

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

A3 – סדרה א' Baa1 – סדרה ב' Baa2 – סדרות ג', ד'	דירוג Issue
---	------------------------

הדירוג ניתן לסדרות אג"ח א' – ד' אשר הונפקו על ידי החברה. מידרוג מדרגת את סדרה א' בדירוג A3, סדרה ב' מדורגת בדירוג Baa1 וסדרות ג' ו – ד' מדורגות בדירוג Baa2 זאת, בין היתר, בהתבסס על בחינת הבטוחות הקיימות להבטחת הפרעון של כל סדרת אג"ח באופן ספציפי.

מחברים :

אמיר ארד

אנליסט

amira@midroog.co.il

פרוט סדרות האג"ח המדורגות

סדרה	מועד הקצאה	סוג הצמדה	שיעור ריבית נקובה	ערך נקוב במועד ההנפקה (אלפי ₪)*	תמורה מקורית (אלפי ₪)	יתרת אג"ח במחזור לרבות הצמדה (אלפי ₪)	מועד תחילת פרעון קרן	מספר תשלומים לפרעון קרן	מועדי תשלום הריבית
סדרה א'	20.9.2004	מדד	8.00%	50,000	47,500	26,250	1.1.2007	6	רבעוניים
סדרה ב'	18.5.2005	מדד	4.85%	32,000	30,080	48,099	10.5.2009	6	חצי שנתיים
סדרה ג'	6.12.2005	מדד	6.50%	69,551	65,864	70,864	1.5.2010	5	חצי שנתיים
סדרה ד'	28.8.2006	מדד	6.50%	99,923	93,378	100,448	1.8.2011	6	חצי שנתיים

* כולל מימוש אופציות ** סדרה ד' הונפקה במלואה אך סך של 28 מיליון ₪ נרכש בחזרה על ידי חברה בת.

פרופיל החברה

חברת בוני התיכון התאגדה בישראל באפריל 1985 כחברה פרטית בע"מ תחת השם "בוני התיכון בע"מ" וביוני 1993 שינתה את שמה לשם הנוכחי – "בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ" (להלן: "החברה"). מאז הקמתה ועד לשנת 1994 עסקה החברה בעיקר בביצוע עבודות בניה ותשתית כקבלן מבצע, לרוב עבור רשויות מקומיות וגופים ממשלתיים. החל משנת 1995, מתמקדת החברה בפעילות יומית, בעיקר בתחום הבניה למגורים ובשנים האחרונות, בעיקר באזור מרכז הארץ. נכון למועד דו"ח דירוג זה, החברה עוסקת בייזום, תכנון ובניה של 1,152 יחידות דיור למגורים ב – 9 פרויקטים שונים ברחבי הארץ. במהלך אוקטובר ודצמבר 2006, רכשה החברה, באמצעות חברות מוחזקות הרשומות ברומניה ובהונגריה, קרקעות בפרבר בצפון בוקרשט, רומניה ובבודפשט, הונגריה.

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

נתונים פיננסיים נבחרים באלפי ₪:

נתונים פיננסיים עיקריים - אלפי ₪	GAAP* 30.9.2007	GAAP 31.12.2006	GAAP 31.12.2005	GAAP 31.12.2004
הכנסות	146,061	133,054	209,138	177,764
רווח תפעולי	27,683	16,572	24,253	22,128
הוצאות מימון	12,017	13,207	16,786	10,885
רווח נקי	12,165	5,431	5,111	7,591
רכוש קבוע **	416,962	386,912	319,254	231,931
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	12%	10%	11%	12%
FFO	26,731	11,654	14,460	14,118
חוב פיננסי ל-FFO	10.1	30.1	15.8	13.9
רווח גולמי מהכנסות	26%	21%	16%	18%
רווח נקי מהכנסות	8%	4%	2%	4%

* GAAP כאשר החברה מיישמת את תקן 16. החברה נמצאת בשלבי מעבר ליישום IFRS.

** רכוש קבוע כולל את סעיפי נדל"ן להשקעה, רכוש קבוע נטו, מלאי מקרקעין, מלאי דירות ובניינים למכירה בניכוי מקדמות

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 20.1.2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף

פרויקטים בביצוע

טבלה מסכמת : פרויקטים מרכזיים, עלויות והשקעה נותרת

פרויקטים שהוחל בשיווקם:

שם הפרויקט	מיקום	מס' יחידות	מכירה ממוצע (אלפי ₪)	שיעור מכירות 30.09.07	שיעור השקעה 30.09.07 ללא קרקע	מועד איכלוס צפוי	רווח גולמי חזוי 30.09.07	שעור רווח גולמי חזוי 30.09.07
מרינה שלב 2	אשדוד	76	1,259	78%	78%	2008	27,729	31%
לב גנים שלב ד	פתח תקווה	26	1,000	99%	96%	2007	2,143	8%
אור יהודה שלב 3	אור יהודה	139	770	43%	26%	2008	14,153	15%
ראשון לציון הקטנה שלב 2-3	ראש"צ	144	792	53%	34%	2009	26,258	22%
בת ים	בת ים	92	931	73%	80%	2010	28,650	32%
בת ים שלב 2-3	בת ים	184	978	27%	25%	2010	54,910	31%
מודיעין	מודיעין	168	836	25%	24%	2009	18,708	13%
עיר ימים	נתניה	114	1,442	11%	32%	2009	35,000	21%
Top Tower	פתח תקווה	95		7%	0%	2009	17,000	15%
סה"כ		1,038	1,000	35%	35%		224,551	22%

* מחיר ממוצע – מחושב לפי סכום החוזים שנחתמו ליום 30.9.2007, חלקי מספר היחידות שנמכרו; שיעור הרווח החזוי מחושב על ידי חלוקת הרווח החזוי לפרויקט לסך הכנסות הפרויקט.

פתח תקווה – שכונת לב גנים (26 יחידות דיור – שלב ד')

באוגוסט 2002 החברה רכשה זכויות בעלות על 4 מגרשים בשכונת כפר גנים בפתח תקווה. על מגרשים אלו הקימה החברה 3 בניינים בני 24 יחידות דיור כל אחד (כל הדירות נמכרו למעט 2 דירות שהועברו למלאי). בניית בניין נוסף בן 26 יחידות דיור הסתיימה בסוף חציון 2007 (עד כה נמכרו 25 מתוך 26 יחידות דיור). החברה התקשרה בהסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק מזרחי טפחות בע"מ (להלן: "בנק המזרחי") בתמורה לשעבוד מדרגה ראשונה. שעבוד שני בדרגה נרשם לטובת מחזיקי אג"ח (סדרה א').

פתח תקווה - פרויקט "Top Tower" (95 יחידות דיור)

לחברה זכויות בעלות על מגרש עליו מתוכננת הקמת בנין בן 26 קומות אשר יכלול 95 יחידות דיור, שטחי שירות מרתפי חניה ומחסנים. נכון למועד הדוח לחברה היתר בניה עבור 76 יחידות דיור. החברה פועלת לקבלת היתר לגבי 19 הדירות הנוספות אשר אושרו על ידי הועדה המקומית במסגרת תב"ע חדשה. החברה החלה בביצוע עבודות הבנייה. החברה התקשרה בהסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק אגוד לישראל בע"מ (להלן: "בנק אגוד") בתמורה לשעבוד מדרגה ראשונה. המחאת זכות על דרך השעבוד של העודפים במצטבר בחשבון נרשמה לטובת מחזיקי אג"ח (סדרה ג').

ראשון לציון – ראשון הקטנה (144 יחידות דיור בשלבים 2-3)

לחברה זכויות במקרקעין בעיר ראשון לציון, בשטח כולל של כ- 29,368 מ"ר, המיועד לבניית 216 יחידות דיור. הפרויקט כולל בניית שלושה מבנים, בני 72 יחידות דיור כל אחד, בשלושה שלבים. לחברה היתרי בניה לשלושת הבניינים. בנייתו של הבניין הראשון הושלמה והפרויקט כולו צפוי להסתיים בחציון 2009. נכון למועד הדוח נמכרו 118 יחידות דיור מתוך 216 הדירות הנכללות בפרויקט. לחברה הסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק המזרחי. שעבוד שני בדרגה נרשם לטובת מחזיקי האג"ח (סדרה א').

נתניה – עיר הימים (114 יחידות דיור)

לחברה זכויות חכירה על מגרש בשטח כולל של 14,885 מ"ר, המצוי בשטחי העיר נתניה, באזור המכונה "עיר ימים". על פי התב"ע שבתוקף החלה על המגרש, ניתן לבנות על המגרש 96 יחידות דיור. על פי הצעת התב"ע אשר אושרה כדיון, ניתן יהיה לבנות על המגרש 68 יחידות דיור נוספות. בעקבות אישור התב"ע, תרכוש החברה זכויות לבניית 19 יחידות דיור נוספות (סה"כ 114 יחידות דיור), בתמורה נוספת השווה למכפלה של 73 אלף דולר ארה"ב, בתוספת מע"מ, במספר יחידות הדיור הנוספות.

לחברה הסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק המזרחי בתמורה לשעבוד מדרגה ראשונה על הפרויקט. המחאת זכות על דרך השעבוד של העודפים במצטבר בחשבון נרשמה לטובת מחזיקי האג"ח (סדרה ד').

אשדוד – המרינה (76 יחידות דיור בשלב 2)

לחברה הסכמי חכירה עם מינהל מקרקעי ישראל (להלן: "המינהל") אשר מאפשרים לה לבנות 4 בניינים בני 38 יחידות דיור כל אחד באזור המרינה הכחולה, אשדוד. החברה סיימה את בניית הבניין הראשון והשני והדירות נמסרו לרוכשים.

החברה קיבלה היתר לבניית שני הבניינים הנוספים (פרויקט המרינה 2) ובנייתם צפויה להסתיים במרץ 2008. לחברה התחייבות חוזית מול המינהל לסיום הפרויקט לא יאוחר משנת 2009. נכון לספטמבר 2007, נמכרו בפרויקט 59 מתוך 76 הדירות המוצעות למכירה (שלב 2).

החברה התקשרה בהסכם ליווי לבניית פרויקט מרינה 1 ופרויקט מרינה 2 עם בנק לאומי לישראל בע"מ ובנק לאומי למשכנתאות בע"מ, במסגרתו שעבדה לטובת הבנקים הנ"ל את זכויותיה במקרקעין ובפרויקט.

אור יהודה – נווה רבין (139 יחידות דיור – שלב ד')

החברה התקשרה עם יחידים לא קשורים בהסכם קומבינציה לגבי שטח קרקע של כ- 5,700 מ"ר, בשכונת נווה רבין באור יהודה. בכוונת החברה לבנות 120 יחידות דיור בבניין מגורים, המפוצל לשני מגדלים בני 15 קומות כל אחד, בהיקף כולל של 24,371 מ"ר. החברה קיבלה היתר בנייה ואישור לבניית 19 יחידות דיור נוספות על פי תקנות התכנון והבנייה (139 יחידות דיור בסה"כ). במסגרת הסכם הקומבינציה נקבע, כי תמורת זכויותיהם, יקבלו בעלי הקרקע 24 דירות בנות ארבעה חדרים (לכל אחת מהדירות יוצמדו חניה כפולה ומחסן).

החברה התקשרה בהסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק מרכנתיל דיסקונט בע"מ (להלן: "בנק מרכנתיל") בתמורה לשעבוד מדרגה ראשונה על הפרויקט. שעבוד שני בדרגה נרשם לטובת מחזיקי האג"ח (סדרה ב').

בת ים (276 יחידות דיור)

בחודש יוני 2004 זכתה החברה במכרז לפיתוח שטח מקרקעין בבת ים. בעקבות הזכייה במכרז, נחתם באוגוסט 2004 הסכם פיתוח בין החברה לבין המינהל, לפיו התחייבה החברה להשלים את בניית הפרויקט עד ליום 23.6.2009. עם תום הבניה, על פי הסכם הפיתוח, תהיה החברה זכאית להתקשר עם המינהל בהסכם חכירה ל- 98 שנים.

שטח הבנייה הכולל בפרויקט הינו 57,196 מ"ר, המתפרס על פני שלושה מבנים בעלי 92 יחידות דיור בכל מבנה – 276 יחידות דיור בסה"כ. נכון למועד דו"ח זה, לחברה היתרי בניה עבור שלושת הבניינים.

החברה התקשרה בהסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק אגוד, בתמורה לשעבוד מדרגה ראשונה על הפרויקט. שעבוד שני בדרגה נרשם לטובת מחזיקי האג"ח (סדרה ב').

מודיעין (168 יחידות דיוור)

במהלך אוגוסט 2005 רכשה החברה זכויות במגרשים במודיעין, הכוללים תוכנית לבניית 168 דירות בשני בניינים – 84 דירות בכל בניין. המוכרת – חברת מליבו ישראל בע"מ (להלן: "מליבו"), חתמה על חוזה פיתוח מקרקעין מול ממשלת ישראל אשר תוקפו הינו עד ליום 2.3.2007, לפיו העמיד המינהל את הנכס לרשות מליבו, למטרת פיתוח ובניית סך כולל של 344 יחידות דיוור. החברה לא השלימה את הקמת הפרויקט בהתאם ללוח הזמנים ולתנאים שנקבעו בהסכם הפיתוח המקורי. המינהל האריך את תקופת הפיתוח עד ליום 2.1.2010. נכון לתאריך מועד דו"ח זה, החלה החברה בביצוע עבודות עפר ויסודות במתחם, לאחר קבלת היתרי הבניה עבור שני הבניינים. החברה חתמה על הסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק לאומי, במסגרתו שעבדה החברה לטובת בנק לאומי את זכויותיה במקרקעין ובפרויקט. המחאת זכות על דרך השעבוד של העודפים במצטבר בחשבון נרשמה לטובת מחזיקי האג"ח (סדרה ד').

פרויקטים שבנייתם הוקפאה

טבריה (40 יחידות דיוור)

במהלך אוגוסט 1996 התקשרו החברה ומשרד הבינוי בהסכם לבניית 40 יחידות דיוור בטבריה, בהסכם הפיתוח התחייבה החברה לסיים את בניית הפרויקט עד ליום 1.7.2000. ההסכם הוארך מספר פעמים ומועד סיום ההארכה האחרון עמד על 31.12.2007. נכון למועד הדו"ח קיבלה החברה אישור מהמינהל להארכה נוספת של הסכם הפיתוח עד לנובמבר 2009.

לאור הערכותיה, כי הביקושים הנמוכים לדירות מגורים בטבריה יהפכו את הפרויקט לבלתי כדאי, החברה בוחנת מספר אפשרויות בקשר לפרויקט, בהתאם להתפתחויות בשוק הנדל"ן, לרבות מכירת זכויותיה במקרקעין. בחודש דצמבר 2006 פרסמה החברה הזמנה להציע הצעות לרכישת זכויות החברה במקרקעין אולם לא התקבלה אף הצעה לרכישת זכויות החברה.

שדרות (60 יחידות)

במהלך אפריל 1999 התקשרו החברה ומשרד הבינוי בהסכם לבניית 60 יחידות דיוור בשדרות, בהסכם הפיתוח התחייבה החברה לסיים את בניית הפרויקט עד לתאריך 1.4.2002. ההסכם הוארך מספר פעמים ומועד סיום ההארכה האחרון עמד על 31.12.2007. במהלך אפריל 2007 השיב משרד הבינוי והשיכון לפניית החברה וקבע כי במידה ולא תחול כל התקדמות בבניית הפרויקט עד לסוף 2007, ישקול המשרד את סילוק ידה של החברה מהקרקע, ביטול החוזה עם החברה וחילוט הערבויות הנמצאות בידי משרד הבינוי והשיכון. מנגד, האריך המינהל את הסכם הפיתוח עד לתאריך 1.4.2008.¹

לאור הערכותיה, כי הביקושים הנמוכים לדירות מגורים בשדרות יהפכו את הפרויקט לבלתי כדאי, החברה בוחנת מספר אפשרויות בקשר לפרויקט, בהתאם להתפתחויות בשוק הנדל"ן, לרבות מכירת זכויותיה במקרקעין. בחודש דצמבר 2006 פרסמה החברה הזמנה להציע הצעות לרכישת זכויות החברה במקרקעין אולם לא התקבלה אף הצעה לרכישת זכויות החברה.

¹ משמעות ההארכה היא כי לא ניתן להפקיע את הקרקע מהחברה אולם קיימת אפשרות מצד משרד השיכון לפעול לחילוט ערבויות החברה על הקרקע. אין מדובר בערבויות בעלות היקף משמעותי בפעילות החברה. במקרה של חילוט ערבויות והפקעת הקרקעות – שדרות וטבריה, להערכת החברה, יגיע ההפסד לכדי 2 מיליון ₪ בלבד.

חולון

במהלך אפריל 2005 זכתה החברה במכרז לרכישת 10% ממגרש בחולון בתמורה ל – 367 אלפי דולר ארה"ב. החברה הגישה בקשה לבית משפט השלום בראש"צ לפירוק השיתוף על המקרקעין. נכון למועד הדו"ח, נקבע על הפסקת התובענה עד שתבוצע, בין היתר, מסירה כדין של כתב התביעה לכלל המשיבים.

הוד השרון

במהלך יוני 2005 התקשרה החברה בהסכם רכישה עם בעלי זכויות בקרקע בהוד השרון. על המגרש ניתן לבנות 79 יחידות דיור לאחר קבלת היתר בניה. נכון למועד הדו"ח טרם ניתן היתר בניה להקמת הפרויקט וזאת בשל מספר תנאים אשר אמורים להתקיים – הראשון – ביצוע פיתוח סביבתי; השני – פרסום למתן תוקף של התב"ע, הפרסום מתעכב בעקבות התנגדויות שאינן נוגעות לזכויות הבניה שבידי החברה; השלישי – אישור של תכנית החלה על מתחם סמוך. אישור התוכנית הסמוכה מהווה תנאי להוצאת היתרי בניה. החברה מעריכה, כי הליכי האישור עשויים להמשך עד 24 חודשים. החברה התקשרה בהסכם ליווי לבניית הפרויקט עם בנק המזרחי בתמורה לשעבוד מדרגה ראשונה על הפרויקט. שעבוד שני בדרגה נרשם לטובת מחזיקי האג"ח (סדרה ג').

נתניה

במהלך מאי 2006 התקשרה החברה בהסכם לרכישת 73.58% מן הזכויות במגרש, בשטח כולל של 6,400 מ"ר בנתניה, בתמורה לסך של 24,100 אלף ₪, בתוספת מע"מ. במהלך 2007 התקשרה החברה בשני הסכמים לרכישת 22.02% נוספים מן הזכויות (סה"כ 95.6%) באותו מגרש בתמורה לסך כולל של כ – 6,760 אלפי ₪. על פי תב"ע החלה על המקרקעין, השימושים המותרים במקרקעין הינם מלונות מכל הדרגים והסוגים, כולל יחידות נופש וכן מסחר, בתי קפה, מסעדות, שירותי תיירות ושירותי עזר לכל הני"ל. כמו כן, על פי התב"ע ניתן יהיה לבנות על המקרקעין כ – 198 יחידות נופש. למועד הדוח, החברה מתכוונת לממש את התב"ע הקיימת.

כפר סבא

במהלך יולי 2007 רכשה החברה 2 קרקעות בכפר סבא – מגרש בשטח של כ – 5,880 מ"ר, המיועד לבניית 86 יחידות דיור ומגרש בשטח של 6,884 מ"ר, המיועד למסחר ומשרדים. תמורת הקרקעות שילמה החברה סך של 44,373 אלפי ₪ בתוספת מע"מ, אשר מתוכו סך של כ – 36 מיליון ₪ מומן באמצעות אשראי בנקאי שנלקח מבנק לאומי, לטובתו נרשמה משכנתא בדרגה ראשונה על הנכס.

הסכם רכישה והסכם קומבינציה בר"ג (רמת גן א', רמת גן ב')

במהלך אפריל 2006 התקשרה החברה בהסכם מכר לרכישת כל הזכויות על חלקה בשטח כולל של כ – 764 מ"ר ברמת גן (רמת גן א'). רכישת הזכויות נעשתה בתמורה לסך של 1,260 אלפי דולר ארה"ב, בתוספת מע"מ. השטח הוא חלק ממתחם "נחלת גנים" ברמת גן, המיועד למגורים. בכוונת החברה לחתום על הסכם קומבינציה.

במהלך יולי 2007 חתמה החברה, ביחד עם אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "אפריקה ישראל") ורואב ישראל בע"מ (להלן: "רואב"), על הסכם קומבינציה מותנה עם בעלי זכויות הבעלות במקרקעין, המצויים ברחוב ה"צלע" ברמת גן (רמת גן ב'), בשטח כ – 5,300 מ"ר (חלקה הסופי של החברה 26%).

בד בבד עם החתימה על הסכם הקומבינציה, חתמה החברה עם אפריקה ישראל ורואב על הסכם לייזום וניהול משותף של הפרויקט שייבנה בנכס ובחלקות סמוכות נוספות, שעם בעליהן ייתכן שייחתמו הסכמים נוספים בעתיד. בהתאם להסכם הקומבינציה שנחתם, חלקן של החברות אפריקה ישראל ורואב שהינן, ביחד ולחוד, היזמים בפרויקט, הינו 62% מהזכויות ויחידות הדיור בפרויקט. תוקף הסכם הקומבינציה מותנה באישור תוכנית המתאר לגבי הנכס בתוך 48 חודשים. במידה והתב"ע האמורה לא תאושר, יפקע הסכם הקומבינציה מבלי שהדבר יהווה הפרה.

רכישת קרקעות להשקעה בחו"ל

קרקעות בבודפשט, רומניה

במהלך אוקטובר 2006 רכשה חברה בת בבעלות ובאחזקה מלאה של החברה, זכויות במקרקעין הנמצאים בוולונטרי, פרבר בצפון בוקרשט, רומניה, בשטח כולל של 25,000 מ"ר המיועד למגורים. רכישת הזכויות נעשתה בתמורה לסך של 3,650 אלפי אירו, בתוספת 800 אלף אירו הוצאות נלוות ותשלומי מיסים.

במהלך דצמבר 2006 רכשה החברה הבת זכויות במקרקעין הנמצאים גם הם בוולונטרי, רומניה, הגובלים במקרקעין הנזכר לעיל, בשטח כולל של 20,000 מ"ר המיועד למגורים. רכישת הזכויות נעשתה בתמורה לסך של 2,720 אלפי אירו, בתוספת 500 אלף אירו הוצאות נלוות ותשלומי מיסים.

מימון הרכישות ברומניה בוצע מהלוואות, שהועמדו לחברה הבת באמצעות החברה ובאמצעות מימון בנקאי ממוסד פיננסי ברומניה, שקיבלה החברה הבת, בהיקף של 3.9 מיליון יורו (כ – 60% מימון Non Recourse). להערכת החברה, ניתן להקים על המקרקעין המפורטים פרויקט למגורים, בהשקעה כוללת המוערכת, נכון למועד זה, בכ – 83.5 מיליון אירו.

קרקעות בבוקרשט, הונגריה

במהלך יוני 2007 רכשה החברה באמצעות חברה הונגרית, המוחזקת (50%) באמצעות חברה נכדה הולנדית, שטח בהיקף של 490 דונם בבודפשט, הונגריה, במחיר של 10,770 אלפי אירו (לא כולל הוצאות נלוות ותשלומי מיסים). כמו כן, מימשה החברה ההונגרית אופציה לרכישת שטח נוסף, הגובל בשטח הראשון, בהיקף של 550 דונם תמורת סך של 3,650 אלפי אירו. השטח הנוסף הינו קרקע חקלאית בתהליכי שינוי, הפרויקט מיועד להקמת בנייני מגורים. החברה העמידה, באמצעות החברה הנכדה ההולנדית, 2.4 מיליון אירו כהלוואה לחברה ההונגרית לשם רכישת הקרקע, יתרת התמורה שולמה באמצעות הלוואה בנקאית (כ – 90% מימון Non Recourse). להערכת החברה, ניתן להקים על המקרקעין המפורטים פרויקט למגורים, בהשקעה כוללת המוערכת, נכון למועד זה, בכ – 526 מיליון ₪. לפי אומדן זה, הכנסות הפרויקט צפויות לעמוד על כ – 700 מיליון ₪.

צבר הזמנות :

צבר ההזמנות מבוסס על חוזים חתומים עם רוכשי דירות, אשר טרם הוכרו כהכנסה בדוחות הכספיים של החברה. להלן צבר ההזמנות של החברה בהתפלגות לפי שנים, כפי שהוצג ברבעון השלישי בשנת 2007. יש לציין כי במקרה של הפסקת בניה או שינוי מהותי בקצב הבניה ו/או קצב האכלוס בפועל ייתכנו שינויים בצבר ההזמנות.

צבר ההזמנות (באלפי ₪)	תקופת ההכרה בהכנסה הצפויה
58,308	רבעון רביעי שנת 2007
119,347	שנת 2008
61,323	שנת 2009
505	שנת 2010

מאז הקמתה ועד לשנת 1994 עסקה החברה בעיקר בביצוע עבודות בניה ותשתית כקבלן מבצע, לרוב עבור רשויות מקומיות וגופים ממשלתיים. החל משנת 1995 מתמקדת החברה בפעילות יזמית, בעיקר בתחום הבניה למגורים. נכון למועד הדוח, החברה אינה עוסקת בביצוע עבודות בניה כקבלן מבצע, עבור צדדים שלישיים. בכוונת החברה להתמקד בפרויקטים למגורים, בעיקר במרכז הארץ, לפלח שוק של מעמד הביניים ומעלה.

כתוצאה מרכישות מול המינהל מחויבת החברה למספר תנאים במהלך הבנייה הכוללים עמידה בלוחות זמנים החברה רוכשת מקרקעין, בין היתר, בדרך של השתתפות במכרזים של משרד הבינוי ו/או מינהל מקרקעי ישראל. בפרויקטים המתבצעים במסגרת זו, מתקשרת החברה בהסכמי בניה עם משרד הבינוי והשיכון ו/או בהסכמי פיתוח עם מינהל מקרקעי ישראל, לפיהם נוטלת על עצמה החברה התחייבויות שונות, בקשר לעמידה בלוחות זמנים מוסכמים לפיתוח ובניה, רישום זכויות הרוכשים בדירות, והעמדת ערבויות שונות לביצוע התחייבויותיה בהסכמים אלו. החברה רוכשת מעת לעת מקרקעין גם מבעלים פרטיים של מקרקעין.

החברה מבצעת בעצמה את מרבית הפרויקטים

החברה מבצעת חלק מעבודות הביצוע באתרי הבניה בביצוע עצמי, וחלק אחר באמצעות קבלני שלד, עימם היא מתקשרת בהסכמים נפרדים ביחס לכל פרויקט ופרויקט. יתר עבודות הבניה מבוצעות באמצעות קבלני משנה.

החברה ביצעה הפרדה משפטית ותפעולית בין הפעילות היזמית ובין פעילות הביצוע של הפרויקטים

בעקבות החלטת דירקטוריון על הפרדה כלכלית, משפטית ותפעולית בין הפעילות היזמית ובין פעילות "הביצוע" של החברה, הקימה החברה חברה בת בשליטתה המלאה, בשם "בוני התיכון (פרויקטים) 2006 בע"מ" (להלן: "חברת הביצוע"), המשמשת כחברת ביצוע של פרויקטים לבניה ובכלל זה, מרכזת את פעילות הביצוע של החברה.

אסטרטגיית החברה כוללת הפניית משאבים ומאמצים לפעילות ייזום בתחום הנדל"ן בחו"ל

על מנת להרחיב את פעילותה הנוכחית של החברה, במטרה לפזר את הסיכונים ולהקטין את החשיפה לשוק הנדל"ן בישראל, פיתחה החברה פעילות ייזום בתחום הנדל"ן בחו"ל. לשם כך הקימה החברה חברות מוחזקות באירופה ורכשה קרקעות (נכון למועד הדוח"ח, ברומניה והונגריה בלבד). החברה מתמקדת בחיפוש הזדמנויות עסקיות, בין היתר, באמצעות חבירה לגורמים אחרים המקיימים פעילות בחו"ל. מידרוג סבורה, כי כניסת החברה להשקעות ופעילויות ייזום במדינות אשר טרם פעלה בהן בעבר, במיוחד במזרח אירופה, יש בהן כדי להגדיל את הסיכון בפעילות החברה.

הון אנושי – יציבות בכוח האדם המועסק

נכון למועד הדוח"ח, מעסיקה החברה 87 עובדים ובנוסף עובדים זרים (כעובדי ביצוע באתרים), אשר העסקתם וכפיפותם נחלקת בין החברה האם ובין חברת הביצוע. החברה אינה נוהגת לערוך שינויים מהותיים במצבת כוח האדם ונכון לסוף שנת 2006, כמות העובדים דומה בהיקפה, לכמות העובדים בסוף שנת 2005 וסוף שנת 2004. החברה קובעת את שכרם של העובדים על פי הסכמי עבודה אישיים.

בעלי תפקידים בכירים בחברה :

שם	תפקיד	השכלה ופרטים נוספים
מר אברהם פרץ (73)	יו"ר דירקטוריון החברה (ממאי 1985)	-
מר עמרם פרץ (49)	מנכ"ל החברה (ממאי 1985) ודירקטור בחברות הבנות של החברה.	בוגר הטכניון בהנדסה אזרחית. בנו של מר אברהם פרץ.
מר שלמה רהב (60)	משנה למנכ"ל (ינואר 2008)	תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות.
מר בנימין פרץ (40)	סמנכ"ל רכש וביצוע ומנכ"ל בחלק מחברות הבנות של החברה.	השכלה תיכונית. בנו של מר אברהם פרץ.
מר ניסים פרץ (46)	מנהל האחזקה הראשי של החברה ודירקטור בחברות הבנות של החברה.	השכלה תיכונית. בנו של מר אברהם פרץ.
מר חיים פרץ (53)	מנהל המכרזים של החברה ודירקטור בחברה בת של החברה.	השכלה תיכונית. אחיו של מר אברהם פרץ.
מר רפאל ערד (42)	מנהל הכספים של החברה (יולי 2003)	תואר ראשון בכלכלה וחשבונאות.
מר חיים קקון (51)	מנהל השיווק של החברה (יוני 2005)	השכלה תיכונית.
מר ארז ינאי (38)	יועץ משפטי ומזכיר החברה (יוני 2003)	עו"ד, תואר ראשון ושני במשפטים.

לחברה שליטה בכוח העבודה הזר באמצעות חברה שבשליטתה

בהתאם למדיניות הממשלה החל מחודש יוני 2005, הוקמו חברות כ"א אשר הן בלבד רשאיות להעסיק עובדים זרים. חברות כ"א מספקות את העובדים הזרים לחברה ועל כן לא חלים יחסי עובד – מעביד בין הקבלן והעובד הזר. במהלך חודש מרץ 2005, הקימה החברה חברה בת בבעלות ובשליטה מלאה, בשם בוני התיכון (כוח אדם) בע"מ (להלן : "בוני התיכון כוח אדם"), במטרה להעסיק עובדים זרים בענף הבניין. חברת הבת קיבלה רישיון העסקה מאת משרד התעשייה והמסחר של עד 700 עובדים זרים בענף הבניין. החברה קיבלה, על פי בקשתה, הקצאה של 350 עובדים לשנת 2006 והפקידה ערבות בנקאית בהיקף של 2,000 אלפי ₪. לשנת 2007 קיבלה החברה, על פי בקשתה, הקצאה של 700 עובדים זרים וכן הפקידה ערבות בנקאית בהיקף של 4,000 אלפי ₪. למועד הדו"ח מעסיקה חברת הבת כ – 93 עובדים זרים בלבד עבור פרויקטים של החברה. החברה אינה שוללת מתן שירותי כוח אדם לחברות נוספות.

מדיניות חלוקת דיבידנדים :

לחברה אין מדיניות דיבידנדים ידועה ומוצהרת, יחד עם זאת :

- במהלך שנת 2005 חילקה החברה לבעלי מניותיה דיבידנד במזומן בסך של כ – 3 מיליון ₪ (כ – 40% מהרווח הנקי לשנת 2004).
 - במהלך שנת 2006 חילקה החברה לבעלי מניותיה דיבידנד במזומן בסך של כ – 5 מיליון ₪ (כ – 100% מהרווח הנקי לשנת 2005).
- יתרת העודפים במאזן החברה מסתכמת ליום 30 בספטמבר 2007 בכ – 23,771 אלף ₪.

ותק ומוניטין של החברה

חברה ותיקה, פעילה שנים רבות בתחום (מ – 1985), נהנית מקשרים ארוכים ומבוססים עם גורמים שונים בענף הבנייה – קבלנים, ספקים, גורמים במינהל ובמשרדי הממשלה, כמו גם במערכת הבנקאית. לחברה ניסיון עם התמודדות עם מצבי הגאות והשפל האופייניים לענף הבנייה בארץ ועם ניהול פרויקטים לבניה בארץ.

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.

שעבוד של פרויקטים שונים לאבטחת סדרות האג"ח השונות מקנה ביטחון נוסף לרוכשי אגרות החוב

שעבודם של פרויקטים לסדרות אגרות החוב השונות, מאפשר לרוכשי האג"ח רשת ביטחון נוספת, במקרה של אירוע כלשהו אשר עלול להשפיע על פעילות החברה. חלק מהפרויקטים נמצאים בשלבים בהם קיימת יתרת רווחים המאפשרת למעשה לפרוע חלקים נכבדים מסכומי האג"ח המשועבדים.

הפרויקטים של החברה מצויים באזורי ביקוש במרכז הארץ

פריסת הפרויקטים של החברה רחבה וממוקדת באזורי ביקוש מרכזיים ברחבי הארץ. הביקוש לדירות באזורים אלה נע בין ביקוש יציב לביקוש עולה. יתר על כן, לא קיים פרויקט אשר היקפו ידרוש חלק ניכר ממשאבי החברה או שהעדר הרווחים בגינו יגרום לבעיה תזרימית.

מלאי קרקעות יאפשר המשך פעילות של החברה בשנים הקרובות

לחברה מלאי קרקעות באזורי ביקוש שונים (ונוספים) אשר יאפשרו המשך פעילות בשנים הקרובות. בנוסף, ממשיכה החברה לרכוש מקרקעין נוספים (כפי שצוין, גם לאחר תאריך המאזן) במטרה ליצור רצף תזרימי יציב מפרויקטים עתידיים.

התרחבות פעילות החברה לחו"ל תתרום לפיזור השקעות וסיכונים

התרחבות פעילות החברה מעבר לישראל, בפרויקטים יזמיים, טומנת בחובה סיכון אך גם פיזור של השקעות באזורים גיאוגרפיים נוספים אשר אינם מושפעים מהמצב בישראל. יחד עם זאת, היות ופעילות הליבה של החברה הינה ייזום נדל"ן, הרי שניסיונה יכול לתרום להקטנת פעילות ייזום חדשה בחו"ל ובכך להקטין את הסיכון בהתרחבות הפעילות לחו"ל.

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 ההשבחה 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 בכללם.

העדר שותפויות מגדיל את חשיפת החברה לסיכונים

החברה מחזיקה ב- 100% בעלות של כלל הפרויקטים בביצוע. פרט להסכם הקומבינציה החדש שנחתם (רמת גן ב') ורכישת הקרקע בהונגריה. הפרויקטים העתידיים צפויים להמשיך ולהיות בשיעור החזקה של 100%. כתוצאה מכך, במקרה של אירוע בעל השפעה על פרויקט או על כלל הענף, החברה חשופה לסיכונים אשר ניתן היה לצמצמם במקרה של שותפויות.

החברה פועלת להרחבת הפעילות למדינות המדורגות נמוך יותר ממדינת ישראל

החברה החלה לאחרונה לרכוש קרקעות גם ברומניה, המדורגת Baa3 - הנמוך מדירוג מדינת ישראל. למרות שעצם הגדלת הפיזור של הפעילות למדינות נוספות מהווה אלמנט חיובי, להערכת מידרוג, הרי שהכניסה למדינות בעלות סיכון מדינה גבוה מזה של מדינת ישראל, תגדיל 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. ההשקעה של החברה בהונגריה מהווה סיכון עסקי גם כן, על אף שדירוג המדינה זהה לדירוג של מדינת ישראל ועומד על A2, היות ולחברה יידרש זמן להכיר את סביבת העבודה העסקית ואת אופי ההתנהלות במדינה.

גורמי סיכון פיננסיים

גמישות פיננסית נמוכה, נכון למועד הדו"ח

נכון למועד הדו"ח, עומד אחוז ההון העצמי למאזן של החברה על 12% בלבד. במקביל, יחס החוב למאזן של החברה עומד על 88%. על אף יחסי הכיסוי והתזרים החיובי של החברה, פריסת הפעילות של החברה בכמות גדולה של פרויקטים, בטווח הארוך, עלולה ליצור לחברה קושי להתחיל ולפתח פרויקטים עתידיים על הקרקעות המיועדות לפיתוח, זאת ללא השלמתם של הפרויקטים הקיימים. בטווח הקצר, כניסה של החברה לפרויקטים נוספים, תוך נטילת חובות, תסכן את איתנותה הפיננסית.

חשיפת הרווחיות לתנודות חדות במטבעות הפעילות אשר אינה מגודרת באופן מובנה

ההוצאות וההכנסות של חברות הפרויקטים בחו"ל הינן במטבעות מקומיים: ליו ברומניה 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 עלולות להשפיע על רווחיות החברה. החברה אינה מבצעת גידור סיכוני מטבע באמצעות מכשירים נגזרים.

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.

התנהלות תביעות משפטיות בהיקפים גדולים יחסית לחברה

החברה מנהלת כ- 30 הליכים משפטיים, בחלקם תובעת החברה גורמים שונים ובחלקם היא הנתבעת. סכומן הכולל של התביעות נגד החברה, כולל נזקי גוף, עומד על כ- 15,531 אלפי ₪ המהווים סכום משמעותי להיקפי הפעילות של החברה. יש לציין כי עיקר הסכום נובע מתביעה בודדת על סך של כ- 10 מיליון ₪ עקב תביעה מצד ג' הטוען למתן שירותים משפטיים לחברה. התביעה נמצאת בהליכי בירור בבית המשפט ואינה צפויה להסתיים בעתיד הקרוב. החברה ביצעה את ההפרשות הנדרשות בגין תביעות משפטיות אלה, על פי חוות דעת של יועציה המשפטיים. כמו כן, חלקה של החברה בסכום התביעות בגין נזקי גוף מכוסה על ידי חברות הביטוח. להערכת מידרוג, החשיפה בגין תביעות אלה אינה מהווה גורם המשפיע באופן משמעותי על דירוגה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים, בעיקר יחסי האיתנות – על ידי חיזוק ההון העצמי.
- שיפור משמעותי בגמישותה הפיננסית של החברה.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה, בפרט בפרויקטים המגבים את סדרות האג"ח השונות.
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות של החברה.
- הגדלת משקל הפעילות במדינות זרות, בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה.
- ירידה ביחס הון עצמי לסך מאזן מתחת לשיעור של 10%. היחס ייבחן מחדש לאחר מעבר החברה לדיווח לפי תקני IFRS.

שיקולים עיקריים לדירוג

ניסיון רב של מנהלי החברה בשוק הנדל"ן בארץ וליווי צמוד של הפרויקט לאורך כל שלביו תורמים רבות להתפתחות החברה ולמיצובה העסקי; התמקדות החברה באזורי ביקוש בארץ ופיזור טוב של הפרויקטים; מספר אלמנטים בחברה מצמצמים את הסיכון האינהרנטי לפעילות, בהם רווחיות גבוהה יחסית בחלק מן הפרויקטים, שיווק יעיל יחסית של מכירות מוקדמות ובנייה בשלבים, בהתאם למצב השוק; הבטחת סדרות אג"ח א' + ב' באמצעות שעבדי פרויקטים ספציפיים אשר רווחיהם הצפויים עולים באופן משמעותי על סכום האג"ח המובטח; תזרימי המזומנים בשנים הקרובות צפויים להיות חיוביים וחזקים עם סיום מרבית הפרויקטים הנמצאים בבנייה. במקביל, ענף הייזום למגורים מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית, הנובע מחשיפה לסיכונים הקמה וסיכונים ביקוש – הנובעים מפער הזמן שבין רכישת הקרקע לבין שיווק הדירות; איתנות פיננסית נמוכה יחסית, אשר עלולה להגיע עד לכדי 10% הון למאזן, בהינתן המשך השקעה של החברה בפרויקטים השונים; חשיפה מטבעית, הנובעת בעיקר מפעילות חברות הבת ברומניה והונגריה, לעומת הרווח מפעילות נוכחית המתקבל בשקלים; העדר שותפים למרבית הפרויקטים מגדיל את חשיפת החברה לסיכונים.

ניתוח פיננסי

כללי

הניתוח נערך על בסיס הדוחות המאוחדים של החברה. החברה מדווחת לפי תקני החשבונאות הישראליים. החל מיום 1.1.2007 מיישמת החברה את תקן 16 בדבר נדל"ן להשקעה לפי מודל העלות.

תוצאות הפעילות – דוח רווח והפסד

לחברה הכנסות ממכירת דירות למגורים בלבד. בהתאם לכך, הכנסות החברה משתנות ביחס להכרה בתמורת מכירות של הדירות בפרויקטים השונים. נכון לדו"חות החברה לתאריך 30.9.2007, סך המכירות עולה על סך המכירות לכל שנת 2006, זאת בעיקר בעקבות הכרה במכירת דירות בפרויקטים בבת ים ובאשדוד. אחוז הרווח הגולמי של החברה נמצא בעליה, זאת בשל כניסתם של פרויקטים איכותיים יותר ועלייה במחירי הנדל"ן אשר שיפרו את שולי הרווח של החברה בין השנים 2005 – 2007 (רווח גולמי של 16% ב – 2005, רווח גולמי של 21% ב – 2006, רווח גולמי של 26% ב – 2007).

החברה מציגה שיפור ברווח הגולמי מהכנסות במהלך שנת 2007, על אף העלייה בהוצאות ההנהלה והכלליות. קיימת עלייה ברווח הגולמי המתבטאת הן בעלייה ברווח התפעולי והן בעלייה ברווח הנקי המגיע לכדי 8% מן ההכנסות לרבעון השלישי של שנת 2007 (בהשוואה ל – 4% בשנת 2006 ו – 2% בלבד בשנת 2005).

ברבעון הראשון של שנת 2008, בעקבות המעבר לתקני IFRS, תאלץ החברה למחוק רווחים שנרשמו בגין פרויקטים שטרם נמסרו והוכרו על בסיס כללי התקינה החשבונאית הישראלית. כתוצאה מכך יש לצפות לירידה בהון העצמי עקב ירידה ברווחי הביניים לפי התקנים החדשים. רווחים אלו יבואו לידי ביטוי בדו"חות עם מסירת הדירות – בדוחות הכספיים לקראת סוף שנת 2008 ובתחילת שנת 2009.

דו"ח רווח והפסד מאוחד נכון לתאריך 30.9.2007 – באלפי ₪ :

GAAP	GAAP	GAAP	GAAP*	דוח רווח והפסד - מאוחד - אלפי ₪
31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	
177,764	209,138	133,054	146,061	סה"כ הכנסות ממכירת בניינים
145,432	176,048	105,750	108,451	סה"כ עלות הבניינים שנמכרו
32,332	33,090	27,304	37,610	רווח גולמי
8,146	7,980	9,714	9,108	הוצאות הנהלה וכלליות
2,058	857	1,018	819	הוצאות מכירה ושיווק
22,128	24,253	16,572	27,683	רווח מפעולות
10,885	16,786	13,207	12,017	הוצאות מימון, נטו
857	420	4,725	878	הכנסות אחרות, נטו
12,100	7,887	8,090	16,544	רווח לפני מיסים על ההכנסה
4,509	2,776	2,659	4,379	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
7,591	5,111	5,431	12,165	רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה
7,591	5,111	5,431	12,165	רווח (הפסד) נקי

31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	
18%	16%	21%	26%	רווח גולמי מהכנסות
12%	12%	12%	19%	רווח תפעולי מהכנסות
4%	2%	4%	8%	רווח נקי מהכנסות

מצב פיננסי – מאזן

נכסי החברה כוללים בעיקר קרקעות המיועדות לבניה והשקעות בפרויקטים הקיימים (88% מכלל הנכסים). החברה שומרת על כרית מזומנים של כ- 30 מיליון ₪, אשר מיועדת לרכישות ראשוניות של קרקעות או מוחזקת בפיקדונות קצרי טווח למטרות תשלום קרנות האג"ח.

החברה שומרת על היקף נמוך של הלוואות לזמן ארוך מהבנקים ועיקר התחייבויותיה הינן בגין ארבע סדרות האג"ח שהנפיקה ואשראי בנקאי לזמן קצר – המיועד להשקעה בפרויקטים השונים. בעל עניין בחברה פרע הלוואה בסך 1 מיליון ₪ במהלך הרבעון השלישי לשנת 2007.

מאזן בוני התיכון נכון לתאריך 30.9.2007 – באלפי ₪ :

GAAP	GAAP	GAAP	GAAP*	מאזן מאוחד
31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	נכסים - אלפי ₪
				רכוש שוטף
28,232	22,153	17,564	18,070	מזומנים ושווי מזומנים
11,344	9,979	27,373	12,678	פקדונות לזמן קצר
9,418	13,100	8,813	8,742	לקוחות
4,419	3,314	4,181	3,068	חייבים ויתרות חובה
53,413	48,546	57,931	42,558	סה"כ רכוש שוטף
				השקעות וחובות לזמן ארוך
0	0	0	6,082	השקעות בחברות כלולות
1,000	1,000	1,000	0	הלוואות, חייבים ויתרות חובה לזמן ארוך
0	0	3,173	2,972	נדל"ן להשקעה
15,709	27,470	24,830	29,675	רכוש קבוע, נטו
2,758	6,118	0	0	רכוש אחר, נטו
0	66,660	102,417	126,698	מלאי מקרקעין
4,335	1,598	9,741	11,465	מלאי דירות בפרויקטים שבנייתם הסתיימה
209,129	217,408	246,751	246,152	בניינים למכירה בניכוי מקדמות מלקוחות
220	252	693	1,054	עודף יעודה על התחייבויות בשל סיום 'חסי' עובד-מעביד, נטו
233,151	320,506	388,605	424,098	סה"כ השקעות לזמן ארוך
286,564	369,052	446,536	466,656	סך נכסים
				התחייבויות - אלפי ₪
GAAP	GAAP	GAAP	GAAP*	התחייבויות שוטפות
31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	30.9.2007	אשראי בנקאי (כולל חלויות שוטפות של הלוואות לז"א)
97,011	49,818	92,995	142,797	חלויות שוטפות של אגרות חוב
0	0	16,907	16,821	דיבידנד שהוכרז
2,857	0	0	0	מקדמות מלקוחות
3,224	595	0	0	ספקים ונותני שירות
29,178	27,523	21,755	26,035	זכאים ויתרות זכות
20,207	72,672	29,891	22,644	סה"כ התחייבויות שוטפות
152,477	150,608	161,548	208,297	התחייבויות לזמן ארוך
43,180	124,250	190,903	193,124	אגרות חוב
57,303	54,785	51,262	8,681	הלוואות לז"א מתאגידים בנקאיים
66	108	173	264	מיסים נדחים
33,538	39,301	42,650	56,290	הון עצמי
134,087	218,444	284,988	202,069	סה"כ התחייבויות לזמן ארוך והון עצמי
286,564	369,052	446,536	466,656	סך המאזן

מסגרות האשראי השוטפות של החברה מבוססות על ארבעה בנקים : המזרחי, לאומי, מרכנתיל ואגוד.

שם הבנק	מסגרת אשראי	היקף ניצול בתאריך 30.9.2007
המזרחי	4,100	4,100
לאומי	700	445
מרכנתיל	200	0
אגוד	1,000	0

נכון לתאריך 30.9.2007, החברה מנצלת את מרבית מסגרות האשראי שלה. היקף מסגרות האשראי הלא מנוצלות עומד על כ – 1.5 מיליון ₪ בלבד.

כ – 77% מהאשראי הבנקאי של החברה הינו אשראי לא צמוד, המחושב על בסיס ריבית הפריים (בממוצע פריים + 0.8%), כ – 23% מהאשראי הבנקאי של החברה הינו אשראי צמוד למדד המחירים לצרכן (בריבית ממוצעת של 5.3%), במהלך 2007, ביצעה החברה העברה של כ – 9% מהאשראי הבנקאי של החברה אשר היה צמוד לדולר (בריבית ליבור + 2) לאשראי בנקאי לא צמוד.

יחסי איתנות וכיסוי

יחסי הכיסוי של החברה טובים. התזרים השוטף, בנטרול השפעות שינויים בסעיפי רכוש והתחייבות (FFO), חיובי וגדול במיוחד במהלך שנת 2007. היקף ה – EBITDA ביחס להוצאות המימון של החברה מקנה לחברה יחס יציב, היקף החוב ביחס ל – FFO של החברה יורד בסקירת דוחות לתאריך 30.9.2007 לרמה של 10 שנים. יחד עם זאת, יש לציין, כי מדובר בחברה יזמית וככזו יחסי הכיסוי משתנים בהתאם לסיומם של פרויקטים ובהתאם לרישומם בדו"חות הרווח וההפסד של החברה.

במקביל, יחסי האיתנות של החברה מראים כי אחוז ההון העצמי למאזן של החברה נמוך ועומד על 12% בלבד. גם היקף החוב ביחס ל – CAP עומד על רמה גבוהה (85% בחישוב נטו). להערכת מידרוג, השוני בין התזרים החיובי ובין יחסי האיתנות הנמוכים מצביעים על רמת רווחיות טובה בפרויקטים, אולם החברה פועלת בהיקפים כספיים משמעותיים והשקעות מהותיות בפרויקטים אשר שוחקים את יחסי האיתנות ומונעים ממנה להמשיך ולצמוח ללא גיוס הון או סיומם של מספר פרויקטים תוך הימנעות מחלוקת דיבידנדים.

נתונים פיננסיים עיקריים למעקב	GAAP*	GAAP	GAAP	GAAP
לש אלפי	30.9.2007	31.12.2006	31.12.2005	31.12.2004
EBITDA	29,838	19,259	28,847	24,759
CAP	417,977	393,890	267,262	230,098
שיעור EBITDA	20%	14%	14%	14%
הוצאות מימון	12,017	13,207	16,786	10,885
חוב פיננסי	361,423	351,067	227,853	196,494
חוב פיננסי נטו	330,675	306,130	195,721	156,918
רכוש קבוע	416,962	386,912	319,254	231,931
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	12%	10%	11%	12%
חוב ל-CAP	86%	89%	85%	85%
חוב נטו ל-CAP נטו	85%	88%	83%	82%
FFO	26,731	11,654	14,460	14,118
חוב פיננסי ל-FFO	10.1	30.1	15.8	13.9
חוב פיננסי נטו ל-FFO	9.3	26.3	13.5	11.1
חוב פיננסי ל-EBITDA	9.1	18.2	7.9	7.9
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	8.3	15.9	6.8	6.3
EBITDA להוצאות מימון	2.5	1.5	1.7	2.3

בחינת סדרות האג"ח והשעבודים הנלווים לכל סדרה

החברה שיעבדה לטובת סדרות אגרות החוב השונות את יתרת הרווחים בפרויקטים השונים. לכל סדרה של אגרות חוב משועבד פרויקט או, במקרים מסוימים, מספר פרויקטים, להבטחת האג"ח. נכסי המקרקעין של החברה ושעבוד מדרגה ראשונה על הפרויקטים נרשם לטובת הבנק המלווה של כל פרויקט. בהסכמים שבין החברה לבין הבנקים השונים לא נדרשת החברה לעמוד באמות מידה פיננסיות כלשהן.

סך אגרות החוב לתאריך 1.1.2008 הסתכם לכדי 245,661 אלפי ₪, כולל הפרשי הצמדה, בארבע סדרות שונות. החברה כבר פרעה שלושה תשלומי קרן מתוך 6 תשלומים של אג"ח סדרה א', בסך כולל של 8.5 מיליון ₪ כל אחד, ששולמו ב - 1.1.07, ב - 1.7.07 וב - 1.1.08.

להלן פירוט סדרות האג"ח של החברה – בחלוקה לבטוחות אשר ניתנו למחזיקי אגרות החוב בסדרות השונות. לכל פרויקט מפורטים ומעודכנים יתרות המלאי, התקבולים הצפויים מדירות מכורות והערכת עלויות, על פי אומדני המפקחים מטעם הבנקים של כל פרויקט.

סדרת אג"ח	מועד הקצאה	יתרת אג"ח במחזור לרבות הצמדה ליום 1.1.08 באלפי ₪	הבטוחות שניתנו למחזיקי אגרות חוב	מועד סיום צפוי לפרויקט	מלאי דירות	תקבולים צפויים מדירות מכורות באלפי ₪	יתרת עלויות באלפי ₪ כולל ריבית אשראי בנקאי	אשראי בנקאי, נטו, באלפי ₪	עודף חזוי, נטו, באלפי ₪	מועד תחילת פרעון קרן	מועד סיום פרעון קרן
שעבוד שני בדרגה והמחאה ושעבוד זכויות החברה ב"עודפים" בארבעה פרויקטים											
סדרה א'	20.9.2004	26,250	א. מזה דקלים - ראש"צ	הסתיים	-	-	-	-	-	1.1.2007	1.7.2009
			ב. כפר גנים - פ"ת	2007	5,000	-	-	-	5,000		
			ג. שכונת קיזר - מודיעין	הסתיים	-	-	-	-	-		
			ד. ראשון הקטנה - ראש"צ	2008-2009	68,455	15,723	31,529	7,073	45,576		
סדרה ב'	18.5.2005	48,099	שעבוד שני בדרגה בשני פרויקטים:							10.5.2009	10.11.2011
			א. שיא פארק - בת"ם	2008-2010	133,390	40,149	86,720	1,141	85,678		
			ב. מזה רבין - אור יהודה	2008	51,937	13,624	24,195	19,384	21,982		
			שעבוד קבוע ושני בדרגה של הזכויות החזיות והמקרקעין בפרויקט הוד השרון	2010-2011	92,000	-	50,888	11,918	29,566		
סדרה ג'	6.12.2005	70,864	המחאה של זכויות החברה לקבלת עודפים בפרויקט Top Tower בפ"ת	2009-2010	111,507	3,061	64,922	18,753	30,893	1.5.2010	1.5.2012
			המחאה של זכויות החברה לקבלת סכומי עודפים								
סדרה ד'	28.8.2006	100,448	פרויקט מודיעין 4	2009-2010	83,064	36,597	73,748	8,753	37,160	1.2.2011	1.8.2014
			פרויקט "עיר ימים" נתניה	2009-2010	93,143	55,359	87,483	14,685	46,334		

על פי מתודולוגיית Moody's, פרויקטים המשועבדים לטובת סדרות אג"ח יכולים להעלות את דירוג האג"ח של סדרות אשר לטובתן הם משועבדים. לכל פרויקט חושב העודף החזוי, נטו, בהשוואה ליתרת האג"ח במחזור. במקרים בהם עלה יחס העודף החזוי ליתרת האג"ח על 1.5, העלתה מידרוג את דירוג הסדרה במדרגה אחת, מעל הדירוג הכולל לשאר סדרות החברה.

בהתאם לכך :

יחס העודף החזוי ליתרת אג"ח סדרה ג', עומד על 0.85. יחס העודף החזוי ליתרת אג"ח סדרה ד' עומד על 0.83. יחסים אלה אינם מכסים לחלוטין את יתרת האג"ח במחזור. בהתאם לנתונים הפיננסיים של החברה, והיות ובידי החברה מקרקעין ועודפים חזויים בפרויקטים אחרים אשר יכולים לשמש לפירעון סדרות האג"ח הללו, מדרגת חברת מידרוג את סדרות ג' ו - ד' בדירוג Baa2.

יחס העודף החזוי ליתרת אג"ח סדרה ב', עומד על 2.24. בהתחשב בהיקף התזרים המגבה ובאיכות הפרויקטים המגבים, מדרגת חברת מידרוג את סדרה ב' בדירוג Baa1.

יחס העודף החזוי ליתרת אג"ח סדרה א', עומד על 1.93. היות ותקופת פירעון האג"ח הנותנת עומדת על שנה וחצי בלבד ובהתחשב בפירעון של מחצית הסדרה, במצב המכירות ובהתנהלות הפרויקט המגבה בראשון לציון, מדרגת חברת מידרוג את סדרה א' בדירוג A3.

נספח 1 – סקירת שווקי הפעילות בחו"ל

מגמות בבנייה למגורים במדינות הפעילות העיקריות	
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 של כ-6% במחירי הדירות החדשות למגורים.	הונגריה
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 אזורים 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 רוויה 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 יחיד 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 השנים 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.	רומניה

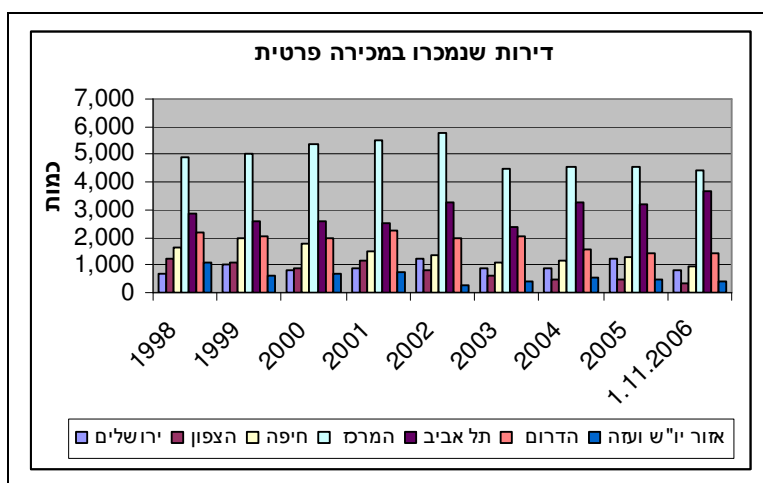
להלן אינדיקטורים כלכליים על מדינות הפעילות העיקריות:

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

נספח 2 – ענף הנדל"ן למגורים בישראל

בענף הנדל"ן למגורים ניתן לראות מגמה מעורבת של צמיחה בביקוש לדירות חדשות ודירות יוקרה באזורי ביקוש יחד עם ירידה בביקוש לדירות באזורי הפריפריה, הצפון והדרום. בחודשים ינואר – נובמבר 2006 חל גידול של 2% במספר הכולל של עסקאות במשק בדירות למגורים, בהשוואה ל- 2005 וגידול של 22% לעומת שנת 2002. משקל הדירות החדשות מסך כלל הדירות עומד על כ-34%, והגידול המרכזי הינו בדירות חדשות בבניה עצמית ובדירות יוקרה באזורים ספציפיים. הנתונים על מכירת דירות חדשות במשק מצביעים על פערים ניכרים בין קבוצות אוכלוסיה ובין אזורים פריפריאליים למרכז, כאשר פערים אלו הולכים ומתעצמים. בחודשים ינואר – נובמבר 2006 חל גידול של 3% במספר הדירות למכירה בסקטור הפרטי. עם זאת, ישנה האטה במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי, שמתרכז בבנייה רוויה בדירות קטנות עד בינוניות באזורים פריפריאליים; בשנת 2006 חלה ירידה של 23% במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי. הגורמים שתורמו להאטה זו היו שיעורי האבטלה הגבוהים בפריפריה, ביטול המענקים בדיוור לזכאי משרד הבינוי והשיכון וכן המלחמה בצפון, אשר האטה בצורה ניכרת את הפעילות ברבעון השלישי של השנה. גם בתחום הביקוש לבנייה נראות מגמות מעורבות, האינדיקטורים המובילים הצביעו על גידול בעסקאות במשק ובמכירות של הסקטור הפרטי, וחלקם הצביעו על המשך מגמת ההאטה בבנייה, במיוחד בפריפריה.

להלן נתונים על ענף הבנייה בישראל:



מקור: נתוני הלמ"ס ומשרד הבינוי והשיכון

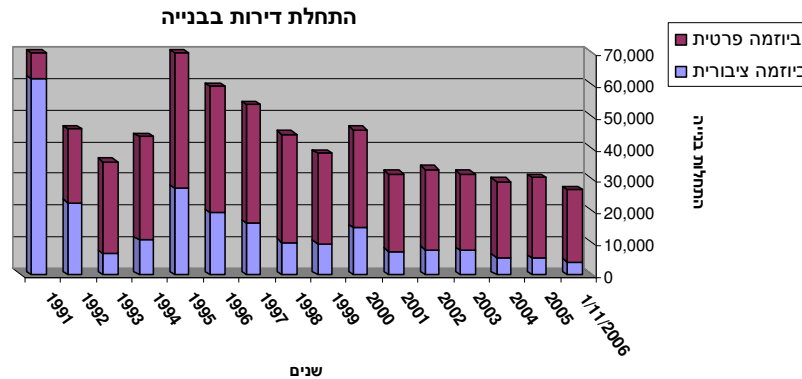
מבנה ענף הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים בארץ מושפע ממספר אינדיקטורים מרכזיים:

א. **ביקוש לדיוור:** מושפע מהיקף העלייה לארץ, שיעור האבטלה, רמת השכר, מענקים לזכאים ברכישת דירות ומענקים לאזורי פיתוח. בשנת 2006 ניכרה ירידה בביקושים, בעיקר באזורי עדיפות לאומית ובקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות מבחינה כלכלית. נראה כי החשש ליציבות כלכלית אישית, הבולטת בעיקר בקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות, רלבנטית במיוחד לדירות מגורים, בשל המחויבות ארוכת הטווח.

ב. **שוק המשכנתאות:** מושפע בעיקר משיעור הריבית במשק. הפחתת הריבית בשנת 2006, בהמשך למגמת ההפחתה בריבית בשנים הקודמות וירידת מחירים כללית בשוק הדירות, הגדילו את הכדאיות היחסית ללקיחת משכנתא לטובת רכישת דירות. בדצמבר 2006 הגיעה הריבית הממוצעת על משכנתאות חופשיות ל-4.9% והריבית לטווח הארוך ל-4.8%. נוסף על כך, שוק המשכנתאות היה מושפע לטובה מיציבות בשיעור האינפלציה אשר מונעת עלית שיעור ההחזר של לוקחי משכנתאות ומירידה של המע"מ מ-16.5% ל-15.5%.

ג. **היצע הדירות:** מלאי הדירות החדשות המוצע למכירה מצוי במגמת ירידה, הן במרכז והן בפריפריה. היקף התחלות הבנייה במשק בשנת 2006 מוערך בכ-30,000 דירות, הממוצע לחמש השנים האחרונות. אך עם זאת, קיימים הבדלים בהיקף ובקצב התחלות הבנייה בין הסקטורים, כאשר בסקטור הפרטי נרשמה ירידה של 3% ב-2006 ואילו בסקטור הציבורי נרשמה ירידה של כ-17%, שהיא חלק ממגמת ירידה חדה שנראית בשנים האחרונות.



ד. **מחירי דירות:** מנתונים של הלמ"ס עולה כי חלה עלייה נומינלית של 1.7% במחירי הדירות בחודשים ינואר – נובמבר 2006, לאחר שלוש שנים של ירידות במחירים. ריאלית, נמשכת ירידת מחירים שהחלה ב-1998. לעומת זו נרשמה מדי שנה, בשלוש השנים האחרונות, עליית מחירים נומינלית של דירות באזור ירושלים, תל אביב והשרון. מסתמן שעלייה זו נובעת גם מרכישת דירות יוקרה באזורים אלו.

שינויים רגולטוריים

ענף הנדל"ן בכלל וענף הבנייה למגורים בפרט, מושפעים מהחלטות רגולטוריות במספר תחומים:

א. **כוח אדם:** הממשלה גיבשה שינוי במדיניות מתן רישיונות להעסקת עובדים זרים ואופן העסקתם, כך שהעסקת עובדים זרים בענף הבניין תותר רק על ידי חברות כוח אדם אשר יחזיקו ברישיון להעסקת עובדים זרים, כאשר כל חברה תורשה להעסיק מספר מוגדר של עובדים זרים. החברה כאמור, תהיה מחויבת בתשלום שכרם של העובדים הזרים וכל הכרוך בהעסקתם. חברה שתבקש להעסיק עובדים זרים תצטרך לפנות לחברות המורשות. מעבר לכך הממשלה החליטה שהחל מספטמבר 2006 תצטמצם מכסת העובדים הזרים בענף הבנייה בהדרגתיות עד לביטולה ב-2010.

ב. **שוק המשכנתאות:** במהלך שנת 2003 בוטלו מענקי הדיור לזכאים. אשר עד ליום הביטול קבלו תוספת סיוע בהלוואות ומענקים מוגדלים באזורי עדיפות לאומית וכמו כן בוטלו המענקים לפי "חוק הנגב", שכלל מענקים מדורגים לפי יישובים. כתוצאה מכך חלה האטה חריפה ברכישת דירות בקרב זכאי משרד הבינוי והשיכון.

ג. **שוק קרקעות:** מרבית הקרקעות בישראל מוחזקות ע"י המדינה והן מופשרות בהתאם לתוכניות פיתוח המקרקעין של המדינה. כמו כן, מזה מספר שנים, המינהל אינו עומד ביעדי המכירות שנקבעו ע"י הממשלה. היעדר היצע מספק יכול לגרום להמשך עליית מחירי קרקעות.

ד. **פינוי-בינוי:** מדיניות פינוי-בינוי (כיום נקראת "התחדשות עירונית") החלה בשנות השישים של המאה הקודמת והוכרזה לראשונה כמדיניות רשמית של משרד השיכון בשנת 1998. השטחים המוכרזים כמתחמי פינוי בינוי הם בדרך כלל שכונות או אזורים דלילים או מדורדרים מבחינה חברתית וכלכלית. בשטחים אלה מבוצעת בדרך כלל הריסת המבנים ובנייה מחדש של שכונה צפופה יותר ובעלת תשתיות משופרות. בשטחים המוכרזים כמתחמי פינוי בינוי, ניתנות תוספות של זכויות בנייה והטבות מיסוי, כגון פטור מהיטל השבחה, פטור ממס שבח, מס מכירה ומס רכישה. כל אלה מעודדים התקשרות בין היזמים לדיירים במתחם. עד כה, על מנת לפנות בניין הייתה דרישת הסכמת 100% מהדיירים, עובדה שהקשתה מאוד על מבצעים אלו. לאחרונה עבר בקריאה שלישית בכנסת "חוק הדייר הסורר", שיאפשר לבצע פרויקטים של פינוי-בינוי בהסכמה של 80% מהדיירים בבתים משותפים בני לפחות 4 דירות.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומן 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 ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות 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, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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 : CREB300108245M

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"). 2008

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו : www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.