



י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2010

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - אנליסט
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
ranq@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A2	דירוג סדרה
-------------------	-----------	------------

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג של סדרות האג"ח ב', ג' ו- כג' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת י.ח דמרי בניה ופיתוח בע"מ (להלן: "דמרי" או "החברה"), מדירוג של A3 לדירוג של A2, ומותירה את אופק הדירוג יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת אג"ח בהיקף של עד 100 מיליון ₪ ע.ג. שיובצע באמצעות הנפקת סדרה חדשה, שפירעונה יחל בין השנים 2012-2014 ויפרס על פני כ- 4-5 תשלומים שווים או באמצעות הרחבת סדרה כ"ג שהנפיקה החברה לראשונה בשנת 2009. תמורת הגיוס מיועדת לפירעון קרן אג"ח, שמועד פירעונה חל במהלך השנה הקרובה, בסכום של כ- 25 מיליון ₪ והיתרה מיועדת לפעילותה השוטפת של החברה.

לצורך הבטחת ייעודה של האג"ח, תפקיד החברה כ- 25 מיליון ₪ מכספי הגיוס בפיקדון ייעודי, שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 או באג"ח מדינת ישראל וזאת - עד למועד השימוש בכספים אלו.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 26.08.2010. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (אלפי ₪):

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים 31.3.2010	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג ליום 31.3.2010	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2008-2012	73,210	מדד	4.15%	64,854	5/2005	1093129	אג"ח ב'
2012-2015	36,558	מדד	6.1%	34,703	02/2008	1109685	אג"ח ג'
2013-2016	83,958	ללא	7.3%	83,958	12/2009	1116623	אג"ח כג'

* אג"ח ב' ו- ג' מוצגים בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג של כ- 27,021 אלפי ₪ וכ- 7,497 אלפי ₪ בהתאמה. האג"ח שנרכשו על ידי החברה וחברות בנות נמחקו מהמסחר.

העלאת דירוג הסדרות נתמך, בין היתר, בשיעורי מכירות גבוהים, הנתמכים בשיעורי רווחיות גולמית הגבוהים מהממוצע בענף לאורך זמן; שיפור ביחסי האיתנות של החברה לאורך זמן; יציבות בהכנסות ושמירה על היקף פעילות גבוה לאורך שנים, המתבטא ביחסי כיסוי טובים בהשוואה לחברות הפועלות בתחום הנדל"ן למגורים בישראל; צבר קרקעות לא משועבדות, התורם לגמישותה הפיננסית של החברה; גמישות פיננסית ונזילות טובה ביחס ללוח הסילוקין, בהתחשב ביתרת המזומן בקופה ותזרים מזומנים עתידי מפרויקטים בביצוע; עלייה בטווח הארוך של היקף פעילות בשל צבר

עתידי ניכר של עתודת קרקעות; יעילות תפעולית בולטת לטובה ביחס למקובל בענף. מנגד, לחברה קיימת חשיפה לשוק הנדל"ן ברומניה וצ'כיה בעקבות השקעה ברכישת מספר קרקעות במדינות אלו; השפעתו הניכרת של בעל השליטה, מר יגאל דמרי על התפתחות החברה עלולה ליצור תלות בכישוריו וניסיונו בתחום ייזום הנדל"ן למגורים.

התפתחויות עיקריות¹

קצב מכירות טוב למרבית הפרויקטים בבניה; בהתאם ליח"ד שנמכרו, הרווחיות הגולמית צפויה להמשיך לבלוט לטובה ביחס לענף; בהתחשב בפרויקטים בבניה ובאלו אשר בנייתם צפויה להתחיל בתקופה הקרובה, פעילות ייזום הבניה למגורים בישראל צפויה להמשיך ולהביא לגידול בהון העצמי של החברה ולייצר הכנסות אשר יתרמו לשירות החוב של החברה;

מועד סיום אכלוס צפוי	שיעור השלמה ללא קרקע ליום 31.03.10	שיעור מכירות ליום 30.06.2010	שיעור מכירות ליום 31.03.10	מס' יח"ד שנמכרו		יח"ד כולל - חלק החברה	מיקום	שם הפרויקט
				11.07.10	31.03.10			
אוגוסט-10	80%	100%	100%	40	40	40	באר שבע	רמות דמרי 2 - ג'
אוגוסט-10	79%	91%	91%	29	29	32	אשקלון	אשקלון רפאלי א'
אוגוסט-10	85%	77%	38%	20	10	26	שדרות	האחזה שלב ג'-ב'
אוגוסט-10	89%	100%	100%	34	34	34	גן יבנה	נאות דמרי פרימיום א'
ספטמבר-10	82%	100%	100%	77	77	77	ראש"ל צ	צמרות דמרי ראש"ל צ
ספטמבר-10	89%	100%	86%	22	19	22	באר שבע	רמות דמרי 2 - ב'
אוקטובר-10	80%	88%	73%	29	24	33	באר שבע	שער לנוי א'
ינואר-11	63%	78%	66%	25	21	32	אשקלון	אשקלון רפאלי ב'
פברואר-11	40%	100%	81%	27	22	27	גן יבנה	נאות דמרי פרימיום ב'
אפריל-11	42%	100%	78%	40	31	40	באר שבע	אביבי דמרי-מי ערד
מאי-11	47%	25%	20%	5	4	20	נתיבות	שערי דמרי-נטעים
מאי-11	62%	100%	57%	7	4	7	באר שבע	שער לנוי ב'
אוקטובר-11	20%	83%	50%	20	12	24	אשקלון	נווה דמרי א' עמיצור
דצמבר-11	41%	53%	41%	27	21	51	נתניה	מגדלי דמרי על הים ב' *
אפריל-12	13%	44%	19%	14	6	32	אשקלון	אשקלון רפאלי ג'
מאי-12	12%	3%	0%	1	0	32	אשקלון	אשקלון רפאלי ד'
יולי-12	5%	0%	0%	0	0	32	אשקלון	אשקלון רפאלי ה'
אוגוסט-12	15%	0%	0%	0	0	32	אשקלון	אשקלון רפאלי ו'
אוקטובר-12	8%	40%	35%	39	34	97	נתניה	טריו א
-	47%	66%	56%	456	388	690	-	סה"כ

* בפרויקט מגדלי דמרי על הים ב' - סך הכנסות הפרויקט מתייחס לחלק החברה בשיעור 70%

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז פעולת הדירוג האחרונה אשר נערכה בדצמבר 2009.

לחברה כ- 11 פרויקטים (בנייתם מחולקת למספר שלבים), בהליכי ביצוע שונים, אשר מרביתם אמורים להסתיים במהלך השנים 2010-2011. צבר ההכנסות התזרימיות שנותר לחברה לקבל מהדירות המכורות בפרויקטים אלו (לפי חוזים תתומים, בנטרול מקדמות), עומד על כ- 135 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מלאי דירות ניכר בגין הפרויקטים הנ"ל אשר צפוי לייצר במהלך השנים הקרובות תזרים מזומנים משמעותי, אשר יש בו כדי להוות מקור לתשלום התחייבויות החברה בטווח הבינוני. כפי שניתן לראות, החברה צופה כי הרווחיות הגולמית תמשיך לבלוט לטובה ביחס למקובל בענף, בעקבות עלויות נמוכות יחסית לרכישת קרקעות ויעילות תפעולית בבניית הפרויקטים.

כמו כן, החברה צפויה להכיר ברווח גולמי משמעותי נוסף, בגין מסירת דירות שנמכרו בפרויקטים שכבר הושלמו וכן בגין מכירת מלאי הדירות גמורות.

צפויה יציבות בהיקף הפעילות וגידול ברווחיות בשנים הקרובות בשל הפרויקטים בתכנון

להלן פירוט בקשר למלאי הקרקעות למגורים של החברה, נכון ליום 31.03.2010, באלפי ₪ לפרויקטים נוספים אשר צפויים להיכנס לביצוע בשנים הקרובות:

שם הפרויקט	מיקום	יח"ד (לפי תב"ע קיימת)	תחילת בנייה צפוי	מועד סיום צפוי
דמרי במגדלי סוקולוב	באר שבע	102	מרץ-10	יולי-13
דמרי במגדלי סוקולוב	באר שבע	102	מרץ-10	יוני-14
מרינה מגרש 14-ב'	אשדוד	6	מאי-06	לא ניתן להעריך
טריו ב	נתניה	97	מרץ-11	ספטמבר-13
טריו ג	נתניה	97	ינואר-13	יולי-15
נאות דמרי פרימיום	גן יבנה	10	דצמבר-11	יולי-13
אשקלון רפאלי	אשקלון	32	מאי-11	פברואר-14
אשקלון רפאלי	אשקלון	32	מאי-11	אפריל-14
אשקלון רפאלי	אשקלון	32	מאי-11	אפריל-14
מע"ר שלב א'	אשדוד	53	אוגוסט-10	ספטמבר-13
מע"ר שלב א'	אשדוד	53	אוגוסט-10	נובמבר-14
נווה חורש	נתניה	67	נובמבר-10	לא ניתן להעריך
סבינוי הפארק	נתניה	4	אוגוסט-10	אוקטובר-11
עמיצור אשקלון	אשקלון	26	יולי-10	מאי-12
עמיצור אשקלון	אשקלון	26	יולי-10	מאי-12
עמיצור אשקלון	אשקלון	26	אפריל-11	פברואר-13
עמיצור אשקלון	אשקלון	26	אפריל-11	פברואר-13
נווה נוי ב"ש-שער לנוי *	באר שבע	0	דצמבר-10	דצמבר-11
עיר ימים מגרש 1003	נתניה	75	יוני-10	מרץ-13
עיר ימים מגרש 1003	נתניה	70	נובמבר-10	אוגוסט-13
עיר ימים מגרש 1003	נתניה	70	יוני-11	לא ניתן להעריך
לב אשקלון סיטי	אשקלון	74	לא ניתן להעריך	לא ניתן להעריך
לב אשקלון סיטי	אשקלון	74	לא ניתן להעריך	לא ניתן להעריך
סיטי מגרש 2	אשדוד	60	לא ידוע	לא ניתן להעריך
סה"כ	-	1,214	-	-

* החברה פועלת לאישור שינוי תב"ע לתוספת 6 יח"ד



המשך גידול במצבת המקרקעין של החברה; כניסה לפרויקטים הפונים לפלח אוכלוסיה שונה מהפרויקטים הקיימים בחברה באמצעות רכישת קרקעות בתל אביב וירושלים

להלן פירוט לגבי עתודות קרקע לפרויקטים עתידיים, אשר טרם נקבע מועד תחילת בנייתם, בחלוקה לקרקעות בבעלות החברה עד לתאריך המאזן (31.03.10) וקרקעות שנרכשו לאחר מכן:

שם הפרויקט	מיקום	יח"ד (לפי תב"ע קיימת)
מע"ר	אשדוד	470
קריית מנחם	נתיבות	60
יח"ד צפון באשדוד	אשדוד	40
מודיעין ציפור	מודיעין	114
נווה נוי	נתיבות	78
מגדלי דמרי על הים	נתניה	174
דמרי על הים - קומביניציה	נתניה	98
מרינה אשדוד	אשדוד	ל"ר
עיר ימים מגרש 1001	נתניה	107
אגמים	נתניה	107
נחלת בנימין	תל אביב	ל"ר
נווה החורש	נתיבות	30
קריית מנחם	נתיבות	60
רחוב האורגים	באר שבע	ל"ר
סה"כ ליום 31.03.10	-	1,338
קרקעות שנרכשו לאחר 31.03.2010		
שכונת ממילא ירושלים	ירושלים	78
סה"כ למועד דוח הדירוג	-	1,416

החברה פועלת להמשך הגדלת עתודות הקרקע שברשותה, כחלק מהאסטרטגיה העסקית של החברה להבטחת שמירה על היציבות העתידית בנפח הפעילות. להערכת החברה, לאור רמת מחירי הרכישה של הקרקעות והצפי לביקוש באזורים המפורטים, החברה תוכל לשמור על רמת רווחיות דומה לזו שהושגה על ידי החברה בשנים האחרונות. יצוין, כי הפרויקטים בנחלת בנימין ושכונת ממילא בירושלים הינם בעלי מאפיינים שונים מאלו אשר החברה נהגה לבנות בעבר בשל המיקום ופולחן הלקוחות הצפוי.

חשיפת החברה לשוק הנדל"ן ברומניה וצ'כיה

לחברה מספר קרקעות ברומניה וצ'כיה, בשווי כולל בספרים של כ-163 מיליון ₪, לבניית כ-5,055 יח"ד וכ-80 אלף מ"ר שטחי מסחר. אולם, לאור אי הוודאות לגבי רמת הביקושים השוררת במדינות הנ"ל ולאור התאוששותן האיטית מהמשבר הפיננסי האחרון, החברה לא צופה את תחילת הפיתוח



של הפרויקטים האמורים בתקופה הקרובה. יצוין, כי לחברה התחייבויות למוסדות פיננסיים, חלקם מובטחות בשעבוד קבוע על הקרקע (Non-Recourse), בהיקף של כ- 70 מיליון ש"ח.

כוונה לפיתוח של זרוע מניבה עתידית בחברה; בשל היותם של הפרויקטים המרכזיים בשלבי פיתוח, פעילות זו טרם מייצרת הכנסות משמעותיות ומגלמת סיכון יזמי מסוים, אשר קטן לאור אסטרטגיית החברה לבצע פיתוח מדורג, הכפוף להשכרת חלק ניכר מהשטחים מראש

למרות שבשלב זה הכנסות החברה מדמי שכירות אינן מהותיות ביחס להיקף פעילות החברה, כחלק מאסטרטגיית הפיתוח העתידי של החברה, בכוונתה לפתח זרוע מניבה על מנת להקטין את החשיפה לתנודתיות, הנובעת מפעילות הייזום למגורים ולהגדיל את הגיוון במקורות ההכנסה, אולם עד להשלמת הפיתוח ואכלוס הנכסים הנ"ל, הפעילות כוללת מרכיב יזמי מסוים. כך למשל, רק כ- 42 מיליון ש"ח מתוך סך של 162 מיליון ש"ח נדל"ן להשקעה בספרים ליום 31.03.10, מיוחס לנכסים אשר כבר מניבים והיתרה מיוחסת לקרקעות ולנכסים. בנוסף, החברה רכשה קרקעות נוספות אשר צפויות לשמש לבניית נכסים מניבים בעתיד, לאחר תאריך המאזן. אולם, לאור אסטרטגיית החברה לפתח את הנכסים הנ"ל בצורה מדורגת ורק בכפוף להשכרת חלק ניכר מהשטחים מראש, לפני תחילת הבנייה, הסיכון היזמי הגלום בפרויקטים הנ"ל הינו נמוך יותר. בנוסף, יצוין כי החברה רושמת את נכסי הנדל"ן להשקעה בספריה לפי עלות רכישתם/הקמתם ולא לפי שוויים ההוגן, כך שיתכן שנכסים אלה מגלמים שווי כלכלי גבוה מזה המוצג בספרים.

י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.03.10 (אלפי ₪) :

31.12.2008	31.03.2009	31.12.2009	31.03.2010	פרופורמה גיוס	אלפי ₪
491,028	73,746	490,047	86,447		הכנסות ממכירת דירות ומבנים מסחריים
2,381	521	4,647	1,239		הכנסות מהשכרת דירות ומבנים מסחריים
18,799	4,954	19,222	5,919		הכנסות ממתן שירותי כ"א
512,208	79,221	513,916	93,605		הכנסות
381,080	56,728	364,130	65,248		עלות הכנסות
131,128	22,493	149,786	28,357		רווח גולמי
25.6%	28.4%	29.1%	30.3%		% רווח גולמי
99,105	16,384	117,024	20,586		EBITDA
25,282	547	8,321	3,980		הוצאות מימון - נטו
52,292	9,826	72,616	11,170		רווח נקי
674,009	661,424	686,302	766,534	841,896	חוב פיננסי
69,689	54,003	93,654	59,921	59,921	יתרת נזילות
604,320	607,421	592,648	706,613	781,975	חוב פיננסי נטו
991,266	978,775	1,095,043	1,164,318	1,239,680	CAP
921,577	924,772	1,001,389	1,104,397	1,179,759	CAP נטו
317,257	317,351	408,741	397,784	397,784	הון עצמי
1,457,729	1,460,425	1,505,491	1,624,742	1,700,104	סך מאזן
1,125,333	1,136,586	1,231,176	1,351,357	1,426,719	סך מאזן בינתיבי מקדמות מלקוחות
68.0%	67.6%	62.7%	65.8%	67.9%	חוב פיננסי / CAP
65.6%	65.7%	59.2%	64.0%	66.3%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
21.8%	21.7%	27.2%	24.5%	23.4%	הון עצמי לסך מאזן
28.2%	27.9%	33.2%	29.4%	27.9%	הון עצמי למאזן בינתיבי מקדמות מלקוחות
74,137	7,916	84,066	7,115		תזרים לפני שינויים בהון החוזר - FFO
9.1	20.9	8.2	26.9		חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
8.2	19.2	7.0	24.8		חוב פיננסי נטו ל-FFO
6.1	9.3	5.1	8.6		חוב פיננסי נטו ל-EBITDA
3.9	30.0	14.1	5.2		EBITDA להוצאות מימון, נטו

* לצורך חישוב יתרת הנזילות בעמודת הפרופורמה, לא נלקחו בחשבון עודפי נזילות מההנפקה עצמה וכן לא נלקחו תחשיבי החברה לגידול בהון העצמי, בעקבות מסירת יח"ד ומימוש מספר קרקעות. מנגד, הפרופורמה לוקחת בחשבון הגדלת החוב הפיננסי בכ- 75 מיליון ₪.

יחסי איתנות סבירים לדירוג החברה; צפי לשמירה על קצב השיפור ביחסי האיתנות בטווח הבינוני-ארוך גם לאחר הגיוס

בשנים האחרונות, יחסי האיתנות של החברה השתפרו כתוצאה מגידול משמעותי בהונה העצמי של החברה, הנובע מרווחיות החברה. למרות שמגמה זו אינה משתקפת בתוצאות החברה לרבעון הראשון לשנת 2010, בהתבסס על נתוני החברה בדבר הפרויקטים בביצוע והפרויקטים העתידיים ובשל ההכרה בהכנסה הצפויה ממכירות בשנים הקרובות (ראה לעיל), נראה כי הרבעון הראשון אינו מייצג את המגמה הצפויה לשנת 2010 וכי ההון העצמי צפוי להמשיך ולגדול. כמו כן, יחסי האיתנות



לרבעון הראשון מוטים לרעה, בגין ההתחייבות לחלוקת דיבידנד בגין רווחי שנת 2009 בגובה של כ- 24 מיליון ₪ ברבעון זה (החברה לא צופה חלוקה נוספת בשנת 2010). לפיכך, החברה צופה כי גם לאחר הגיוס, בטווח הבינוני-ארוך, יחסי האיתנות בפועל ישתפרו, כך שיחס ההון העצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות צפוי לעמוד על 32%-36%.

יחסי כיסוי בולטים לטובה ביחס לדירוג החברה, כתוצאה מ- FFO משמעותי ויציב לאורך מספר שנים; צפי ליציבות ביחסי הכיסוי בטווח הבינוני ארוך

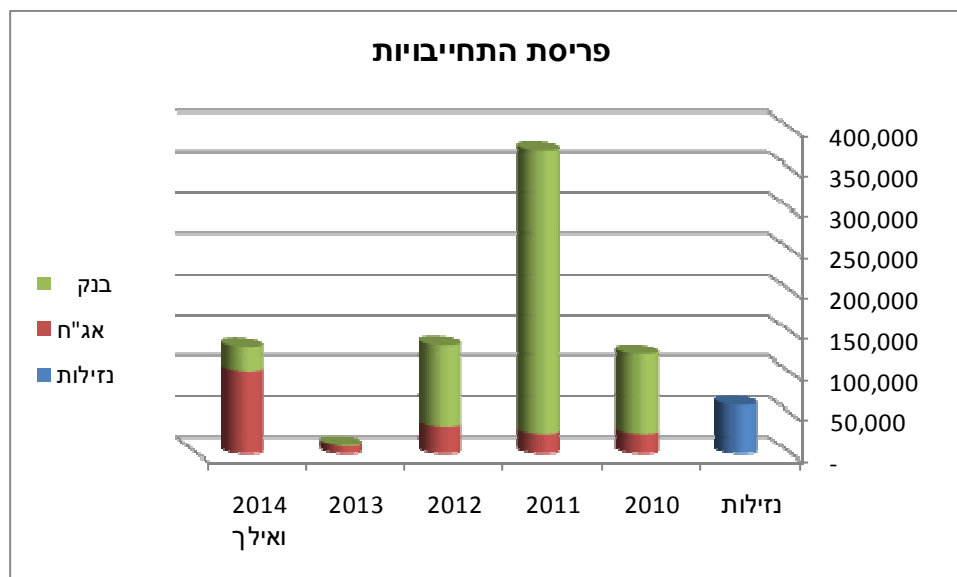
ברבעון הראשון של שנת 2010 יצרה החברה תזרים FFO בסך של כ- 7 מיליון ₪ בלבד, המגלם סך של כ- 28 מיליון ₪ במונחים שנתיים, לעומת סכום של כ- 84 מיליון ₪ בשנת 2009. עם זאת, עקב פערי עיתוי בהכרה בהכנסה אשר נדחית למועד המסירה, בהתאם לתקינה הבינלאומית ולאור הצפי להכרה בהכנסה בהתאם למפורט לעיל, ה- FFO השנתי המייצג צפוי לשקף רמה דומה לזו שהחברה הציגה בשנים קודמות. יחסי הכיסוי של החברה, הן במונחי FFO והן במונחי EBITDA, בולטים לטובה ביחס לרמת דירוגה וביחס לענף לכל אורך השנים האחרונות. מידרוג צופה כי, למרות שיחסי כיסוי אלו צפויים להישמר בשנה הקרובה, בשנת 2011 עלולה לחול ירידה ביחסי הכיסוי לאור ירידה במספר יח"ד שהחברה צפויה למסור. אולם, בהתאם לנתוני החברה, מדובר בירידה חד פעמית בגין האטת הבנייה במשבר הפיננסי בסוף שנת 2008 וכי בהתאם לצבר הפרויקטים ומלאי הקרקעות של החברה, נפח הפעילות צפוי לעלות בטווח הארוך. כמו כן, החברה בוחנת מימוש מספר קרקעות בבעלותה אשר צפוי לתרום ליחסי הכיסוי בעתיד, לאור עליית המחירים בתקופה האחרונה.

נזילות סבירה וגמישות פיננסית טובה ביחס ללוח הסילוקין של החברה; לחברה נכסים לא משועבדים בשווי של כ- 108 מיליון ₪ נכון ליום 31.03.2010

נכון ליום 31.03.2010, לחברה יתרת נזילות של כ- 59 מיליון ₪ (בנטרול מזומנים מוגבלים) כאשר בהתאם ללוח הסילוקין של ההתחייבויות הפיננסיות, החברה צפויה לפרוע כ- 122 מיליון ₪ בשנת 2010 וכ- 372 מיליון ₪ בשנת 2011. החברה מעריכה כי תמחזר את עיקר החוב העומד בגין קרקעות, מסגרות אשראי שוטפות וכן שהלוואות בגין ליווי בניה בפרויקטים יפרעו בהתאם לקצב קבלת מקדמות מרוכשים. לפיכך, הפירעון בפועל יהיה נמוך משמעותית מלוח הסילוקין. יצוין כי לוח הסילוקין כולל פירעון שנתי של כ- 25 מיליון ₪ המיוחס לפירעון אג"ח.

החברה מתכוונת לשרת את ההתחייבויות האמורות, בין היתר, מיתרת הנזילות של החברה ומפעילותה השוטפת אשר כאמור, צפויה לייצר FFO חיובי משמעותי בשנים הקרובות, כמו גם מכירת קרקעות אפשריות. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית טובה ביחס ללוח הסילוקין המתבטאת בערכם בספרים של הנכסים הלא משועבדים, בסך של כ- 108 מיליון ₪ ליום 31.03.2010 (הסכום הנ"ל אינו

כולל קרקעות בחו"ל ומלאי דירות גמורות). בנוסף, מכיוון שהנכסים הנ"ל רשומים בספרים לפי מחיר עלות, יתכן ששוויים הכלכלי של סך הנכסים הלא משועבדים אף גבוה יותר.



* כולל הלוואות בגין קרקעות אשר מועד פירעוןן צפוי להדחות בשל הפיכתם להלוואות ליווי פרויקטים

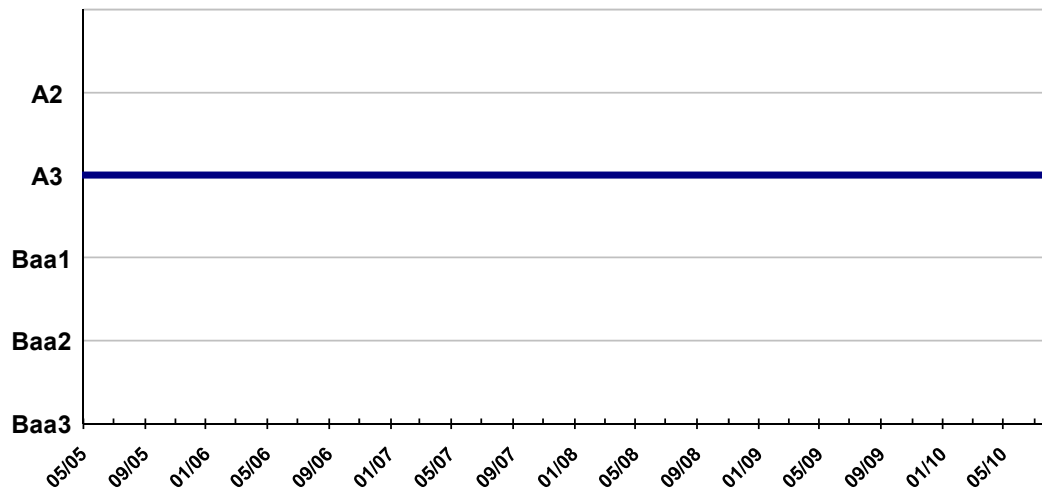
אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בפרמטרים פיננסיים עיקריים, בהם יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירות דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה
- קיטון משמעותי בנזילות החברה וגמישותה הפיננסית
- ירידה מהותית ביחס הון למאזן
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית
- עליה בסיכון העסקי עקב מדיניות השקעות לא שמרנית, לרבות רכישות שאינן בתחומי הליבה של החברה



פרופיל החברה

10

חברת י.ח דמרי בנייה ופיתוח בע"מ (להלן: "דמרי" ו/או "החברה") פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בעיקר בתחום הייזום, פיתוח, תכנון, הקמה ושיווק של יחידות דיור בארץ. החברה התאגדה כחברה פרטית בשנת 1989 ובחודש מאי 2004 הונפקו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נמצאת בשליטה מר יגאל דמרי, באמצעות חברות שבאחזקתו.

על בעלי מניותיה העיקריים של החברה נמנה מר יגאל דמרי, המחזיק בכ- 73.88% מהון מניותיה.

מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן – דוח מתודולוגי](#) – אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.