

צ.מ.ח המרמן בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2010

1

מחבר:

נדב גורן - אנליסט
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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



צ.מ.ח המרמן בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: Baa2	דירוג סדרה
-------------------	-------------	------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa2 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמן"), וכן מאשרת דירוג זהה לגיוס אג"ח בהיקף של עד 50 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת אג"ח סדרה ב'. כ- 10 מיליון ₪ מתמורת הגיוס, אשר ישמשו לתשלום קרן אג"ח א' הנפרעת במאי 2011, יופקדו 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 22.12.2010. 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 ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	יתרת אג"ח פירעון האג"ח
אג"ח א'- להמרה	1104132	6/2007	*44,459	7.5%	מדד	*47,917	2011-2014
אג"ח ב'	1119031	5/2010	40,000	ריבית אג"ח ממשל. 6.7% + 0520 שקלי	שקלי	39,300	2013-2017

* הנתונים ליום 30.9.2010 מוצגים בניכוי יתרת אג"ח א' אשר הוחזקה ע"י חברות הקבוצה, בהיקף של כ- 3.1 מיליון ₪ ע.ג..

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמך, בין היתר, מגידול בהכנסות וברווח, עם השלמת מספר פרויקטים ואיכלוסם; גידול משמעותי בהיקף ההון העצמי, אשר בחלקו יבוא לידי ביטוי ברבעונים הקרובים, כתוצאה מהכרה ברווחים מפעילות וכתוצאה מגיוס הון בהיקף של כ- 29 מיליון ₪, שהשלימה החברה במהלך חודש דצמבר 2010; שיפור ברמת הנזילות של החברה בשל עודפים שהשתחררו בפרויקטים שהושלמו. כמו כן, נלקחה בחשבון במסגרת הדירוג כוונת החברה להרחבת הפעילות באמצעות רכישת קרקעות בהיקפים משמעותיים וביצוע פרויקטים חדשים והקיטון הצפוי בנזילות החברה לאור השקעות אלו. בנוסף, צבר נמוך של פרויקטים בתכנון ובשלבי ביצוע התחלתיים תביא להכרה נמוכה בהכנסות וברווח בטווח הבינוני.

השלמת פרויקטים סייעה לחברה לרשום הכנסות ורווח גבוהים; צבר נמוך יחסית של פרויקטים בביצוע ושל מלאי דירות למכירה יביא לקטון בהיקף ההכרה בהכנסות וברווח לקראת סוף שנת 2011 ובשנת 2012

במהלך 2010/Q1-Q3 רשמה החברה גידול בהכנסות ממכירת דירות, אשר הסתכמו בתקופה בכ- 131 מיליון ₪ לעומת כ- 122 מיליון ₪ בשנת 2009 כולה. גידול זה הושג לאחר שהחברה הכירה בהכנסות ממכירת דירות במספר פרויקטים משמעותיים, אשר הושלמו ונמסרו במהלך התקופה. במקביל, רשמה החברה שיפור ניכר בשיעור הרווחיות הגולמית, אשר הושפעה לחיוב ממגמת עליית מחירי הדירות בישראל. על אף שיפור זה, רמת הרווחיות של החברה בתחום המגורים הינה ממוצעת בהשוואה ענפית.

ההכרה בהכנסה והשיפור ברווחיות הביאו את החברה לרשום רווח נקי גבוה, יחסית לפעילותה בעבר, אשר הסתכם ב- 2010/Q1-Q3 בלמעלה מ- 16 מיליון ₪, לעומת כ- 5 מיליון ₪ בשנת 2009. להערכת מידרוג, החברה צפויה להמשיך ולהכיר בהכנסות וברווח בהיקפים משמעותיים גם ברבעונים הקרובים, אשר יחד עם גיוס הון בהיקף של כ- 29 מיליון ₪ שהשלימה החברה במהלך חודש דצמבר 2010 (בניכוי דיבידנד בסך 6.3 מיליון ₪ שהוכרז בחודש דצמבר 2010), יביאו לגידול ניכר בהיקף ההון העצמי של החברה ולשיפור ביחסי האיתנות (גם לאחר גיוס החוב הצפוי). עם זאת, מספר מצומצם של פרויקטים בשלבי תכנון וביצוע התחלתיים, יביא לכך שבמהלך המחצית השנייה של שנת 2011 ובעיקר במהלך שנת 2012, תכיר החברה בהיקף הכנסות נמוך, אשר עשוי אף לגרור שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות.

על אף שמגזר עבודות ביצוע לאחרים הינו משני לפעילות החברה, ואינו מייצר תזרים שיורי מהותי, הוא מאפשר למתן באופן מסוים את התנודתיות הגבוהה שנרשמת בהכנסות וברווח ממגזר הבנייה למגורים. בשנת 2010 צפוי להירשם גידול בהיקף ההכנסות מביצוע עבודות לאחרים ביחס לשנת 2009. גם במגזר פעילות זה רשמה החברה שיפור בשיעורי הרווחיות, אשר עמדו על כ- 14% ב- 2010/Q1-Q3. שיעור רווחיות זה נחשב טוב בהשוואה ענפית.

החברה צפויה לפעול להרחבת היקף פעילותה באמצעות רכישת קרקעות

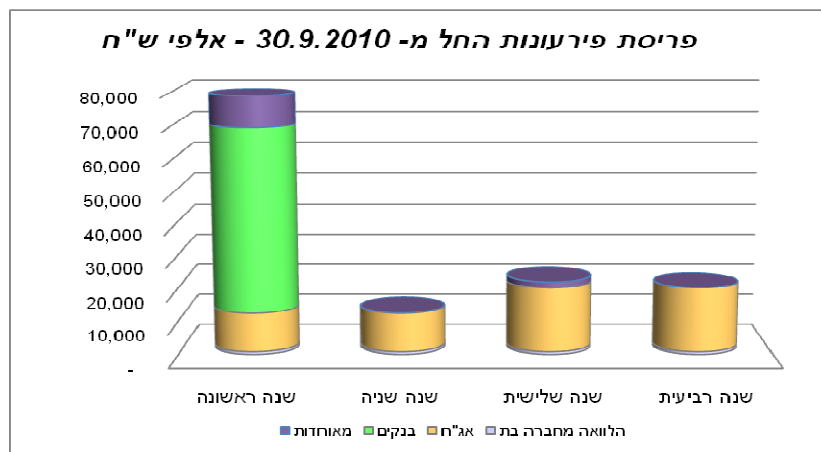
החברה פועלת להגדיל באופן משמעותי את נפח פעילותה בתחום הבנייה למגורים. על מנת ליישם אסטרטגיה זו, בכוננת החברה להשתמש ביתרות הנזילות הגבוהות שצברה מעודפים שהשתחררו מפרויקטים, בתמורת גיוס הון ובתמורת גיוס האג"ח - לרכישת קרקעות למגורים. במסגרת זו דיווחה החברה במהלך חודש דצמבר 2010, על רכישת זכויות חכירה במגרשים בצור יצחק בעלות (כולל פיתוח) של כ- 44 מיליון ₪ וכן רכישת 50% מפרויקט שוק בצלאל בת"א, תמורת 50 מיליון ₪.

הוצאה לפועל של האסטרטגיה הנ"ל תביא לכך שמחירי הרכישה של חלק גדול ממלאי קרקעות החברה יגלם את העלייה שחלה במחירי הקרקעות בשנים האחרונות. מצב זה יגביר את חשיפת החברה לירידה אפשרית במחירי הדירות והקרקעות, בטווח הבינוני.

רמת הנזילות הנוכחית של החברה הינה גבוהה ביחס לצורכי שירות החוב, אך צפויה לקטון בהתאם להיקף רכישת הקרקעות שתבצע

נכון ליום 30.9.2010, לחברה חובות פיננסיים בהיקף של כ- 157 מיליון ₪, הכוללים חוב אג"ח בהיקף 87 מיליון ₪ והיתר הינן הלוואות ליווי בנקאי בפרויקטים והלוואות כנגד קרקעות המוצגות לפירעון בז"ק, אך יפרעו בפועל מתוך תשלומים של רוכשי דירות. לפיכך, עומס הפירעונות הצפוי לחברה בשנתיים הקרובות כולל בעיקרו את החלויות השוטפות של

סדרת אג"ח א' בהיקף של כ- 13 מיליון ₪ (והחל משנת 2013 - גם חלויות סדרת אג"ח ב'). נכון ליום 30.9.2010, לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ- 73 מיליון ₪, מתוכן כ- 55 מיליון ₪ ברמת הסולו. לאחר תאריך זה גייסה החברה, כאמור, הון בהיקף של כ- 29 מיליון ₪. בנוסף, צפויה החברה למשוך בשנה הקרובה עודפים מפרויקטים שיושלמו בטווח הקצר בהיקף של עשרות מיליוני ₪. למרות הנזילות הטובה שקיימת כיום לחברה, מידרוג מעריכה כי נזילות זו תקטן באופן משמעותי, וזאת לאור הגידול הצפוי בהיקף ההשקעות לצורכי רכישת קרקעות וביצוע פרויקטים חדשים. מידרוג תמשיך לבחון את רמת נזילות החברה לאור התפתחות היקף השקעותיה.



נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

FY2007	FY2008	FY2009	30.9.10	גיוס הון וחוב*	פרפורמה לאחר הגיוסים	
46,118	25,140	121,912	131,257			הכנסות ממכירת דירות
80,865	61,565	48,727	52,633			מביצוע עבודות ומתן שירותים
126,983	86,705	170,639	183,890			סך הכנסות
7,169	2,351	17,025	27,796			רווח גולמי ממכירת דירות
6,479	4,230	5,556	7,198			רווח גולמי מביצוע עבודות ומתן שירותים
13,648	6,581	22,581	34,994			רווח גולמי
15.5%	9.4%	14.0%	21.2%			שיעור הרווח ממכירת דירות
8.0%	6.9%	11.4%	13.7%			שיעור רווח גולמי מביצוע עבודות ומתן שירותים
4,031	-6,546	9,920	25,002			רווח מפעולות רגילות
3.2%	-7.5%	5.8%	13.6%			שיעור הרווח התפעולי
4,058	-1,381	4,711	16,512			רווח (הפסד) נקי
9,348	9,388	15,047	73,801	-	73,801	יתרות נזילות
82,709	140,296	136,881	155,302	40,000	195,302	חוב פיננסי
73,361	130,908	121,834	81,501	40,000	121,501	חוב פיננסי נטו
113,799	168,336	169,076	204,366	62,937	267,303	CAP
104,451	158,948	154,029	130,565	62,937	193,502	CAP נטו
33,475	32,094	35,605	49,118	22,937	72,055	הון עצמי וזכויות מיעוט
195,486	320,017	336,195	365,086	62,937	428,023	סך מאזן
162,058	226,807	229,978	258,064	62,937	321,001	סך מאזן בנטרול מקדמות מלקוחות
72.7%	83.3%	81.0%	76.0%		73.1%	חוב ל- CAP
70.2%	82.4%	79.1%	62.4%		62.8%	חוב נטו ל- CAP נטו
17.1%	10.0%	10.6%	13.5%		16.8%	הון עצמי למאזן
20.7%	14.2%	15.5%	19.0%		22.4%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מלקוחות
474	-6,449	11,063	19,488			FFO
174.5	שלילי	12.4	6.0			חוב ל- FFO
154.8	שלילי	11.0	3.1			חוב נטו ל- FFO

* הגידול בהון העצמי כולל גיוס בסך כ- 29.2 מיליון ₪ בניכוי דיבידנד בסך 6.3 מיליון ₪, שהחברה הכריזה על חלוקתו בחודש דצמבר 2010; הגידול בחוב הפיננסי כולל גיוס בסך 50 מיליון ₪ בניכוי 10 מיליון ₪ אשר יופקד בפקדון וישמשו לפירעון חוב אג"ח.

אופק הדירוג

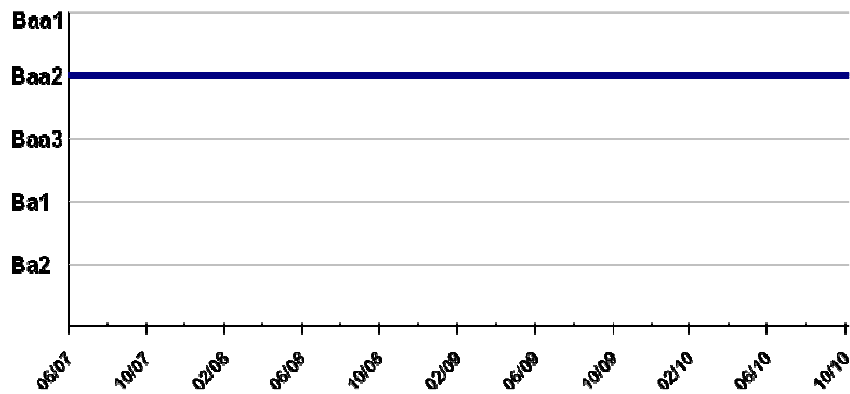
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים כתוצאה מהתקדמות בפרויקטים בבניה
- שיפור בגמישות הפיננסית ויחסי איתנות החברה
- התפתחות החברה וגידול בהיקפי פעילותה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- קיטון בנזילות החברה ביחס לצורכי שירות החוב
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמן") הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים:

1. ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל
2. ביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, למגזר העסקי, הפרטי והציבורי.

נכון למועד הדוח, פועלת החברה לבד ועם שותפים במסגרת 17 פרויקטים (חלקם כוללים מספר שלבים), הנמצאים בשלבי ייזום, תכנון וביצוע שונים, להקמת כ- 2,250 יחידות דיור וכ- 12,000 מ"ר שטחי מסחרי, מתוכם למכירה למעלה מ- 609 יחידות דיור (מהם נמכרו כ- 486 יחידות דיור) וכ- 1,500 מ"ר שטחי מסחר (מהם נמכרו כ- 1,400 מ"ר). בנוסף, פועלת החברה בעצמה ובאמצעות חברה בת, בביצוע 6 פרויקטים קבלניים עבור צדדים שלישיים, שאינם קשורים לחברה, להקמת כ- 650 יחידות דיור.

ביום 7 לדצמבר 2010, השלימה החברה הקצאת 27.25% ממניות החברה לחברת מורגן-רימון, המוחזקת ע"י בני משפחת מנור, והיא נמנית כעת עם בעלי המניות העיקריים בחברה הכוללים את בעלי השליטה הנוכחיים - משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם, שהינם בעלי שיעורי החזקה דומים בחברה.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

מושגי יסוד

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 ברטו בציד, 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 הונית - 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

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