



ישרס חברה להשקעות בע"מ

דו"ח מעקב שנתי נובמבר 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט בכיר
amira@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

ישרס חברה להשקעות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על הוצאת חברת ישרס חברה להשקעות בע"מ (להלן: "ישרס", "החברה") מרשימת מעקב ומאשרת הותרת דירוג סדרות החוב בדירוג A3, תוך הצבת אופק הדירוג על שלילי.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו*:

שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים, כולל הצמדה, אלפי ₪ 30/6/2009	הצמדה	ריבית שנתית	יתרת ע.ג אלפי ₪ 30/6/2009	מועד הנפקה ראשון	מס' ני"ע	סדרה
2007-2010	116,691	מדד	3.00%	103,173	31.7.2001	6130058	סדרה ד'
2011-2014	299,655	מדד	4.35%	284,192	30.5.2005	6130082	סדרה ה'
	416,346			387,365			

* מתוך סדרה ד'/אגרות חוב בסך של 7,419 אלפי ₪ ע.ג. מוחזקות על ידי החברה. מתוך סדרה ה'/אגרות חוב בסך של 160,660 אלפי ₪ ע.ג. מוחזקות על ידי החברה.

** בתאריך 20.07.2009 פרעה החברה 50% מיתרת הערך הנקוב של סדרה ד' (סך של כ-51.5 מיליון ₪ ע.ג.).

על אף היציבות בפעילותה של חברת ישרס בסולו מורחב¹, עלולה רכישתה של חברת אוסיף השקעות בע"מ (להלן: "אוסיף"), להשליך על מצבה ופעילותה של החברה ועל סיכוני האשראי של החברה רוכשת - ישרס. נכון למועד דו"ח מעקב זה, השקיעה החברה סך של 135 מיליון ₪ ברכישתה של חברת אוסיף. במסגרת זו, במידה והחברה תפעל לתמיכה בפירעונות של אוסיף, תוך פגיעה בסיכוני האשראי שלה, קיימת סבירות כי דירוגה של החברה ייפגע.

בין השיקולים העיקריים להותרת הדירוג על כנו ניתן למנות את השיפור בהכנסות נכסי הנדל"ן המניב, המהווים גורם תומך ביציבות תזרים החברה; רמת נזילות סבירה, הנתמכת בהיקף מצומצם, יחסית, של אגרות חוב ברמת הסולו המורחב ופריסה נוחה של לוח הסילוקין; יחסי איתנות טובים ברמת הסולו המורחב של חברת ישרס, העומדים על כ-36% הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן; היקף ההשקעה ברכישת אוסיף (135 מיליון ₪) ומבנה מימון העסקה, אינו מהווה הרעה משמעותית במבנה הפיננסי של החברה ואין בו כדי להעיק על תזרים החברה, בהתאם לנתוני הפיננסיים; יש לציין כי במסגרת הותרת הדירוג הנוכחי, נשקלה החלופה לפיה לפחות חלק מהשקעת ישרס באוסיף תימחק.

בין השיקולים לאופק השלילי ניתן למנות, בין היתר, את חוסר הבהירות הקיים באשר לרמת תמיכת ישרס באוסיף, על מנת שזו תעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות. במסגרת אפיקי התמיכה האפשריים, יש לציין חלופות כגון רכישה מאוסיף של חברת עוגן ו/או נכסים אחרים, הלוואות בעלים, מתן ערבויות או הזרמת הון אחר, אשר עלולות לפגוע במיציבה הפיננסי של ישרס, ברמת הסולו המורחב. בנוסף יש לציין את הצורך בייצוב פעילותה של חברת ארנסון והבראתה, לאור הפסדיה המתמשכים, אשר עלול ליצור צורך בתמיכה נוספת. לתרחישים אלו עלולה להיות השפעה שלילית נוספת על דירוג החברה ולהוביל להורדת הדירוג.

נציין כי על בסיס לוח הסילוקין הקיים להתחייבויות של אוסיף ביוני 2010, מתוכנן פירעון בסך של למעלה מ-300 מיליון ₪ (קרן בתוספת ריבית).

¹ כל פעילות ישרס כולל חברות בנות בניטרול אוסיף.



מידרוג

גם במידה שחברת אוסיף תיצלח את עומס הפרעונות החל עליה, ללא התערבות של ישרס, אנו מצפים לחיזוק זרוע הנדל"ן המניב של הקבוצה ולהקטנת פעילויות בעלות אופי יזמי בסיכון גבוה - כגון השקעתה של אוסיף בקרקעות בפרברי מוסקבה, רוסיה, פעילותה היזמית ברומניה ולייצוב ושיפור ניכרים במצבה של חברת הבת - ארנסון, בטרם ישוב וישתנה אופק הדירוג הקיים.

התפתחויות עיקריות²

רכישת חברת אוסיף הכניסה את החברה לתחומי פעילות חדשים, המגדילים את גורמי הסיכון ואת חשיפתה ועולמים להשליך על דירוגה.

במהלך חודש אוקטובר 2008 זכתה החברה בתהליך התמחרות, לרכישת 63.79% מהון המניות המונפק והנפרע של חברת אוסיף השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אוסיף"), בתמורה לסך של כ- 135 מיליון ש. החברה השלימה את הרכישה במהלך חודש דצמבר, לאחר אישור ההליך על ידי בית המשפט המחוזי. אוסיף הינה חברה ציבורית, אשר ניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב. קבוצת אוסיף עוסקת בשלושה תחומי פעילות:

- הקמה וייזום של נדל"ן למגורים, באמצעותה ובאמצעות חברות בנות.
- הקמה, ייזום והשכרה של נדל"ן מניב, בעיקר באמצעות חברת עוגן נדל"ן מניב בע"מ³ (להלן: "עוגן").
- תשתיות בנייה - באמצעות א. ארנסון בע"מ.

בנוסף, לאוסיף השקעות בחברות מאוחדות וכלולות, העוסקות בהשקעות בנדל"ן במזרח אירופה⁴. נכון למועד דו"ח מעקב זה, מחזיקה החברה בכ- 66.27% מהונה העצמי של אוסיף. בדו"חות הכספיים לתאריך 31.12.2008, איחדה החברה לראשונה את מאזנה של אוסיף. החל מהרבעון הראשון של שנת 2009, מאוחדות תוצאות אוסיף גם בדו"ח הרווח וההפסד המאוחד של החברה.

התפתחויות נוספות לאחר עסקת אוסיף -

לאחר שבחודש מאי 2009 הודיעה אוסיף כי לא תוכל לפרוע במועד את תשלום קרן אגרות חוב (סדרה ד') לחודש יוני, הגיעה החברה להסדר עם מחזיקי אגרות החוב. במסגרת ההסדר יועבר תשלום של 50% מיתרת החוב, לא יאוחר מתאריך 20.12.2009 ויתרת החוב תישא ריבית נומינלית, בשיעור של 1% לחודש, עד לפירעונה. במטרה לעמוד בתשלומי ההסדר, סיכמה אוסיף על מכירת זכויותיה בפרויקט התפלת מיים באזור קיבוץ פלמחים, לחברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ. במסגרת העסקה הכוללת, תעביר חברת אוסיף את חלקה בזכויות מתקן ההתפלה, בתמורה לסך של כ- 54 מיליון ש. במקביל, תרכוש חברת הבת של אוסיף, עוגן נדל"ן בע"מ (להלן: "עוגן"), 50% מחלקה של חברת גרנית הכרמל השקעות בנכס נדל"ן מניב⁵, המצוי בבעלות משותפת של שתי החברות, כך שלאחר הרכישה, תחזיק עוגן 100% מן הנכס בבעלותה. תמורת חלקה של גרנית בנכס, תשלם עוגן סך כולל של כ- 47.5 מיליון ש,

² הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מחודש ינואר 2008.

³ עוגן נדל"ן הינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב ומוחזקת בעקיפין על ידי חברת אוסיף, בשיעור של 85%.

⁴ באמצעות החברה הציבורית, אוסיף מזרח אירופה בע"מ.

⁵ נכס הנדל"ן המניב, "פארק סיביל", כולל חמישה בנייני משרדים בשטח כולל של כ- 40 אלף מ"ר, באזור התעשייה אפק, ראש העין.



מידרוג

בתוספת מע"מ. יש לציין כי במסגרת המהלך, תשלם חברת עוגן עבור הנכס מיתרות המזומנים העומדות לרשותה, בעוד שתמורת פרויקט ההתפלה תועבר לזכות חברת אוסיף. כתוצאה מכך צפויה חברת אוסיף לתזרים חיובי, בסך של כ - 54 מיליוני ₪, בתוספת סכום של 30 מיליון ₪ נוספים אשר ישתחררו מכספי פיקדון שהועברו על ידי אוסיף ושימשו כערבות ביצוע לחלקה בפרויקט.

לאור האפשרות כי קיימת האפשרות לחברת ישרס לתמוך באמצעים כאלה ואחרים⁶ באוסיף ובנטל החוב הקיים, בוחנת מידרוג את נתוניהם המאוחדים של החברות ישרס - אוסיף ואת פעילותן של כלל החברות בקבוצה. בכל מקום בו מדובר על פעילות בתוך חברת אוסיף, תצוין החברה בה ארעה הפעילות.

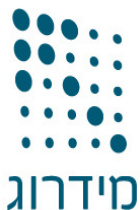
במהלך תקופת הדו"ח קידמה החברה מספר פרויקטים יזמיים חדשים, הן בתחום המגורים והן בתחום המשרדים והמסחר. בין הפרויקטים העיקריים שקידמה החברה - פרויקט המשרדים ובית החולים ברמת החייל, שכונת המגורים הנבנית בשיתוף חברת גבי ים בחיפה ואחוזת חן ברמת גן.

- פרויקט רמת החייל - למועד הדו"ח, לחברת עוגן 3 מבנים בני 7 קומות, בשטח כולל של כ - 22 אלף מ"ר עילי וכ - 30 אלף מ"ר תת קרקעי, בפרויקט רמת החייל, המושכרים בעיקר לחברות טכנולוגיה. בנוסף, בנתה החברה בפרויקט בית חולים אישפוזי וכן מרכז רפואי בן 13 קומות, אשר יועד עבור אסותא מרכזים רפואיים בע"מ. במהלך חודש מאי, לאחר קבלת טופס אכלוס לבית החולים, מסרה חברת עוגן את בית החולים לידי חברת אסותא ובמקביל מכרה לידיה את הנכס, ביחד עם הקרקע הסמוכה, המיועדת לבניית המרכז הרפואי, בתמורה לסך של כ - 892 מיליון ₪. בעקבות המכירה רשמה עוגן רווח, לפני מס, של כ - 149 מיליון ₪.
- פרויקט שכונת המגורים בכרמל - חברה, בבעלות משותפת של אוסיף ושל חברת גבי ים לקרקעות בע"מ, מחזיקה בקרקע עליה תב"ע להקמתם של 18 מגדלי מגורים, בהיקף כולל של כ - 1,060 יחידות דיור, בשטח עיקרי של כ - 124 אלף מ"ר ומרכז מסחרי בשטח עיקר של כ - 5 אלף מ"ר. במהלך התקופה הגישה החברה המשותפת בקשה להיתר לבנין הראשון בפרויקט, אשר עתיד לכלול 52 יחידות דיור וכן לעבודות פיתוח וסלילה.
- אחוזת חן - לאחר עיכוב, עקב קושי פיננסי פולשים למגרש בבעלות החברה בשטח של כ - 2,106 מ"ר ברמת גן, קיבלה החברה בחודש דצמבר 2008 היתר בניה ל - 28 יחידות דיור למגורים. החברה החלה בהקמתו ושיווקו של הפרויקט.

אירועים נוספים

- במהלך חודש פברואר 2008 רכשה חברה בת של אוסיף 10 חלקות מקרקעין, בשטח כולל של כ - 876 דונם הממוקמים בפרברי מוסקבה, רוסיה. כשנה לאחר מכן ולאור בעייתיות אשר התעוררה במסגרת העסקה, התקשרו החברות במערכת הסכמים חדשה. על פי הסכמים אלו, נרכשה הקרקע בתמורה לסך של 30 מיליון דולר והתמורה בגין רכישה זו הועברה לאחר רישום המקרקעין על שם הרוכשת. נכון לתאריך 30.06.2009, עומד שווי הקרקע בספרי החברה על סך של כ - 120 מיליוני ₪, ללא הלוואה ו/או התחייבויות נוספות בגין נכס זה.
- במהלך התקופה מכרה החברה קרקעות, בין היתר בטירת יהודה, באר שבע ובעורף נמל אשדוד. סך המכירות הסתכמו בכ - 148 מיליון ₪ וכתוצאה ממכירות אלו רשמה החברה רווח, לפני מס, בסך כולל של כ - 43.5 מיליון ₪. העדר חוב על קרקעות אלו חיזק את תזרים החברה במהלך התקופה.

⁶ במסגרת האפשרויות לתמיכה נכללות הן העברת כספים ישירה והן רכישת נכסי אוסיף על ידי ישרס.



- חילוקי דעות בין החברה ובין קבוצת י.מ.ק.א גרמו להגשת תביעות הדדיות בין הצדדים. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2009, החליטו הצדדים להפעיל את מנגנון הבוררות הקבוע לעניין זה בהסכם ביניהם ובתאריך 27.9.2009 חתמו על הסדר דיוני, המאפשר באופן מיידי את המשך העבודות בפרויקט וזאת במקביל לדיונים המתקיימים בבוררות. להערכתנו, על אף שמדובר בפרויקט יזמי משמעותי של החברה, אין בעיכוב הפרויקט סכנה מהותית ליציבותה התזרימית של החברה, או השפעה על עמידה בהתחייבויותיה הפיננסיות.
- במהלך שנת 2008 חילקה החברה דיבידנדים בסך כולל של כ- 42 מיליון ₪, המהווים כמחצית מהרווח הנקי לשנת 2008. במהלך חודש ספטמבר 2008 עדכנה החברה את מדיניות חלוקת הדיבידנד. במסגרת המדיניות החדשה, תשאף החברה לחלק דיבידנד בשיעור של לפחות 25% מהרווח השנתי הנקי של החברה במאוחד, בכפוף לבחינת יכולתה, על פי תזרים המזומנים של החברה.

התפתחות התוצאות הכספיות

נכון לתאריך 30.06.2009 מחזיקה החברה, באמצעות קבוצת ישרס ובאמצעות קבוצת אוסיף, בנכסים בשטח כולל של כ- 409 אלף מ"ר ובשווי כולל של כ- 2.07 מיליארד ₪. נכסים אלו הניבו לחברה תשואה בשיעור של כ- 7.5% (ברוטו), במהלך החציון הראשון של שנת 2009. לחברה מספר פרויקטים מצומצמים של ייזום למגורים ושני פרויקטים עיקריים של ייזום למשרדים. קבוצת ישרס מבססת את פעילותה על נכסי נדל"ן מניב וחשיפתה בגין הפרויקטים היזמיים קטנה יחסית.

איחוד דוחותיהם הכספיים של ישרס ושל אוסיף, מקשה על ניתוח מגמות פיננסיות. ניתוח של נתוני הסולו של חברת ישרס מראה כי נכסי הנדל"ן המניב של קבוצת ישרס שומרים על יציבות בשיעורי התפוסה, בהיקף ההכנסות ובשווי השוק. סקירת הפרויקטים היזמיים של קבוצת ישרס מראה כי קצב המכירות, בחלק מן הפרויקטים, אינו משביע רצון ואולם יש להדגיש כי היקף הפרויקטים היזמיים של החברה אינו בעל משמעות מהותית לפעילות החברה וכי זרוע הנדל"ן המניב של החברה תומכת במרבית פעילותה השוטפת. להערכתנו, לחברה אמצעים מספקים לפירעון סדרות האג"ח הקיימות, במידה והפרויקטים המוזכרים לעיל ייקלעו לקשיים ויצריכו את תמיכתה התזרימית של החברה.

נדל"ן מניב - קבוצת אוסיף וקבוצת ישרס, לתאריך 30.06.2009, אלפי ₪

סוג הנכס	תת קבוצה	שטח מולל במ"ר	אחוז מסך השטח	שווי הגון			הכנסות משכ"ד					
				30.06.2009	31.12.2008	31.12.2007	30.06.2009	31.12.2008	31.12.2007			
פארקים טכנולוגיים	קבוצת ישרס	88,814	22%	521,415	516,000	536,000	62%	69%	69%	29,067	40,448	20,282
מבני תעשייה, מלאכה ואחסנה	קבוצת ישרס	72,935	18%	238,305	237,203	222,203	84%	88%	88%	15,227	16,193	8,169
שטחים מסחריים	קבוצת אוסיף	139,940	34%	509,595	495,664	514,199	94%	93%	87%	34,913	35,157	20,335
	קבוצת ישרס	26,419	6%	318,551	300,320	296,240	79%	77%	77%	18,867	20,562	10,158
שטחי משרדים	קבוצת אוסיף	22,188	5%	78,925	159,730	159,947	100%	78%	86%	6,314	9,097	5,063
	קבוצת ישרס	6,012	1%	40,670	43,530	40,580	88%	94%	94%	3,214	3,779	1,935
חניון	קבוצת ישרס	22,709	6%	371,280	279,000	271,579	100%	100%	87%	29,820	23,971	10,516
	קבוצת אוסיף	10,600	3%	24,245	23,326	23,326	100%	100%	100%	3,303	3,243	1,538
סיכום קבוצתי	קבוצת ישרס	19,701	5%	-	-	6,500	0%	100%	100%	-	-	20
	קבוצת אוסיף	204,780	50%	1,143,186	1,120,379	1,118,349	83%	86%	86%	69,678	84,225	42,082
	קבוצת אוסיף	204,538	50%	959,800	934,394	952,225	98%	93%	91%	71,047	68,225	35,934
סה"כ		409,318	100%	2,102,986	2,054,773	2,070,574	88%	89%	88%	140,725	152,450	78,016



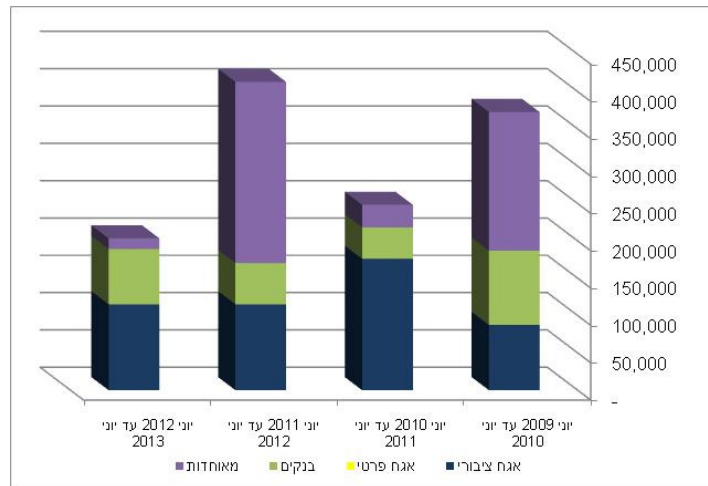
מידרוג

לקבוצת אוסיף, נכון למועד דו"ח הדירוג, ארבעה פרויקטי ייזום למגורים בלבד. ארבעת הפרויקטים ממוקמים בתל אביב, רמת גן והרצליה. החברה ספגה הפסדים ניכרים בפרויקט היוקרה "פארק צמרת", ביגו רשמה הפסדים בהיקף של כ- 48 מיליון ₪. שיפור במכירות בפרויקט זה ועליית מחירים הדרגתית, עתידה להחזיר חלק מהפסדים אלו. להערכת החברה, היקף ההפסד בפרויקט "צמרת" יעמוד על כ- 26 מיליון ₪ בלבד. להערכת מידרוג, אין בפרויקטים במצבם הנוכחי, להוות נקודת סיכון משמעותית לפעילות הקבוצה, אולם השילוב של הפסדים בפרויקטי היוקרה ואובדן התזרים אשר היה צפוי מפרויקטים אלו, גרמו בחלקם, לאי יכולתה של החברה לעמוד בפירעונות אגרות החוב הקיימות של חברת אוסיף.

ייזום למגורים - קבוצת אוסיף וקבוצת ישרם, לתאריך 30.06.2009, אלפי ₪

שם הפרויקט	מיקום	מס' יחידות	מחיר מכירה ממוצע 30.6.2009	שיעור מכירות 30.06.09	שיעור השקעה 30.06.09 ללא קרקע	רווח חזוי 30.06.09	שיעור רווח חזוי 30.06.09	רווח שנוקף ברווח והפסד ליום 30.06.09	רווח חזוי נותר
פרוייקטים שהוחל בשיווקם: (ישרם)									
ימק"א בניין C	ירושלים	62	3,338	81%	100%	70,622	31%	8,689	61,933
ימק"א בניינים B3 B4	ירושלים	39	4,499	41%	56%	70,000	39%	-	70,000
נווה המושבה המושבה היוונית	ירושלים	60	1,784	18%	38%	54,000	45%	-	54,000
קרית אונו	קרית אונו	44	-	0%	5%	7,830	10%	-	7,830
אחוות חן רמת חן	רמת גן	28	-	4%	30%	20,840	32%	-	20,840
פרוייקטים שהוחל בשיווקם: (אוסיף)									
רמת אביב גימל - שלב ג	תל אביב	102	3,470	89%	87%	105,000	29%	7,000	98,000
פארק צמרת	תל אביב	119	2,598	89%	70%	(26,000)	-7%	(48,100)	22,100
המגדל באלתרמן	הרצליה	55	2,071	89%	51%	-	0%	-	-
מרום נווה	רמת גן	168	1,729	89%	25%	50,000	16%	-	50,000
סה"כ / ממוצע		677	2,784	55%	51%	352,292	22%	(32,411)	384,703

התפלגות קרן אג"ח ופירעון ההלוואות הבנקאיות של הקבוצה נכון לתאריך 30.06.2009



* הלוואותיה של חברת אוסיף, העומדות לפירעון במהלך התקופה הראשונה, אינן מוצגות במסגרת גרף ההתפלגות. סך כלל ההלוואות העומדות לפירעון בחברת אוסיף וצפויות להגיע להסדר עד ליוני 2010 עומד על סך של 300 מיליון ₪ קרן אגרות חוב וכ- 370 מיליון ₪ הלוואות בנקאיות. התפלגות הפירעונות כוללת את התחייבויותיהן של החברות ישרם, עוגן ואוסיף מזרח אירופה.

ישרם חברה להשקעות בע"מ (מאוחד) - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.2009 (אלפי ₪):

IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 31.3.2009	IFRS 30.6.2009	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
175,751	207,151	156,094	385,494	הכנסות
138,096	51,310	14,710	69,692	רווח תפעולי
93,912	-43,759	8,340	36,326	שערוך נכסים
44,184	95,069	6,370	33,366	רווח תפעולי ללא שערוכים
42,700	45,127	22,270	100,617	הוצאות מימון, נטו
95,236	88,068	-7,403	-28,845	רווח לפני מס
1,324	131,827	-15,743	-65,171	רווח לפני מס בניכוי שערוכים
70,397	85,606	-20,089	-50,162	רווח נקי
1,060,942	2,602,094	2,533,529	2,556,723	חוב פיננסי
67,331	312,031	283,523	582,187	יתרות נזילות
993,611	2,290,063	2,250,006	1,974,536	חוב פיננסי נטו
828,470	1,031,898	1,013,985	983,349	הון עצמי וזכויות מיעוט
2,286,027	5,372,925	5,387,751	4,798,044	סך מאזן
2,060,463	3,848,025	3,741,233	3,827,549	CAP
36%	19%	19%	20%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
51%	68%	68%	67%	חוב ל-CAP
13,782	שילי	שילי	שילי	FFO
77.0	N/A	N/A	N/A	חוב פיננסי ל-FFO (בגילום שנתי)
3.3	1.2	0.7	0.7	EBITDA להוצאות מימון
1.1	2.1	0.4	0.4	EBITDA בניכוי שיערוכים להוצאות מימון

ירידה בהיקף הונה העצמי של החברה, בשל רכישת קבוצת אוסיף ואיחוד הדו"חות הכספיים. FFO שלילי בשל הפסדי ארנסון ובשל הוצאות מימון על חוב בהיקפים משמעותיים

ערב הרכישה עמד הונה העצמי של חברת ישרם (סולו), על כ - 867 מיליון ₪. מיד לאחר הרכישה גדל הונה העצמי לסך של כ - 1,031 מיליון ₪. איחוד הדו"חות הכספיים של קבוצת אוסיף ושל קבוצת ישרם, מציג ירידה משמעותית בהונה העצמי של הקבוצה המאוחדת לאחר תאריך הרכישה. הונה העצמי של הקבוצה, העומד על רמה של כ - 20% הון עצמי למאזן, אינו מייצג, להערכתנו, יחסי איתנות ההולמים את הקבוצה ואת רמות הסיכון המגולמות בפעילויות העסקיות. יתרה מכך, על אף ששתי חברות מרכזיות בקבוצה - עוגן וישרם (ברמת הסולו המורחב), מציגות רווחים ו - FFO חיובי מפעילות נכסיהן המניבים, אין בהכנסות אלו כדי לכסות על פעילותן ההפסדית של אוסיף ושל ארנסון. ככל שאוסיף תצליח לעמוד בעומס הפרעונות החל עליה ותטמע בתוך פעילותה של חברת ישרם, מצפה מידרוג כי יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי התזרימיים של קבוצת החברות ברמת הדו"ח המאוחד ישתפרו, על מנת שדירוגה ישמר.

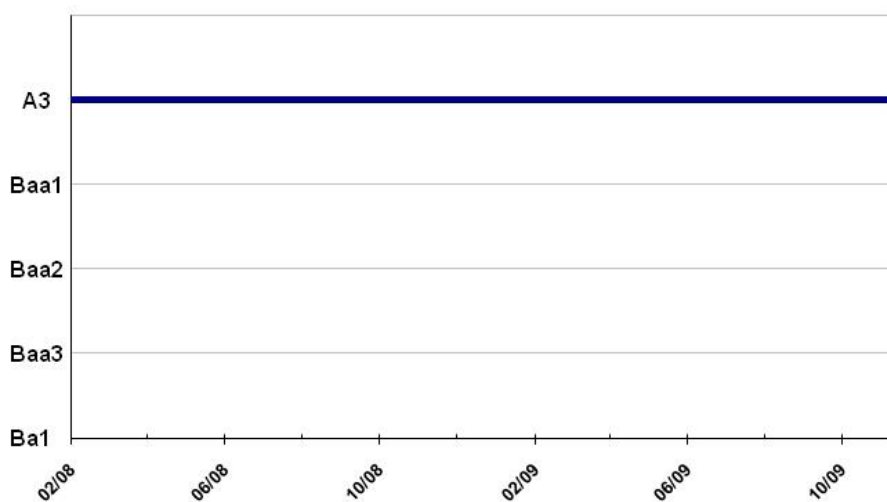
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים - הפחתת היקף החוב ושיפור יחסי הכיסוי על ידי יצירת תזרים חזק
- שיפור משמעותי במצב החברות הבנות בקבוצת אוסיף, סיומם הרווחי של הפרויקטים היזמיים השונים ופירעון של התחייבויותיה הפיננסיות של קבוצת אוסיף במועדן.
- הקטנת משקל הפעילות בחו"ל ובייחוד פרויקטים יזמיים בחו"ל

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- תמיכה בפעילותה של אוסיף אשר תרע את מיצובה הפיננסי של חברת ישרס ברמת הסולו המורחב
- האטה ניכרת ומתמשכת במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה
- הפסדים מתמשכים והרעה נוספת במצב החברות הבנות
- הרעה באיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי של החברה ברמת הסולו המורחב וברמת המאוחד
- גידול בתוחלת ההפסד בגין חשיפה מטבעית מעבר ל - 5% מהונה העצמי של החברה

היסטוריית דירוג



ישרס חברה להשקעות בע"מ הינה מהחברות הציבוריות הוותיקות בישראל, החברה עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות בשלושה תחומי פעילות עיקריים להלן:

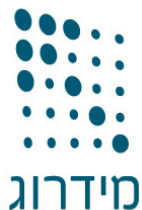
- נדל"ן מניב - ייזום, תכנון והקמת פרויקטים להשכרה בישראל, המיועדים לחברות בתעשיות עתירות ידע, למסחר ולשירותים וכן רכישה, פיתוח, ניהול והפעלת נכסים מניבים אחרים, לרבות בית דיור מוגן. נכון לתאריך 30.6.2009 לחברה נכסי נדל"ן מניב בשטח כולל של כ- 428 אלף מ"ר, המניבים הכנסה שנתית של כ- 156 מיליוני ש"ח.
 - נדל"ן למגורים ולמכירה - ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים בישראל, בעיקר לבנייה למגורים וכן למסחר ולמשרדים. פעילות זו מתבצעת בעיקר באמצעות רסקו וחברות בנות שלה וכן באמצעות אוסיף וחברות בנות שלה. בנוסף, לקבוצה פרויקטים יזמיים במזרח אירופה (רוסיה), המבוצעים באמצעות חברות בנות של אוסיף מזרח אירופה, שהינה חברה בת בבעלות ושליטה מלאה של אוסיף.
 - תשתיות ובנייה - ביצוע עבודות קבלניות בפרויקטים בתחום התשתיות והבנייה למגזר העסקי, הפרטי והציבורי, לרבות ביצוע עבודות בנייה מורכבות, כגון ביצוע עבודות הנדסה ייחודיות בבסיסים צבאיים, גשרים, קווי רכבת ותשתיות. הפעילות בתחום זה מתבצעת באמצעות ארנסון, שהינה חברה בת של אוסיף, המחזיקה בכ- 90.5% מהון המניות של ארנסון. תחום זה התווסף כתחום פעילות חדש לקבוצה בסוף שנת 2008, בעקבות רכישת השליטה באוסיף.
- מעבר לתחומי פעילות, אלו לקבוצה שני פרויקטי נדל"ן למגורים ברומניה, המוחזקים על ידי חברות כלולות של אוסיף מזרח אירופה.
- בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ (74.28%), המוחזקת על ידי מר שלמה אייזנברג (35.62%), מר אברהם גזונטהייט (34.33%) ומר יורי שפיצר (18.17%). בנוסף, למר אייזנברג החזקות עצמאיות בחברה בהיקף של כ- 12.36%.

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

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות 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, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות 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 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.



ד"ח מספר: CRY07101109000M

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") 2009.

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 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 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 במידע 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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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 מודייס אינבסטורס סרויס לטוד (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.