



צ.מ.ח המרמן בע"מ

אופק: יציב	Baa2	אג"ח
-------------------	-------------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש את דירוג סדרות האג"ח המונפקות של החברה על Baa2 ומותירה את אופק הדירוג יציב וזאת, בין היתר, לאור היקף הפרויקטים בביצוע ופיזורם, יציבות באיתנותה הפיננסית וגמישותה הפיננסית של החברה בהתחשב בעומס הפירעונות. להלן פירוט סדרות אג"ח קיימות מדורגות של החברה:

סיום פירעון קרן	תחילת פירעון קרן	יתרה ליום 31.12.2007 אלפי ₪	ריבית	הצמדה	סדרה
2014	2010	59,500	7.5%	מדד	אג"ח א' – אג"ח להמרה

מחברת:
לורי ונציה
אנליסטית
lauriev@midroog.co.il

אנשי קשר:
רן גולדשטיין
ראש צוות

rang@midroog.co.il

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת¹

החברה רכשה, יחד עם אזורים ואשטרום פרויקטים, כ-235 דונם במתחם המשולש ברמת גן

במרץ 2008 התקשרה החברה בהסכם עם אשטרום פרויקטים ואזורים לרכישה של מתחם בשטח של כ-235 דונם באזור "המשולש הגדול" ברמת גן. היזמים רכשו מגרשים אשר ישמשו להקמה של פרויקט בנייה למגורים הצפוי לכלול עד 680 יח"ד וכאלף מ"ר שטחי מסחר. ההסכם הינו הסכם מזומן וקומבינציה. נכון להיום, ההסכם עם בעלי הקרקע הינו ביחס לרכישה של כ-580 יח"ד, כאשר כיום מתנהל משא ומתן עם בעל קרקע נוסף אשר יגדיל את מספר הדירות בפרויקט ל-680. נכון להיום קיימת תביעה מאושרת למגורים, אך עבור 490 יח"ד, ההסכם מותלה במתן תוקף לתביעה מקומית חדשה ופינוי והריסת מבנים קיימים. עלות הקרקע מסתכמת בכ-200 מיליון ₪. החברה השקיעה כ-13 מיליון ₪ במימון רכישת הקרקע. בניית הפרויקט צפויה להתחיל במרץ 2009 והעלויות הצפויות נאמדות בכ-670 מיליון ₪ והרווח הצפוי עומד על כ-150 מיליון ₪ (18%).

החברה החלה בבניית פרויקט מגורים בנווה צדק

באפריל 2008 רכשה החברה 25% בזכויות בקרקע בשטח של כ-4,300 מ"ר באזור נווה צדק בתל אביב. שותפי החברה בפרויקט הם חברת ירוקום נדל"ן שבבעלותה 25% מהפרויקט ובעלי הקרקע שבעלותם 50% הנותרים. הפרויקט הינו פרויקט מגורים יוקרתי שכולל כ-168 דירות על שטח בנוי של כ-24 אלף מ"ר. החברה השקיעה עד כה 22 מיליון ₪ בפרויקט ובנייתו החלה. הוא צפוי להסתיים עוד 4 שנים. עלות הפרויקט הכוללת מוערכת בכ-585 מיליון ₪ וההכנסות הצפויות עומדות על כ-714 מיליון ₪.

בנוסף, החברה התקשרה בהסכם קומבינציה לרכישת קרקע באזור גני תקווה בשטח של כ-4,000 מ"ר לבנייה של 44 יח"ד. נכון להיום, הקרקע מצויה בתהליכי השבחה.

אביטל בר דיין,
סמנכ"ל בכירה

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

¹ מאז פרסום הדוח האנליטי בחודש יוני 2007.

לחברה היקף מכירות טוב בפרויקטים שבביצוע אשר לרוב עולה על שיעור השקעה הכולל את עלות הקרקע

נכון למועד הדוח, לחברה 7 פרויקטים לבניה למגורים, בהיקף של כ-1,170 יחידות דיור. נכון לרבעון הראשון של 2008, החברה טרם מסרה דירות בפרויקטים הפעילים שלה, אך היא מתכננת להתחיל במסירת דירות ברבעון השני בפרויקט מגדלי כרמיאלה שבכרמיאל. החברה צופה כי הכנסות החברה ממסירת דירות ומסחר בשלב א' בפרויקט זה יסתכמו בכ-25.5 מיליון ₪. כמו כן, ניתן לראות גידול בפעילות החברה הן בפרויקטים חדשים והן בהתפתחות פרויקטים קיימים.

להלן פירוט לגבי הפרויקטים בייזום של החברה (נתונים נכונים ל-31.03.2008, באלפי ₪, חלק החברה):

שם הפרויקט	אזור	שיעור אחזקה	יח"ד 100%	יח"ד (חלק החברה)	סיום פרויקט צפוי	סה"כ מכירות דירות	שיעור מכירות	שיעור השקעה – כולל קרקע
מגדלי כרמיאלה	כרמיאל	%100	150	150	2010	56	%40	42%
גני תקווה I	גני תקווה	%50	145	73	2012	0	%0	16%
גני תקווה 2+4	גני תקווה	%50	250	125	2012	0	%0	3%
גני תקווה 3+5	גני תקווה	%100	68	68	2012	0	%0	0%
צור יצחק	אור יצחק	%100	230	230	2010	76	%33	21%
שירת אלמוג – שלב ה'	טירת הכרמל	%100	45	45	2009	22	%49	20%
אמירי נוף ב'	אלפי מנשה	%100	56	56	2008	47	%84	48%
אמירי נוף ג'	אלפי מנשה	%100	120	120	2010	0	%0	10%
אמירי נוף ד'	אלפי מנשה	%100	68	68	2010	0	%0	18%
המשולש הגדול	רמת גן	%33	580	191	2013	0	%0	0%
נווה צדק	תל אביב	%25	168	42	2012	0	%0	2%
סה"כ פרויקטים בייזום			1,880	1,168		201	10.94%	12%

שם הפרויקט	הכנסות צפויות	עלות	היקף השקעה ל-31/03/08 (כולל קרקע)	רווח גולמי שטרם הוכר	שיעור רווח גולמי
מגדלי כרמיאלה	78,859	67,142	28,126	11,717	14.86%
גני תקווה I	92,562	64,201	10,570	28,361	30.64%
גני תקווה 2+4	159,964	118,932	4,152	41,032	25.65%
גני תקווה 3+5	63,276	51,273	55	12,003	18.97%
צור יצחק	187,558	143,591	29,507	43,967	23.44%
שירת אלמוג – שלב ה'	22,170	18,271	3,701	3,899	17.59%
אמירי נוף ב'	43,880	38,107	18,132	5,773	13.16%
אמירי נוף ג'	84,810	68,861	6,665	15,949	18.81%
אמירי נוף ד'	43,377	35,702	6,370	7,675	17.69%
המשולש הגדול	246,667	202,623	0	44,044	17.86%
נווה צדק	178,588	137,838	3,000	40,750	22.82%
סה"כ	1,201,711	946,541	110,278	255,170	21.23%

החברה מקטינה פעילות בתחום הביצוע

נכון להיום לחברה 4 פרויקטים בתחום הביצוע בהיקף של כ-46 מיליון ₪ אשר צפויים לתרום רווח גולמי של כ-9% שהינו סטנדרטי לענף. החברה מתכוונת להקטין את פעילותה בתחום זה עבור חברות חיצוניות ולהתרכז בביצוע הפרויקטים שלה.

להלן פירוט לגבי הפרויקטים בביצוע של החברה (נתונים נכונים ל-31.03.2008, באלפי ₪, חלק החברה):

שם הפרויקט	אזור	תיאור הפרויקט	מזמין	סיום פרויקט צפוי	היקף חוזה במועד ההתקשרות	יתרה לתשלום	עלות להשלמה	שיעור השלמה	שיעור ביצוע	רווח גולמי שטרם הוכר	רווח גולמי ב - %	תנאי תשלום
חלומות אלמוגי	חיפה	מגורים – 56 יח"ד	שיכון עובדים	2008	13,956	6,677	5,917	52%	53%	760	11.4%	שוטף+ 45
עיר ימים	נתניה	מגורים – 228 יח"ד	שותפות בין אזורים לשיכון עובדים	2008	68,282	26,635	24,441	61%	62%	2,194	8.2%	שוטף+ 60
ג' החדשה – שלב ד'	תל אביב	מגורים – 94 יח"ד	שותפות בין אפריקה לשיכון עובדים	2008	60,680	9,558	8,676	84%	84%	882	9.2%	שוטף+ 45
מת"מ	חיפה	חניון - 27,000 מ"ר	גב ים	2008	10,078	2,767	2,576	73%	71%	191	6.9%	שוטף+ 60
סה"כ		378			152,996	45,637	41,610			4,027	8.8%	

התפתחות התוצאות הכספיות

החברה לראשונה מציגה דוחות כספיים לפי כללי ה-IFRS.

דו"ח רווח והפסד:

ירידה בהכנסות עקב יישום תקני ה-IFRS, אך יחד עם זאת רווח לתקופה

הכנסות החברה עבור הרבעון הראשון של שנת 2008 הסתכמו בכ-21 מיליון ₪, זאת לעומת כ-46 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הקיטון בהכנסות נובע מיישום לראשונה של תקני IFRS אשר קובעים כי הכנסות מדירות למכירה מוכרות רק עם סיום הבנייה ומסירת הדירות. בתקופה, החברה רק הכירה בהכנסות מעבודות ביצוע. נציין כי למרות הירידה בהכנסות החברה הציגה רווח נקי לתקופה שהסתכם בכ-672 אלפי ₪. היקף הכנסות מדירות שנמכרו והרווח בגין טרם הוכר עומד על כ-127 מיליון ₪.

מאזן:

השפעת המעבר לדיווח על פי כללי ה-IFRS

השפעת יישום התקינה הבינלאומית על מאזן החברה נבחנת במספר סעיפים. עם המעבר לדיווח על פי תקני ה-IFRS, הכנסות ממכירת נדל"ן, מוכרות במועד מסירת הדירות. כתוצאה מהאמור גדל מלאי בניינים למכירה לסך של כ-93 מיליון ₪, לעומת סך של כ-50 מיליון ₪ בשנת 2007 לפי התקינה הישראלית, וכן גדלו המקדמות מרוכשי דירות לסך של כ-45 מיליון ₪ לעומת סך של כ-5 מיליון ₪ בשנת 2007 לפי התקינה הישראלית.

החברה הנפיקה הון וחוב במהלך שנת 2007

במהלך שנת 2007 הנפיקה החברה חוב (אג"ח להמרה) בסך של 59.5 מיליון ₪ והון בסכום של כ-18.5 מיליון ₪. מרבית תמורת ההנפקה נותרה, נכון ל-31/03/2008, בקופת המזומנים של החברה. נכון ליום כתיבת הדו"ח, החברה השקיעה את רוב תמורת ההנפקה בפרויקטים היזמיים אשר הוצגו לעיל וכיום נותרו לה כ-6 מיליון ש"ח מזומנים והשקעות לזמן קצר. הנפקת האג"ח תרמה לעלייה ברמת החוב כך שסך החוב נכון ל-31.03.2008 מסתכם בכ-83 מיליון ₪. נכון לרבעון הראשון של שנת 2008, יש יציבות ביחסים הפיננסיים כך שיחס החוב לקאפ עומד על כ-70% ויחס ההון העצמי לסך מאזן עומד על כ-16% בדומה לרמתם בסוף שנת 2007.

תמצית נתונים כספיים עיקריים, באלפי ₪

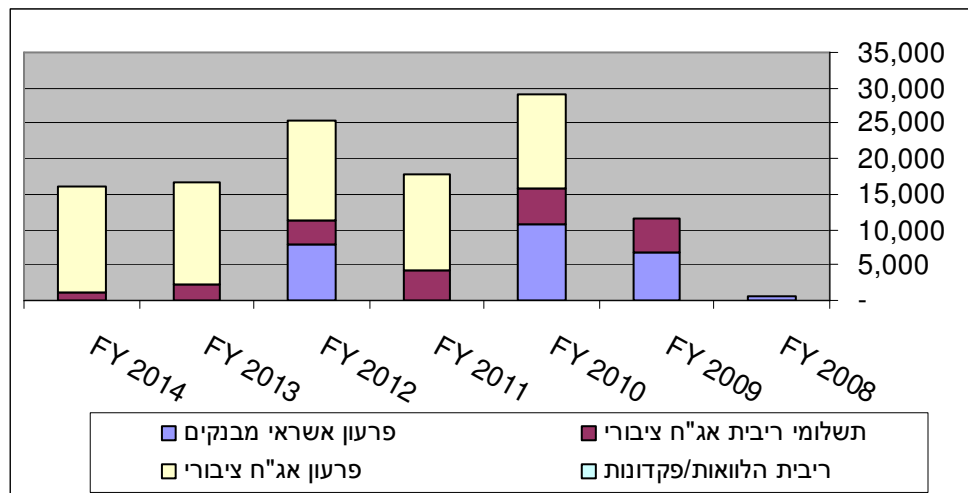
₪ אלפי	Q1 2008	FY2007	FY2007	FY2006	FY2005
	IFRS	IFRS	IGAAP	IGAAP	IGAAP
סך הכנסות	20,681	126,983	119,893	114,551	127,310
מזה: הכנסות ממכירת דירות	0	46,118	39,028	52,996	55,788
מזה: מביצוע עבודות	20,365	77,160	77,160	58,677	66,956
מזה: ממתן שירותים	316	3,705	3,705	2,878	4,566
רווח גולמי	1,285	13,648	11,431	16,575	9,777
רווח תפעולי	-935	4,031	4,644	9,968	3,575
הוצאות מימון, נטו	1,315	-176	-9,582	-7,028	-5,013
רווח תפעולי לאחר מימון	380	3,855	-4,938	2,940	-1,438
רווח נקי	672	4,058	-4,135	1,591	-3,187
חוב פיננסי	82,578	82,709	82,709	60,014	41,668
יתרות ניזלות	62,777	71,787	70,388	21,682	14,295
חוב פיננסי נטו	19,801	10,922	12,321	38,332	27,373
CAP	117,361	116,720	120,184	78,932	58,787
CAP נטו	54,584	44,933	49,796	57,250	44,492

40,484	40,737	50,246	76,988	93,417	מלאי בניינים למכירה
0	0	16,058	19,292	23,277	מלאי מקרקעין בבנייה
17,119	18,918	37,475	33,475	34,147	הון עצמי וזכויות מיעוט
107,703	110,142	167,027	195,486	207,282	סך מאזן
16%	17%	22%	17%	16%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
71%	76%	69%	71%	70%	חוב ל-CAP
62%	67%	25%	24%	36%	חוב נטו ל-CAP נטו

ניילות וגמישות טובה לאור יתרות ניילות גבוהות

נכון לרבעון הראשון של 2008 לחברה ניילות גבוהה עקב מזומנים והשקעות לזמן קצר בסכום של 63 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בסך של כ-10 מיליון ₪. החברה צפויה להתחיל לפרוע את קרן אג"ח א' בשנת 2010 וצופה החזר קרן מסיום פרויקט צור יצחק.

להלן גרף עומס הפירעונות* של החברה (נתונים כספיים באלפי ₪, נכונים ליום 31.03.2008):



*כולל תשלומי ריבית בגין האג"ח וההלואות.

אופק הדירוג

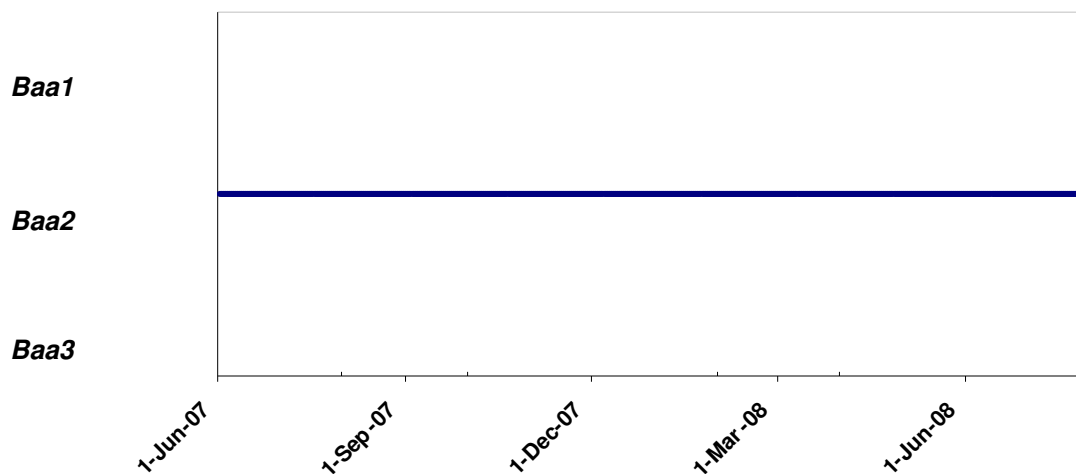
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים כתוצאה מהתקדמות בפרויקטים בבניה
- שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת יכולת נגישות לשוק ההון
- התפתחות החברה וגידול בהיקף הפעילות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית
- ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית
- הרעה בתוצאות הכספיות
- החלפת אנשי מפתח

היסטוריית דירוג



אודות המנפיק

צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן "החברה" או "צמח המרמן") עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים: 1. ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל; 2. ביצוע עבודות בנייה קבלניות בפרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, למגזר העסקי, הפרטי והציבורי. החברה הוקמה בשנת 1997 ומאז ועד היום השלימה קרוב ל-50 פרויקטים של ביצוע בישראל שכללו 2,720 יחידות דיור ("יח"ד) וכ- 296,000 מ"ר של שטחי מסחר, ציבור והיי-טק.

סולם הדירוג

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 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CRZ310708000M

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") 2008

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 במישרין 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 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 סרוויס לטד. (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 זמנם 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.