



Nanette Real Estate Group N.V.

A2	דירוג סדרה
----	------------

הדירוג ניתן לאגרות חוב בסך של עד 350 מיליון ש"ח שתנפיק. Nanette Real Estate Group N.V. אגרות החוב יהיו צמודות למדד המחירים לצרכן ויפרעו בארבעה תשלומים שנתיים החל משנת 2012. המח"מ המשוער של סדרת האג"ח הינו 5.0-5.5 שנים.

פרופיל החברה

Nanette Real Estate Group N.V. ("נאנט" או "החברה") הינה חברה רשומה בהולנד שהתאגדה בשנת 2000, ועוסקת באיתור, ייזום, ופיתוח של מקרקעין למגורים במזרח אירופה. החברה פועלת כיום בשתי מדינות - פולין והונגריה, ולאחרונה נכנסה להשקעות גם ברומניה. לחודש מרץ 2007, מחזיקה נאנט בפרויקטים ובקרקעות לבנייה של כ-12,453 דירות בפולין (70%) ובהונגריה (30%), במסגרת 16 פרויקטים אשר, לפי הערכת החברה, בנייתם צפויה להסתיים במהלך שש השנים הקרובות. מתוך כך, כ-1,100 דירות בחמישה פרויקטים הסתיימו, מתוכן נמכרו כ-1,000 דירות. כ-1,350 דירות נוספות מצויות בשלבי בנייה שונים וצפויות להסתיים בשלבים עד לשנת 2009. היתר הינן קרקעות המתוכננות לכ-10,000 יח"ד עד לשנת 2014. מרבית הפרויקטים של הקבוצה ממוקמים בערי הבירה של מדינות הפעילות - וורשה ובודפשט. כאמור, לאחרונה ביצעה החברה השקעות בארבע קרקעות ברומניה. השקעות החברה מתבצעות באמצעות חברות ייעודיות לכל פרויקט, אשר ברובן לחברה שותפים ואחזקותיה בהן הינן לרוב בשיעור של 50% ומעלה. נאנט היא השותפה הדומיננטית בייזום, פיתוח וניהול הפרויקטים על כל מרכיביהם. לצורך זה היא מחזיקה במטות תפעוליים בוורשה ובבודפשט, הכוללים מנהלי פעילות, הנהלת חשבונות, מחלקות הנדסה שיווק וייעוץ משפטי, ובסך הכל 33 עובדים בפולין ו-27 בהונגריה. למימון הפרויקטים מתקשרות חברות הפרויקט בהסכם ליווי בנייה, ברוב המקרים בבטחון הפרויקט בלבד (Non-recourse). הסכמי הליווי מבוססים על שיטת "פרויקט סגור", במסגרתם נבדקת הרווחיות הצפויה של הפרויקט ונקבעים מראש רמות המחירים, קצב המכירות וקצב התקדמות הבנייה להם מחויבת חברת הפרויקט. הבטחות המועמדים לבנק המממן כוללים בדרך כלל שעבודים על מקרקעי הפרויקט, את תזרים המזומנים בפרויקט וכן דרישת הון עצמי מינימלי. שיעור ההון העצמי שמעמידים השותפים נע בין 20%-5%. רכישת הקרקעות ממומנת בהון עצמי של השותפים או בהלוואות. בניית הפרויקטים מתבצעת בדרך כלל באמצעות התקשרות עם קבלן ראשי בהסכם כולל. מדיניות השיווק של הפרויקטים מבוססת על התחלת השיווק עוד בשלב התכנון, והתחלת המכירות עם קבלת ההיתרים. כל פרויקט נחלק למספר שלבים של בנייה ושיווק.

בעלת העניין המובילה בנאנט הינה אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ¹ ("אולימפיה החזקות" 29.31%) הנשלטת על ידי אולימפיה בנייה השקעות ופיתוח (1994) בע"מ ("אולימפיה בנייה") - חברה פרטית בשליטת מר אוסקר כצנלסון, מר אלכס גור ומר יוסי בר. מר כצנלסון המכהן כמנכ"ל, הינו המייסד המוביל של החברה, ואחראי במידה ניכרת להתפתחותה העסקית, תוך זיהוי שוקי יעד המאפיינים בצמיחה מהירה לצד יציבות כלכלית יחסית, וביסוס מהיר של מערך פעילות מקומי, לרבות הכנסת שותפים פיננסיים מובילים. פעיל נוסף מבין בעלי המניות הינו מר אלכס גור שהוביל את הפעילות בהונגריה ואמון בימים אלו על פיתוח עסקי למדינות נוספות.

מחברים:

סיגל יששכר

ראש צוות

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 17.5.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

רק לאחר שיומאצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

¹ חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב.

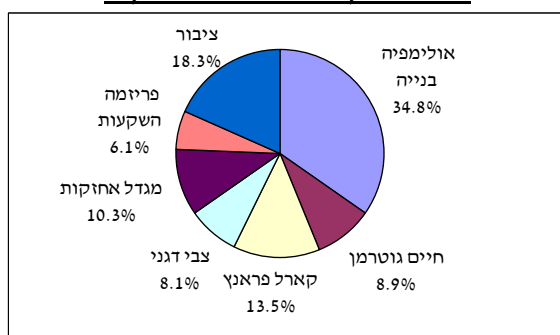
בעלי עניין נוספים הינם משולם לוינשטיין הנדסה וקבלנות בע"מ ("משולם לוינשטיין" - 20.0%), LBREP II Europe Holdings S.A.R.L ("קרן ליהמן ברדרס" - 15.0%), קרן השקעות מקבוצת ליהמן ברדרס ו- Leo Artec Ltd (10.08%), חברה בבעלות מר קארל פרנץ תושב הונגריה. יו"ר החברה הינו מר שאול לוטן, המשמש מנכ"ל ודירקטור במשולם לוינשטיין. בחודש יוני 2006 הנפיקה החברה לראשונה מניות בבורסה המשנית בלונדון (AIM), בתמורה לסך של כ-14.5 מיליון אירו. בחודש אוגוסט 2006 הקצתה החברה למשקיעים מוסדיים אג"ח (סדרה א') בהיקף של כ-54.7 מיליון ש"ח. הנפקה זו היוותה הרחבה של סדרה שהונפקה לראשונה בחודש יולי 2005 והאג"ח נרשמו למסחר בבורסה לני"ע בת"א בחודש אוגוסט 2006. בחודש ינואר 2007 הנפיקה החברה ב-AIM הון מניות נוסף בתמורה לסך של כ-16.6 מיליון אירו. בחודש מרץ 2007 חתמה החברה על הסכם השקעה עם קרן ליהמן ברדרס, לפיו הוקצו לקרן ליהמן מניות, המהוות 15% מהון המניות של החברה, בתמורה לסך של כ-33.3 מיליון אירו. קרן ליהמן ברדרס גם משקיעה ישירות בפרויקטים של החברה, וכיום היא שותפה במרבית הפרויקטים בפולין. להערכת מידורג, כניסת קרן ליהמן ברדרס מחזקת את המיצוב העסקי של החברה ואת נגישותה לשוק ההון. החברה החלה לאחרונה בתהליך בדיקה ראשוני של הנפקת הפעילות בפולין בבורסה של וורשה. במסגרת זו החלה לבצע ארגון מחדש של מבנה הפעילות בפולין תחת חברת אחזקות אחת. בשלב מקדמי זה אין כל וודאות בנוגע לתוצאות תהליך הבדיקה.

נאנט: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד)*
באלפי אירו

2004	2005	2006	
-	5,122	31,869	הכנסות ממכירת דירות
208	(1,385)	8,361	רווח נקי
23,077	43,777	70,317	סך חוב פיננסי לסוף תקופה
28,345	42,656	67,396	מלאי קרקעות ובניינים בהקמה לסוף תקופה
42,354	76,879	137,546	סך נכסים לסוף תקופה
4,149	12,126	30,273	הון עצמי לסוף תקופה
83.0%	77.0%	66.8%	חוב / CAP
9.8%	15.8%	22.0%	הון עצמי / סך נכסים

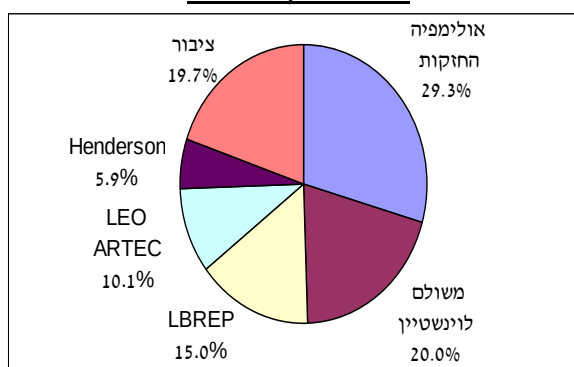
* החברה מדווחת על פי תקני החשבונאות הבינלאומיים IFRS.

מבנה אחזקות באולימפיה החזקות



אולימפיה בניה מוחזקת על ידי חברת ספיר עדי 66.6% ועל ידי מר יוסי בר (33%). ספיר עדי הינה חברה בשליטתם של מר אלכס גור (50.5%) ו מר אוסקר כצלסון (49.5%).

מבנה אחזקות בנאנט



להלן נתונים עיקריים על הפרויקטים העיקריים בפולין, וורשה, המצויים בשלבי תכנון או בנייה (הנתונים אינם כוללים פרויקטים בשלבי סיום):

שם הפרויקט	שיעור אחזקה	סך יח"ד	מס' שלבים מתוכנן	שיעור מכירות ליום *22.3.07	סטטוס בניה/ אישורים	סיום משוער	רווח צפוי (מ' אירו)	שיעור רווח למכירות
Wlodazevcka	63.0%	300	3	88%	בבנייה של שלב א' ב' ו-ג'	2008	6.3	22%
Willanow I	44.7%	892	8	66%	בבנייה של שלב ג' ו-ט'	2010	66.8	34%
WilanowII	42.5%	888	5	54%	בבנייה של שלב א'	2009	57.1	40%
Sazadolki	50.0%	2,900	8	-	בקשת היתר לבנייה	2012	68.7	27%
Zoliborz	50.0%	1,181	7	-	יש היתר לבנייה לשלב 1	2010	145.7	49%
Glinianki	46.0%	349	5	-	טרם אושרה תב"ע למגורים	2010	18.5	37%
Gdansk	40.0%	1,863	8	-	טרם אושרה תב"ע למגורים	2012	69.2	36%

* שיעור המכירות מחושב ביחס למספר הדירות בשלבים הפעילים של הפרויקט

להלן נתונים עיקריים על הפרויקטים בהונגריה, בודפשט, המצויים בשלבי תכנון או בנייה:

שם פרויקט	שיעור אחזקה	סך יח"ד	מס' שלבים מתוכנן	שיעור מכירות ליום *22.3.07	סטטוס בניה/ אישורים	סיום משוער	רווח צפוי (מ' אירו)	שיעור רווח למכירות
Thokoloy	89.4%	314	3	63%	בבנייה של שלב ב'	2008	2.4	23%
Mandarin	50.01%	471	3	51%	בבנייה של שני שלבים	2009	9.3	30%
Magnolia	57.5%	210	2	43%	בבנייה של שלב א'	2008	2.0	20%
Tuzerh	57.5%	99	1	25%	בבנייה	2008	1.9	25%

* שיעור המכירות מחושב ביחס למספר הדירות בשלבים הפעילים של הפרויקט

להלן תיאור כללי של הפרויקטים הגדולים הצפויים להתמשך בשנים הקרובות:

Willanow I, וורשה - הפרויקט ממוקם ברובע וילאנוב בוורשה, אחד האזורים היוקרתיים, כ-12 ק"מ מהמרכז, מול ארמון המלך JAN SOBESKI. הפרויקט כולל שכונת מגורים המונה כ-1,221 דירות בנות 92 מ"ר נטו, שייבנו ב-19 קבוצות בניינים בני 5 קומות וכן מרתף לכ-1,800 מקומות חנייה. מחיר מ"ר ממוצע בפרויקט הינו כ-2,000 אירו. הפרויקט מתוכנן להיבנות ב-10 שלבים עד לשנת 2010, שניים מהם מצויים בבנייה. נכון לסוף שנת 2006 הושלמה בנייתן של 329 דירות שנמכרו ברובן. מתוך השלבים הנבנים כיום, נמכרו נכון ליום 22 למרץ 2007, 159 דירות נוספות.

Willanow II, וורשה - פרויקט נוסף ברובע וילאנוב שבו מתוכננת שכונת מגורים על שטח כולל של כ-51.8 דונם, ובה 888 דירות בבניינים בני 4-5 קומות בחמישה שלבים עד לשנת 2009. בנוסף כולל הפרויקט מרתף וכ-1,300 מקומות חנייה. שטחה הממוצע של דירה הינו כ-80 מ"ר והמחיר הממוצע הינו 1,800 אירו למ"ר.

Sazadolki, גזנסק - הפרויקט מצוי קרוב למרכז העיר גזנסק וקרוב גם לשדה התעופה. בפרויקט מתוכננת שכונת מגורים ובה כ-2,900 דירות וכ-3,200 מקומות חנייה, שייבנו בשמונה שלבים עד לשנת 2012. שטח דירה ממוצע הינו כ-60 מ"ר נטו והמחיר הממוצע הינו כ-1,300 אירו למ"ר. לפרויקט תב"ע למגורים והוגשה בקשה להיתר בנייה.

Zoliborz, וורשה - הפרויקט ממוקם בשכונת Zoliborz במרכז וורשה, כ-3 ק"מ משדרות ירושלים, צמוד לרובע היהודי הישן. זוהי אחת השכונות הטובות בעיר והיא קרובה לאחד הקניונים הגדולים באירופה. הפרויקט מתוכנן להכיל כ-1,181 יח"ד בבנייני מגורים בני כחמש עד שבע קומות שייבנו בשבעה שלבים עד שנת 2010. בנוסף מתוכננים 1,400 מקומות חנייה. תב"ע למגורים התקבלה בחודש אוגוסט 2006 והוגשה בקשה לבניית שלב ראשון.

Gdansk, גזנסק - הפרויקט ממוקם ברובע Morena בעיר גזנסק, בסמוך לפרויקט מגורים יוקרתי. בפרויקט מתוכננת שכונה על שטח של כ-138 דונם שתכלול כ-1,863 דירות שייבנו בשמונה שלבים וכן 2,000 מקומות חנייה. המחיר הממוצע למ"ר הצפוי הינו 1,700 אירו. זכויות הבנייה בקרקע הן לתעשייה ולמסחר. הוגשה בקשה לשינוי תב"ע למגורים. התב"ע צפויה להתקבל עד לסוף השנה.

Mandarin, בודפשט - הפרויקט ממוקם ברובע 11 בבודפשט בקרבת התחבורה הציבורית שמובילה למרכז אזור פשט ובקרבת הכביש המהיר. הפרויקט הינו קומפלקס מגורים שנבנה על קרקע בהיקף של 7,732 מ"ר. בקומפלקס יבנו 471 יחידות דיור בשישה בניינים רבי קומות, כמו כן יכלול הפרויקט שטח מסחרי של כ-563 מ"ר וחניון תת קרקעי. הפרויקט מצוי בבנייה של שניים מתוך שלושת השלבים ונמכרו בו 157 דירות ליום 22.3.2007. בנוסף לפרויקטים המפורטים לעיל, מחזיקה החברה בשתי קרקעות בבודפשט: קרקע בשטח של כ-75 דונם על גדות ענף של נהר הדנובה ברובע 9 בבודפשט (**פרויקט Gondola Haz**). זכויות המקרקעין נרכשו בשנת 2006 תמורת סך של כ-12.6 מיליון אירו (חלק החברה – 50%). הפרויקט המתוכנן כולל שכונת מגורים בשילוב מרכזי מסחר ומסעדות. לקרקע אין תב"ע למגורים, והחברה החלה בהליכים לשינוי התב"ע. על הקרקע מצוי מפעל ברזל השוכר את הקרקע. החברה שוקלת להשאיר את הקרקע כהשקעה לזמן ארוך. קרקע נוספת ממוקמת ברובע 11 בבודפשט (**פרויקט Kamaraerdo**) וכוללת 27 דונמים שנרכשו בשנת 2006 תמורת כ-900 אלף אירו (חלק החברה – 50%). לקרקע יש תב"ע למגורים אך עדיין לא בוצע תכנון לפרויקט. בכוונת החברה לבצע פרצלציה לקרקע ולמכור אותה כחלקות. שותפה לחברה בפרויקט הינה העירייה המקומית של רובע 11 בבודפשט.

ניהול ואסטרטגיה

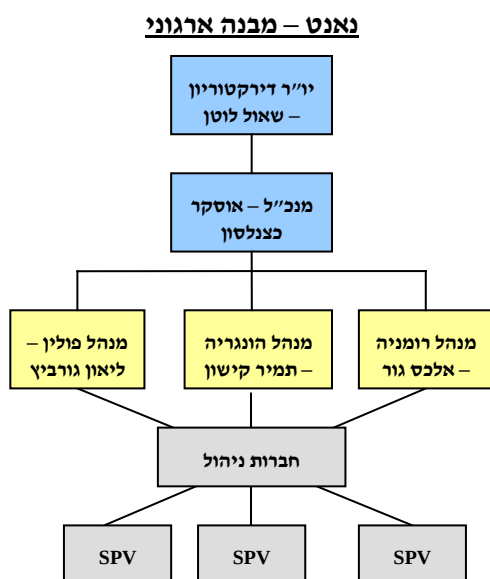
פולין צפויה להוות את ליבת הפעילות של נאנט גם בשנים הקרובות, אולם בכוונת החברה לצאת לשווקים נוספים במזרח אירופה – ברומניה החלה החברה ברכישת קרקעות והיא צפויה להיכנס גם לקרואטיה בתקופה הקרובה. בכוונת החברה להוסיף ולהתמקד בתחום ייזום פרויקטים למגורים במדינות הפעילות הנוכחיות, ובעיקר בפולין. כמות התחלות הבנייה נמוכה יחסית לביקוש בשל מחסור בתכנון בנייה בערים ולכן תחום הבנייה למגורים מתפתח בקצב מואץ בפולין ביחד עם אינדיקטורים להתחזקות כלל כלכלת פולין. לדברי החברה, ייזום נדל"ן למגורים בפולין צפוי להמשיך ולהוות את ליבת הפעילות של החברה בשנים הקרובות. לצד זאת, בכוונתה להרחיב את הפעילות לשתיים עד שלוש מדינות יעד נוספות. בשנה החולפת ביצעה החברה בדיקה של השוק הרומני, במקביל להקמה של מטה פעילות בבוקרשט. בחודשים מרץ-אפריל 2007 חתמה החברה על הסכמים מקדמיים לרכישת ארבע קרקעות ברומניה – שתיים בעיר הבירה בוקרשט ושתיים בעיר טימאשורה.

אסטרטגיית השקעות המדגישה התמקדות בשווקי הפעילות הקיימים, רווחיות גבוהה ובנייה בשלבים לדברי הנהלת החברה, אסטרטגיית רכישת הקרקעות של החברה מבוססת על העקרונות הבאים: התמקדות במדינות בהן יש לחברה יתרונות יחסיים, ובעיקר היכרות טובה של השוק המקומי; רכישת קרקעות במיקומים מרכזיים, עם עדיפות לערי בירה או ערים מרכזיות אחרות החוות צמיחה; עלות הקרקע ביחס לתקציב ההשקעות הצפוי של הפרויקט אינה עולה על 15%; איתור קרקעות לפרויקטים גדולים יחסית ותכנון הפיתוח בשלבים, באופן שקצב ההשקעה וההשלמה של כל שלב תלוי בין השאר במצב השוק ובקצב המכירות; מימון הפרויקט באמצעות בנקים מקומיים בביטחון הפרויקט בלבד. להערכת מידרוג, הפרויקטים הקיימים ורכישות הקרקעות האחרונות שביצעה החברה עקביים עם אסטרטגיית ההשקעות שמציגה החברה.

מדיניות לחלוקת דיבידנד בשיעור של לפחות 30% מהרווח הנקי

בחדש מרץ 2007 קיבל דירקטוריון נאנט החלטה עקרונית על מדיניות לחלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות בכפוף, בין השאר, לאפשרויות הפיננסיות של נאנט. בהתאם להתחייבות התשקיפית של נאנט כלפי מחזיקי אג"ח (סדרה א), היא מחויבת לבצע הצעת רכש לאג"ח שבמחזור, בתום 60 יום מהודעה על חלוקת דיבידנד, וזאת בסך השווה לסכום הדיבידנד שחולק (ברוטו לפני מס). החברה לא חילקה דיבידנד בשנים 2005-2006. בחדש אפריל הודיעה החברה על חלוקת דיבידנד בסך כולל של כ-3.0 מיליון אירו.

הנהלה מנוסה מאוד בתחום ייזום הנדל"ן בשווקי הפעילות המרכזיים ומטות עצמאיים תורמים למיצוב העסקי של החברה ולהצלחת הפעילות. מנהלי המפתח הינם גם בעלי עניין בחברה



מנכ"ל החברה הינו מר אוסקר כצנלסון בעל ניסיון של שנים רבות בתחום הנדל"ן בישראל ובמזרח אירופה. מר כצנלסון ייסד את נאנט במסגרת תפקידו הקודמים כמנכ"ל וכיו"ר דירקטוריון אולימפיה החזקות, והיה ועודנו דמות מפתח בפיתוח עסקי של נאנט בפולין ובהונגריה. כיום הוא נושא תפקיד יו"ר באולימפיה החזקות ואינו מעורב בניהולה השוטף. גורם מפתח נוסף בהנהלת נאנט הינו מר אלכס גור, המלווה את החברה קרוב להיווסדה ומשמש היום כמנהל הפעילות המתפתחת ברומניה. קודם לכן ריכז וניהל את הפעילות בהונגריה. כאמור לעיל, מר כצנלסון ומר גור הינם בעלי עניין באולימפיה החזקות, באמצעות חברות פרטיות בבעלותם. מר ליאון גורביץ' מנהל את הפעילות בפולין משנת 2001.

למר גורביץ' ניסיון בינלאומי של עשרות שנים בתחום הבנייה למגורים. מר תמיר קישון מרכז את הפעילות בהונגריה משנת 2001 ואחראי על האדמיניסטרציה, הכספים והשיווק של הפעילות במדינה. מר קישון פועל בשוק הנדל"ן בבודפשט משנת 1995, בעיקר בתחום השיווק. מר שאול לוטן מכהן כיו"ר הדירקטוריון והינו גם מנכ"ל ודירקטור במשולם לוינשטיין. למר לוטן ניסיון רב שנים בשוק הנדל"ן בישראל ובחו"ל, מתוכם כ-35 שנות ניסיון במשולם לוינשטיין. לחברה מטות מקומיים רחבים ומבוססים בפולין בהונגריה, ולאחרונה הוחל בהקמת מטה פעילות ברומניה. אנשי המפתח בחברה שוהים מרבית זמנם במדינות הפעילות. החברה צופה כי קרן ליהמן תממש את זכותה לחבור בשותפות בפרויקטים החדשים ברומניה.

להלן נתונים כלליים על עסקאות אלו (כאמור כולן עדיין בסטטוס של הסכמים מקדמיים – הנתונים מתייחסים ל-100% הפרויקט):

עיר	שטח (בדונם)	ייעוד קיים	אומדן יח"ד צפוי	אומדן רווח (א' אירו)	% רווח
טימישוארה	18	מגורים	550	12,000	23%
טימישוארה	5	מגורים ומסחר	125	3,000	25%
בוקרשט	10	מגורים	310	8,000	21%
בוקרשט	9	מגורים	400	7,000	23%

אולימפיה החזקות מתכוונת להרחיב את פעילות ייזום הנדל"ן בחו"ל – קיים הסכם תיחום פעילות מול נאנט

אולימפיה החזקות הינה חברת השקעות בנדל"ן שעיקר פעילותה כיום הינה האחזקה בנאנט. בשנה החולפת הרחיבה אולימפיה החזקות את פעילותה בתחום הנדל"ן בישראל, וכיום היא מחזיקה, בעצמה או בשיתוף עם אחרים, כחמישה פרויקטים לייזום למגורים, המצויים בשלבי תכנון וכן מחזיקת נכס מניב. בשנת 2007 הקימה אולימפיה החזקות חברה בת שמיועדת לעסוק בייזום ופיתוח של נדל"ן למסחר ומשרדים במזרח אירופה. בחודש יוני 2006 נחתם בין בעלי המניות הסכם תיחום פעילות, הקובע כי כל עוד בעל המניות מחזיק מעל 10% בחברה, הוא מנוע מלעסוק בפעילות מתחרה לזו של נאנט, ומחויב להציע לה הזדמנויות עסקיות בתחום. החוב של אולימפיה החזקות ליום 31.12.2006 עמד 242.7 מיליון ש"ח, ובניכוי מזומנים, שווי מזומנים והשקעות שעמדו למכירה לאותו מועד (מניות נאנט שמומשו), עמדה יתרת החוב נטו על סך של כ-152.4 מיליון ש"ח. מרבית החוב מקורו באג"ח (סדרה ב') שגויסו בישראל במהלך שנת 2006, ועומדות לפרעון בחמישה תשלומים שנתיים משנת 2009. גיוס האג"ח נועד לממן השקעות במקרקעין בישראל והשקעות במניות נאנט. בהתחשב בעסקאות לאחר תאריך המאזן, יתרת החוב נטו פרופורמה הינה כ-201 מיליון ש"ח. נציין כי הנגישות של אולימפיה לשוק ההון השתפר באופן משמעותי לאחר הנפקת מניות נאנט בבורסת AIM.

שיקולים עיקריים לדירוג

ניסיון רב של מנהלי החברה ומנהלי הפעילויות בשוקי הנדל"ן במדינות הפעילות וניהול הדוק ואיכותי תורמים רבות להתפתחות החברה ולמיצובה העסקי; מיקוד הפעילות בפולין – שוק גדול מאוד, המצוי במגמת צמיחה של הכלכלה בכלל, ושל שוק המגורים בפרט, המתבטאות בביקושים גוברים לדירות חדשות תוך עליות מחירים. עם זאת, החברה מתמודדת בתחרות גבוהה בפולין מול יזמי נדל"ן בינלאומיים; מיצוב גבוה של הפרויקטים בפולין הנובע, הן ממיקומים מרכזיים ואטרקטיביים, אולם גם מבולטות של סטנדרט הבנייה והסגנון שהם מציעים. מותג החברה בפולין – ROBYG, זכה לתמיכה שיווקית בשנים האחרונות והוא בעל מוניטין בשוק; ענף הייזום למגורים מאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מחשיפה לסיכונים הקמה וסיכונים ביקוש – הנובעים מפער הזמן שבין רכישת הקרקע לבין שיווק הדירות. מספר אלמנטים בפעילות החברה מצמצמים את הסיכון האינהרנטי לפעילות, בהם רווחיות גבוהה מאוד, בנייה בשלבים בהתאם למצב השוק ושיעור גבוה יחסית של מכירות מוקדמות; נגישות גבוהה לשוקי ההון תורמת לגמישות הפיננסית. נגישות זו באה לידי ביטוי בהשקעה של קרן ליהמן ברדרס בחברה, אשר כשלעצמה צפויה לתרום לנגישות החברה לשוקי ההון; איתנות פיננסית סבירה גם לאחר הגיוס עם יחס חוב נטו ל- NET CAP של 54.5% ויחס הון עצמי לסך נכסים של 30.7%; חשיפה מטבעית הנובעת בעיקר מהלוואות בדולר או בשקל לעומת הרווח מפעילות שבחלקו צמודים למטבעות המקומיים; תזרימי המזומנים בשנים הקרובות צפויים להיות שליליים נוכח מרכיב גבוה של השקעות בפרויקטים ובקרקעות חדשות – אשר עולה על התזרים מהפרויקטים הקיימים; מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת אשראי בנקאי.

חוזקות

ניסיון מוצלח בייזום ופיתוח של פרויקטים במזרח אירופה, הנשען על יכולות ניהוליות גבוהות ועל פלטפורמה תפעולית עצמאית במדינות היעד ומיצוב גבוה של הפרויקטים

נאנט הינה בעלת ניסיון רב ומוצלח בייזום ופיתוח פרויקטים למגורים במזרח אירופה, ובעיקר בשני שוקי הפעילות העיקריים – פולין והונגריה. עד כה השלימה קבוצת אולימפיה החזקות בנייה ומכירה של למעלה מ-2,200 יח"ד בפולין ובהונגריה בארבע השנים האחרונות, מתוכן נמסרו לדיירים כ-1,450 יח"ד (נתונים אלו כוללים את פעילות נאנט בעיקר בשנים 2005-2006 ופרויקטים שבוצעו במסגרת אולימפיה החזקות בשנים קודמות). לחברה מוניטין טוב במדינות הפעילות ואמינות גבוהה – גורמים המשפרים את מעמדה התחרותי. לחברה יכולות ניהוליות גבוהות בתחום הפעילות, מאפיין שסייע לה בגיוס מימון מבנקים וממשקיעים פיננסיים מובילים.

החברה מובילה את הייזום, הפיתוח והניהול של הפרויקטים על כל מרכיביהם, תוך שהיא נשענת על פלטפורמה תפעולית רחבה שביססה בשני שווקי הפעילות. הפרויקטים והקרקעות בהן השקיעה החברה עד כה מצויים בערי הבירה או בערים מרכזיות, באזורי ביקוש. רמת האטרקטיביות של הפרויקטים נמדדת בין השאר נוכח קירבתם לשכונות יוקרה קיימות, מרכזי מסחר ותרבות, ערוצי תחבורה ראשיים, אתרים היסטוריים וכיו"ב, ומהווה פרמטר קריטי בביקוש לדירות. הפרויקטים המתוכננים הינם ברמת איכות וגומור גבוהה יחסית ופונים למעמד סוציו-אקונומי בינוני ובינוני גבוה. הפרויקטים נתמכים בשם המותג – ROBYG – מותג חזק ובעל מוניטין בפולין.

מיקוד הפעילות בפולין – מדינה צומחת הנהנית מביקושים גדלים לדירות מגורים ומעליות מחירים של הדירות
שוק הנדל"ן למגורים מודרניים בחלק ממדינות מרכז-מזרח אירופה נמצא בצמיחה משמעותית. רוב דירות המגורים הקיימות מיושנות מאוד, ומספר הדירות המודרניות הינו נמוך ביחס למספר התושבים, בהשוואה למערב אירופה. הביקוש למגורים מודרניים בפולין על ידי הצמיחה בקצב הכלכלה והעלייה ברמת ההכנסה הפנויה. פרמטר קריטי המכתיב את קצב הביקושים לדירות מגורים במדינות אלו הינו מידת הפיתוח והשכלול של שוק המשכנתאות. בפולין – מוקד הפעילות של החברה כיום ובשנים הקרובות, הביקושים לדירות חדשות נמצאים בעלייה חדה מזה זמן, בעיקר בוורשה ובקרקוב, בעוד שבשאר הערים העלייה בביקושים רק עכשיו החלה. גורמים עיקריים לגידול זה הינם: המבנה הדמוגרפי של קוני הדירות שכיום הם צעירים בשנות ה-30 לחייהם שמהווים כ-30% מאוכלוסיית הערים בפולין; גידול בהשקעות של משקיעים מחו"ל כתוצאה מהצטרפותה של פולין לאיחוד האירופי; זמינות של משכנתאות וירידה בריביות על משכנתאות. שוק הנדל"ן למגורים בפולין ראה עלייה גדולה גם במחירים, במיוחד בערים הגדולות. ניתן ליחס עלייה זו לעובדה שהביקוש גובר בצורה ניכרת על ההיצע בשוק וכן לכך שעלות הבנייה עלתה כתוצאה ממחסור בעובדים והתייקרות חומרי בנייה. כמות התחלות הבנייה נמוכה יחסית לביקוש בשל מחסור בתכנון בנייה בערים ולכן תחום הבנייה למגורים מתפתח הכי הרבה באזורים בהם יש מתחמים מוגדרים לבנייה למגורים. לסקירה כללית של שווקי הנדל"ן במדינות הפעילות העיקריות – ראה נספח בסוף הדוח.

היקף גבוה של מכירות מוקדמות תורם לתזרים ומפחית סיכונים

שיעור השיווק של יחידות הדיור בפרויקטים הפעילים הינו גבוה יחסית לשיעור ההשקעה בפרויקט – נתון המצביע על שיעור גבוה של מכירות מוקדמות ומהווה גורם מפחית סיכון. יש לציין כי התשלום עבור דירות בפולין ובהונגריה כולל מקדמות הינו מדורג, בהתאם לקצב התקדמות הפרויקט, עם מרכיב של מקדמות ותשלום סופי במועד המסירה.

רווחיות גבוהה הנובעת ממרכיב נמוך יחסית של עלות קרקע ומתהליך ההשבחה בחלק מהקרקעות

בפרויקטים העומדים בפני סיום עומדת עלות הקרקע בטווח של 12-20% מסך עלות הפרויקט הצפויה. בפולין מרכיב הקרקע נמוך יותר יחסית ועומד בטווח של 13-15%. בהונגריה מרכיב הקרקע גבוה יותר ונע בין 25%-15%. מרכיב עלות הקרקע הנמוך תורם להשגת רווחיות גבוהה מאוד בפרויקטים, בוודאי בהשוואה לרווחיות הנהוגה בפרויקטים דומים בישראל. חלק מהרווחיות הגבוהה מושגת גם באמצעות תהליכים שמבצעת החברה להשבחת הקרקע – אם בדרך של שינוי ייעוד או הוספת אחוזי בנייה. שיעור הרווח התפעולי הממוצע (לפני הוצאות מימון נטו) על הפרויקטים שהסתיימו והחברה החלה להכיר הכנסות בגינם בשנים 2005-2006 עומד על כ-25%. הפרויקטים בהונגריה מאופיינים ברווחיות נמוכה יחסית לפרויקטים בפולין, כ-20% בממוצע לעומת 25%-35% בפולין. לכך מספר סיבות: ראשית, כאמור, מרכיב הקרקע בהונגריה גבוה יותר. בנוסף, שיעור המע"מ בהונגריה עומד על 20% לעומת 7% בפולין. לבסוף, בפולין נמסרות הדירות בסטנדרט של מעטפת ריקה, ולפיכך עלויות הבנייה נמוכות יותר.

הצטרפות קרן ליהמן לבעלות צפויה לתרום למיצוב העסקי של החברה

קרן ליהמן ברדרס פועלת במבנה של קרן סגורה לתקופה של 10 שנים המסתיימת בשנת 2016. בין נאנט לבין קרן ליהמן ברדרס קיים הסכם שיתוף פעולה שנחתם בחודש חודש אוקטובר 2006, הכולל בין השאר זכות הצטרפות לכל פרויקט של החברה בפולין, בהונגריה וברומניה, וכן מנגנון חלוקת רווחים על פיו תהיה החברה זכאית לקבל רווחים מעבר לחלקה בפרויקטים, במידה והתשואה הפנימית בהם תעלה על שיעור של 20%. כיום שותפה קרן ליהמן

ברדרס עם החברה בארבעה פרויקטים בפולין ובפרויקט נוסף בהונגריה. להערכת מידרוג, הסכם ההשקעה של קרן ליהמן ברדרס ושיתוף הפעולה עמה תורמים למיצובה העסקי והפיננסי של החברה, לרבות בצד הנגישות לשווקי ההון במדינות היעד. מידרוג רואה בכך חשיבות רבה נוכח היקפי הפעילות הגדלים והגידול הצפוי בצורכי המימון.

איתנות פיננסית טובה ערב הגיוס, ונזילות גבוהה הנובעת ממקדמות המתקבלות מרוכשי דירות – פועל יוצא של שיעורי מכירה מוקדמת גבוהים. גיוס אג"ח בהיקף של עד 350 מיליון ש"ח צפוי להעלות באופן ניכר את רמת המינוף, אם כי זו תיוותר ברמה סבירה לחברות מסוגה

סך החוב הפיננסי של החברה במאוחד ליום 31.12.2006 עומד על סך של כ-70.3 מיליון אירו. בנטרול הלוואות בעלים של השותפים בחברות הפרויקטים יתרת החוב הינה בסך של כ-59.1 מיליון אירו. כשני שליש מהחוב הינן הלוואות ליווי בנייה או מימון קרקעות וכשליש נוסף הינן אג"ח ששימש להשקעות החברה בהון העצמי של חברות הפרויקטים. לחברה נזילות גבוהה – יתרת מזומנים ופקדונות בסך של כ-30.2 מיליון אירו – מרביתם פקדונות בחשבונות העומדים כנגד אשראי ליווי בנייה. יחס החוב נטו (בסך של כ-28.9 מיליון אירו) ל- $NET\ CAP$ עומד על כ-45.3% ליום 31.12.2006. בהתחשב בגיוסי ההון שביצעה החברה לאחר תאריך המאזן, בסך של כ-49 מיליון אירו וכן בחלוקת דיבידנד בסך של כ-3.0 מיליון אירו, היחס נטו יורד לכ-28.3%. בהנחת גיוס אג"ח בהיקף של עד 350 מיליון ש"ח (כ-65 מיליון אירו) היחס נטו (ללא התחשבות במזומנים מהגיוס או בתשואת הגיוס) עולה לכ-54.5%. ההון העצמי, בהתחשב בגיוסי ההון לאחר תאריך המאזן, מסתכם בכ-76.3 מיליון אירו. יחס ההון העצמי למאזן הינו כ-41.6% (פרפורמה – בהתחשב בגיוסי ההון והדיבידנד) ולאחר הגיוס ירד לכ-30.7%. להערכת מידרוג, יחסי האיתנות של החברה, בהתחשב בגיוס החוב הנוסף, הינם סבירים לחברות מסוגה.

גורמי סיכון עסקיים

חשיפה לסיכונים יזמות הכרוכים בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקטים

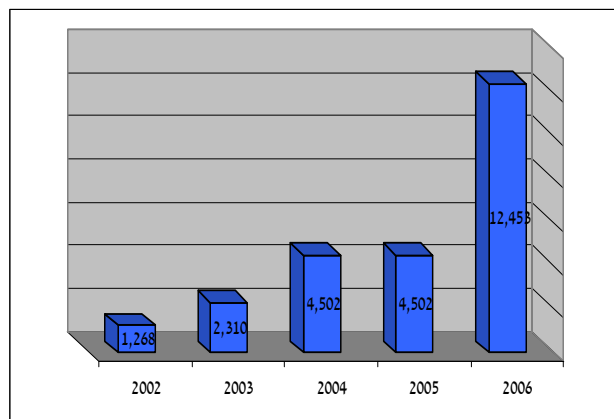
פעילות החברה מתמקדת בפעילות נדל"ן יזמית, המאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית, הכולל בין השאר את סיכונים ההקמה ואת סיכונים הביקושים. סיכונים ההקמה נובעים מתהליך ההשקעה של הקרקעות, הכולל שינוי ייעוד ותב"ע והגדלת זכויות בנייה – תהליכים מורכבים וממושכים שקיימת אי וודאות גבוהה לגבי משכם ומידת היתכנותם. סיכונים הקמה נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים ואיכות הבנייה והגימור הנדרשת. סיכונים הביקוש נובעים מפער הזמן הממושך בין מועד ההשקעה בקרקע ובפיתוח הדירות לבין מועד המכירה של הדירות. בפער הזמן הזה עלולים להתרחש שינויים ברמת הביקושים בשוק, ברמת התחרות ובמחירי המכירה שישפיעו לרעה על רווחיות הפרויקטים. אלו מאפיינים המשותפים לכל ענף יזמות הנדל"ן למגורים, והחברה בכללו. לדברי החברה, יש לה מספר עקרונות מנחים לכניסה להשקעות ששימשו אותה בעבר, וצפויים לשמש גם בעתיד, שנועדו להפחית את סיכונים היזמות: פרויקטים הממוקמים בעיר הבירה או בערים מרכזיות ומיועדים למעמד הבינוני-גבוה; עלות רכישת המקרקעין מתקציב הפרויקט אינה עולה על 15%; זכויות המקרקעין נקיות מכל זכות צד שלישי; הפרויקט צפוי להסתיים תוך שש שנים; בניית הפרויקט בשלבים; הרווח התפעולי מהפרויקט אינו נמוך מ-25%. כחלק מהניסיון להפחית סיכונים ביקוש, פונה החברה לפזר את השקעותיה בפולין, בהונגריה וברומניה על ידי יציאה מחוץ לערי הבירה (דוגמת גדנסק בפולין). להערכת מידרוג, הניסיון הממושך של החברה בענף, וההכרות הטובה עם שווקי היעד מפחיתים במידת מה את סיכונים היזמות ותומכים בישימות עקרונות ההשקעה.

התייקרות מחירי הקרקעות בטווח הארוך עלולה להוביל להורדת רמת הרווחיות הגבוהה בטווח הארוך

שיעורי הרווח הגבוהים המאפיינים את פעילות החברה משקפים במידה רבה מצב בלתי נורמלי של שווקי מגורים שהוזנחו במשך שנים ארוכות ומצויים בפיתוח אינטנסיבי. בטווח הארוך ניתן לצפות ששיעורי רווח אלו ירדו באופן ניכר, לפחות בערים המרכזיות. מגמה זו צפויה, הן בשל התמתנות הביקושים והן בשל הגידול במלאי הדירות והקיסון בהיצע של קרקעות אטרקטיביות. קיימת אי וודאות לגבי מהו אותו טווח ארוך, וכמה שנים תימשך הגאות בביקושים לדירות חדשות, בעיקר בפולין וברומניה. יש לציין עם זאת כי לחברה עתודות גדולות יחסית של קרקעות שנרכשו לאחרונה ומיועדות לפיתוח בשנים שעד 2010-2012.

עליית מדרגה בהיקף ההשקעות והפעילות המנוהלת מציבה לחברה אתגרים ניהוליים ותפעוליים

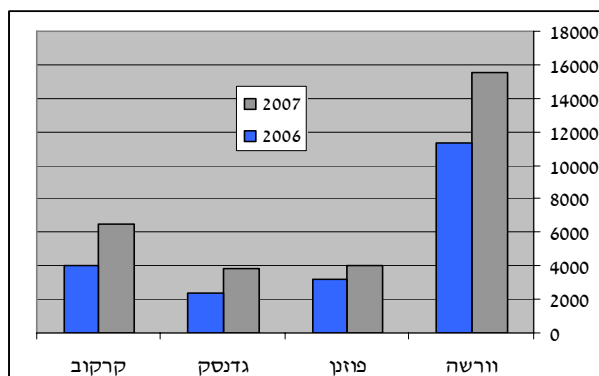
נאט - מספר יחידות דיוור בפרויקטים בבעלות



היקף ההשקעות בהן מחזיקה החברה גדל בהתמדה מאז שנת 2002 – שנתיים לאחר הקמתה, אולם בשנת 2006 ניכרת עלייה חדה מאוד בהיקפי ההשקעות, בעקבות גיוסי הון וצירוף משקיעים. להערכת מידרוג, קפיצת המדרגה בהיקף הפעילות מציבה בפני החברה אתגרים תפעוליים וניהוליים משמעותיים, הכורכים בניהול ההשקעות ובטיפול הפרטני בפרויקטים השונים. כניסת החברה לפעילות במדינות חדשות בתקופה הקרובה צפויה להוסיף לאתגרים הללו. להערכת מידרוג, לחברה יכולות ניהוליות גבוהות להתמודדות עם הרחבת הפעילות.

תחרות גבוהה מצד יזמי בנייה למגורים בשוקי הפעילות העיקריים

היצע יח"ד בערים נבחרות בפולין – 2006-2007



החברה חשופה לתחרות מצד מספר רב של מפתחי נדל"ן למגורים, חברות נדל"ן ובעלי מקרקעין. התחרות מתמקדת בתחומים של השגת עסקאות אטרקטיביות ושיווק הפרויקטים. לצד רמות הביקושים הגבוהות המאפיינות את שווקי הפעילות, והעלייה במחירי המכירה, קיים גידול בהיצע הדירות הנבנות והמתוכננות בערי הבירה ובערים המרכזיות. הביקושים להשקעות בערים אלו מעלים את מחירי העסקאות הטובות ומחריפים את התחרות.

בשווקים המפותחים יותר דוגמת וורשה, התחרות מתבטאת בעלייה בסטנדרט הבנייה ורמת סגנון החיים שמבטאת השכונה. כמו כן, מידת האמינות, האיתנות הפיננסית ויכולת השירות של היזם הופכים לפרמטרים חשובים יותר בתחרות – עם העלייה במחירי הדירות והתפתחות שוק המשכנתאות.

החברה פועלת להרחבת הפעילות למדינות המדורגות נמוך יותר משוקי הפעילות הנוכחיים וממדינת ישראל

החברה החלה לאחרונה לרכוש קרקעות ברומניה המדורגת Baa3 - נמוך מדירוג מדינת ישראל. בעתיד תיתכן גם הרחבה של הפעילות למדינות נוספות, בעלות דירוג נמוך מזה של ישראל, דוגמת אוקראינה, המדורגת B1 (יש לציין כי כיום אין לחברה תוכניות קונקרטיות להרחבת הפעילות לאוקראינה). אם כי עצם הגדלת הפיזור של הפעילות למדינות נוספות מהווה אלמנט חיובי להערכת מידרוג, הרי שהכניסה למדינות בעלות סיכון מדינה גבוה מזה של שווקי הפעילות הנוכחיים ומזה של מדינת ישראל, יגדילו את רמת הסיכון העסקי של החברה, ככל שהפעילות בהן תהיה נרחבת יותר. להערכת מידרוג, הסיכון העסקי הגבוה המאפיין את רומניה נובע מהיבטים משפטיים, סטטוטוריים ופוליטיים - שיש בהם להשליך על יציבות הכלכלה והמטבע המקומי, על זכויות הקניין ועל יכולת ההוצאה לפועל של פרויקטים.

פיתוח עתודות המקרקעין והשקעות חדשות צפויים לפגוע בתזרים בשנים הקרובות ובמקביל, להגדיל את החוב

החברה מצויה בשלבי צמיחה של הפעילות – כאשר עתודות הקרקע המיועדות לפיתוח בשנים הקרובות עולות על היקף הפרויקטים המצויים בתהליכי בנייה ומכירה. משמעות הדבר היא שקצב ההשקעות בפיתוח הפרויקטים וברכישת קרקעות חדשות עולה על תזרימי המזומנים הנובעים מהפרויקטים. זאת ועוד, מימון הגידול בהשקעות צפוי לבוא בעיקר מגיוס חוב, אם כי גם משחרור המזומנים מהפרויקטים הקיימים – בשיעור הולך וגדל, ככל שיבשילו יותר פרויקטים. מגמות צפויות אלו עתידות להביא ליחסי כיסוי שליליים של התזרים ביחס לחוב, כמו גם לתנודתיות גבוהה של התזרימים, בהתאם לקצב ההשקעות מחד, והמכירות מאידך. היעדר מרכיב פרמננטי בתזרימי המזומנים מהווה סיכון פיננסי משמעותי.

היעדר יתרות נזילות ושעבוד מלא של הנכסים לטובת החוב הבכיר מצמצמים את רמת הנזילות. החברה נסמכת בין השאר על מימון מחדש של קרקעות בתכנון על מנת להנזיל את ההשקעות

פעילות ההשקעות של החברה נסמכת על מרכיב הון עצמי נמוך יחסית, כאשר יתר ההשקעה ממומן בהלוואות ללא זכות חזרה ללווה (non recourse). הלוואות אלו מאופיינות בשיעורי ריבית גבוהים יחסית ובשעבוד ראשוני לטובת הבנק של התזרימים מהפרויקטים או של הקרקעות כנגדן נלקחה ההלוואה. בהתאם, מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים המממנים. הלוואות אלו באות בדרגת קדימות בכירה להתחייבויות החברה לבעלי חוב אחרים ולבעלי המניות.

חשיפה לשינויים חדים בשערי ריבית שעלולים לפגוע בתזרימי המזומנים וברווחיות

פעילות החברה חשופה לשינויים בשערי הריבית בכמה מישורים שונים, אך בעלי קשרי גומלין ביניהם: שינויים בשערי ריבית משפיעים על רמת הביקושים לדירות למגורים; הלוואות לליווי בנייה (Construction Loan) מבוססות על פי רוב על ריבית משתנה; שינויים בשערי ריבית משפיעים על יכולת החברה לבצע מימון חוזר אפקטיבי של הנכסים; סביבת ריבית עולה עלולה להשפיעה לרעה על יכולת החברה לממש את נכסיה בעת בה תבקש לעשות זאת. החברה אינה מגדרת את סיכוני הריבית.

חשיפה הרווחיות לתנודות חדות במטבעות הפעילות אינה מגודרת באופן מובנה

ההוצאות וההכנסות של חברות הפרויקטים הינן במטבעות מקומיים: זלוטי בפולין ופורינט בהונגריה. גם מימון הבנייה נעשה על פי רוב במטבע מקומי. מימון הקרקעות הינו בדרך כלל בהלוואות באירו. תנודות חדות בשערי החליפין של המטבעות המקומיים לעומת האירו והדולר (מטבע הפעילות של החברה סולו) עלולות להשפיע לתנודתיות ברווחיות החברה. בשנת 2006 למשל נהנתה החברה מהכנסות מימון בהיקף משמעותי מהפרשי שער נטו כתוצאה מפיחות הדולר מול האירו (לחברה אג"ח צמוד דולר) בשיעור של כ-11%, מהתחזקות הפורינט מול הדולר בשיעור של כ-10% ומהתחזקות הזלוטי מול הדולר בשיעור של כ-11%. הנהלת החברה והדירקטוריון לא קבעו מגבלות וקריטריונים שונים להיקפי החשיפה המטבעית. החברה אינה מבצעת גידור סיכוני מטבע באמצעות מכשירים נגזרים, בעיקר משיקולי עלות תועלת, והפעולה העיקרית הננקטת הינה ניסיון להתאים את תמהיל ההלוואות לחשיפה המטבעית. יש לציין כי החברה מתכננת לגייס אג"ח צמוד מדד בישראל.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- חיזוק משמעותי של ההון העצמי לרבות באמצעות הנפקת פעילויות
- הרחבת הפעילות במידה ניכרת תוך הוכחת יכולת לאורך זמן והתמודדות במצבי שוק משתנים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה
- היחלשות מתמשכת בקצבי המכירות של פרויקטים מרכזיים שיש בה להעיד על מגמות פרמנטיות בביקושים השווקים
- עלייה ביחס החוב נטו ל- $NET\ CAP$ מעבר לשיעור של 55%. יובהר כי לצורך חישוב היחס ינוכו מהחוב הפיננסי ומה- CAP המחושב יתרת הלוואות בעלים השותפים בפרויקטים המאוחדים לדוחות נאנט
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה לכדי פגוע באיתנות הפיננסית של החברה ובנזילותה

כללי

החברה מדווחת בהתאם לכללי החשבונאות הבינלאומיים (IFRS). מטבע ההצגה של הדוחות המאוחדים הינו האירו. נאנט מאחדת חברות פרויקט שהיא מחזיקה בהן מעל 50% מזכויות ההון וההצבעה – ואלו הן מרבית חברות הפרויקטים, למעט חמש חברות אותן היא מאחדת באיחוד יחסי. לאור זאת, הניתוח הפיננסי לעיל ולהלן הינו על בסיס מאוחד.

תוצאות הפעילות – דוח רווח והפסד

על פי תקני ה-IFRS החברה מכירה בהכנסות ממכירת דירות רק עם מסירת הדירות. ההכנסות המדווחות אינן כוללות מע"מ. החברה החלה להכיר הכנסות בשנת 2005 – אז נרשמו הכנסות בעיקר מהשלב הראשון של פרויקט Zold Park בהונגריה וכן מהשלב הראשון של פרויקט Wilanow I בפולין. בשנת 2006 הוכרו הכנסות בעיקר משני פרויקטים בהונגריה (Zold Park ו-Thokoly). תנודתיות ההכנסות מושפעת גם מהשינוי, משנה לשנה, בשיעור האחזקה בפרויקטים באיחוד יחסי. הרווחיות הגולמית נשחקה במעט בשנת 2006 בשל תמהיל הפרויקטים – בשנת 2006 כאמור הוכרו הכנסות בעיקר מפרויקטים בהונגריה, המאופיינים בשיעורי רווחיות נמוכים יותר. הוצאות המכירה, השיווק וההנהלה גדלו בשל הגידול בהיקף הפעילות וכן בשל עלות הקצאת אופציות לעובדים ומנהלים שנוספה בשנת 2006 בסך של כ-275 אלפי אירו. בשנת 2006 רשמה החברה לראשונה רווח חיובי מפעולות רגילות בסך של כ-3.0 מיליון אירו. הכנסות מימון משמעותיות – בעיקר בשל הפרשי שער, וכן הכנסות ממכירת אחזקות בשלושה פרויקטים תרמו לרווח הנקי בשנה החולפת. הוצאות המימון ברוטו גדלו בעיקר בשל הגידול בחוב לבנקים בליווי ובאג"ח שמימנו השקעות חדשות.

נאנט (מאוחד): תמצית רווח והפסד

באלפי אירו

2004	2005	2006	
-	5,122	31,869	הכנסות ממכירת דירות
-	1,146	6,349	רווח גולמי
-	22.4%	19.9%	רווח גולמי %
933	1,674	3,358	הוצאות שיווק, מכירה והנהלה
(933)	(528)	2,991	רווח מפעולות רגילות
37	1,853	3,602	הוצאות מימון
(1,365)	(633)	(5,835)	הכנסות מימון
7	(146)	(4,216)	הוצאות (הכנסות) אחרות
388	(1,602)	9,440	רווח לפני מסים
180	(217)	1,079	מסים על הכנסה
208	(1,385)	8,361	רווח נקי

מקורות ושימושים - תזרים מזומנים

תזרים המזומנים של החברה הושפע בשנתיים האחרונות מהשקעות רחבות שביצעה במלאי קרקעות בבניינים בהקמה ובהגדלת החזקות בפרויקטים מסוימים. השקעות אלו מומנו בעיקר מקבלת הלוואות מבנקים ושותפים בפרויקטים, מגיוס הון עצמי ואג"ח וממקדמות מרוכשי דירות ועלייה בהתחייבויות השוטפות לספקים וזכאים. בסיכום כולל נרשם בשנת 2006 גידול ביתרת המזומנים והפקדונות בבנקים – שכאמור רובם משועבדים כנגד הלוואות בנייה שנלקחו.

נאנט (מאוחד): דוח מקורות ושימושים

באלפי אירו

2004	2005	2006	
15,241	18,930	20,768	עלייה במלאי מקרקעין ובניינים בהקמה
-	-	12,474	רכישת קרקעות
1,031	2,356	10,750	השקעות בחברות מאוחדות ומוחזקות
8,354	8,630	11,501	עלייה נטו במזומנים ובפקדונות בבנקים
1,005	1,165	41	אחר נטו
25,631	31,081	55,534	סך שימושים
14,433	12,578	20,418	קבלה נטו של הלוואות מבנקים
4,239	-	12,087	הנפקת הון מניות (בניכוי הוצאות)
-	9,403	9,809	הנפקת אג"ח (בניכוי הוצאות)
6,959	5,839	9,742	מקדמות מרוכשי דירות ועלייה בזכאים
-	2,427	2,739	מימוש אחזקות בחברות מאוחדות
-	834	739	אחר נטו
25,631	31,081	55,534	סך מקורות

מצב פיננסי – מאזן

נכסי החברה כוללים בעיקר פקדונות ומלאי בניינים בהקמה של חברות הפרויקטים, המשקפים את הפעילות בפרויקטים הקיימים וכן מקרקעין – ברובו מלאי עסקי המבטא את עתודות הפעילות של החברה. יתרת הנכסים גדלה בהיקף ניכר במהלך שנת 2006, בהשוואה לסוף השנה הקודמת, בעקבות גיוסי ההון והחוב שמימנו כאמור לעיל, את ההשקעות בפרויקטים ובמקרקעין. הפקדונות משועבדים לטובת הבנקים המלווים לחברות הפרויקטים. מרבית הפקדונות ליום 31.12.2006 הינם במטבע הונגרי והם עומדים כנגד הלוואות מסובסדות בחלקן הגדול שמקבלות חברות הפרויקט בהונגריה, ולכן קיימת כדאיות ברינוק הפקדונות כנגד הלוואות, גם בפרויקטים שעומדים בפני סיום. מכיוון שההלוואות בפולין אינם מסובסדות משתמשת החברה בכספי הדיירים לתשלום עבור הוצאות הפרויקט, ויתרת הפקדונות נמוכה יותר.

נאנט (מאוחד): תמצית מאזן באלפי אירו

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	
10,921	18,198	30,220	מזומנים ופקדונות
2,317	7,576	8,088	חייבים ויתרות חובה
28,345	42,656	67,396	בניינים בהקמה בניכוי מקדמות
-	1,007	15,926	מקרקעין ונדל"ן להשקעה
771	7,442	15,916	נכסים אחרים
42,354	76,879	137,546	סך נכסים
2,124	12,169	34,464	חלויות שוטפות של הלוואות ז"א
3,278	5,243	11,081	ספקים ונותני שירות
10,467	13,292	19,637	מקדמות מלקוחות
20,953	22,017	19,377	הלוואות לז"א בניכוי חלויות
-	9,591	16,476	אג"ח בניכוי חלויות
1,044	1,600	4,338	התחייבויות אחרות לז"א
339	841	1,900	זכויות מיעוט
4,194	12,126	30,273	הון עצמי
42,354	76,879	137,546	סך התחייבויות והון עצמי

כ-22% מהנכסים ליום 31.12.2006 ממומנים בהון עצמי (15.8% ליום 31.12.2005) – יחס המשקף גידול בהון העצמי בעיקר כתוצאה מהנפקת מניות. עיקר המימון נובע מחוב פיננסי שיתרתו ליום 31.12.2006 הינה בסך של כ-70.3 מיליון אירו. בנטרול הלוואות מאוחדות שהעמידו שותפים לחברות הפרויקטים בסך של כ-11.2 מיליון אירו ליום 31.12.2006 (כ-10.9 מיליון אירו ליום 31.12.005), החוב הפיננסי האפקטיבי של נאנט במאוחד הינו כ-59.1 מיליון אירו (להלן – **חוב פיננסי מותאם**), כמחצית מכך חלויות שוטפות והיתרה לזמן ארוך. להלן נתונים נוספים על החוב הפיננסי למרכיביו:

- כ-36.0 מיליון אירו הלוואות של חברות הפרויקטים מבנקים במסגרת ליווי בנייה. כנגד מרבית חוב זה עומדים לחברות הפרויקטים פקדונות הנובעים מכספי לוויים. מרבית החוב הינו במטבע מקומי (זלוטי בפולין או פרינטי הונגרי). בפולין ההלוואות נושאות ריבית WIBOR שנתית בתוספת מרווח של 2.3%-1.5%. בהונגריה ההלוואות נושאות ריבית בשיעור 4.5% או בשיעור ה-BUBOR בתוספת מרווח של 1.8%-1.65% (ריבית הבסיס בהונגריה ליום 31.12.2006 הינה כ-8.0%, אולם הריבית על הלוואות ליווי בנייה בהונגריה מסובסדות על ידי הממשלה (לא כך המצב בפולין), כך שאפקטיבית, ריבית הליווי בהונגריה נמוכה יותר ועומדת על 5.5%-5.0%. החברה שיעבדה את מרבית נכסיה לטובת ההלוואות מהבנקים.
 - כ-11.2 מיליון אירו הלוואות בעלים שהעמידו השותפים הפיננסיים לחברות הפרויקטים ומאוחדות למאזן של נאנט. אפקטיבית זהו אינו חוב שנושאת בו נאנט ועל כן ינוטרל מחישוב החוב הפיננסי לצורך ניתוח האיתנות.
 - כ-19.2 מיליון אירו אג"ח צמוד דולר שהונפקו על ידי נאנט בישראל בשנים 2005-2006.²
 - כ-4.0 מיליון אירו הלוואות נקובות באירו שהועמדו לחברה מקרן השקעות זרה ונועדו למימון פרויקטים.
- יחס החוב הפיננסי המותאם נטו ל-NET CAP ליום 31.12.2006 עומד על כ-45.3% ויחס ההון העצמי לסך הנכסים הינו כ-22.0%. לאחר תאריך המאזן ביצעה החברה שני גיוסי הון שצפויים להגדיל את הונה העצמי בסך של כ-49 מיליון אירו וחילקה דיבידנד בסך של כ-3.0 מיליון אירו. פעולות אלו הובילו להגדלת ההון העצמי ולירידה ביחסי המינוף נטו (פרופורמה). בהנחת גיוס אג"ח בהיקף של כ-65 מיליון אירו, יתר הדברים קבועים, יעמוד יחס החוב נטו ל-NET CAP על שיעור של כ-54.4% ויחס ההון העצמי לסך הנכסים על שיעור של כ-30.7%.

12.04	12.05	12.06	פרופורמה לפני גיוס אג"ח	פרופורמה לאחר גיוס אג"ח	
15,851	32,853	59,109	59,109	124,106	חוב פיננסי מותאם ברוטו
(10,921)	(18,198)	(30,220)	(27,220)	(27,220)	בניכוי: מזומנים ופקדונות
4,930	14,655	28,886	31,886	96,886	חוב פיננסי מותאם נטו
9,653	27,713	63,811	112,811	177,811	NET CAP
51.1%	52.9%	45.3%	28.3%	54.4%	חוב פיננסי מותאם נטו / NET CAP
9.8%	15.8%	22.0%	41.6%	30.7%	הון עצמי / סך נכסים

* **פרופורמה לפני גיוס:** התאמת ההון העצמי לשתי הנפקות הון שבוצעו בחודש ינואר 2007 (בבורסה המשנית של לונדון) ובחודש מרץ 2007 (לקרן ליהמן) וחלוקת דיבידנד לאחר תאריך המאזן בסך של כ-3.0 מיליון אירו. **פרופורמה לאחר גיוס:** בהנחת גיוס אג"ח בהיקף של 65 מיליון אירו שיושקעו במקרקעין ונדל"ן להשקעה.

² אג"ח (סדרה א) הונפקו בחודש יולי 2005 ובחודש אוגוסט 2006 למשקיעים מוסדיים בישראל ונושאות ריבית שנתית צמודה לדולר ארה"ב בשיעור של 8%. האג"ח עומדות לפרעון בשבעה תשלומים חצי שנתיים שווים החל מיום 30 ביוני 2007 ועד ליום 30 ביוני 2010.

	מגמות בבנייה למגורים במדינות הפעילות העיקריות
פולין	מגמות בביקושים - הביקושים לדירות חדשות נמצאים בעליה חדה בעיקר בוורשה ובקרקוב בעוד שבשאר הערים העלייה בביקושים רק עכשיו החלה. גורמים עיקריים לגידול זה הינם: המבנה הדמוגרפי של קוני הדירות שכיום הם צעירים בשנות ה-30 לחייהם שמהווים כ-30% מאוכלוסיית הערים בפולין; גידול בהשקעות של משקיעים מחו"ל כתוצאה מהצטרפותה של פולין לאיחוד האירופי; זמינות של משכנתאות וירידה בריביות על משכנתאות. שוק הנדל"ן למגורים ראה עלייה גדולה גם במחירים, במיוחד בערים הגדולות. ניתן ליחס עליה זו לעובדה שהביקוש גובר בצורה ניכרת על ההיצע בשוק וכן לכך שעלות הבנייה עלתה כתוצאה ממחסור בעובדים והתייקרות חומרי בנייה. מגמות בהיצע - ההיצע בערים הגדולות מהווה כ-30% מההיצע, כאשר מספר התחלות הבנייה הגדול ביותר הינו בוורשה; כמות התחלות הבנייה נמוכה יחסית לביקוש בשל מחסור בתכנון בנייה בערים ולכן תחום הבנייה למגורים מתפתח הכי הרבה באזורים בהם יש מתחמים מוגדרים לבנייה למגורים; בוורשה מספר התחלות הבנייה הגדול ביותר היה ב-Molkotow, Bemowo and Wilanow; כתוצאה מכך שאישורי בנייה בפולין לוקחים הרבה זמן לאישור, נוצרה מגמה בה יזמים בונים בצפיפות רבה כדי למקסם רווחים. בוורשה לדוגמא המגמה כיום הינה לבנות בניינים גבוהים מאוד.
הונגריה	עד לשנת 1990 הממשל המרכזי היה אחראי לבניית מרבית יחידות הדירור החדשות למגורים. לקראת סוף שנות ה-90, ככל שהתחזקה הכלכלה ההונגרית, החלה מגמת גידול במספר הדירות החדשות שנבנו בהונגריה, ובפרט על ידי הסקטור הפרטי. בתחילת שנת 2000 החליטה הממשלה על מדיניות כוללת במסגרתה הונהגה תוכנית למתן סובסידיות למימון רכישת דירה ושיפור מגורים. במסגרת זו הוגבלו שיעורי הריבית על הלוואה לרכישת דירה ל-6%, לעומת שיעור ריבית של 20% שהיה נהוג קודם. שינוי זה הוביל לגידול משמעותי ביותר בהיקף המשכנתאות שניתנו בין השנים 2000-2003, ולעלייה משמעותית בביקוש לדירות חדשות, ואולם החל מסוף שנת 2004 ועד 2006 מסתמנת האטה מסוימת בביקוש לדירות. ההאטה מתבטאת בין השאר בירידה של 35% במספר הדירות החדשות שנבנו בבודפשט בשנת 2006 לעומת השנה הקודמת. יחד עם נתונים אלו, חלה עלייה לש כ-6% במחירי הדירות החדשות למגורים.
רומניה	הביקוש לנדל"ן למגורים ברומניה מהווה מנוע צמיחה מרכזי של כלכלת רומניה. הביקוש לדירות בעיר בוקרשט עלה במהלך השנים באופן ניכר כתוצאה מגידול האוכלוסין ומהעדר דירות חדשות. מחירי הדירות בבוקרשט מתחילים להתקרב למחירים בערי בירה של באזורים מקבילים (1,200-600 אירו למ"ר לפני מע"מ). עד לשנת 2005 הבנייה החדשה למגורים בעיר הייתה מועטה, התרכזה בצפון העיר והתאפיינה בבניית דירות יוקרה ווילות. במהלך שנת 2005 החלו בתכנון ובבניה של פרויקטים לבנייה רווחה באזורים מדרום מזרח עד לדרום מערב העיר, אזורים המאופיינים בריבוי וצפיפות אוכלוסין מהמעמד הבינוני. עסקאות לרכישת קרקעות לייזום בניה למגורים למעמד הבינוני מצביעות על תכנון עתידי של כ-10,000 יח"ד שיחלו בשנת 2006 ויימסרו עד 2008. היצע הדירות לא גדל באופן שתאם את הגידול הטבעי של האוכלוסייה. הביקוש לדירות הינו בעיקר בקרב האוכלוסייה הצעירה, שעבורה זו דירה ראשונה. אומדנים בשוק מצביעים על ביקוש של כ-10,000 דירות לשנה למשך 10 בשנים הבאות, לעומת קצב התחלות בנייה של אלפים בודדים בשנה. המשק הרומני מאופיין בצריכה מוגברת שיחד עם התפתחות מעמד ביניים רחב, יסייעו להמשך הצמיחה במשק. בשונה ממדינות אחרות, שיעור נטילת ההלוואות של משקי בית ופירמות הינו נמוך יחסית, וחלק ניכר מהעסקאות מתבצעות במזומן.

להלן נתונים כלליים על שוק הדירות בערים מרכזיות במרכז-מזרח אירופה (נכון לרבעון האחרון של שנת 2006) :

מחיר דירה ביורו למ"ר (לפני מע"מ)	וורשה	בודפשט	בוקרשט	פראג
900-1,400	800-1,500	600-1,200	1,000-1,7000	
13,500	11,000	5,000	6,500	

להלן אינדיקטורים כלכליים על מדינות הפעילות העיקריות :

פולין	הונגריה	רומניה	
38.1	10.1	21.6	אוכלוסיה (מ')
328.1	112.9	115.8	תל"ג נומינלי (מיליארדי דולר)
5.3%	3.9%	6.5%	צמיחה בתל"ג (%)
8,612	11,207	5,366	תל"ג לנפש (דולר)
14.9%	7.4%	6.1%	שיעור אבטלה
1.6%	6.2%	6.1%	שיעור אינפלציה (%)
A1/יציב	A2/יציב	Baa3/יציב	דירוג Moody's למדינה

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.

סולם דירוג התחייבויות

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

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 שאלה 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 : CRE010507350M

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

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

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

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונים או שינויים 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 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