיאור הנכס – חלק החברה	מועד אכלוס	שיעור תפוסה 9.07	הכנסה שנתית 2006	הכנסה שנתית 2007	עלות מופחתת 30.9.2007	שכ"ד שנתי / עלות הנכס	
מקבץ דיור אשדוד	60 יח"ד (חלק החברה)	נרכש ב-5/06	100%	250	1,626	15,466	10.5%	
אימבר – משרדים פתח תקווה	1,018 מ"ר משרדים 35- חניות	5/04	100%	497	606	5,653	10.7%	
דקלי אולימפיה, פתח תקווה	800 מ"ר משרדים - 27 חניות	11/03	100%	560	486	4,646	10.5%	
לב הנבט, פארק המדע בנס ציונה	313 מ"ר משרדים ו-7 חניות	11/04	100%	-	140	1,808	7.7%	
לב הניצן, נס ציונה	407 מ"ר משרדים ו-19 חניות	7/06	*44%	-	39	2,117	-	
בית הטקסטיל, תל אביב	159 מ"ר ו-2 חניות	נרכש ב-12/99	100%	47	67	1,253	5.4%	
<b>סה"כ נכסים מושכרים לחיצוניים **</b>							<b>30,945</b>	<b>9.6%</b>

\* כיום הנכס מאוכלס בשיעור תפוסה של 80% \*\* בנוסף מחזיקה החברה בבעלות מלאה בשטח של כ-365 מ"ר בבית אולימפיה ברחוב משה דיין בפתח תקווה המשמשים אותה למשרדיה. עלות הנכס בספרי החברה הינה כ-2.1 מיליון ש"ח.

## אולימפיה יורו

בחודש פברואר 2007 ייסדה אולימפיה את אולימפיה יורו, חברה רשומה בהולנד. בחודש אפריל 2007 התקשרה החברה בהסכם עם מספר קבוצות משקיעים<sup>1</sup>. יש לציין כי ביום הכנסת המשקיעים לא כללה פעילות אולימפיה יורו דבר מלבד הסכם לרכישת הקרקע למשרדים בוילנוב, ורשה (ראה הרחבה להלן). על פי הסכם ההשקעה, השקיעו החברה והמשקיעים באולימפיה יורו, בדרך של הלוואות בעלים והשקעה בהון, סך כולל של 35.6 מיליון יורו (כ-196 מיליון ש"ח). מתוך כך, השקיעה החברה סך של כ-12.1 מיליון אירו, מהם כ-6.3 מיליון אירו בהון והיתר בהלוואות בעלים. המשקיעים התחייבו להשקיע סך של כ-23.5 מיליון אירו, מכך כ-18.7 מיליון אירו בהון והיתר בהלוואות בעלים. כתוצאה מהעסקה דולל חלקה של החברה בהון המניות של אולימפיה יורו מ-100% ל-45%, והחברה רשמה רווח הון מירידה בשיעור החזקה בסך של כ-27.6 מיליון ש"ח. החברה נותרה בעלת השליטה באולימפיה יורו, בשל הזכות למנות 4 מתוך 7 מהדירקטורים וכן אחריותה לתפעול ולניהול היומיומי של אולימפיה יורו. לאור זאת מוצגת ההשקעה באולימפיה יורו באיחוד מלא. במהלך הרבעון השלישי של 2007 בוצעה השקעה נוספת בהלוואות בעלים בסך של כ-15 מיליון אירו, לפי חלקם היחסי של בעלי המניות. בנוסף, העמידה החברה לאולימפיה יורו הלוואות בעלים בסך של כ-9.3 מיליון אירו<sup>2</sup>. יתרת השקעת החברה באולימפיה יורו ליום 30.9.2007 עומדת על כ-185 מיליון ש"ח. בנוסף, במהלך הרבעון הראשון של 2008 אמורים בעלי המניות בחברה לתת לחברה הלוואות בעלים נוספות בסך של כ-20 מיליון דולר, לפי חלקם היחסי של בעלי המניות, למעט אולימפיה אשר לא אמורה לתת הלוואות בעלים נוספת לאור הלוואות בעלים בעודף שניתנו על ידה בעבר.

ההשקעות העיקריות של אולימפיה יורו בוצעו ברבעון הרביעי של 2007 – רכישת 75% ממניות חברה אוקראינית המחזיקה בקרקע במרכז קייב ("פורטאסיב יאר"), בתמורה לכ-86 מיליון דולר. כמו כן שילמה מקדמה בסך של כ-5.5 מיליון דולר בגין רכישת קרקע נוספת בקייב ("לוסה גורה") והשקיעה בקרקעות בטימשוארה ברומניה ובווילנוב בוורשה. במקביל הוזרמו לחברה מזומנים (כ-37 מיליון דולר) כנגד הקצאת מניות בפורטאסיב יאר. ברבעון הראשון של 2008 אמורה החברה להשלים את יתרת התמורה בגין לוסה גורה, בסך של כ-30 מיליון דולר נוספים. לצורך זאת כאמור, נטלה החברה הלוואה גישור בנקאית שתועמד לאולימפיה יורו בתנאים זהים בתוספת 1%. עד כה כאמור מומנו השקעותיה של אולימפיה יורו בהלוואות בעלים בעיקר. מצב זה צפוי להימשך גם בעתיד הקרוב. **להלן מאזן אולימפיה יורו ליום 30.9.2007 ופרופורמה בהתחשב בעסקאות שבוצעו לאחר תאריך המאזן (כולל השלמת ההשקעה בלוסה גורה והלוואות לאומי):**

\$ Millions	30.09.2007	30.9.2007 Proforma
Cash and deposits	73.1	11.0
Investment Property	6.8	136.3
<b>Total assets</b>	<b>79.9</b>	<b>147.3</b>
ST Debt	-	25.0
Shareholders loans	46.7	77.7
Shareholders	33.2	44.6
<b>Total Equity and liabilities</b>	<b>79.9</b>	<b>147.3</b>

אולימפיה יורו מנוהלת על ידי מר שמעון כצנלסון שהינו בעל היכרות טובה של השוק המקומי באוקראינה. הפעילות באוקראינה מנוהלת באמצעות נציג מקומי של החברה (עו"ד ישראלי) אשר מנהל את בדיקות הנאותות וההוצאה לפועל של העסקאות באמצעות משרד עו"ד. בכוונת החברה להקים באוקראינה מטה פעילות מלא שבראשו יעמדו

<sup>1</sup> המשקיעים כוללים קבוצת משקיעים בלגית (25%), קבוצת משקיעים הונגרית (12%) סר רונלד כהן, לורד גייקובס רוטשילד ואחרים (סה"כ 18%).

<sup>2</sup> הלוואות הבעלים שהוכנסו במסגרת הסכם ההשקעה הראשוני צוברות ריבית שאינה משולמת, בשיעור ליבור + 2.25%. חלקן עומדות לפרעון בשנת 2013. הלוואות הבעלים נדחות בפני כל יתר התחייבויות אולימפיה יורו. הלוואות הבעלים שהעמידה החברה ללא השותפים הן הלוואות מועדפות, ללא לוח סילוקין, אשר קודמות לחלוקת דיבידנדים וליתר הלוואות הבעלים.

מר שמעון כצנלסון ובתמיכת מר לאון גורביץ' אשר מנהל את פעילות נאנט בפולין מאז שנת 2001. יו"ר דירקטוריון אולימפיה יורו הינו מר אוסקר כצנלסון.

לחודש דצמבר 2007, מחזיקה אולימפיה יורו בארבע קרקעות המיועדות לפיתוח פרויקטים למגורים, משרדים ומסחר, כמפורט להלן (סכומים כספיים במטבעות שונים, בהתאם לכל נכס):

הנכס ושיעור האחזקה	הנכס	סטטוס קרקע	מועד רכישה	עלות רכישת הנכס	הפרויקט	צפי היתר בנייה	היקף השקעה חזוי (ל-100% הפרויקט)	יתרת השקעה בספרים 30.9.2007, מיליוני ש"ח
ווילנוב, וורשה 100%	קרקע 30 אלף מ"ר	תב"ע משרדים ומסחר	נובמבר 2006	11 מיליון דולר	36 אלף מ"ר משרדים ומסחר	רבעון 3 2008	57 מיליון דולר	23.2
טימשוארה, רומניה 100%	קרקע 3.1 דונם	תב"ע חקלאית	אוקטובר 2007	1.6 מיליון אירו	12 אלף מ"ר שטחי מסחר ומשרדים	רבעון 3 2008	17.0 מיליון אירו	9.1
פורטאסיב יאר, קייב 56.3%	קרקע 164 דונם	תוכנית אב לשימושים שונים	נובמבר 2007	345 מיליון ש"ח	מגורים, משרדים ומסחר	רבעון 2 2009	3.1 מיליארד ש"ח	השקעה בוצעה לאחר תאריך המאזן
ליסה גורה, קייב 90.0%	קרקע 118 דונם	תוכנית אב מגורים	נובמבר 2007	37 מיליון דולר	פיתוח 2,000 יח"ד	רבעון 1 2009	387 מיליון דולר	השקעה בוצעה לאחר תאריך המאזן

\* שיעור האחזקה מתייחס לחלקה של אולימפיה יורו באמצעות חברות בנות בבעלות מלאה.

#### להלן תאור תמציתי של סטטוס הנכסים והפרויקטים המתוכננים בהם:

**ווילנוב, וורשה** – בחודש נובמבר 2006 התקשרה החברה בעסקה לרכישת קרקע בשטח של כ-30 אלף מ"ר ברובע ווילנוב בוורשה, בתמורה לסך של כ-11 מיליון דולר. החברה מתכננת להקים על הקרקע פרויקט משרדים ומסחר בשטח בנוי של כ-36 אלף מ"ר בחמישה שלבים. לקרקע תב"ע למשרדים ולמסחר, ונדרשת תוכנית בנייה ופרצלציה על מנת להגיש בקשה להיתר בנייה. החברה מעריכה כי ההיתר יתקבל ברבעון השלישי של שנת 2008.

**טימשוארה, רומניה** – בחודש אוקטובר 2007 התקשרה אולימפיה יורו בהסכם לרכישת קרקע בשטח של כ-3.1 דונם בעיר טימשוארה ברומניה, בעלות של כ-1.6 מיליון אירו. אולימפיה יורו מתכננת להקים על הקרקע מבנה משרדים ומסחר בשטח של כ-12 אלף מ"ר. לקרקע תב"ע חקלאית, והחברה מעריכה כי ההיתר הבנייה יתקבל ברבעון השלישי של שנת 2008. החברה מעריכה את היקף ההשקעה בפרויקט בסך של כ-17 מיליון אירו, ואת ההכנסות הצפויות ממכירת השטחים בכ-26 מיליון אירו.

**פורטאסיב יאר, קייב** – זהו פרויקט הדגל של החברה באוקראינה, הצפוי ללוות אותה ב-8 השנים הקרובות לפחות: בחודש דצמבר 2007 השלימה אולימפיה יורו עסקה במסגרתה רכשה 75% ממניות חברה קפריסאית המחזיקה בבעלות מלאה בחברה אוקראינית, המחזיקה במקרקעין בשטח של כ-164 דונם במרכז קייב, במרחק 2.5 ק"מ מרחובה הראשי של העיר, בתמורה לכ-345 מיליון ש"ח (כ-86 מיליון דולר ולפי שווי קרקע של כ-115 מיליון דולר). יתרת המניות בחברה הקפריסאית מוחזקות על ידי השותפים המקומיים בעלי הקרקע. לקרקע תוכנית אב בייעוד Multi purpose. יש להכין תוכנית מפורטת ובקשה להיתר בנייה. אולימפיה יורו מתכננת להקים על הקרקע פרויקט למגורים שיכלול כ-2,000 יח"ד בעשרה שלבים ושטחי משרדים בהיקף של כ-152 אלף מ"ר. במקביל, מתכננת החברה למכור חלק מהקרקע המיועדת להקמת שטחי מסחר ובית מלון. החברה מעריכה כי הגשת התוכנית המפורטת וקבלת ההיתר הבנייה יארכו כשנה עד שנה וחצי, והפרויקט יחל במהלך 2009 וצפוי להימשך עד לשנת 2015 לפחות. להלן ריכוז התוכנית העסקית (100%) לחודש ספטמבר 2007:

שטח במ"ר	מחיר צפוי, דולר למ"ר *	סך הכנסות, מיליוני דולר	עלות הקרקע, מיליוני דולר	עלות הבנייה, מיליוני דולר	רווח לפני מימון, מיליוני דולר
209,000	4,500	1,091	60	364	667
152,000	5,000	633	44	265	324
		1,724	104	629	991 (57%)

\* החברה מעריכה כי מחיר הקרקע שלקחה במודל נמוך יחסית למחירים של פרויקט אחר הנבנה כיום בסמוך לפרויקט - שהינם בטווח של 7,000-8,000 דולר למ"ר.

החברה החלה במהלכים להכנסת משקיעים לעסקה, ובחודש דצמבר 2007 מכרה אולימפיה יורו 25.27% מאחזקותיה בפרויקט לשני משקיעים שונים, תמורת סך של כ-11.3 מיליון דולר השקעה בהון וכ-25.3 מיליון דולר הלוואות בעלים. בעקבות זאת ירד חלקה של אולימפיה יורו בפרויקט מ-75% ל-56%. חלקה בשרשור של אולימפיה החזקות בנכס ירד מ-33.75% ל-25.2%. הכנסת המשקיעים בוצעה בפרמיה של עשרות אחוזים על המחיר בו נכנסה אולימפיה יורו לעסקה. פרמיה זו משקפת את הערכת היכולות היזמיות והניהוליות של מנהלי אולימפיה ואולימפיה יורו. החברה מעריכה שכתוצאה מהכנסת המשקיעים תרשום רווח הון נטו בסך של כ-15 מיליון ש"ח.

**לוסה גורה, קייב** – בחודש דצמבר 2007 חתמה אולימפיה יורו, באמצעות חברה מוחזקת בשיעור של 90%, על הסכם לרכישת מניות בחברה אוקראינית המחזיקה בקרקע בשטח של כ-118 דונם במרכז קייב ביעוד לבנייה למגורים, בתמורה לסך של כ-36 מיליון דולר. עד כה נרכשו 14% מהמניות תמורת כ-5.5 מיליון דולר והשלמת העסקה כפופה בין השאר להארכת הסכם החכירה של הקרקע על ידי המוכרים, מתקופה של 5 שנים לתקופה של 10 שנים וכן לקבלת אישור הממונה על ההגבלים העסקיים באוקראינה. בכוונת החברה לבנות על הקרקע כ-2,000 יח"ד בחמישה שלבים. היקף ההכנסות הצפוי בפרויקט הינו כ-691 מיליון דולר ועלויות הפרויקט (כולל מימון) מוערכות בכ-388 מיליון דולר. בכוונת החברה להכניס שותפים נוספים לפרויקט. בשלב ראשון מתוכננת כניסה של נאנט בשיעור של 15% וחברה מקומית בשיעור של 6% נוספים - כל זאת לפי מחיר העסקה בו נכנסה אולימפיה יורו. עם השלמת ההשבחה של הקרקע והגשת בקשה להיתר בנייה, בכוונת החברה להכניס משקיעים נוספים בפרמיה.

שטח במ"ר	מחיר צפוי, דולר למ"ר	סך הכנסות, מיליוני דולר	עלות הקרקע, מיליוני דולר	עלות הבנייה, מיליוני דולר	רווח לפני מימון, מיליוני דולר
130,000	3,030	691	36	306	349 (50%)

### נאנט<sup>3</sup>

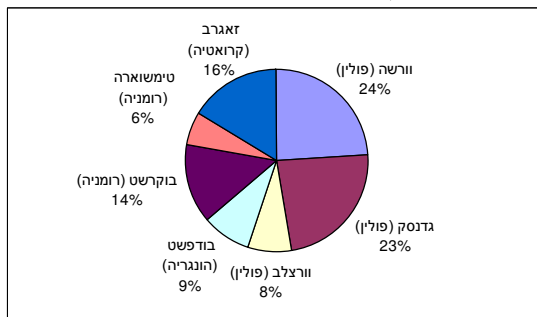
נאנט הינה האחזקה העיקרית של אולימפיה כיום, לאחר שבשנים האחרונות היוותה את ליבת הפעילות וההשקעות של הקבוצה. מצב זה צפוי להימשך גם בעתיד הקרוב. נאנט הינה חברה רשומה בהולנד שהתאגדה בשנת 2000, ועוסקת באיתור, ייזום, ופיתוח של מקרקעין למגורים במזרח אירופה. מאז הקמתה ועד לתום שנת 2006 פעלה נאנט בוורשה ובבודפשט. במהלך שנת 2007 החלה לפעול גם ברומניה ובקרוואטיה וכן הרחיבה את פעילותה בפולין לערים נוספות. נכון ליום 30.9.2007 מחזיקה נאנט, ביחד עם שותפים, ב-20 פרויקטים בשלבי תכנון וביצוע שונים להקמה של כ-12,857 יח"ד (לא כולל פרויקטים ושלבים שהסתיימו בשנה החולפת, הכוללים כ-1,113 יח"ד שנמכרו במלואן). שמונה מהפרויקטים הם בפולין (חמישה בוורשה, שניים בגדנסק ואחד בוורצלב), חמישה בבודפשט, חמישה ברומניה (שלושה בבוקרשט ושניים בטימשווארה) ושני פרויקטים בזאגרב שבקרוואטיה. מתוך סך היחידות הנ"ל, כ-1,487 יח"ד מצויות בשלבי ביצוע ושיווק, מהן נמכרו כ-74% עד ליום 22.11.2007. כ-11,370 היחידות הנוותרות מצויות בשלבי תכנון שונים, לרבות שלבים מקדמיים בהם אין עדיין תב"ע מאושרת.

<sup>3</sup> אג"ח (סדרה ב) שהנפיקה נאנט בחודש יוני 2007 מדורגות A2 על ידי מידרוג. לסקירה רחבה של פעילות החברה ומצבה הפיננסי ראה דוח אנליטי מחודש מאי 2007. הסקירה להלן מתייחסת להתפתחויות העיקריות בפעילות נאנט בשנת 2007.

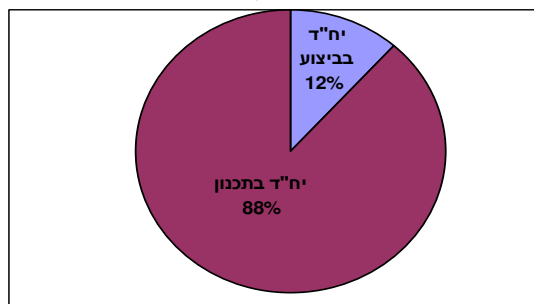


**נאנט : נתונים על יח"ד בביצוע ובתכנון ליום 30.9.2007**

**יח"ד בתכנון לפי ערים (כ- 11,149 יח"ד סה"כ)**



**יח"ד בביצוע מול יח"ד בתכנון (כ- 12,857 יח"ד סה"כ)**



בנוסף לאמור לעיל, מחזיקה נאנט בשתי קרקעות המיועדות להשקעה: האחת בהונגריה (Gondola – זכויות בנייה ל-1,882 יח"ד) והשנייה בפולין (Palacowa - זכויות בנייה ל-2,266 יח"ד).

**ראה בנספח 1 פירוט סטטוס הפרויקטים של נאנט לחודש נובמבר 2007.**

בין ההתפתחויות העיקריות שרשמה נאנט במהלך שנת 2007: **הרחבת הפיזור הגאוגרפי של הנכסים** - כאמור בשנת 2007 הרחיבה נאנט את פעילותה לערים נוספות בפולין וכן לרומניה ולקרוואטיה. במהלך שנת 2007 השקיעה נאנט כ-26 מיליון אירו ברכישת קרקעות ברומניה. נכון ליום 30.9.2007 כ-21% מהדירות בתכנון מצויות ברומניה וכ-60% מהדירות המתוכננות בפולין הינן מחוץ לוורשה בערים מרכזיות כגון גדנסק וברצלב. **האטה במכירות בוורשה** – לנאנט כ-3,564 יח"ד בוורשה בשלבי תכנון וביצוע, מהן כ-830 יח"ד בשלבי שיווק פעילים, והיתר בשלבים שטרם נפתחו. מבין היחידות בביצוע ובשיווק, נמכרו נכון ליום 22.11.2007 כ-656 יח"ד - שיעור מכירה של כ-79%. זהו שיעור מכירה גבוה יחסית המשקף את העובדה שהפרויקטים הפעילים הינם מתקדמים יחסית. לצד זאת ניכרת האטה במכירות של פרויקטים אלו בחודשים ספטמבר – נובמבר 2007, עם מכירות בודדות לחודש בכל פרויקט. **שוק המגורים בפולין, ובוורשה בפרט, רשם האטה החל במחצית השנייה של שנת 2007, המתבטאת בהתמתנות העלייה במחירי הדירות, התחזקות ההיצע על פני הביקושים ועלייה ברמת הדרישות של הקונים.** מגמה זו נתמכה בעלייה בשיעור הריבית, בהאטה בקצב הצמיחה ובהאטה בגידול ההכנסה לעומת מחירי הדירות שהוסיפו לעלות. להרחבה על ההתפתחויות בשוק המגורים בפולין ובכלכלת פולין במהלך שנת 2007 ראה נספח 2.

**נאנט – מאזן ויחסי כסוי, באלפי אירו**

	12.05	12.06	9.07	
סך חוב פיננסי	32,853	59,106	124,543	
מזומנים ושווי מזומנים	18,198	30,220	88,829	
חוב פיננסי נטו	14,655	28,886	35,714	
סך נכסים במאזן	76,879	137,546	260,750	
הון עצמי	12,126	30,273	80,098	
קאפ	45,911	94,031	207,009	
קאפ נטו	27,713	63,811	118,180	
חוב / קאפ	71.6%	62.9%	60.2%	
חוב נטו / קאפ נטו	52.9%	45.3%	30.2%	
הון עצמי / סך נכסים	15.8%	22.0%	30.7%	

**גידול חד בהון העצמי וביתרות המזומנים בשל גיוסי הון ואג"ח במהלך שנת 2007** – במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 הנפיקה נאנט מניות לציבור בבורסת ה-AIM בלונדון בתמורה ברוטו של כ-16.7 מיליון אירו וכן הנפיקה מניות לקרן מקבוצת ליהמן ברדרס בסך של כ-32.1 מיליון אירו – ובסך הכל גייסה בהון כ-49 מיליון אירו. כמו כן גייסה אג"ח (סדרה ב') בסך של כ-38 מיליון אירו נוספים, אשר עומדות לפרעון בארבעה תשלומים שנתיים החל בשנת 2012 ונושאות ריבית שנתית של 5.5%.

האיתנות הפיננסית של נאנט הינה סבירה יחסית לחברות ייזום נדל"ן, וזאת בשל חיזוק ההון שבוצע במקביל לגיוס האג"ח. מרבית תמורת הגיוסים נותרה ביתרת המזומנים של החברה נכון לסוף הרבעון השלישי של שנת 2007.

גידול בהכנסות ממכירת דירות קוזז על ידי עלייה חדה בהוצאות הנהלה וכלליות. התזרים השוטף הוסיף להיות שלילי בשל השקעות במקרקעין והתקדמות פרויקטים בביצוע שאינם תואמים את עיתוי ההכרה בהכנסות – נאנט רשמה גידול בהכנסות מדירות בהשוואה לתקופה המקבילה בשל הבשלת פרויקטים שהוכרו (נאנט מדווח לפי כללי ה-IFRS ומכירה בהכנסות רק עם סיום הפרויקט). חרף העלייה ברווח הגולמי חלה שחיקה ברווחיות התפעולית בשל עלייה חדה בהוצאות הנהלה וכלליות כתוצאה מהגידול בהוצאות המטה, מהגידול בהיקף הפרויקטים ובחלק החברה בהוצאות בהם וכן בשל תשלום בונוס להנהלה (כ-625 אלפי אירו). הוצאות המימון גדלו בשל הגידול ברמת החוב, הפרשי שער והצמדה.

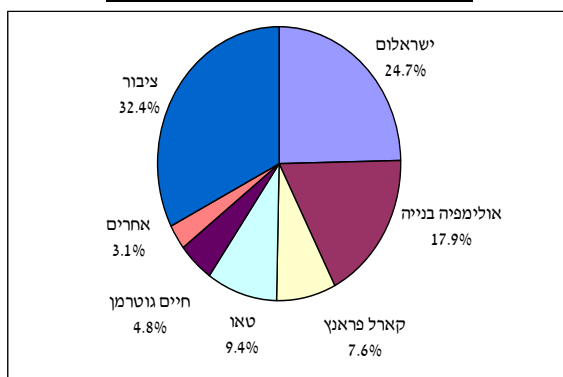
#### נאנט – תמצית רווח והפסד ותזרים שוטף, באלפי אירו

FY 2005	FY 2006	1-9/06	1-9/07	
5,122	31,869	10,795	16,553	הכנסות ממכירת דירות מגורים
1,146	6,349	2,095	3,466	רווח גולמי
1,674	3,358	2,082	3,772	הוצאות מכירה הנהלה וכלליות
(528)	2,991	13	486	רווח מפעולות רגילות
1,220	(2,233)	1,051	(2,861)	הוצאות (הכנסות) מימון נטו
146	4,216	2,142	8,406	רווחי הון ממכירת אחזקות
(1,385)	8,361	920	10,645	רווח נקי לתקופה
(1,165)	739	(772)	(1,474)	FFO
(18,930)	(20,768)	(23,184)	(57,427)	השקעה במקרקעין ועלייה ביח"ד
5,839	9,742	9,037	22,835	הון חוזר אחר
(14,256)	(10,287)	(14,919)	(36,066)	תזרים ששימש לפעילות שוטפת CFO

#### בעלות וניהול

**הקטנת חלקם של המייסדים בחברה במהלך שנת 2007 והכנסת קבוצת ברונפמן פישר כמשקיעים אסטרטגיים**  
עד לחודש אוגוסט 2007 הוחזקה השליטה באולימפיה בידי קבוצת המייסדים, הכוללת את אוסקר כצלסון, אלכס גור ויוסי בר (המחזיקים בחברה בחלקים שווים באמצעות אולימפיה בנייה השקעות ופיתוח בע"מ) וכן את חיים גוטרמן ("קבוצת המייסדים") אשר החזיקו עד אז, באמצעות חברות פרטיות, כ-43.8% מזכויות ההון באולימפיה. בחודש אוגוסט 2007 נחתמה עסקה בין קבוצת המייסדים לבין ישראלום נכסים בע"מ ("ישראלום") לפיה מכרה קבוצת המייסדים לישראלום כ-21.1% מזכויות ההון בחברה במחיר של 37.20 ש"ח למניה ובסך הכל בתמורה כוללת של כ-92.1 מיליון ש"ח לקבוצת המייסדים.

#### אולימפיה – מבנה בעלות 31.12.2007



מחיר המנייה בעסקה שיקף פרמיה של כ-29% על מחיר מניית אולימפיה החזקות ערב העסקה. עובר לעסקה מחזיקה קבוצת המייסדים כ-22.7% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה ו-ישראלום מחזיקה בכ-24.7% (לאחר שרכשה מניות מבעל עניין נוסף, מר קארל פראנץ). בין קבוצת המייסדים לבין ישראלום נכסים קיים הסכם שיתוף פעולה בקשר עם האחזקה באולימפיה. ההסכם כולל בין השאר הוראות בענין אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד מדי שנה על ידי אולימפיה<sup>4</sup>.

<sup>4</sup> עוד קובע ההסכם הסדרים בנוגע לעסקאות במניות אולימפיה, לרבות זכות סירוב ראשונה בקשר עם מכירת מניות על ידי מי מהצדדים, זכות הצטרפות של כל צד למכירות עתידיות של הצד השני וזכות הצטרפות לרכישת מניות מידי צד שלישי.

להלן פרטים עיקריים על בעלי תפקידי המפתח בקבוצת אולימפיה:

שם	תפקידים בקבוצה	רקע	שיעור החזקה בחברה (ישירות או בשרשרת)
אוסקר כצנלסון	יו"ר דירקטוריון אולימפיה החזקות; מנכ"ל נאנט; יו"ר דירקטוריון אולימפיה יורו	מייסד קבוצת אולימפיה והגורם המוביל בפיתוח העסקי בשנים האחרונות. הנדסאי בניין בעל עשרות שנות ניסיון בתחום הייזום, השיווק והביצוע של פרויקטים בנדל"ן בישראל ובמזרח אירופה. יליד אוקראינה בעל הכרות טובה של השוק במזרח אירופה ובאוקראינה.	5.9%
יוסי בר	מנכ"ל אולימפיה החזקות	חלק מקבוצת המייסדים של אולימפיה. מהנדס בניין בעל ניסיון של עשרות שנים בתכנון וביצוע של פרויקטים לנדל"ן בישראל. מנכ"ל החברה החל משנת 2006.	6.0%
חיים גוטרמן	דירקטור וסמנכ"ל ביצוע אולימפיה החזקות	חלק מקבוצת המייסדים של אולימפיה. הנדסאי בניין בעל ניסיון של עשרות שנים בתכנון וביצוע של פרויקטים לנדל"ן בישראל	4.8%
אלכס גור	דירקטור באולימפיה החזקות; מנהל פיתוח עסקי מרכז-מזרח אירופה בנאנט	חלק מקבוצת המייסדים של אולימפיה. בשנים האחרונות מנהל את הפיתוח העסקי ואת הפעילות ברומניה עבור נאנט	5.9%
שמעון כצנלסון	מנכ"ל אולימפיה יורו; דירקטור בנאנט	מונה לתפקיד עם הקמת אולימפיה יורו במהלך 2007. לשעבר יו"ר מפעל הפיס. בעל תואר שני בהנדסה ומינהל ציבורי. אחיו של אוסקר כצנלסון. יליד אוקראינה ובעל היכרות טובה של השוק באוקראינה.	-
ליאון גורביץ	מנהל פעילות פולין בנאנט. בשלב ההקמה נותן תמיכה לפעילות אולימפיה יורו באוקראינה	ניסיון רב שנים בתחום הנדל"ן במזרח אירופה.	-

ישראלים הינה חברה ציבורית בשליטת ברונפמן פישר נדל"ן בע"מ המחזיקה כ-72.7% מהון המניות וזכויות ההצבעה בחברה. ישראלים עוסקת בעיקר באחזקת נכסים מניבים בישראל, בעיקר במרכז הארץ. עיקר הרווח התפעולי של ישראלים בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007, בסך של כ-21 מיליון ש"ח, נבע מניהול נכסים מניבים בבעלותה, כמחצית מכך נבע מבית הוורד בגבעתיים (בו היא מחזיקה כ-67%), המושכר לחברת פלאפון. לישראלים מספר נכסים בהקמה, והיא עתידה להרחיב את פעילותה בתחום ייזום נכסים מניבים.

#### ישראלים נכסים בע"מ: נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ש"ח

	12.06	9.07*		2006	1-9/07	
הכנסות	388.7	764.9	סך נכסים	28.9	25.6	
רווח תפעולי	239.0	509.0	נדל"ן להשקעה	18.4	21.5	
הוצאות מימון	277.0	505.5	חוב פיננסי	12.1	25.1	
רווח נקי	207.5	391.9	מכר: אג"ח	5.0	(5.2)	
FFO	80.0	167.9	הון עצמי	10.1	6.2	
רכישת נדל"ן להשקעה	20.6%	21.9%	הון עצמי / מאזן	(36.5)	(175.6)	
דיבידנד לבעלי המניות	77.4%	74.4%	חוב / קאפ	(4.9)	-	

\* הנתונים ל-9.07 מוצגים בהתחשב בדיבידנד שהוכרז לאחר תאריך המאזן בסך של 13 מיליון ש"ח. ביום 1.1.2007 אימצה החברה את תקן 16 לפי שווי הוגן של נדל"ן להשקעה, אשר הוביל לגידול ניכר בהון העצמי.

ברונפמן פישר נדל"ן בע"מ ("ברונפמן פישר") רכשה את השליטה בישראלים נכסים בחודש פברואר 2007 על מנת להפכה לזרוע השקעות נדל"ן בישראל ובחו"ל. ברונפמן פישר הינה חברת נדל"ן בשליטת מתיו ברונפמן (כ-35%) משפחת ברונפמן (כ-30% נוספים) ויעקוב שלום פישר (כ-35%). היא מחזיקה במספר פרויקטים יזמיים בניו יורק וכן בפרויקט מעוין שורק בשטח של כ-100 דונם בראשון לציון, במסגרתו אמור היה לקום סניף שני של איקאה. קבוצת ברונפמן מחזיקה בשליטה בבנק דיסקונט ולאחרונה נכנסה לשותפות בשליטה בשופרסל בע"מ לצד קבוצת אי די בי.

**מדיניות דיבידנד לחלוקה של לפחות 20% מהרווח הנקי השנתי. הסכם עם ארבעת בעלי העניין גוזר עבורם בונוס שנתי כולל של 10% מהרווח הנקי**

בשנים האחרונות לא חילקה החברה דיבידנדים בסכומים משמעותיים (כ-3 מיליון ש"ח בשנת 2006 וכ-2.2 מיליון ש"ח בינואר-ספטמבר 2007). כאמור, במסגרת הסכם שיתוף הפעולה בין בעלי המניות באולימפיה, בעקבות כניסת המשקיעים החדשים, הוסכם על קביעת מדיניות דיבידנד אחת לשנה. בין החברה לבין ארבעה בעלי עניין בה קיים הסכם העסקה לפיו זכאים בעלי העניין לבונוס שנתי בשיעור של 2.5% כל אחד מהרווח הנקי לפני מס. הסכם זה תקף עד ליום 1.1.2009.

## **אסטרטגיה**

### **ביסוס זרוע פעילות מקבילה לנאנט כמנוע צמיחה עתידי**

קבוצת אולימפיה רשמה הצלחה עסקית ופיננסית מרשימה בהקמה, בפיתוח ובהצפת הערך של חברת נאנט, החזקתה העיקרית כיום. חלק מההצלחה מיוחסת ליכולת החברה לאתר ולנצל הזדמנויות עסקיות בשווקים צומחים, אותם היא מכירה היטב. כזו הייתה וורשה לפני כחמש שנים, וכזו מועמדת להיות אוקראינה בשנים הקרובות – מנוע צמיחה להכנסות מהשבת נכסים ומפיתוח פרויקטים.

### **התמקדות בעסקאות השבחה הממנפות את יכולותיה היזמיות של החברה והיכרותה עם השווקים המקומיים**

החברה מבססת את פעילותה העסקית על השבחה של נכסים, לרבות שינוי תב"ע והפשרת שטחים חקלאיים, על בסיס היכרות טובה של השווקים, הרגולציה והרשויות הרלוונטיות. פעילות זו משפרת מאוד את רווחיות הפרויקטים, ומאפשרת לקבוצה גם לרשום רווחי הון.

### **הכנסת שותפים בפרמיה ודילול האחזקה, אך שמירה על ניהול והובלה של ייזום הפרויקטים**

לחברה אסטרטגיה להכניס שותפים עוד בשלבים המוקדמים של העסקאות, בתמורה לפרמיה על יכולותיה היזמיות והכרותה עם השווקים המקומיים. יחד עם זאת, קבוצת אולימפיה, כמדיניות עיקרית, מוסיפה להוביל את הייזום והפיתוח של הפרויקטים על כל שלביהם, גם לאחר דילול האחזקות. מדיניות זו מנחה את אולימפיה גם בחדירה לאוקראינה. מדיניות זו נועדה הן לחלץ את ההון העצמי מההשקעות מוקדם ככל שניתן, והן לצמצום סיכונים.

### **הנפקת הפעילות בפולין על ידי נאנט**

נאנט פעלה בשנה החולפת על מנת להגדיל את אחזקותיה בפרויקטים העיקריים בפולין, ולארגן מחדש את הפעילות בפולין בחברת אחזקות אחת, וזאת במטרה להוביל את הפעילות בפולין להנפקה בבורסה אירופאית. הצלחת צעד זה, ככל שיתממש, עשויה להציף ערך משמעותי לנאנט ולאולימפיה, אולם לצד זאת להרחיק את אולימפיה מהמקורות התזרימיים העיקריים של הקבוצה כיום.

### **השקעות בתחומים נוספים סינרגטיים לתחום הנדל"ן במטרה לייצר מקורות הכנסה יציבים נוספים**

במהלך 2007 ביצעה אולימפיה השקעות נוספות, בסכומים לא מהותיים: השקעה במפעל טרומי ראבי טרום בע"מ העוסק בייצור והרכבת אלמנטים טרומיים לבנייה, בדרך של הלוואה בסך של כ-3 מיליון ש"ח; התקשרות להשקעה בחברת טיב אנרגיה העוסקת בייזום הקמה ותפעול של תחנות דלק, לפיה מחויבת החברה להשקיע סך מצטבר של 10 מיליון ש"ח בטיב אנרגיה.

## שיקולים עיקריים לדירוג

ניסיון יזמי ממושך ומוצלח בתחום הנדל"ן במזרח אירופה, המבוסס על הכרות טובה של שווקי היעד, יכולת איתור נכסים איכותיים, יכולת טובה לניצול הזדמנויות שוק ופלטפורמת ניהול מעולה; הרחבת הפיזור הגאוגרפי התורמת לפיזור הסיכונים; התמקדות במדינות בעלות שיעורי צמיחה גבוהים וביקושים עולים לנדל"ן איכותי תורמת לחוזק עסקי ולרווחיות; מרכיב עלות הקרקע בפרויקטים במדינות הפעילות הינו נמוך יחסית ומצמצם במידת מה את סיכון היזמות; הוכחת נגישות טובה לשוקי ההון ולמשקיעים פיננסיים; אסטרטגיה מוכחת של צירוף משקיעים ברמת הפרויקט במטרה בין השאר לצמצם את החשיפה המימונית ולייצר רווחי יזמות; צירוף בעלי המניות החדשים מחזק את הפרופיל הפיננסי של אולימפיה; נאנט שהתחייבויותיה מדורגות A2 על ידי מידרוג מאופיינת במיצוב עסקי ופיננסי טובים; ענף ייזום הנדל"ן מאופיין בסיכונים עסקיים ופיננסיים מובנים גבוהים, הנובעים מהפער בין מועד ההשקעה בקרקעות לבין מועד המכירה, הכולל חשיפה לסיכונים ביקוש לרבות ירידת מחירים ועלייה בשערי הריבית; הרחבת הפעילות במדינות בעלת דירוג אשראי נמוך משמעותית מזה של ישראל, ובעיקר אוקראינה ורומניה. הדירוגים הנמוכים משקפים, בין השאר, סיכונים יציבות פוליטיים, סיכונים יציבות מטבעית וסיכונים משפטיים ורגולטוריים הכרוכים בהשקעה במדינות אלו; פרופיל הנכסים של אולימפיה יורו מאופיין ברמת סיכון גבוהה מזה של נאנט לאור מדינות הפעילות ובשלחות הפרויקטים – כל הפרויקטים של אולימפיה יורו מצויים בשלב תכנון מוקדמים מאוד, ואינם צפויים להניב תזרימים שוטפים בשנים הקרובות, להוציא תזרימים מממוש קרקעות או הכנסות משקיעים, שאין בהם וודאות ואינם עקביים ומתמשכים; פרויקט עיקרי אחד מרכז חלק משמעותי מההשקעות והתזרימים הצפויים בשנים הבאות. יחסי מינוף סבירים אף לאחר גיוס האג"ח בהתחשב בהלוואות בעלים מצד המיעוט המאופיינות כהון. יש לציין כי יחסי איתנות אלו הינם טרום מינוף נוסף ברמת אולימפיה יורו. בהתחשב בשווי השוק של נאנט הגבוה משוויה בספרי אולימפיה ואף בגידול בהון העצמי וזכויות המיעוט בעקבות אירועים לאחר תאריך המאזן- יחסי המינוף טובים יותר.

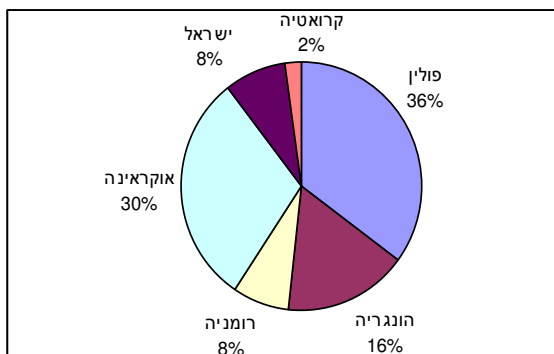
## חוזקות

ניסיון יזמי ממושך ומוצלח בתחום הנדל"ן במזרח אירופה, המבוסס על הכרות טובה של שווקי היעד, יכולת איתור נכסים איכותיים, יכולת טובה לניצול הזדמנויות שוק ופלטפורמת ניהול מעולה

לקבוצת אולימפיה ולעומדים בראשה יכולות ייזום וניהול גבוהות מאוד בתחום הנדל"ן. מנהלי הקבוצה מיטיבים להכיר את השווקים בהם הם פועלים, הכלכלה המקומית, התרבות העסקית והרגולציה. ניסיון זה נתמך בפלטפורמה ניהולית רחבה שהקבוצה מקימה בשווקי היעד ובמעורבות גבוהה של מנהלי הקבוצה ברמת הפרויקטים ובפיתוח העסקי. לחברה יכולות ביצועיות גבוהות בתחום העבודה מול קבלנים, יועצים, ובתחום השיוקי. לקבוצת אולימפיה מוניטין חזק במזרח אירופה, הנשען בעיקר על פעילותה של נאנט. עד כה הצליחה החברה למנף יכולות אלו על מנת להציף ערך משמעותי בנאנט ובאולימפיה.

## הרחבת הפיזור הגאוגרפי

קבוצת אולימפיה (כולל נאנט 100%): התפלגות מ"ר למכירה בפרויקטים בתכנון ובעתודות מקרקעין (ללא פרויקטים בביצוע)



בשנה החולפת הרחיבה קבוצת אולימפיה במידה משמעותית את הפיזור הגיאוגרפי של פעילות זרועות השונות. למרות שעיקר הפעילות המתבצעת היום נובעת משתי ערים עיקריות: וורשה ובודפשט, הרי שהתפלגות הפרויקטים בתכנון ועתודות המקרקעין של הקבוצה, בהתחשב גם בנכסי נאנט במלואם, מצביעה על פיזור גאוגרפי טוב. מדיניות החברה הינה להרחיב באופן הדרגתי את הפריסה הגיאוגרפית, על בסיס לימוד מעמיק של השוק, הצבת אנשי שטח מנוסים כבסיס להקמת פלטפורמה תפעולית רחבה יותר בעתיד, והשקעה הדרגתית בנכסים במיקומים מרכזיים.

**התמקדות במדינות בעלות שיעורי צמיחה גבוהים וביקושים עולים לנדל"ן איכותי תורמת לחוזק עסקי ולרווחיות**  
 לקבוצת אולימפיה אסטרטגיה לניצול הזדמנויות עסקיות בשווקים צומחים. בראשית העשור הנוכחי היו אלו פולין והונגריה, המוסיפות לרכז את עיקר הפעילות כיום. בשנים הקרובות צפויה אוקראינה להוות את יעד ההשקעות העיקרי, לצד רומניה. שתי מדינות אלו מאופיינות בקצב צמיחה גבוה של הכלכלה והביקושים לנדל"ן והן עשויות להוות מנועי צמיחה עבור משקיעים בעלי ניסיון והכרות של שווקים אלו, הן בהקפי הפעילות והן ברמת הרווחיות.

המדינה	אוקראינה	רומניה	קרוואטיה	פולין	הונגריה
דירוג Moody's	B1/Positive	Baa3/Stable	Baa3 /Positive	A2/Stable	A2/Stable
שיעור צמיחה GDP	7.1%	6.0%	6.0%	6.4%	2.0%
שיעור אבטלה	6.7%	5.5%	10.2%	11.2%	7.5%
אינפלציה שנתית	11.6%	6.0%	2.5%	2.7%	7.0%

#### **נגישות טובה לשוקי ההון ולמשקיעים פיננסיים**

לקבוצת אולימפיה נגישות גבוהה למקורות מימון בישראל, במזרח אירופה ובמערבה: בנקים, משקיעים מוסדיים ושוק ההון. הקבוצה צרפה לשורתיה בשנה החולפת משקיעים בינלאומיים מובילים דוגמת ליהמן ברדרס (בנאנט) וקרן רוטשילד (באולימפיה יורו). מייד עם הקמת אולימפיה יורו, הצליחה אולימפיה לגייס שורה של משקיעים לפעילות החדשה ולפרויקטים בתוכה. להערכת מידרוג, היכולת לגייס הון ולהוביל קבוצות משקיעים מבוססת על כישוריה הניהוליים הגבוהים של הקבוצה בשוקי הפעילות.

#### **צירוף בעלי המניות החדשים מחזק את הפרופיל הפיננסי של אולימפיה**

להערכת מידרוג, צירוף קבוצת ברונפמן-פישר לקבוצת השליטה באולימפיה חיזק את המיצוב העסקי של הקבוצה. קבוצת ברונפמן פישר הינה אחת הקבוצות הבולטות במשק הישראלי, עם גיוון אחזקות על פני כל ענפי המשק, הבנה טובה בתחום הנדל"ן, גמישות פיננסית ומיצוב פיננסי טוב.

### **סיכונים עסקיים**

**ענף ייזום הנדל"ן מאופיין ברמת סיכון גבוהה נוכח פערי עיתוי בין מועד ההשקעות לבין מועד קבלת תזרימי המזומנים. קבוצת אולימפיה מתמחה בהשבחת קרקעות לכדי פרויקטים – אלמנט המגדיל עוד את הסיכון העסקי בפעילותה. החברה פועלת בדרכים שונות לצמצום הסיכון העסקי**

פעילות קבוצת אולימפיה, על זרועותיה השונות, מתמקדת בענף ייזום הנדל"ן המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מסיכונים הייזום ומסיכונים הביקושים. סיכונים הייזום נובעים מתהליך ההשבחה של הקרקעות, הכולל שינוי ייעוד ותבי"ע והגדלת זכויות בנייה – תהליכים מורכבים וממושכים שקיימת אי וודאות לגבי משכם ומידת היתכנותם. סיכונים ייזום נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים ובאיכות הבנייה והגימור הנדרשת. סיכונים הביקוש נובעים מפער הזמן הממושך בין מועד ההשקעה בקרקע ופיתוח הפרויקטים לבין מועד המכירה של הדירות. בפער הזמן הזה עלולים להתרחש שינויים בתנאים המאקרו כלכליים והעסקיים שישפיעו על רמת הביקושים, על מחירי המכירה ועל עלויות המימון – ובסך הכך ישפיעו לרעה על רווחיות הפרויקטים. לקבוצה מספר עקרונות מנחים לכניסה להשקעות ששימשו אותה בעבר, וצפויים לשמש גם בעתיד, שנועדו להפחית את סיכונים היזמות: נכסים הממוקמים בעיר הבירה או בערים מרכזיות ומיועדים למעמד הבינוני-גבוה; עלות רכישת המקרקעין מתקציב הפרויקט אינה עולה על 15% ובדרך כלל נמוכה מ-10%; הכנסת שותפים לפרויקטים ודילול החשיפה של החברה; בניית הפרויקט בשלבים; הרווח התפעולי מהפרויקט אינו נמוך מ-25%.

#### **פעילות רחבה הצפויה באוקראינה בעלת הדירוג הנמוך**

הפעילות באוקראינה צפויה לרכז בשנים הקרובות חלק מהותי מפעילות אולימפיה. אוקראינה מדורגת BI/Positive על ידי Moody's). כלכלת אוקראינה הפגינה בשנים 2006 ו-2007 צמיחה חזקה מאוד. הצריכה הפרטית - מוזנת על ידי הגידול בשכר הריאלי, הניעה קדימה את ביצועי הכלכלה, לצד זינוק בהשקעה בנכסים קבועים. היקף ההשקעות הזרות – שצפוי להסתכם בכ-6.2 מיליארד דולר בשנת 2007, משקף את האמון הגדל של המשקיעים הזרים בכלכלה האוקראינית. הזרמת ההשקעות והצמיחה שיפרו את נתוני החוב, הגירעון הממשלתי ורמת הנזילות, כל אלו, לצד

התחזית כי הצמיחה החזקה תימשך בשנים הקרובות, תורמים לאופק החיובי של הדירוג. בין האתגרים העיקריים של הכלכלה, מונה Moody's את הריכוזיות הגבוהה של הייצוא, המבוסס במידה רבה על ענפי המתכות והכימיה (למעלה ממחצית הייצוא), את העלייה בגרעון השוטף, את חוסר היציבות הפוליטי (הבחירות הבאות במדינה צפויות בשנת 2009), ואת האיטיות הרבה בה מתבצעים השינויים המבניים במדינה. במודיס סבורים כי אוקראינה חשופה לשני סוגים של זעזועים חיצוניים: מחזור שלילי בענף המתכות העולמי ועלייה במחירי הגז הטבעי שרוכשת אוקראינה מרוסיה.

#### **מרכיב גבוה של קרקעות לפיתוח בכל זרועות הפעילות – נאנט, יורו וישראל**

חלק ניכר מהפרויקטים של הקבוצה – במסגרת הפעילות בישראל, במסגרת פעילות נאנט ובמסגרת פעילות אולימפיה יורו, מבוסס על פרויקטים עתידיים המצויים עדיין בשלב פיתוח. הדבר נובע מכך שהקבוצה סיימה שלב ראשון של פרויקטים ומכירות בשני מרכזי הפעילות העיקריים שלה עד כה: וורשה ובודפשט, והיא מצויה בתהליכי פיתוח ותכנון של קרקעות בערים ובמדינות חדשות.

**היחלשות שוקי ההון העולמיים והסנטימנט השלילי לחברות נדל"ן, מהווים איום על נגישות החברה למקורות הון**  
החולשה הנוכחית בשוקי ההון בעולם היא תוצאה של אי וודאות גבוהה לגבי רמת הצמיחה העתידית של המשקים המרכזיים בעולם, ובראשם הכלכלה האמריקאית, והחשש בפני היקלעות למיתון עולמי. מצב זה משליך גם על כלכלות צומחות ומתפתחות, כמו אלו של מזרח אירופה. ענף הנדל"ן בפרט חשוף למשבר נזילות נוכח סנטימנט שלילי בשווקים ורמת מינוף גבוהה. התפתחויות אלו, ובפרט אי הוודאות הכרוכה בהן, מהווים איום על יזמי נדל"ן בכל העולם, לרבות על אולימפיה.

### **סיכונים פיננסיים**

#### **תזרימי המזומנים העתידיים המיועדים לשרות החוב נסמכים במידה רבה על הפעילות באוקראינה וכן מדיבידנדים מנאנט**

הפרויקטים בישראל ובאולימפיה יורו מצויים בשלבי פיתוח ראשוניים. החזר החוב מושתת בעיקר על התזרימים העתידיים מפרויקטים אלו וכן על דיבידנדים מנאנט. מדיניות הדיבידנד של נאנט כוללת תשלומי דיבידנד בהיקף של לפחות 30% מהרווח הנקי.

#### **חשיפה מטבעית בין מקורות התזרים העיקריים של החברה לבין ההתחייבויות הפיננסיות צמודות המדד**

בכוונת החברה לגייס אג"ח צמוד מדד למימון פעילות דולרית (בעיקר באוקראינה), תוך שהחברה נסמכת על תזרימי מזומנים הנובעים מפעילות נאנט, והינם מוטי מטבע פעילות מקומי וכן נסמכת החברה על תזרימי המזומנים הנובעים מפעילות אולימפיה יורו אשר הינם מוטי דולר. לחברה אין מדיניות מובנית לגידור הפסדים תזרימיים הנובעים מסיכונים מטבע אלו. לחברה חשיפה מטבעית רחבה זאת, בין היתר, בעיקר לאור ההשקעות המהותיות באוקראינה שבוצעו רק לאחרונה, לאור זאת, הנהלת החברה מגבשת מדיניות ניהול סיכונים החשיפה המטבעית בשיתוף יועצים מקצועיים בתחום זה.

### **אופק הדירוג**

#### **גורמים שעשויים להוביל להעלאת הדירוג:**

- הגדלה משמעותית של ההון העצמי, תוך שמירה על מדיניות נזילות פרמננטית וזאת לפחות עד להבשלת פרויקטים בתכנון
- הבשלה מהירה מהמתוכנן של פרויקטים מרכזיים בתיק הנכסים של אולימפיה יורו, לרבות קבלת אישורים להתחלת בנייה, מכירה מוקדמת של נכסים
- הרחבת פורטפוליו הנכסים של אולימפיה יורו
- העלאת הדירוג של מדינות הפעילות של אולימפיה בעלות דירוג נמוך דוגמת אוקראינה ורומניה

### גורמים שעשויים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה משיעור הגבוה מכ-60% ביחס החוב הפיננסי ללא הלוואות בעלים ל- CAP כולל הלוואות בעלים במאזן המאוחד של אולימפיה. לצורך חישוב יחס זה יבחנו הלוואות הבעלים מעת לעת ע"י מידרוג. כל עוד ולהלוואות הבעלים יש מאפיינים של הון יתרתם תילקח בעת חישוב ה- CAP. במידה והחברה תוכיח מדיניות פרמננטית של שמירה על יתרות נזילות, מידרוג עשויה להתחשב ביתרות אלו בחישוב יחס המינוף
- ירידה בדירוג ההתחייבויות של נאנט
- ירידה משמעותית בשיעור האחזקה בנאנט
- אירועים שיש בהם להרע באופן משמעותי את הסביבה העסקית בה פועלת הקבוצה, דוגמת האטה כלכלית במדינות הפעילות במזרח אירופה, משבר כלכלי או פוליטי באוקראינה
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית של החברה
- מידרוג תיבחן את התנהלות החברה בהקשר למדיניות ניהולי הסיכון בהתייחס לדירוג שניתן לחברה.



**כללי**

החברה מדווחת על פי תקני החשבונאות הישראלים. ביום 1.1.2007 אימצה החברה את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה לפי מודל העלות, ולכך לא הייתה השפעה מהותית על דוחותיה הכספיים. החל ביום 1.1.2008 תאמץ החברה את תקני החשבונאות הבינלאומיים IFRS. הניתוח הפיננסי מתבסס על הדוחות המאוחדים של אולימפיה, הכוללים את הפעילות בישראל, את אולימפיה יורו באיחוד מלא. החל ברבעון השלישי של 2005 נאנט מדווחת בספרי אולימפיה על בסיס אקוויטי. על מנת ליצור עקיבות בנתונים מהשנים 7-2006 לשנים הקודמות, עקב הפסקת איחוד נאנט, נלקחו הנתונים לשנים 2004 ו-2005 על בסיס סולו (כשההבדל העיקרי נובע מנאנט). יש לציין כי לפעילות אולימפיה יורו עדיין אין השפעה על התוצאות התפעוליות של אולימפיה בתשעת החודשים הראשונים של 2007.

**רווח ותזרימי מזומנים**

**אולימפיה (מאוחד): דוח רווח והפסד  
באלפי ש"ח**

FY 2004	FY 2005	FY 2006	1-9/06	1-9/07	דוחות רווח והפסד
סולו	סולו	מאוחד	מאוחד	מאוחד	
5,006	7,655	6,375	5,598	2,474	הכנסות מניהול פרויקטים
-	-	-	-	4,550	הכנסות ממפעל טרומי
444	1,031	1,507	918	2,297	דמי שכירות
4,620	5,020	-	-	-	ביצוע עבודות קבלניות
<b>10,070</b>	<b>13,706</b>	<b>7,882</b>	<b>6,516</b>	<b>9,321</b>	<b>סך הכנסות שוטפות</b>
4,349	4,272	5,763	4,603	1,660	הוצאות ניהול פרויקטים
-	-	-	-	3,291	עלות המכירות מפעל טרומי
275	504	677	498	820	אחזקת נדל"ן להשקעה
4,424	4,718	108	204	0	ביצוע עבודות קבלניות
<b>1,022</b>	<b>4,212</b>	<b>1,334</b>	<b>1,211</b>	<b>3,550</b>	<b>סך תרומה שוטפת</b>
3,298	5,060	5,073	4,299	6,969	הנהלה וכלליות לפני <u>בנוס לבעלי שליטה</u>
<b>(2,276)</b>	<b>(848)</b>	<b>(3,739)</b>	<b>(3,088)</b>	<b>(3,419)</b>	<b>רווח (הפסד) תפעולי שוטף</b>
		15	41	4,189	רווחים ממכירת נדל"ן להשקעה
4,108	(1,905)	11,528	1,064	12,564	חלק החברה ברווחי כלולות נטו
-	-	14,071	14,071	79,536	רווח מירידה בשיעור אחזקה במוחזקות
(503)	23,287	190	229	-	הכנסות אחרות נטו
0	(1,954)	(1,285)	(964)	(7,283)	בנוס לבעלי השליטה
(661)	(1,721)	(9,094)	(5,228)	(19,602)	מימון נטו
<b>668</b>	<b>16,859</b>	<b>11,686</b>	<b>6,125</b>	<b>65,985</b>	<b>רווח לפני מיסים על ההכנסה</b>
-	-	632	0	1,656	מיסים על ההכנסה
-	-	(121)	18	1,226	חלק המיעוט בהפסדי (ברווחי) מאוחדות
<b>668</b>	<b>16,859</b>	<b>10,933</b>	<b>6,143</b>	<b>65,555</b>	<b>רווח נקי לתקופה</b>

**תזרימי המזומנים הושפעו לרעה מהיקף הפעילות המצומצם בישראל בשנים האחרונות בהשוואה להוצאות המטה ובונוסים שמומנו באולימפיה**

הכנסות מפעילות בישראל נובעות ממספר מקורות, ומציגות תנודתיות לאורך השנים בשל שינויים במבנה הפעילות ובהיקפה. ההכנסות מניהול פרויקטים היו יציבות יחסית, בשנים שעד 2007 ואז ירדו כי החברה מתמקדת בתחום הייזום, שעדיין לא מגיב לה הכנסות וכן כתוצאה מהפסקת מתן שירותי ניהול מנאנט כחלק מהנפקת נאנט בבורסה בלונדון ומנגד התפטרותם של מר אוסקר כצנלסון מתפקידו כמנכ"ל החברה (ומינוי כמנכ"ל נאנט) והתפטרותו של מר אלכס גור מתפקידו כסמנכ"ל פיתוח עסקי של החברה (ומינוי בנושא משרה בנאנט). רכישת המפעל הטרומי ואיחוד יחסי שלו בדוחות הגדילה את ההכנסות השנה. דמי השכירות מנכסים מניבים עלו אף הם השנה בשל עלייה בשטחים המניבים ובשל התחלת רישום הכנסות ממקבץ הדיור באשדוד ברביע הרביעי של 2006.

התרומה הישירה מפעילות ניהול הפרויקטים הינה בשיעור גבוה יחסית מההכנסות, וכך גם התרומה מנכסים מניבים, ואולם, בסך הכל רושמת הפעילות בישראל רווחיות תפעולית שלילית, דבר נובע מכך שהיקף הפעילות, שצומצם בשנים האחרונות, אינו תואם את היקף הוצאות המטה. בתוך כך, גדלו הוצאות הנהלה וכלליות במהלך שנת 2007, עוד לפני בונוס למנהלים, כתוצאה מגיוס כ"א נוסף למחלקות הנדסה וכספים, גידול בעלויות שירותים מקצועיים והגדלת שטחי המשרדים המשמשים את פעילות החברה. יש לציין כי להקמת אולימפיה יורו אין השפעה ניכרת על ההוצאות המדווחות בתקופה האמורה. לצד ההוצאות השוטפת גדלו הבונוסים לבעלי העניין בחברה לאור הגידול ברווח הנקי. הוצאות המימון של החברה זינקו במהלך שנת 2007 בשל הפרשי הצמדה ושערוך אג"ח והלוואות לז"א. עיקר הרווח הנקי של החברה בשנים האחרונות נבע מחלקה ברווחי נאנט ומרווחי הון בשל מימושים בנאנט.

#### **אולימפיה (מאוחד): תמצית דוח מקורות ושימושים**

<b>FY 2004</b>	<b>FY 2005</b>	<b>FY 2006</b>	<b>באלפי ש"ח</b> <b>1-9/07</b>	
2,840	-	-	-	תזרים חיובי מפעילות שוטפת
-	-	793	5,145	תמורה נטו ממכירת נדלן להשקעה
3,971	-	-	28,133	תמורה ממכירת מניות חברה כלולה
12	3,392	-	0	הלוואות למוחזקות ואחרים
-	49,807	199,880	144,590	הנפקת אגרות חוב נטו
8,869	0	1,441	8,986	קבלה נטו של הלוואות ז"א ואשראי מבנקים
-	1,122	-	59,952	קבלה נטו של הלוואות ז"א מאחרים
-	-	500	7,061	תמורה ממימוש כתבי אופציה למניות
-	-	-	104,715	הנפקת מניות למיעוט בחברה מאוחדת
-	-	-	1,432	דיבידנד מכלולות
<b>15,692</b>	<b>54,321</b>	<b>202,614</b>	<b>360,014</b>	<b>סך מקורות</b>
-	(1,972)	(11,334)	(10,583)	FFO
-	(3,163)	(41,052)	(1,539)	עלייה בהון חוזר
(3,248)	(2,203)	(25,122)	(21,937)	רכישת רכוש קבוע ונדלן להשקעה
-	(96)	(74,525)	(21,192)	רכישת מניות של חברות כלולות
-	-	(17,278)	(3,455)	הלוואות למוחזקות ואחרים
-	(27,476)	-	-	החזר נטו של הלוואות לבנקים
-	-	(1,856)	-	החזר נטו של הלוואות לאחרים
-	-	(3,000)	(2,200)	דיבידנד ששולם
-	-	-	(12,442)	אחר נטו
(12,444)	(19,411)	(28,447)	(286,666)	עלייה במזומנים
<b>(15,692)</b>	<b>(54,321)</b>	<b>(202,614)</b>	<b>(360,014)</b>	<b>סך שימושים</b>

התרומה השלילית מהפעילות השוטפת בישראל, לצד תשלום הבונוסים והוצאות המימון הובילו לתזרים תפעולי FFO שלילי בשלוש השנים האחרונות. במהלך שנת 2006 רשמה החברה השקעות משמעותיות במלאי בניינים בהקמה ועבודות בביצוע בשל השקעות בקרקעות בישראל, אשר הובילו להגדלת ההון החוזר, ולהעמקת התזרים השלילי מפעילות שוטפת.

מקור המימון העיקרי של החברה בשנים האחרונות היו אג"ח שגייסה בישראל. לכך יש לצרף תמורה ממכירת מניות נאנט בשנת 2007 (כ-28 מיליון ש"ח) ותמורה ממימוש כתבי אופציה. מקורות אלו שימשו בעיקר להשקעה בקרקעות ונדל"ן להשקעה בישראל, להגדלת האחזקות בנאנט (כ-74 מיליון ש"ח וכ-21 מיליון ש"ח בשנים 2006 ו-2007) ולכיסוי הגרעון השוטף. תזרימי המזומנים לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 מבטאים גם את תחילת איחוד אולימפיה יורו, בגינה נרשמו תזרימים מהלוואות בעלים שהוזרמו אליה על ידי המשקיעים החיצוניים (כ-60 מיליון ש"ח) ומהקצאת מניות למשקיעים אלו (כ-104 מיליון ש"ח). עיקר תמורה זו זרם לקופת המזומנים של אולימפיה יורו. כאמור לאחר תאריך המאזן הוצאו מרבית המזומנים להשקעות חדשות.

## מאזן איתנות פיננסית

**דמת מינוף נמוכה יחסית, פועל יוצא בין השאר של היעדר חוב לפעילות של אולימפיה יורו. יתרות מזומנים גבוהות צפויות לשמש להשקעות חדשות לאחר תאריך המאזן. ההון העצמי התחזק בשנה החולפת כתוצאה מרווחי ההון**

נכסי החברה כוללים בעיקר את ההשקעות בחברות המוחזקות העיקריות: אולימפיה יורו ונאנט, וכן רכוש שוטף המיוחס לפעילות בישראל (בעיקר בניינים בהקמה). הגידול בנכסים במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2007 נבע בעיקר מההשקעה בנאנט ומגידול בפעילות בישראל. נכסי החברה ממזומנים בעיקר באג"ח, אשר היווה את עיקר החוב הפיננסי ליום 30.9.2007 – בסך של כ-375 מיליון ש"ח. מרבית האג"ח עומדות לפרעון בשנים 2009-2013 – כ-66 מיליון ש"ח כל שנה. האג"ח נושא ריבית נקובה של כ-5.9%. יתרות המזומנים של החברה – בעיקר תוצאת ההנפקה בחודש מאי השנה, מיועדות להשקעות חדשות. ההון העצמי התחזק במהלך בשנים 2006-2007 בעיקר בשל רווחי הון כתוצאה מירידה באחזקה בנאנט. יחס החוב (לא כולל הלוואות בעלים מבעלי מיעוט) לקאפ במאזן המאוחד ליום 30.9.2007 עומד על כ-61.7% ויחס ההון העצמי למאזן הוא כ-22.0%. בהתחשב בשווי השוק של נאנט ליום 22.1.2008 (לפי שווי של כ-0.82 ליש"ט למניה, לעומת שווי של 0.77 ליש"ט למניה בהנפקה בחודש יולי 2006 ולעומת 1.36 ליש"ט למניה במחיר השיא מאז), יחסי המינוף משתפרים: יחס החוב לקאפ יורד לשיעור של כ-50.0% ויחס ההון למאזן (בהנחה כי מלוא עודף השווי נזקף להון העצמי) עולה לשיעור של כ-35%. נכון ליום 30.09.2007, יחס החוב הפיננסי (לא כולל הלוואות בעלים מיעוט באולימפיה יורו) לקאפ הכולל מרכיב הלוואות בעלים מיעוט באולימפיה היורו עומד על 56.1% כאשר לאחר גיוס אג"ח בסך של 200 מיליון ₪ ובהתחשב באירועים לאחר תאריך המאזן בעקבות עסקת פורטאסיב יאר הכוללים גידול בהון העצמי של כ-15 מיליון ₪ ובזכויות המיעוט בכ-25 מיליון ₪ והזרמת הלוואות בעלים של ידי המיעוט בסך של כ-100 מיליון ₪, עומד היחס על כ-57%.

### אולימפיה - מאזן מאוחד, באלפי ש"ח

<u>31.12.05</u>	<u>31.12.06</u>	<u>30.9.07</u>	
<u>IGAAP</u>	<u>IGAAP</u>	<u>IGAAP</u>	
32,978	59,374	56,496	מזומנים ושווי מזומנים
-	-	293,220	מזומנים ושווי מזומנים - אולימפיה אירו
-	3,201	-	פקדונות בתאגידים בנקאיים
5,939	8,332	15,003	חייבים ויתרות חובה
188	69,794	89,927	בניינים בהקמה בניכוי מקדמות מלקוחות
-	28,133	-	השקעה מיועדת למימוש
21,449	122,756	180,785	השקעה בנאנט ואחרים
23,972	3,719	6,006	רכוש קבוע נטו
-	54,708	65,752	נדלן להשקעה
15,515	-	-	מלאי מקרקעין
3,704	-	-	בניינים למכירה
2,244	-	-	הוצאות נדחות
<b>105,989</b>	<b>350,017</b>	<b>707,189</b>	<b>סך נכסים</b>
2,060	2,304	12,107	אשראי מבנקים
-	4,703	704	חלויות שוטפות של אג"ח להמרה
626	2,632	4,572	ספקים ויונתני שירותים
5,948	40,455	29,039	זכאים ויתרות זכות
7,492	6,903	6,298	הלוואות מבנקים ואחרים
-	-	60,742	הלוואות בעלי מיעוט לאולימפיה יורו
-	201,093	355,275	אג"ח בניכוי חלויות
52,044	29,275	1,955	אג"ח להמרה
544	490	2,652	אחרות
1,873	2,061	78,435	זכויות מיעוט
35,402	60,101	155,410	הון עצמי
<b>105,989</b>	<b>350,017</b>	<b>707,189</b>	<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>

**אולימפיה (מאוחד): חוב פיננסי ויחסי איתנות, באלפי ש"ח**

<u>31.12.05</u>	<u>31.12.06</u>	<u>30.9.07</u>	200,000	<b>פרפורמה**</b> תוספת הון עצמי והלוואות בעלים		<b>חוב פיננסי ויחסי איתנות</b>
			גיוס אג"ח <u>30.9.07</u>			
61,596	244,278	376,339	576,339		576,339	חוב פיננסי *
32,978	62,575	56,496	56,496		56,496	מזומנים ופקדונות - סולו ללא אולימפיה אירו
28,618	181,703	319,843	519,843		519,843	חוב פיננסי נטו - ללא מזומנים אולימפיה אירו
37,275	62,162	233,845	233,845	40,000	273,845	הון עצמי זכויות מיעוט
98,871	306,440	610,184	810,184	140,000	950,184	CAP
65,893	243,865	553,688	753,688		893,688	NET CAP
62.3%	79.7%	61.7%	71.1%		60.7%	חוב / CAP
		<b>56.1%</b>	<b>66.2%</b>		<b>57.0%</b>	<b>חוב / קאפ כולל הלוואות בעלי מיעוט אולימפיה</b>
43.4%	74.5%	57.8%	69.0%		58.2%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
33.4%	17.2%	22.0%	17.1%		16.3%	הון עצמי / מאזן
35.2%	17.8%	33.1%	25.8%		26.2%	הון עצמי זכויות מיעוט / סך מאזן

\* לא כולל הלוואות בעלי מיעוט לאולימפיה אשר הינן בעלי מאפיין של הון עצמי  
 \* פרפורמה על בסיס נתוני 30.09.2007 של תוספת הון בסך של 15 מיליון ש"ח, תוספת של 25 מיליון לזכויות מיעוט ותוספת של 100 מיליון הלוואות מיעוט באולימפיה בעקבות עסקת פורטאסיב יאר לאחר תאריך המאזן.

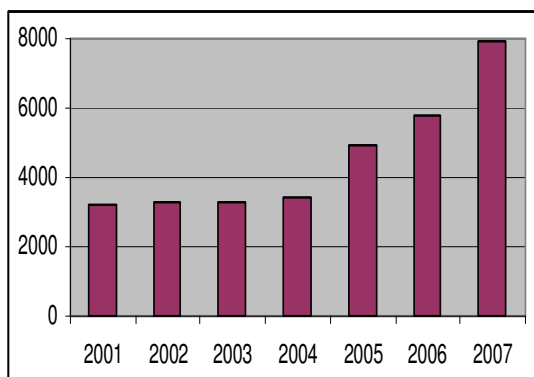
**נזילות וגמישות פיננסית -** לחברה יתרות מזומנים גבוהות נכון ליום 30.9.2007, אולם הן מיועדות להשקעות בנכסי נדל"ן. לחברה עודף בטוחות מול הבנקים בהיקף של כ-23 מיליון ש"ח. בנוסף, הנכס החופשי העיקרי הינן מניות נאנט ששווי השוק שלהן נכון ליום 22.1.2008 הינו כ-313 מיליון ש"ח. מניות אלו עומדות כיום כנגד אשראי מתחדש שנטלה החברה למימון השקעות באולימפיה יורו.

**נספח 1: סטטוס פרויקטים נאנט, נובמבר 2007**

מועד השלמה	שיעור מכירות 11/07	יח"ד שנמכרו 11/07	יח"ד בביצוע	סטטוס הפרויקט	מס שלבים	יח"ד	שיעור אחזקה	עיר	הפרויקט
	65%	226	349	בביצוע	8	916	50%	וורשה	Willanow
Q1 08	94%	285	304	בביצוע	3	304	35%	וורשה	Woldazewska
Q4 09	82%	145	177	בביצוע	5	843	43%	וורשה	Willanow II
Q4 08	-	-	-	בתכנון	4	350	100%	וורשה	Glinianki
Q4 10	-	-	-	בתכנון	6	1,151	38%	וורשה	Zoliborz
Q4 12	-	-	-	בתכנון	8	1,500	40%	גדנסק	Morena
	-	-	-	בתכנון	10	1,133	50%	גדנסק	Palacowa
	-	-	-	בתכנון	5	896	100%	וורצלב	Krazyki
	<b>79%</b>	<b>656</b>	<b>830</b>			<b>7,093</b>			<b>סה"כ פולין</b>
						<b>3,564</b>			
Q2 08	66%	100	151	בביצוע	2	151	100%	בודפשט	Thokoly
Q2 09	71%	217	307	בביצוע	3	471	50%	בודפשט	Mandarin
Q2 08	80%	80	100	בביצוע	2	210	100%	בודפשט	Magnolia
Q1 08	45%	45	99	בביצוע	1	99	100%	בודפשט	Tzur
2010	-	-	-	בתכנון		700	50%	בודפשט	Kamaraerdo
	<b>67%</b>	<b>442</b>	<b>657</b>			<b>1,631</b>			<b>סה"כ בודפשט</b>
NA	-	-	-	בתכנון	NA	119	100%	טימשוארה	Siat
NA	-	-	-	בתכנון	NA	524	100%	טימשוארה	Zigaine
NA	-	-	-	בתכנון	NA	276	50%	בוקרשט	Lacul Morii
NA	-	-	-	בתכנון	NA	411	100%	בוקרשט	Savinesti
NA	-	-	-	בתכנון	NA	930	100%	בוקרשט	Straulesti Lake
						<b>2,260</b>			<b>סה"כ רומניה</b>
				בתכנון		580		זאגרב	Borovje
				בתכנון		1,293		זאגרב	Plansite
						<b>1,873</b>			<b>סה"כ קרואטיה</b>
	<b>74%</b>	<b>1,098</b>	<b>1,487</b>			<b>12,857</b>			<b>סה"כ בביצוע ובתכנון</b>

## נספח 2: התפתחויות עיקריות בשוק המגורים בפולין - שנת 2007

### דירות מגורים בוורשה: מחיר ממוצע (PLN/m<sup>2</sup>)



על פי נתוני סוכנות הנדל"ן הבינלאומית Knight Frank, במחצית השנייה של שנת 2007 ניכרת האטה בביקושים לדירות מגורים בפולין, וזאת כתוצאה משערי ריבית גבוהים יותר, האטה בצמיחה והמשך עליית המחירים. להאטה הביקושים תרמו גם הערכות של גורמים ציבוריים בדבר תיקון מחירים בעתיד הקרוב. לפי נתוני הסוכנות המחיר הממוצע של דירת מגורים בוורשה (ללא סגמנט היוקרה) עלה ברבעון הרביעי של 2007 בשיעור של 10%, זאת בהשוואה לעליות של עשרות אחוזים בתקופות קודמות.

מקור: Jones Lang LaSalle, Warsaw City Report, Sep. 2007

בין המגמות העיקריות בשנת 2007 בצד הביקושים, ניתן למנות: גידול בביקוש לדירות מגורים קטנות יחסית (1-2 חדרים עד 60 מ"ר), כתוצאה מהתייקרות המחירים למ"ר בהשוואה לעלייה בהכנסה. מגמה זו צפויה להימשך בעתיד הקרוב; עלייה ברמת הדרישות של הקונים נוכח התבגרות השוק, המובילה להצעת תוספות מקדמי מכירות מצד היזמים (דוגמת חנייה בחינם, תוספת מחסן, וויתור על מע"מ וכיובי); מגמה נוספת בולטת, בעיקר בוורשה, הינה שיטת התשלום כמקדם מכירות. במסגרת זו מספר הולך וגדל של יזמים מציעים שיטת תשלום של 10/90 (10% פקדון בחוזה הראשוני ו-90% עם התקדמות הבנייה) לעומת 20/80 או 30/70 בערים אחרות בפולין.

### שוק המגורים בפולין רבעון 4 2007: נתונים על ערים מרכזיות

(מקור: Knight Frank, Residential market review 2008, Poland)

פוזנן	גדנסק	וורצלב	קרקוב	וורשה	
22%	-	59%	70%	38%	שיעור גידול בהיצע יחיד
7,250	6,600	6,600	7,200	8,200	מחיר ממוצע למ"ר (בזלוטי) *
54%	14%	10%	(1)%	10%	שינוי במחיר למ"ר **

\* לא כולל דירות יוקרה \*\* רבעון 4 2007 מול הרבעון המקביל

להלן נתונים כלליים על פרופיל הדירות שמציעה נאנט בערים בהן היא פועלת בפולין:

פרויקט	עיר	מס' יח"ד	גודל דירה ממוצע, מ"ר	אירו / מ"ר	זלוטי / מ"ר	מחיר ליח"ד ERO	מחיר ליח"ד PLN
Willanow I	וורשה	1,245	88	2,229	8,137	712,429	195,181
Woldazewska	וורשה	304	61	1,576	5,753	348,200	95,395
Zoliborz	וורשה	1,151	85	2,980	10,876	926,003	253,692
Glinianki	וורשה	350	71	2,000	7,300	521,443	142,857
Willanow II	וורשה	843	75	2,206	8,053	601,855	164,887
Morena	גדנסק	1,850	65	1,900	6,935	449,850	123,243
Palacowa	גדנסק	3,399	65	1,695	6,189	400,555	109,738
Krazyki	וורצלב	896	59	1,925	7,025	415,525	113,839
<b>מוצע</b>			<b>72</b>	<b>2,061</b>	<b>7,523</b>	<b>529,443</b>	<b>145,049</b>

### פולין: נתונים מאקרו כלכליים עיקריים

2008 F	2007	2006	2005	
38	38.1	38.1	38.2	אוכלוסיה, מ'
5.0%	6.4%	6.2%	5.4%	שיעור צמיחה GDP
10.5%	11.2%	14.9%	17.6%	שיעור אבטלה
2.7%	2.3%	1.4%	2.1%	שיעור אינפלציה שנתית
2.7	2.43	2.91	3.31	שע"ח PLN / USD
3.8	3.58	3.83	3.88	שע"ח PLN / EUR
5.5%	5.0%	4.0%	4.5%	ריבית הבנק המרכזי

מקור: National Banl of Poland (NBP)

### נספח 3: מבנה עסקאות שיתוף

<p>המנהל ההנדסי של הפרויקט, באמצעות עובדיו ויועצים חיצוניים, מעמיד למשקיעים את כל שירותי המנהלה, התכנון והניהול ההנדסיים, תיאום ופיקוח וכן תיאום הקשר מול נציגות המשקיעים. שכר הטרחה של החברה כמנהל הנדסי של הפרויקט נקבע מראש כשיעור שבין 8% ל-14% מהיקף העלות החזויה של הפרויקט (לרבות עלות הקרקע). תשלום השכר נעשה בתשלומים חודשיים במהלך תקופת הקמת הפרויקט.</p> <p>בנוסף לכך, מציעה החברה שירותי ניהול לפרויקטים שלא במסגרת עסקאות שיתוף, הן למגזר הפרטי והן למגזר הציבורי. סוג השירותים ומבנה הפעילות דומים למדי לאלו של עסקאות השיתוף. שכר הטרחה מושתת אף הוא על שיעור מהיקף עלויות הפרויקט. בפרויקטים עבור המגזר הציבורי שיעור שכר הטרחה הינו נמוך יחסית – 4%.</p>	<p>החברה מעניקה שירותי ניהול ופיקוח לעסקאות שיתוף בישראל על פי שיטת השיתוף, אשר העיקרון המונח בבסיסה הינו ייזום נדל"ני ללא פערי תיווך, תוך שיתוף המשקיעים בייזום הפרויקט. על פי שיטה זו, החברה מאתרת פרויקט פוטנציאלי, מאתרת משקיעים לפרויקט ו/או צרכנים סופיים, ומארגנת אותם לקבוצה, תוך שהיא משמשת כמנהל הנדסי של הפרויקט. המשקיעים מתקשרים בניהם בהסכם שיתוף, רוכשים במשותף את הקרקע, ובאמצעות החברה, מתקשרים עם נותני השירותים ובונים את הפרויקט. לכל משקיע בעלות בפרויקט בחלק יחסי המוגדר מראש. האסיפה הכללית של המשקיעים ממנה נציגות למשקיעים אשר הינה הגוף המנהל והמבצע של הסכם השיתוף. נציגות זו מוסמכת לקבל החלטות בשם המשקיעים, לרבות התקשרויות בהסכמים. נציגות המשקיעים מתקשרת בשם המשקיעים גם בהסכם המימון הבנקאי.</p>
--	--

**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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



דו"ח מספר : CRO010308000M

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

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://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 לסיכונים 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