



Plaza Centers N.V

Aa3	דירוג Issue
-----	-------------

הדירוג ניתן לאג"ח בסכום של עד 330 מיליון דולר אשר תנפיק Plaza Centers N.V. (להלן: "החברה") ולשאר סדרות האג"ח במחזור. אגרות החוב תעמודנה לפירעון במח"מ של עד 6 שנים (לוח הסילוקין טרם נקבע סופית). ייעוד תמורת גיוס האג"ח ייקבע על ידי דירקטוריון החברה מפעם לפעם.

מחברים:

אמיר ארד

אנליסט

amira@midroog.co.il

סדרות האג"ח במחזור :

סדרה	סכום הנפקה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית	תחילת פירעון קרן	סיום פירעון קרן
אג"ח א'	305,136	מדד	4.50%	31/12/2010	31/12/2017

רן גולדשטיין

ראש צוות

rang@midroog.co.il

פרופיל החברה

חברת פלאזה סנטרס בע"מ (להלן: "החברה") הינה חברה נכדה של קבוצת אלביט בע"מ¹ (להלן: "אלביט"), ומהווה חלק מ"קבוצת אירופה ישראל" הנשלטת על ידי המייסד – מר מרדכי זיסר. החברה מאוגדת בהולנד ומניותיה הרגילות רשומות למסחר ברשימה הראשית בבורסת לונדון (LSE) וכן בבורסה בוורשה (WSE).

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל, ראש תחום

תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

פלאזה סנטרס הינה החברה המובילה בתחום הקמת מרכזי סחר ובידור במרכז אירופה תחת המותג "פלאזה" (להלן: "מרכזים מסחריים"). החברה מתמחה בייזום, שיווק, אכלוס ומכירה של מרכזים מסחריים. החברה פועלת בעיקר בערים מרכזיות המונות מעל 50 אלף תושבים. החברה פתחה את המרכז המסחרי הראשון במרכז אירופה (CE) בשנת 1996, והייתה הראשונה לפתח מרכזים מסחריים בסגנון מערבי בהונגריה. החברה שכפלה את מודל פעילותה בערים נוספות בהונגריה ובמדינות נוספות במרכז ובמזרח אירופה (CEE), תוך כדי שהיא בונה לעצמה שם ומוניטין כחברת פיתוח מצליחה בתחום הקניונים. לאחר בחינה מעמיקה של שווקים נוספים, הרחיבה החברה לאחרונה את פעילותה להודו, ואף שוקלת הזדמנויות פיתוח במדינות אחרות כגון רוסיה ואוקראינה.

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 25.12.2007. 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.

נתוני מאזן (אלפי אירו)	30.06.2007	31.12.2006	31.12.2005
סך מאזן	540,125	474,897	211,104
חוב פיננסי	102,432	83,321	95,473
יתרות נזילות	176,057	218,837	49,676
חוב פיננסי נטו	-73,625	-135,516	45,797
הון עצמי וזכויות מיעוט	395,108	364,677	96,007
Cap	498,943	452,137	194,611
FFO	7,470	-17,018	-308
EBITDA	19,949	16,757	43,453
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן	73%	77%	45%
חוב ל-CAP	21%	18%	49%
דו"ח רווח והפסד (אלפי אירו)	H2 2007	FY2006	FY 2005
סך הכנסות	97,042	74,191	55,770
רווח גולמי	27,911	24,157	49,157
רווח נקי (הפסד)	22,551	14,720	29,342
רווח גולמי מהכנסות	29%	33%	88%
רווח תפעולי מהכנסות	20%	22%	76%
רווח נקי מהכנסות	23%	20%	53%

¹ נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב וב-NASDAQ בארה"ב.

התפתחות כרונולוגית :

החברה פועלת בשוק פיתוח הנדליין (בעיקר מרכזים מסחריים) במדינות מתפתחות זה למעלה מעשור. בשלב הראשוני, כאמור, עסקה החברה בפרויקטי פיתוח של מרכזים מסחריים בהונגריה ולאחר מכן התרחבה בהדרגה לפולין, צ'כיה, יוון, לטביה, רומניה ולאחרונה – הודו, סרביה ובולגריה. עד לשנת 2005 ניהלה החברה את המרכזים המסחריים באמצעות חברות ניהול בבעלותה (בפולין ובהונגריה). בשנים 2004-2005 מכרה החברה את מרבית המרכזים המסחריים הפעילים אשר היו בבעלותה וניהולה וכן את חברות הניהול. עד למועד כתיבת הדו"ח החברה יזמה, בנתה, ניהלה ומכרה 26 מרכזים מסחריים (כולל 2 שנמכרו במהלך הקמתם) ופרויקט משרדים אחד בהיקף מכירות כולל בתמורה של 1,153.4 מיליון אירו להלן פירוט העסקאות :

- במהלך 2004 מכרה החברה 12 מרכזים מסחריים לחברת "קלפייר"² הצרפתית בעסקה בהיקף תמורה של 278 מיליון אירו אשר שיקפה תשואת נטו של 9.3% בממוצע. במהלך 2005 מכרה החברה ארבעה מרכזים נוספים לחברת קלפייר בעסקה בהיקף תמורה של 204 מיליון אירו אשר שיקפה תשואת נטו של כ - 8.4% בממוצע. במהלך השנים 2006 ו - 2007 מכרה החברה 5 (1 במכירה מראש) מרכזים נוספים לחברת קלפייר במספר עסקאות בהיקף תמורה של 237 מיליון אירו אשר שיקפו תשואת נטו של כ - 6.9% בממוצע.
- במהלך שנת 2005 מכרה החברה ארבעה מרכזים מסחריים לקבוצת "דאוני דאיי"³ בעסקה בהיקף תמורה של 54.4 מיליון אירו אשר שיקפה תשואת נטו של כ - 9.2% בממוצע.
- ביולי 2007 חתמה החברה על הסכם למכירת מרכז מסחרי בבודפשט (ההיפודרום) לחברת השקעות בנדליין מסחרי מבריטניה (חברת aAIM) בעסקה של 380 מיליון יורו אשר משקפת תשואת ברוטו של כ - 5.9% בממוצע. מחיר העסקה משקף רווח של למעלה מ - 200 מיליון יורו. (תמורת המכירה תועבר עד תום רבעון ראשון 2008).
- במאי 2007, מכרה החברה את מבנה המשרדים בצמוד ל - Duna Plaza בבודפשט, הונגריה בתמורה כוללת של 14.2 מיליון אירו בגינה רשמה החברה רווח של 2.0 מיליון אירו. תפוסת המשרדים בזמן המכירה עמדה על 90%.

² חברת קלפייר (חברה צרפתית) הינה מפעילת/בעלת המרכזים המסחריים השנייה בגודלה באירופה ובעלותה למעלה מ - 230 מרכזים מסחריים בעשר מדינות.

³ קבוצת דאוני דאיי הינה קרן השקעות אנגלית אשר בבעלותה (נכון לתאריך 30.6.2007) נכסים להשכרה בשווי של כ - 4 מיליארד דולר, בעיקר בבריטניה אך גם בגרמניה, הונגריה, צ'כיה ופולין.

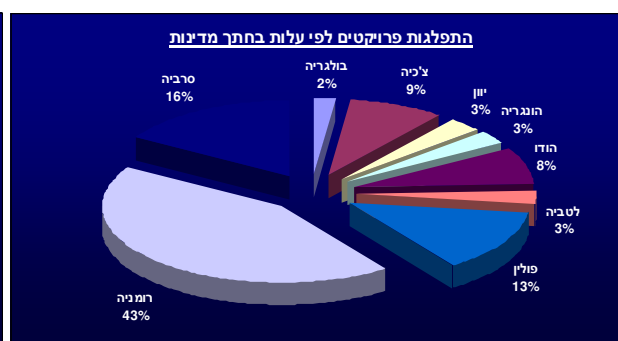
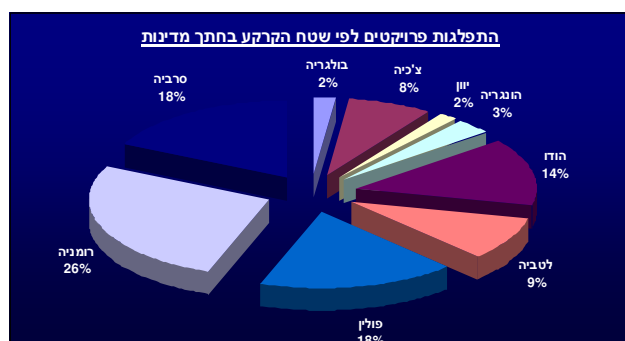
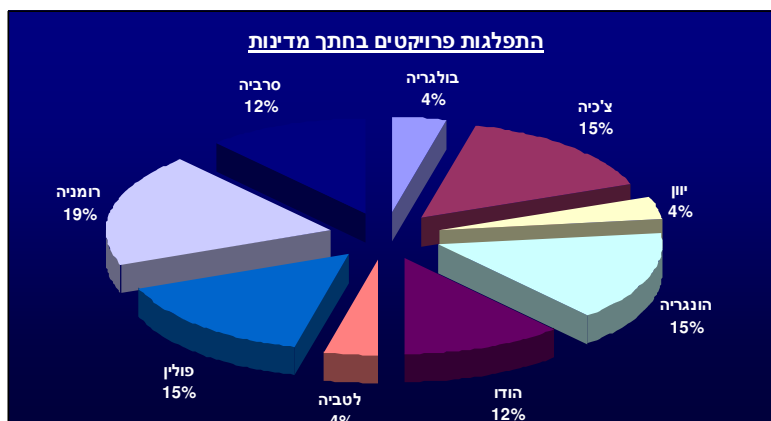
נכון למועד דו"ח זה, לחברה 26 פרויקטים בבניה על שטח כולל של כ - 1.9 מיליון מ"ר. 4 פרויקטים נמצאים בתהליכי בניה בשלבים שונים ו - 22 פרויקטים בשלבי תכנון ואישורים. נכון למועד דו"ח זה, החברה פועלת ב - 9 מדינות (8 במזרח ומרכז אירופה והודו). החברה בוחנת אפשרויות כניסה גם למדינות נוספות במזרח ומרכז אירופה.

להלן פירוט הפרויקטים של החברה, לפי חלוקה למצבם כיום – (נמכר, בהליכי בניה, בהליכי תכנון) :

GLA (sqm)	Ownership	City	The Property	Country	Project Name	Status	No.
20,000	100%	Pilzen	Shopping&Entertainment Center	Czech Republic	Pilzen Plaza	Forward Sold To Kleppire	1
66,000	100%	Budapest	Shopping&Entertainment Center	Hungary	Arena Plaza	Forward Sold To aAIM	2
49,000	50%	Riga	Shopping&Entertainment Center	Latvia	Riga	Under con.	3
17,000	100%	Liberec	Mixed Used Developments	Czech Republic	Liberec Plaza	Under con.	4
14,000	100%	Opava	Shopping&Entertainment Center	Czech Republic	Opava Plaza	Planning & Dev. Stage	5
19,000	100%	Suwalki	Shopping&Entertainment Center	Poland	Suwalki	Planning & Dev. Stage	6
15,000	Dev rights only	Budapest	Shopping&Entertainment Center Extension	Hungary	Duna extension	Planning & Dev. Stage	7
19,500	100%	Budapest	Mixed Used Developments	Hungary	Arena Plaza extension	Planning & Dev. Stage	8
360,000 (*)	75%	Bucharest	Mixed Used Developments	Romania	Casa Radio	Under con.	9
35,000	100%	Athens	Mixed Used Developments	Greece	Helios	Planning & Dev. Stage	10
107,000(*)	50%	Pune	Mixed Used Developments	India	Koregaon Park	Under con.	11
225,000(*)	50%	Pune	Mixed Used Developments	India	Kharadi (spiralco)	Planning & Dev. Stage	12
195,000(*)	50%	Trivendrum	Mixed Used Developments	India	Trivandrum	Planning & Dev. Stage	13
61,600(*)	100%	Prague	Residential	Czech Republic	Czech praha 3	Planning & Dev. Stage	14
130,000(*)	100%	Lodz	Residential	Poland	Lodz Plaza	Planning & Dev. Stage	15
71,000	100%	timisoara	Mixed Used Developments	Romania	timisoara (elit)	Planning & Dev. Stage	16
15,000	100%	Zgorzelec	Shopping&Entertainment Center	Poland	Zgorzelec Plaza	Planning & Dev. Stage	17
45,000	100%	Torun	Shopping&Entertainment Center	Poland	Torun	Planning & Dev. Stage	18
100,000 (*)	85%	Belgrade	Mixed Used Developments	Serbia	Belgrade-1	Planning & Dev. Stage	19
40,000	100%	Belgrade	Shopping&Entertainment Center	Serbia	Belgrade-2-Visnjicka	Planning & Dev. Stage	20
35,000(*)	100%	Kragujevac	Shopping&Entertainment Center	Serbia	Kragujevac	Planning & Dev. Stage	21
38,000(*)	100%	Shumen	Shopping&Entertainment Center	Bulgaria	Shumen	Planning & Dev. Stage	22
92,000	100%	Iasi	Mixed Used Developments	Romania	Iasi	Planning & Dev. Stage	23
27,000(*)	100%	Miercurea	Shopping&Entertainment Center	Romania	Miercurea Ciuc	Planning & Dev. Stage	24
25,000(*)	100%	Slatina	Shopping&Entertainment Center	Romania	Slatina	Planning & Dev. Stage	25
350,000(*)	30%	Budapest	Mixed Used Developments	Hungary	Dream Island/obuda	Planning & Dev. Stage	26
12,000	35%	Budapest	Shopping&Entertainment Center	Hungary	Uj Udvar	Planning & Dev. Stage	27
14,000(*)	100%	Prague	Residential	Czech Republic	Roztoky	Planning & Dev. Stage	28

.GBA (sqm) (*)

למרות פיזור הפרויקטים של החברה, ביצוע חיתוך של כמות הפרויקטים לפי מדינות וחיתוך לפי שטח הקרקע מראה, כי רומניה, סרביה והודו תופסות חלק משמעותי מפעילות החברה (60%), חתך לפי עלות לביצוע פרויקט מראה, כי ההשקעה הנדרשת בהודו קטנה משמעותית (כתוצאה מפרויקטים משותפים המקטינים את ההשקעה של החברה בכל פרויקט) ואילו ההשקעה הנדרשת על ידי החברה ברומניה גדולה באופן משמעותי מיתר השקעותיה בעקבות פרויקט Casa Radio. להערכת מידרוג, למרות פיזור הסיכונים, בשל היקפו, לפרויקט Casa Radio ברומניה השפעה משמעותית על פעילויות החברה.



סקירת פרויקטים מרכזיים :

הונגריה :

נכון למועד כתיבת דוח זה, החברה משפצת בהונגריה מרכז מסחרי אחד (35% בעלות) ועוסקת בהרחבה של שני מרכזים מסחריים נוספים, בנוסף לאי החלומות, שיפורט בהמשך.

Arena Plaza, הידוע גם בשם "ההיפודרום" הינו אחד מהמרכזים המסחריים הגדולים ביותר במזרח ומרכז אירופה ומתפרש על שטח בר השכרה של 66 אלף מ"ר. ההיפודרום נפתח בחודש נובמבר 2007. עוד לפני פתיחתו, במהלך אוגוסט 2007, סיכמה החברה על מכירת הנכס כחודש לאחר שייפתח לקרן אנגלית לניהול נכסים בעסקה בהיקף של 380-400 מיליון אירו. נכון ליום כתיבת דו"ח זה טרם הועברה תמורת המכר, יחד עם זאת, לחברה ערבויות החתומות על ידי קונסורציום הבנקים המממנים את קבוצת הרוכשים⁴ (תמורת המכירה תועבר עד תום רבעון ראשון 2008).

⁴ הבנקים המממנים בקונסורציום מדורגים על ידי Fitch, Moody's, S&P – בדירוגים בקבוצת Aa.

אי החלומות (Dream Island):

לחברה בעלות עקיפה על 30% מפרויקט המכונה "אי החלומות" בהונגריה. פרויקט זה מתבצע על ידי קונסורציום של חברות אשר בכוונתן לפתח מרכז עסקים ונופש על האי "אובודה" הממוקם בבודפשט על נהר הדנובה בשטח של כ- 320 דונם. החברה, באמצעות חברה מוחזקת, זכתה במכרז לרכישת השטח באי תמורת סכום של כ- 18 מיליון אירו (60%) בשנת 2003. הבנק אשר מימן את הרכישה (MKB ההונגרי), קיבל אופציה לרכישת 50% מחלקה של החברה כך שבפועל שילמה החברה סכום של כ- 9 מיליון אירו עבור 30% מהזכויות אשר מומן באמצעות הלוואה של כ- 7.2 מיליון אירו (חלקה של החברה). השותף השלישי הינו סר ברנרד שרייר (אשר בבעלותו רשת בתי מלון Danubius) ו- 10% הנותרים מוחזקים על ידי החברה האחראית לפיתוח ולבניה על האי. החברה מייעדת את השטח לקומפלקס הימורים ובילויים בדומה ללאס וגאס בארה"ב.⁵

בחודש מאי 2006, אישרה האסיפה הכללית בבודפשט את תוכנית הבינוי לאי ולאחר מכן אישרה עיריית בודפשט את התוכנית. להערכת החברה במועד כתיבת דוח זה, אין בכוונתה להשקיע מקורות עצמיים נוספים מהותיים לצורך הפרויקט. מימון החוב עבור הפרויקט יאורגן וינהל על ידי בנק MKB (השולט, כאמור, בעקיפין בכ- 30% מן הפרויקט).

רומניה:

הפרויקט המשמעותי ביותר של החברה בהיקפי עלות, שטח והיקפי בניה הינו Casa Radio בבוקרשט, רומניה. לחברה 75% מחברה הנמצאת בבעלות משותפת ציבורית-פרטית המיועדת לפיתוח הפרויקט (שטח האתר כ- 102 אלף מ"ר). יתרת החזקה בחברה (15%) מצויה בידי ממשלת רומניה ובידי יזם נוסף (10%). הפרויקט ממוקם במרכז של בוקרשט, מוקף באזורי מגורים ומצוי במרכז של ארבעה צירי תנועה מרכזיים המווסתים את התנועה במרכז העיר - ואל שדה התעופה בבוקרשט. תוכנית הפרויקט כוללת שילוב של מגורים, משרדים, מרכז מסחרי גדול, בית מלון, מלון דירות וגלגל ענק כאמצעי משיכה נוסף לתיירים (בגודלו של הגלגל הענק הקיים בלונדון). מסקירה של חברות חיצוניות הוערך, כי בין 1.5 ל- 2 מיליון תיירים יבקרו במתחם מידי שנה. היקף שטח המרכז המסחרי לבדו צפוי לעלות על 121 אלף מ"ר. סך השטח להשכרה של כלל המרכיבים בפרויקט צפוי לעמוד על 326 אלף מ"ר ועלות ההשקעה עומדת על כ- 640 מיליון אירו (100%), עד למאזן ליום 30.09.2007 הושקעו על ידי החברה 45 מיליון אירו.

פרויקט החברה ב Casa Radio חשוף לסיכונים שונים - גודלו דורש השקעה משמעותית בחוב ו/או בהון עצמי לצורך פיתוח, בנוסף, לחברה זכויות בקרקע לתקופה של 49 שנים ובמידה ותקופה זו לא תוארך תוחזר הקרקע לידי הממשלה הרומנית, יתר על כן, זכויות אלו ניתנות לשלילה תחת נסיבות מסוימות על ידי ממשלת רומניה. כל שלילה של זכויות אלה עלולה להוות הפרעה משמעותית לפעילות החברה.

⁵ במסגרת התכנון כלולים בין השאר 8-10 בתי מלון בדרגת ארבעה וחמישה כוכבים, בית אופרה, תיאטרון, קזינו בסדר גודל אמריקאי, מוזיאון המוקדש לתרבות הרומית, מרינה עם מעגן לכ- 300 כלי שיט ועוד.

פולין :

פרויקט Torun Plaza אשר נקרא על שם העיר בה הוא ממוקם, עיר בת 204 אלף תושבים הממוקמת במרכזה של פולין ונחשבת לאחת מן הערים היפות בפולין. העיר קיימת למעלה מ- 800 שנה והנכס המיועד הינו בניין גותי מתקופתה הקדומה של העיר אשר זכה בפרס המורשת העולמית מטעם UNESCO בשנת 1997. המרכז המסחרי ייבנה בתוך המבנה בן שתי הקומות ויכלול אזורי מסחר ובידור על שטח של כ- 45 אלף מ"ר. טרם החלה בניית המרכז והוא אמור להיפתח לציבור ברבעון הראשון של שנת 2011.

בלגרד, סרביה :

החברה זכתה במכרז שנערך על ידי ממשלת סרביה לפיתוח מרכז לעסקים, מסחר ובידור על שטח בנוי של כ- 100 אלף מ"ר. פרויקט זה מהווה את צעד הכניסה של החברה לשוק הסרבי ועומד בקנה אחד עם תוכניות ההתפתחות של החברה למדינות נוספות. השוק בבלגרד מראה פוטנציאל מבטיח במיוחד עם קהל לקוחות פוטנציאלי בהיקף של 2.5 מיליון איש. הפרויקט ממוקם באתר מרכזי על שטח בו היה ממוקם המשרד הפדראלי לענייני פנים של הממשלה, בסמוך לכביש הראשי שעובר דרך מרכז בלגרד. באזור ממוקמות שגרירויות רבות ובכללן שגרירות ארה"ב, קנדה, גרמניה ופולין. בנוסף, משרדי ממשלה רבים ממוקמים באותו אזור - ביניהם משרד הסחר הסרבי, משרד האוצר ובית החולים הציבורי הגדול בבלגרד. כל התוכניות העתידיות של הרכבת עוברות דרך אזור זה. בכוונת החברה לפעול בשותפות עם יזם מקומי אשר ישתתף עד לשיעור של 15% בפרויקט, בכפוף לתנאים שונים, בעוד ניהול הפרויקט כולו יישאר בידי החברה.

הודו:

לחברה שלושה פרויקטים בהודו, בניגוד למרבית הפרויקטים באירופה (בהם מחזיקה החברה לרוב ב- 100%), כל הפרויקטים מוחזקים 50% על ידי החברה ו- 50% על ידי שותף מקומי בעל יכולות מוכחות (בהתאם לקריטריונים באסטרטגיה העסקית של החברה). להלן פירוט הפרויקטים :

לחברה זכויות בהיקף של 50% בחברה משותפת ("JV") המחזיקה חלקת קרקע בהיקף של כ- 6 אקר (כ- 24 אלף מ"ר) בקוריגון פארק (Koregaon Park) הממוקם באזור המסחר היוקרתי של פונה (Pune)⁶, עיר הממוקמת בדרום מערב הודו ומכילה 4.5 מיליון תושבים. החברה המשותפת מתכננת הקמה של מבנים בשטח כולל של כ- 107 אלף מ"ר בחלוקה למבני משרדים בהיקף של כ- 32 אלף מ"ר ולמרכז מסחרי בהיקף של כ- 75 אלף מ"ר.

כמו כן, החברה שותפה להסכם רכישה של 50% של חברה הודית אשר מחזיקה קרקע בשטח של כ- 56 אלף מ"ר ובאופציה לרכישה שטח קרקע נוסף בשטח של 22 אלף מ"ר הממוקמים בפונה, הודו. בכוונת החברה לפתח על חלקות קרקע אלה פרויקטי בניה בהיקף כולל של 225 אלף מ"ר הכוללים מרכז מסחרי בשטח של כ- 120 אלף מ"ר, מבני משרדים בשטח של כ- 81 אלף מ"ר ומלון דירות בשטח של כ- 24 אלף מ"ר.

⁶ נקראת גם "The City of Virtuous deeds" או, בשל ריבוי מרכזי הלימוד המפורסמים שלה גם ידועה בתור Oxford of the East. בעלת נוכחות חזקה בתעשיית הרכב ונמצאת בתהליך הפיכה ל"דטרויט של הודו". משמשת כמרכז פעילות בהודו לחברות טכנולוגיה רבות המחזיקות מפתחים ומתכנתים בשכר נמוך.

בנוסף, בבעלות החברה אתר מקרקעין בעיר טריונדרום – עיר הבירה של המחוז ההודי קראלאה⁷ המכילה כ- 3 מיליון תושבים. האתר ממוקם בסמוך לכביש העוקף של העיר ובסמוך למספר אזורי משרדים. הפרויקט נמצא בשלבים מוקדמים של תכנון ופיתוח בשטח כולל של 195 אלף מ"ר אשר יכלול שילוב של מרכז מסחרי, שטחים למשרדים ומלון דירות. להערכת החברה, מיקום זה ייהנה מתנועה רבה של לקוחות במרכז המסחרי.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

בעלי מניות

אלביט הדמיה בע"מ היא בעלת השליטה בחברה (68.4%), שאר המניות נמצאות בידי הציבור. להערכת מידרוג, לאלביט יש שליטה מלאה בחברה. בין החברה ובין בעלי המניות השולטים בחברה קיים הסכם בו במקרה של ניגוד אינטרסים הנוגע לעניין מסוים לא יצביעו חברי הדירקטוריון של אלביט בנושא.

האסטרטגיה העסקית של החברה מורכבת ממספר עקרונות מפתח המתווים את פעילותה והתנהלותה העסקית:

- פיתוח של ארבעה עד חמישה מרכזים מסחריים מודרניים בסגנון מערבי נוספים בכל שנה בערים גדולות ובאזורים מרכזיים במדינות הנבחרות, בעיקר במדינות מזרח ומרכז אירופה (תוך התמקדות בטווח הביניים בפולין, צ'כיה, סלובקיה, רומניה, סרביה ובלגיה) ובטווח הבינוני – רחוק באוקראינה, רוסיה והודו (תוך התמקדות בערים גדולות בדרום הודו)
- רכישת מרכזים מסחריים קיימים המראים פוטנציאל פיתוח משמעותי לצורך שיפוץ, שדרוג ומכירתם מחדש.
- מכירה מוקדמת של המרכזים המסחריים בהתקיים תנאי שוק מתאימים המשיאים את ערכם, לפני או במהלך בנייתו או שיפוצו של המרכז.
- במידה וקיימת הזדמנות במזרח ומרכז אירופה ובהודו, תרכיב החברה את פרויקטי הפיתוח מעבר לענף המרכזים המסחריים על ידי מינוף חוזקותיה והסתמכות על הניסיון של הצוות הניהולי הבכיר של החברה ושל החברות-האחיות בפיתוח פרויקטים המשלבים מגורים, בתי מלון, משרדים ותוכניות פיתוח אחרות כחלק מפרויקט המשלב תחומים אלה לכדי פרויקט אחד – כדוגמת האי אובודה (Dream Island) וכן פרויקט Casa Radio.

בכוונת החברה להוסיף, להעריך ולשקול הזדמנויות פיתוח ספציפיות במדינות אשר אינן נמצאות על סדר היום הנוכחי של החברה ועומדות בקריטריונים לפיתוח ולהשקעה.

⁷ טריונדרום היא עיר מרכזית בדרום הודו. העיר משמשת כעיר הבירה של המחוז ומאכלסת משרדי ממשלה רבים, ארגונים גדולים וחברות טכנולוגיה. מלבד היותה מרכז העצבים הפוליטי של המחוז העיר משמשת כמרכז אקדמי.

למרות שאסטרטגיית החברה במזרח ומרכז אירופה לפיה ייזום, בנייה והשכרת המרכזים יבוצעו על ידה במטרה למכור את המרכזים הללו עם השלמתם, החברה אינה שוללת החזקה ותפעול של מרכזים מסחריים במידה והתנאים הכלכליים, ובכללם התשואה על הנכס, ישתנו במידה שהחברה תגיע למסקנה, כי מרכזים אלו יניבו רווח גבוה יותר לחברה על ידי החזקתם. במקרה כזה, תחזיק החברה במרכזים אלו עד אשר יצביעו תנאי השוק על האפשרות למכירה נושאת רווח. נכון למועד הדו"ח, החברה שוקלת להחזיק ולהפעיל לתקופה שבין 3 עד 5 שנים בפרויקטים לפיתוח בהודו עם השלמתם, היות שהחברה צופה המשך עלייה במחירי מרכזים מסחריים ומעוניינת להנות מפרוטנציאל של תזרים מזומנים חזק.

החברה משתמשת במספר קריטריונים לבחינת השקעות במדינות ופרויקטים חדשים לפיתוח
בדיקת מדינה אופציונאלית לפעילות, כוללת סקירה מעמיקה פוליטית, משפטית ואף בחינה ע"י כלכלנים. עם כניסת החברה למדינה חדשה, קיימת העדפה מצד החברה לפתח את הפרויקט הראשון בעיר הבירה של אותה מדינה. לאחר מכן, מאתר מנהל הפיתוח האזורי אתרים הולמים לפיתוח תוך התמקדות בערים מרכזיות אשר אוכלוסייתן עולה על 50 אלף תושבים. החברה משתמשת במגוון גורמים לאתר נקודות הולמות לפיתוח – ברוקרים מקומיים, גורמים מוניציפאליים, מוסדות מסחריים וחיפוש המבוצע על ידי החברה עצמה.

לחברה הסכם עם אלביט בכל הקשור לפעילותה בהודו
בחיפושיה אחר אתרים בהודו, מסתמכת החברה על הסכם בינה ובין אלביט. אלביט מעסיקה צוות המנוהל על ידי אחד מהדירקטורים אשר כל פעילותו מוקדשת לחיפוש אחר אתרים בהודו למגורים, משרדים ומרכזים מסחריים. החברה משתמשת ביתרונות של אלביט היות ולצוות הקיים קשרים טובים עם גורמים מקומיים כגון חברות הבנייה ובעלי קרקעות. על פי ההסכם, עם מציאת אתר הולם, אלביט מחויבת להציע את האתר לחברה. לחברה יש פרק זמן סביר העומד לרשותה מרגע הצעת האתר במהלכו היא בוחנת את עמידתו בקריטריונים ומשיבה בחיוב או בשלילה. תהליך איתור הקרקעות של אלביט זהה לתהליכי האיתור שמפעילה החברה במזרח ומרכז אירופה והחברה מקבלת לידה את נתוני המקור לבחינה מחודשת. במידה והפרויקט המתוכנן מכיל מרכז מסחרי, והחברה מעוניינת בקרקע, מחויבת אלביט למכור את האתר במחירי העלות בתוספת הוצאות ישירות שנדרשו לאיתור ורכישת הנכס (בהגבלת רף מקסימום של 5% ממחיר האתר). דירקטוריון החברה מאמין כי ניצול היתרון של אלביט בהיכרותה וניסיונה בשוק המקומי בהודו הוא הדרך היעילה והאפקטיבית ביותר באיתור ורכישת אתרים לפרויקטים בהודו.

פיתוח פרויקטים
לצורך כל פרויקט מקימה החברה חברת בת נפרדת אשר מחזיקה בפרויקט ובמקרה שקיימים שותפים מחזיקה החברה יחד עם השותף, לפי אחוזי השותפות באחוזים מבעלות בחברה המשותפת. כך, כאשר נמכר הנכס – נמכרת למעשה חברת הבת הייעודית לפרויקט כיחידה אחת. כחלק מהליכי הקמת הפרויקט פועלת החברה באמצעות מחלקת השיווק שלה על מנת לבנות תמהיל מומלץ של בתי העסק השוכרים על מנת להשיא את תמורת המכירה של הפרויקט. מחלקת ההנדסה של החברה חוברת לרוב עם אדריכלים מקומיים בשילוב אדריכלים בינלאומיים לצורך תכנון הפרויקט תוך הערכת עלויות ראשונית ותכנון פתרונות גישה וחנייה. החברה מתקשרת עם קבלנים בעלי מוניטין ורקורד מוכח לגבי יכולותיהם הפיננסיות והמקצועיות בהשלמת פרויקטים דומים מבחינת סדר גודל וקנה מידה. החברה לרוב מתקשרת בהסכמים בשיטת "קבלני מפתח".

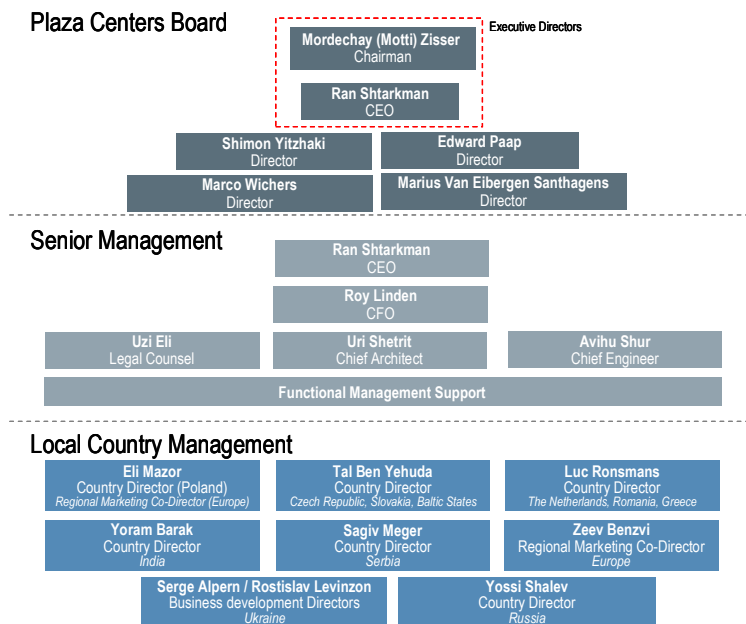
מימון בנקאי

הקבוצה שואפת לממן ככל הניתן כל אחד מן הפרויקטים באופן נפרד (ליווי בנייה). רוב המימון הבנקאי של החברה נופל בתחום הפרמטרים הבאים :
 יחס חוב להון של 80 : 20 : 60 (40 בפרויקטים בהודו). במקרים מסוימים החברה מצליחה להשיג אחוזי מימון גבוהים יותר ויחס החוב עולה בהתאם. עלויות רכישת הקרקע מחושבות כהון ביחס חוב להון של הפרויקט.

למעט מקרים יוצאי דופן ומועטים, ההלוואות הנלקחות הן הלוואות Non-Recourse. במדינות בהן קיימות פעילות מבוססת, החברה דואגת לכוון מערכת יחסים ארוכת טווח עם בנקים מובילים באותה מדינה. במקרים בהם פרויקטים לא נמכרו מראש פועלת החברה למימון מחדש לפרויקט מיד עם סיומו.

הון אנושי

החברה נעזרת לעיתים בהון האנושי של חברת האם – אלביט כחלק מצוותה הניהולי ובמקביל מעסיקה צוות ניהולי ומקצועי המועסק באתרים השונים במדינות המרכזיות. מוטת השליטה של החברה רחבה ובעלת ניסיון וותק רב. היכולות והניסיון של מנהלי החברה מועשר ומתוגבר על ידי הניסיון של חברי ההנהלה של אלביט ולמעשה שתי החברות נהנות מן הניסיון והיכולות באופן הדדי.
 הלחן מבנה השליטה בחברה כמו גם בעלי התפקידים הבכירים.



NAME	POSITION	EDUCATION	WORK SINCE
Mr. Mordechay Zisser (51)	Chairman		1996
Mr. Ran Shtarkman (39)	President and CEO	CPA, MBA	2002
Mr. Roy Linden (30)	CFO	BBA, CPA (USA, Isr)	2007
Mr. Uzi Eli (31)	Legal counsel	At. At law LL.B + M.B.A	2007
Mr. Avihu Shur (69)	Chief Engineer	BSc, MSc	2004
Mr. Uri Shetrit (55)	Chief Architect	MAUD, B. Arch, T.P	2006
Mr. Luc Ronsmans (57)	Netherlands, Romania & Greece Country Director	MBA	1999
Mr. Tal Ben Yehuda (38)	Czech Republic, Slovakia & Baltic States Country Director	MSc	2002
Mr. Eli Mazor (52)	Poland Country Director	Business Admin.	2005
Mr Yoram Barak (48)	India Country Director	B.A.	2007
Mr Ze'ev Ben Zvi (59)	Regional Marketing Director	B.A.	1996
Mr Yossi Shalev (57)	Russia Country Director	B.A.	2007
Mr Sagiv Meger (29)	Serbia Country Director	-	2007
Mr Serge Alpern (50)	Business development director	MSc	2005
Mr Rostislav Levinzon (42)	Business development director	MBA	2007

מדיניות חלוקת דיבידנד

על פי הגדרת החברה, חלוקת הדיבידנד תלויה בביצועים הפיננסיים של החברה במצבה ובדרישות הכספיות הניצבות בפניה. חברי הדירקטוריון אימצו מדיניות חלוקת דיבידנד אשר, בכפוף לחוק ההולנדי, תשקף את הרווח לטווח הארוך ואת פוטנציאל תזרים המזומנים של החברה, תוך כדי התחשבות בצרכי ההון של החברה. בהתחשב בכלל השיקולים אשר צוינו, בכוונת הדירקטוריון לחלק דיבידנדים מהרווח הנקי אשר יהוו נגזרת של מכירות הפרויקטים אשר פותחו על ידי החברה במהלך שנת הכספים. היקף חלוקת הדיבידנדים צפוי לעמוד על 25% מהרווח הנקי עד וכולל רווח נקי של 30 מיליון אירו, במידה ויעלה הרווח הנקי בשנת הכספים על סכום זה, צפוי היקף חלוקת הדיבידנדים לעמוד על 20%-25% מהסכום הנוסף, בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה. חלוקת הדיבידנדים מבוצעת בסביבות 31 למרץ על בסיס הרווח הנקי המצטבר של שנת הכספים שנתיימה בשנה שקדמה לתאריך החלוקה.

חוזקות

פיזור גיאוגרפי רחב מקטין את החשיפה לתנודות בכלכלה של מדינה בודדת בה היא פועלת

פיזור גיאוגרפי של פעילות החברה במספר גדול של מדינות במזרח אירופה ובמרכז מקטין את החשיפה של החברה לשינויים בכלכלת מדינה בודדת. מרבית ההשקעות נמצאות במדינות בעלות דירוגים גבוהים יחסית למדינות מזרח ומרכז אירופה. להלן אינדיקטורים מאקרו כלכליים עיקריים לשנת 2006 במדינות הפעילות:

פולין	הונגריה	רומניה	לטביה	צ'כיה	יוון	סרביה*	הודו	בולגריה	
339.0	112.0	121.5	20.1	141.8	244.9	19.19	923.6	31.5	תמ"ג (מיליארד \$)
5.8	3.9	7.7	11.9	6.1	4.3	5.9	9.2	6.1	צמיחה בתמ"ג ריאלי (%)
8,898	11,121	5,633	8,787	13,953	22,029	4,400	834	4,093	תמ"ג לנפש (\$)
1.4	6.5	4.9	6.8	1.7	2.9	15.5	7.3	6.5	שיעור אינפלציה (%)
38.1	10.1	21.6	2.3	10.2	11.1	10.1	1,124.3	7.7	אוכלוסיה (מ')
A2	A2	Baa3	A2	A1	A1	**BB-	Ba2	Baa3	דירוג המדינה עפ"י Moody's

* נתונים מאתר ה-CIA ** דירוג S&P

יכולת מוכחת וניסיון לאחר הקמת ומכירת 26 מרכזים מסחריים מעניקים לחברה יתרון בשוק

לחברה יכולת מוכחת ליזום, לממן, לבנות, לאכלס ולהפעיל ולמכור מרכזים מסחריים ברחבי מזרח ומרכז אירופה. בעברה של החברה 26 מרכזים מסחריים אותם מכרה (כולל 2 שנמכרו מראש) ברווח מתחילת פעילותה בשנת 1996. מידרוג מעריכה, כי החברה צברה ניסיון רב באיתור הפרויקטים, בביצוע בניה, השכרה, ניהול ומימוש הפרויקטים.

מוניטין החברה המבוסס על ניסיונה מאפשר לה גישה לפרויקטים אשר אינם פתוחים בפני חברות

אחרות

גודלה של החברה, בשילוב ניסיונה העשיר ויכולותיה המוכחות יוצרות מציאות בה החברה מקבלת בקשות מצד גורמי שלטון וגופים עסקיים המעוניינים לפתח אתרים שונים בסדר גודל ובמסגרות זמן שיכולתן של חברות אחרות העוסקות בתחום מוטלות בספק (כגון – פרויקט Casa Radio ברומניה, פרויקט "אי החלומות" בהונגריה ופרויקט בלגרד בסרביה).

מחלקת השיווק ופעולות ההשכרה מראש מעלות את מחירי הנכסים ומקטינות את הסיכון הכרוך

בייזום

החברה פועלת להקטנת הסיכון הכרוך בייזום של מרכזים מסחריים על ידי השכרת מרבית השטח מראש לשוכרי עוגן, לרוב כ – 80% מסך השטח מושכר מראש, יש לציין, כי בחמשת הפרויקטים האחרונים שפתחה החברה עמד שיעור התפוסה על 100%. לחברה שיתופי פעולה עם שוכרי עוגן כגון סופרמרקטים, מפעילי בתי קולנוע, חברות אופנה בינלאומיות ועוד אשר משתפים פעולה עם החברה באופן שוטף ומשכירים שטחים נרחבים במספר מרכזים.

שימוש במוניטין ובקשרים של חברת האם מאפשר לחברה גישה לשווקים חדשים

פעילותה הסינרגטית של החברה עם חברת האם – אלביט, בתחום איתור הנכסים ושימוש בקשרים העסקיים הענפים של חברת האם, מאפשרים לחברה לקדם את עצמה בהשוואה לחברות אחרות הקיימות בתחום.

מערך ניהולי רחב וגמיש מאפשר לחברה היענות מהירה ופתרון בעיות בשטח

לחברה מערך ניהולי עשיר, בעל ניסיון ויכולות מוכחות. למרות שיו"ר הדירקטוריון ובעל השליטה, מר מרדכי זיסר, ממלא תפקיד פעיל בניהול החברה, באיתור הזדמנויות השקעה ובקביעת האסטרטגיה העסקית, הנהלת החברה הינה רחבה ובעלת ניסיון תוך העמקת מעורבותם של מנהלי האזורים בכל מדינה בפעילות הניהולית של החברה. כך שלהערכת מידרוג לא קיימת תלות בבעל השליטה או בגורם בכיר אחר בחברה. בנוסף, מנהלת החברה את מערך כוח האדם והפעילות שלה כך שבמקרה של בעיה באתר כלשהו באפשרות החברה לנייד אנשים ומנהלים מפרויקט לפרויקט בקלות רבה תוך הסתגלות מינימאלית.

מערכות תכנון, שליטה ובקרה מפחיתות סיכונים, בייחוד בפרויקטים הגדולים של החברה

מערכות התכנון, השליטה והבקרה על הפרויקטים משמשות כאמצעי לחסכון משמעותי בעלויות, להאחדת והסדרת הפעילויות באתרים השונים ברחבי העולם ולבקרה אחר התקדמות פעולות הבניה השונות ללא הסתמכות בלעדית על מנהלי האתרים. להערכת מידרוג השימוש במערכות המידע המתקדמות מקטין את החשיפה של החברה לסיכונים שונים ביניהם חריגה מעלויות הבנייה, חריגה מלוחות הזמנים וכדומה.

גורמי סיכון עסקיים

התמקדות בפעילויות ייזום המאופיינות כבעלות סיכון גבוה יחסית

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 ותביע והגדלת זכויות בניה – תהליכים מורכבים וממושכים שקיימת אי וודאות גבוהה לגבי משכם ומידת היתכנותם. סיכונים הקמה נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים וזמינותם ועלותם של חומרי הבניה והמשאבים האנושיים הנדרשים, כמו גם העובדה שהפרויקטים אותם יוזמת החברה, הם פרויקטים אשר רמת מורכבותם גבוהה בהשוואה לייזום מגורים או נדל"ן מניב. סיכונים הביקוש נובעים מפער הזמן הממושך בין מועד ההשקעה בקרקע ובפיתוח והקמת הפרויקט לבין מועד המכירה. 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, והחברה בכללם.

כמו כן, תזרים המזומנים אשר יאפיין את פעילות החברה צפוי להיות תנודתי ומושפע מאוד מעיתוי מימוש הנכסים והקמתם. יתר על כן, קיים פער זמנים ארוך בין מועד ההשקעה בפרויקט לבין מועד קבלת התזרים כתוצאה ממכירת המרכז המסחרי או השמשתו לשוכרים אשר במהלכו אמורה החברה לשאת את כלל עלויות ההשקעה על גבה. מידרוג מעריכה, כי מוניטין החברה והתקשרותה עם חברות ניהול נכסים בסדר גודל של חברת קלפיייר הצרפתית כשותפה אסטרטגית מצמצמת באופן משמעותי את הסיכון הכרוך בפעילות הייזום של מרכזים אלו ומשפרת את רמת הוודאות באשר לתזרים העתידי. יחד עם זאת, אין וודאות כי החברה תמשיך להתקשר מראש למכירה עתידית של נכסים נוספים.

הרחבת היקפי פעילות החברה מחד והגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות זירוגים בינלאומיים נמוכים מאידך.

החברה מתכננת, כחלק מן האסטרטגיה העסקית, להרחיב את היקפי פעילותה מעבר לאלו אשר אפיינו את הפעילות בשנים האחרונות. כמו כן, מתכננת החברה להגדיל את משקל הפעילות במדינות בעלות פוטנציאל צמיחה המדורגות כבעלות סיכון גבוה יותר ביחס למדינות הפעילות הנוכחית. מידרוג מעריכה כי הרחבת היקפי הפעילות מחד, והגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות יציבות נמוכה מאידך, מגדילה את רמת הסיכון בה פועלת החברה. להלן אינדיקטורים מאקרו כלכליים עיקריים לשנת 2007 במדינות בהן החלה החברה בפעילות ראשונית או שהיא בוחנת השקעות במדינות אלו :

אוקריאנה	סלובקיה	רוסיה	מולדובה	מקדוניה*	
99.5	55.2	1,012.2	3.4	5.6	תמ"ג (מיליארדי \$)
7.1	7.8	6.7	4.0	3.1	צמיחה בתמ"ג ריאלי (%)
2,103	10,239	7,123	791	8,300	תמ"ג לנפש (\$)
11.2	4.2	9.0	12.7	3.2	שיעור אינפלציה (%)
47.3	5.4	142.1	4.2	2.0	אוכלוסייה (מ')
B1	A1	Baa2	Caa1	**BB+	דירוג המדינה עפ"י Moody's

* נתונים מאתר ה-CIA** דירוג S&P

סיכונים מאקרו כלכליים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, הכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפות מראש. מחזוריות זו תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש למרכזים מסחריים, כמו גם זמינות ועלות מקורות המימון. מידרוג מעריכה כי פיזור גיאוגרפי נרחב בשילוב מוניטין החברה מקטינים במידה מסוימת את התלות בכלכלה בודדה (ראה ניתוח התפתחות ענף הנדל"ן בשווקים נבחרים בנספח 1).

שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל באמצעות חברות מוחזקות מקומיות והתבססות על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות השונות, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים שיתקבל מהנכסים.

אופי וסדר גודל הנכסים מקשה על נזילות החברה במקרה של צורכי מימוש מהיר

פרויקטים בסדרי הגודל המוזכרים עלולים להקשות על החברה בבואה למכור חלק מהם במטרה להגדיל את נזילות החברה במצב של קשיי נזילות. במצב שבו שוק הנדל"ן סובל מירידות ומקשיי נזילות בכלל הענף, הגודל המשמעותי של כל פרויקט וההון הנדרש במטרה לרכוש כל אחד מן הפרויקטים המרכזיים, מצמצם את יכולת החברה לשאת ולתת עם מספר רב של גורמים או למכור את הנכס במהירות הנדרשת.

גורמי סיכון פיננסיים

תנודתיות בתזרים המזומנים, היקף החוב והיחסים הפיננסיים

המבנה העסקי של החברה גורם לתנודתיות בתזרים המזומנים, היקף החוב והיחסים הפיננסיים. המבנה העסקי לפיו פועלת החברה – ייזום, בנייה, אכלוס ומכירת המרכזים, יוצר מצב תנודתי בתזרים המזומנים, בעיקר במצב בו לא מתבצעת מכירה של מרכזים אך במקביל נדרש מימון למרכזים נוספים הנמצאים בבניה. כמו כן, מושפעים היקף החוב והיחסים הפיננסיים מהיקף פעילות הייזום. במצבה הנוכחי, חובה הפיננסי של החברה הינו נמוך ביותר. היחסים הפיננסיים עתידים להשתנות כפונקציה של תלות בהיקפי ההשקעה ופעילויות המימון הנדרשות במטרה לתמוך במספר הפרויקטים הנמצאים בתהליך.

החברה חשופה לשינויי ריבית

בהינתן ההנחה, כי החברה מתכננת הגדלת החוב במטרה לממן בניית פרויקטים, שינויים בשערי הריבית עלולים להגדיל את הוצאות המימון של החברה, להשליך על רווחיותה ולהשפיע באופן משמעותי על חלוקת דיבידנדים אפשרית החיונית לפעילות החברה האם המחזיקה במרבית המניות. במצבה הנוכחי החברה אינה נוקטת בפעולות גידור חוב הנושא ריבית משתנה ואינה מתכננת לבצע פעולות גידור בעתיד, אלא אם תידרש על ידי בנקים מלווים לעשות כן.

חשיפה לשערי מטבעות

למרות שהפיזור הגיאוגרפי של החברה מהווה נקודת חוזק, הפיזור הגיאוגרפי בפעילות החברה יוצר במקביל חשיפה לשערי מטבעות שונים. החברה חשופה לשינויים בשערי מטבעות במדינות (שמטבע הפעילות בהן איננו אירו) בהן היא פועלת היות וחלק מרכישות חומרי הבניה והשירותים מבוצעות על פי המטבע המקומי של המדינה, או מושפעות על ידי השינויים במטבע המקומי. במידה והחברה תחליט להחזיק נכסים כתחליף למכירה, ייקבעו שיעורי השכירות על פי המטבע המקומי וכתוצאה מכך תגדל אף יותר חשיפתה של החברה. החברה נוקטת באמצעים לצמצום חשיפה זו על ידי ריכוז מרבית פעולות החברה תחת מטבע אחד (אירו) ובמקביל החברה בוחנת ביצוע גידור ועסקאות פורוורד מול האירו, המצמצמות במידה חלקית את חשיפתה.

פעילות החברה בתחום הדורש השקעות הוניות גבוהות עלול לגרום לעיכוב השקעה בפרויקטים

חדשים של החברה כתוצאה מהעדר נזילות בשל אי מימוש פרויקטים

הענף בו עוסקת החברה דורש השקעות כספיות ניכרות. השקעות אלו ממומנות בחלקן על ידי הונה העצמי של החברה ובחלקן על ידי חוב הנלקח מן הבנקים. היות וההלוואות הבנקאיות נלקחות כהלוואות בנייה, תקופת ההלוואה נגזרת מתאריכי הסיום של הפרויקט. במידה ופרויקטים יסתיימו אך לא יימכרו ויוחזקו על ידי החברה ובמקביל היקפי ותנאי מימון מחדש לא יספקו את צרכי החברה, עלול להיווצר קושי להזרים השקעות נוספות למטרת רכישה של קרקעות חדשות או למטרת התחלת בנייה של פרויקטים הנמצאים בהמתנה. במקרה כזה, עלול הקושי ליצור אפקט משמעותי על פעילות החברה.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה בעלת ניסיון עשיר וארוך בייזום והקמת פרויקטים בפרט מרכזים מסחריים במזרח ומרכז אירופה; פיזור סיכונים על ידי פעילות במספר רב של מדינות; קשרים עסקיים ענפים של החברה במדינות הפעילות הבאים לידי ביטוי ביכולת איתור קרקעות טובה מאוד, קידום תוכניות ותכנון, אכלוס שוכרים והכרות עם משקיעים פיננסיים אשר רוכשים את המרכזים לקראת סיום הבניה והאכלוס ובאופן זה מתאפשרת ההתמקדות בייזום על פני החזקת נכסים; ביסוס שדרת ניהול עצמאית וחיזוקה; גיוס הון ומימוש מרכז מסחרי מהותי – ההיפודרום תרם לשיפור מהותי בנזילות והורדת רמת המינוף; מידרוג מעריכה, כי בשנתיים הקרובות צפוי החוב הפיננסי לעלות נוכח השקעות במרכזים מסחריים בתהליך וללא מימושים משמעותיים מתוכננים; הענף מאופיין בסיכון גבוה הנובע מסיכוני היזמות הנדרשים ומחשיפה להשפעות מאקרו כלכליות וזרמי היצע וביקוש; פרויקט Casa Radio מהווה חלק משמעותי מתוכנית ההשקעות ומרווחי החברה העתידיים; השקעות חדשות ותוכניות השקעה עתידיות במדינות בעלות דירוג סיכון גבוה יותר

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג :

- הרחבת היקפי הפעילות תוך שמירה על איתנות פיננסית וחיזוק משמעותי ביציבות תזרים המזומנים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג :

- עלייה ביחס החוב ל – CAP מעבר לשיעור של 60%.
- האטה ניכרת ומתמשכת בתחום הנדליין בכלל ובתחום המרכזים המסחריים בפרט באזורים בהם פועלת החברה.
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה.
- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה.

* אין באמור בגורמים המפורטים כדי להוות התחייבות כלשהי של החברה לפעול בהתאם לאמור באותם גורמים.

ניתוח פיננסי

כללי :

הניתוח נערך על בסיס הדוחות המאוחדים של החברה. החברה מדווחת לפי תקני החשבונאות הבינלאומיים (IFRS).

תוצאות הפעילות - דו"ח רווח והפסד

החברה שומרת על רווח נקי חיובי משנת 2003. מבנה המס של החברה מאפשר לה לשמור על מרבית רווחיה.

כצפוי מחברה יזמית, אחוזי הרווח מההכנסות תנודתיים ומשתנים בהתאם למכירות ולאחוז התשואה אשר הושג במכירה של כל פרויקט.

FY 2005	FY2006	H2 2006	H2 2007	דו"ח רווח והפסד (אלפי אירו)
55,770	74,191	58,485	97,042	סך הכנסות
6,613	50,034	46,993	69,131	עלות ההכנסות
49,157	24,157	11,492	27,911	רווח גולמי
6,572	8,173	4,315	8,191	הוצאות הנהלה וכלליות
42,585	15,984	7,177	19,720	רווח מפעולות רגילות
-7,585	664	-581	3,272	הכנסות (הוצאות) מימון נטו
161	-170	-143	-315	הכנסות (הוצאות) אחרות
35,201	16,328	6,493	22,644	רווח לפני מיסים על ההכנסה
29,342	14,720	5,659	22,551	רווח נקי (הפסד)

88%	33%	20%	29%	רווח גולמי מהכנסות
76%	22%	12%	20%	רווח תפעולי מהכנסות
53%	20%	10%	23%	רווח נקי מהכנסות

מצב פיננסי - מאזן

במצבה הנוכחי, ערב ההנפקה, לחברה יתרות מזומנים גדולות ובמקביל היקף החוב של החברה נכון לתאריך 30.6.2007 קטן משמעותית מיתרות המזומנים העומדים לרשותה. במצבה הנוכחי, לאחר הנפקת המניות, שנערכה בחודש אוקטובר לשנת 2006 בתמורה לכ- 230 מיליון אירו, ולאחר מספר עסקאות המכירה החברה פועלת עם חוב נמוך ביותר, כאשר החוב המרכזי נלקח בגין בניה ב - Arena Plaza וצפוי לקטון משמעותית לאחר קבלת תמורת עסקת המכירה (עד לסוף רבעון ראשון 2008).

נכון לתאריך דו"ח דירוג זה, משקיעה החברה קרוב ל - 100% הון עצמי בפרויקטים כתחליף לחוב, עם המשך ההשקעה בפרויקטים ורכישת קרקעות נוספות צפוי היקף החוב לעלות. החברה שמה לעצמה יעד עמידה ביחס חוב ל - CAP אשר לא יעלה על 60%, אך אין בכך משום התחייבות של החברה לעמוד ביחס פיננסי כאמור.

להלן פריטי מאזן מאוחד של החברה (באלפי אירו):

31.12.2005	31.12.2006	30.06.2007	נכסים
רכוש שוטף			
46,699	212,683	176,057	מזומנים ושווי מזומנים
6,164	616	9,715	פקדונות משועבדים
2,977	6,154	-	פקדונות לזמן קצר
638	1,059	21,551	לקוחות
4,802	29,222	12,777	חייבים אחרים
2,033	4,283	11,917	חייבים וצדדים קשורים
104,717	159,961	263,594	נדל"ן בבניה
השקעות הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך			
1,298	1,148	1,115	השקעה בחברה מוחזקת
2,938	2,257	2,237	הלוואות לזמן ארוך
3,512	22,027	18,734	חייבים וצדדים קשורים
8,210	7,550	8,444	רכוש קבוע
26,354	26,654	12,970	נדל"ן להשקעה נטו
349	350	350	פקדונות מוגבלים לזמן ארוך
413	933	664	נכסים אחרים
211,104	474,897	540,125	סך נכסים
31.12.2005	31.12.2006	30.06.2007	התחייבויות
התחייבויות שוטפות			
53,403	51,201	74,068	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
6,532	15,703	26,300	ספקים
7,099	3,088	13,955	התחייבויות לנותני שרותים
15,693	17,771	9,729	התחייבויות לצדדים קשורים
1,648	2,418	-	זכאים בגין מכירת נדל"ן להשקעה
התחייבויות לזמן ארוך			
17,244	5,875	5,668	הלוואות לזמן ארוך
9,133	8,474	12,967	התחייבויות לצדדים קשורים
1,214	1,551	927	התחייבויות אחרות
3,131	4,139	1,403	מסים נדחים
-	-	750	זכויות מיעוט
96,007	364,677	394,358	הון עצמי
211,104	474,897	540,125	סך התחייבויות והון עצמי

יחסים פיננסיים

יחסי האיתנות של החברה לאחר הנפקת המניות גבוהים וצפויים לשמור על רמתם הגבוהה גם לאחר גיוס האג"ח. יחס החוב ל- CAP, בהתחשב בנתוני פרפורמה של החברה, צפוי לעמוד על יחס נמוך משמעותית מהרף שהציבה לעצמה החברה. לחברה, בשילוב קשריה עם שוק ההון, נזילות גבוהה – הן על ידי גיוס הון מצד הבנקים והן על ידי גיוס האג"ח הנוסף ללא ערעור משמעותי ביחסי האיתנות. יתר על כן, החברה שמה לעצמה יעד עמידה ביחס חוב ל- CAP אשר לא יעלה על 60%, אך אין בכך משום התחייבות של החברה לעמוד ביחס פיננסי כאמור. ככל שיחס חוב ל- CAP יעלה על 60%, מידרוג תיבחן את השלכות השינוי ביחס לדירוג החברה. להלן טבלה המרכזת יחסים פיננסיים עיקריים באלפי אירו (יחסי האיתנות ל- 30.09.2007 והפרפורמה - לפני ואחרי גיוס האג"ח, חושבו על ידי מידרוג על פי נתוני החברה לאחר תאריך המאזן ליום 30.06.2007).

31.12.2005	31.12.2006	30.06.2007	30.09.2007	פרפורמה לפני גיוס	פרפורמה אחרי גיוס	יחסי איתנות
95,473	83,321	102,432				חוב פיננסי
49,676	218,837	176,057				יתרות נזילות (מזומנים ופקדונות לזמן קצר)
45,797	-135,516	-73,625				חוב פיננסי נטו
194,611	452,137	498,943				Cap
96,007	364,677	395,108				הון עצמי וזכויות מיעוט
211,104	474,897	540,125				סך מאזן
-308	-17,018	7,470				FFO
43,453	16,757	19,949				EBITDA
45%	77%	73%	64%	81%	62%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
49%	18%	21%	28%	12%	34%	חוב ל-CAP
	שלילי	13.71	4.35			חוב פיננסי / FFO
2.20	4.97	5.13	6.52			חוב פיננסי / EBITDA

נספח מספר 1 – סקירת מדינות מרכזיות

פולין

התפתחויות מאקרו כלכליות - בעקבות הצטרפותה של פולין לגוש האירו בשנת 2004, ניכרת התפתחות כלכלית גבוהה וכן גידול מהותי בהשקעות זרות. שיעור הצמיחה עמד בשנת 2006 על 5.8% והצמיחה הצפויה לשנת 2007 הינה כ-6.1%. שיעור האינפלציה התמתן החל משנת 2005 והצפי לשנת 2007 הוא שיעור אינפלציה של כ-2.3%.

התפתחויות בתחום הנדל"ן למסחר - בערים הגדולות ישנה רוויה בנדל"ן מסחרי כך שמורגש גידול בתחרותיות בין בעלי מרכזים מסחריים בעיקר על ידי התגמשות בתנאי השכירות. ניכרת התפתחות של פארקים של מסחר ומרכזי Outlet. מורגשת התפתחות של מרכזים מסחריים מקומיים בעלי שטח של פחות מ-2000 מ"ר. כמו כן, מורגשת התעניינות של משקיעים ושוכרים בערים בעלות אוכלוסיה נמוכה מ-150 אלף נפש. בשנתיים האחרונות נפתחו מספר לא מבוטל של מרכזים מסחריים בעיקר בפוזנן, קרקוב וקטוביץ וכיום ניכרת חדירה גם לערים נוספות. בתחום הביקוש להשקעה בנדל"ן מסחרי מורגשת התעניינות גבוהה בעיקר מצד משקיעים מאירלנד, אוסטריה, צרפת, בריטניה והולנד.

הונגריה

התפתחויות מאקרו כלכליות - הונגריה הצטרפה לאיחוד האירופי בשנת 2004 ומאז היא נהנית מהיותה חלק משוק של כ-490 מיליון אנשים. הונגריה הינה אחת המדינות הקטנות יותר באירופה, אוכלוסייתה מונה כ-10 מיליון איש. בשנות ה-90 הונגריה חוותה הפרטה נרחבת שתרמה רבות להתפתחות הכלכלה במדינה ובשנים האחרונות ניכרת צמיחה משמעותית; התמ"ג עלה בכ-4%-3 במספר שנים האחרונות, אך הוא צפוי לרדת ב-2007 ו-2008 עקב רפורמות פיסקליות חדשות. בודפשט שולטת על הכלכלה ההונגרית ותורמת כ-35% מהתמ"ג. עיקר קשרי המסחר של הונגריה הם עם אוסטריה, גרמניה ואיטליה. הונגריה נהנית משיעור אבטלה נמוך יחסית לשאר מדינות מרכז/מזרח אירופה והוא עומד על כ-7.5%. בתקופה האחרונה הונגריה חווה אי יציבות פוליטית וכלכלית אשר משפיעים באופן שלילי על מצבה הכלכלי של הונגריה, אך כלכלנים רבים טוענים כי לאירועים האחרונים תהיה רק השפעה זמנית ולא השפעה לטווח הארוך.

התפתחויות בתחום הנדל"ן למסחר – כוח קנייה גדל של אוכלוסיית הונגריה ומיקום מרכזי של הונגריה במרכז אירופה תורמים רבות להתפתחות שוק הנדל"ן המסחרי והתעניינות מצד משקיעים זרים. עד 1996 לא היו קניונים מודרניים בהונגריה, אך החל משנה זו, עקב הפרטת מרבית העסקים והפחתת הביורוקרטיה, החלו להיפתח קניונים רבים בעיקר בבודפשט, עד שהשוק הפך לרווי לקראת שנת 2002. עם כניסתה לאיחוד האירופי בשנת 2004, חלה התעוררות חדשה בשוק הנדל"ן המסחרי ואף כניסה לערים אחרות כמו גיור, דברסן ומיסקולץ. בשנים 2004 ו-2005 נרשמה פעילות שיא בהשקעה בשוק הנדל"ן בהונגריה, מעל לכ-1 מיליארד אירו. בד בבד, ישנה מגמה של ירידה בתשואות. בתחום המרכזים המסחריים נרשמו עסקאות בתשואות של מעל ל-8%.

הודו

התפתחויות מאקרו כלכליות - הודו הינה אחת המדינות הגדולות הן מבחינת שטח והן מבחינת כמות האוכלוסייה, שטחה של הודו נפרס על יותר מ-3.3 מיליון מ"ר ואוכלוסייתה מונה מעל מיליארד נפש. בשנים האחרונות הודו חווה צמיחה כלכלית מואצת, בפרט בשנה האחרונה בה התמ"ג עלה בכ-9.2%. העלייה בתמ"ג נבעה בעיקר מעלייה בייצור התעשייתי ומצמיחה וגדילה של ענף השירותים. התחזיות לעשר השנים הבאות הן שכלכלת הודו תמשיך לצמוח בקצב דומה.

התפתחויות בתחום הנדל"ן – עקב המצב הכלכלי המשתפר בהודו, כל ענפי הנדל"ן - מגורים, מסחרי, משרדים ואירוח- חוו עלייה בביקושים משנת 2004, כך שההיצע כיום אינו עומד בביקושים. ההערכות הם שענף הנדל"ן צפוי לצמוח לפי חמש מגודלו הנוכחי עד סוף שנת 2010. תשואות על נכסים מסחריים בהודו הן בין הגבוהות בעולם. ההיצע המועט ברוב התחומים של הנדל"ן יוצר שוק של הזדמנויות ענפות למשקיעים. ממשלת הודו היוותה גורם מכריע בצמיחתו של ענף הנדל"ן, הממשלה אפשרה למשקיעים חיצוניים להשקיע בנדל"ן בהודו ישירות, בלי לחכות לקבלת אישורים ממשלתיים, עקב זאת, תרומתם של המשקיעים החיצוניים לענף הנדל"ן גדלה בצורה משמעותית מ-10% בשנת 2004 עד ל-21% בשנת 2006.

נדל"ן מסחרי: כוח הקנייה של ההודים עלה בצורה ניכרת בגלל צמיחתה והשתפרות מצבה הכלכלי של הודו ולכן חלה עלייה בביקושים לאזורי מסחר. אזורי המסחר הקיימים בהודו הינם מיושנים, רובם ממוקמים במתחמים דמוי שוק, ובנייתם הינה זולה ולא איכותית, ולכן עם השתפרות המצב הכלכלי, עלו הביקושים למרכזים מסחריים מודרניים כמו אלו שקיימים במדינות מערביות. העתיד של תחום הנדל"ן המסחרי בהודו נראה מבטיח, כאשר על פי סקרים אחרונים צפויה צמיחה של כ-42% בשנת 2008 וגודלו של שוק הנדל"ן המסחרי צפוי להגיע לכ-35 מיליארד דולר עד שנת 2010.

נדל"ן בפונה – פונה ממוקמת בחוף המערבי של הודו, כ-150 ק"מ מזרחית לבומבי ואוכלוסייתה מונה כ-4.5 מיליון נפש. היא נחשבת ל"אוקספורד" של הודו הודות לריבוי האוניברסיטאות הנמצאות בה. כיום יש בה גם מספר רב של חברות הי טק ולכן יש ביקוש גדול למשרדי הי טק. מבחינת נדל"ן מסחרי, כיום קיימים כ-4 קניונים בפון וקיימים עוד 3 בבנייה.

נדל"ן בטרבינדרום – טריבנדרום ממוקמת בחוף המזרחי של הודו והיא הבירה של מדינת קראלה. העיר מונה כ-750 אלף איש והינה המרכז התרבותי והפוליטי של מדינה קראלה. לטריבנדרום תשתיות טובות יחסית בהשוואה לערים אחרות בהודו והיא יכולה לתמוך בצמיחה מוגברת ולכן פוטנציאל ההשקעה בה עלה בצורה ניכרת בשנים האחרונות. מבחינת שוק הנדל"ן בטרבינדרום קיימים ביקושים גדולים למשרדים ובפרט למשרדי הי טק.

רומניה

התפתחויות מאקרו כלכליות - כלכלת רומניה שומרת כיום על יציבות יחסית. כחלק מתהליך הצטרפות רומניה לאיחוד האירופי בשנת 2007 היא מחויבת לעמוד בדרישות של האיחוד האירופי לשמירה על מסגרת תקציבית, לקדם רפורמות והפרטת הגופים הממשלתיים. שיעור הצמיחה ברומניה בשנת 2006 עמד על 7.7% והצמיחה הצפויה לשנת 2007 הינה כ-6.8%. שיעורי האינפלציה ירדו משמעותית משנת 2000 ל-11% בשנת 2004 ול-5% בשנת 2006 עם צפי ל-4% בשנת 2007. רמת ההשקעות הזרות בשנים האחרונות עלתה בצורה ניכרת, כאשר עבור 4 החודשים הראשונים של 2007 רמת ההשקעות החדשות הינה כ-1.6 מיליארד אירו.

התפתחויות בתחום הנדל"ן למסחר – כיום ההיצע של מרכזים מסחריים ברומניה הינו נמוך מאוד והמרכזים הקיימים הינם בתפוסה מלאה, אך קיים צפי לגידול בהיצע של כ-150%. בזמן האחרון ניכרת מגמה של השקעות בנדל"ן מסחרי בערים פחות מרכזיות ולא רק בבוקרשט, הערים הבולטות הינן טימישוארה, ברשוב, פלויישט וקונסטנצה. התשואה הממוצעת לנכסים מסחריים עומדת על בין 7-7.5%.

צ'כיה

התפתחויות מאקרו כלכליות - נחשבת לאחת המדינות המפותחות ומתקדמות במזרח-אירופה הן בהיבט הכלכלי הכללי והן מבחינת שוקי נדל"ן. שיעור הצמיחה בשנת 2006 עמד על 6% וצפוי להישאר ברמה דומה בשנת 2007. שיעורי האינפלציה נמוכים והסתכמו בשנת 2006 לכ-1.7%, שיעורי האבטלה ירדו מכ-8.5% בשנת 2005 לכ-7.1% נכון לשנת 2006. ההתכנסות למדינות המתקדמות יותר בגוש האירו צפויה להמשיך. תהליך זה יחד עם מהלך של הורדת מיסים, צפויים להוות רוח גבית לצמיחה בשנים הקרובות.

התפתחויות בתחום הנדל"ן למסחר – שוק הנדל"ן בצ'כיה (ובעיקר בפראג) נמצא בצמיחה כתוצאה מעלייה בכוח הקנייה של התושבים, עלייה בשיעורי התעסוקה ומצבה הכלכלי הטוב של צ'כיה. נפח ההשקעות במדינה הינו גבוה מאוד ומונע בעיקר מזרימה של הון זר כתוצאה מירידה בסיכון העסקי במדינה. נפח ההשקעות בשנת 2005 היה כ-1.5 מיליארד אירו. המשקיעים הזרים העיקריים במדינה הינם משקיעים גרמנים, אוסטרים ואירים וכן משקיעים מבריטניה.

לטביה

התפתחויות מאקרו כלכליות – עם אוכלוסייה המונה כ-2.3 מיליון נפש, לטביה הינה המדינה הקטנה ביותר במזרח/מרכז אירופה. בירתה היא ריגה המונה כ-740 אלף איש. מאז הצטרפותה לאיחוד האירופי בשנת 2005 היא חווה פריחה המתבטאת בקצב השקעות זרות גבוה, צמיחה גבוהה, ושוק נדל"ן שנמצא בתנופה. שיעור הצמיחה בשנת 2006 עמד על 11.9% ושיעור האינפלציה על כ-6.8%.

התפתחויות בתחום הנדל"ן למסחר – ענף הנדל"ן בלטביה מאופיין בביקושים גבוהים אשר התמתנו מעט בשנים האחרונות. ב-1997-1998 הוקמו הקניונים המודרניים הראשונים בריגה וכיום יש קיימים כ-8 קניונים מרכזיים. התשואה הממוצעת לנכסים מסחריים עומדת על כ-6%.

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

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

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

דו"ח מספר : **CRPC030108330Ms**

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

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

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג