

# אספן בניה ופיתוח בע"מ

דו"ח מעקב ו נובמבר 2008

1

## מחברת:

ענבל כהן, רו"ח - אנליסט  
[inbal@midroog.co.il](mailto:inbal@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אספן בניה ופיתוח בע"מ

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

**מידרוג מאשרת מחדש ומציבה אופק דירוג יציב לאג"ח של אספן בניה ופיתוח בע"מ (להלן: "אספן", "החברה") המדורגות בדירוג A3. האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:**

פירעון קרן	שנות פירעון האג"ח	יתרה ליום 30.6.08 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתי	סדרת אג"ח
שנתי	2010-2014	167,538	מדד	6.5%	סדרה א'

**אישור מחדש של הדירוג והצבת אופק דירוג יציב** נתמכת בגורמים הבאים: החברה הינה בעיקרה חברת נדל"ן מניב, בעלת פיזור נכסים המצויים בעיקר בישראל כאשר, בשנה האחרונה הרחיבה פעילותה אף לחו"ל; מידרוג רואה בחיוב את היקף המזומנים המצויים בקופת החברה סולו, בסך של כ- 87 מיליון ₪, זאת לעומת עומס הפירעונות העתידי של החברה (ללא אספן נדל"ן) לשנתיים הקרובות וכן לאור מקורות המימון, אותם הציגה החברה בפני מידרוג, הכוללות, בין היתר, מימוש נכסים וקבלת דיבידנדים מחברת הבת - אספן נדל"ן. בנוסף, החברה הגדילה את פעילותה ופיזור נכסיה באמצעות רכישה של מספר נכסים מניבים בישראל ובחו"ל (בגרמניה ושווייץ), המגלמים תשואה, המחושבת כאחוז דמי השכירות מהעלות, בטווח שבין - 7.8% - 8.9%. בעקבות רכישות אלו, גדלו הכנסות החברה מדמי שכירות במחצית הראשונה של שנת 2008. יחד עם זאת, לשם רכישת הנכסים, גדל החוב הפיננסי של החברה ובהתאם הורעו יחסי האיתנות, אולם החברה לא חרגה מיחסי האיתנות שנקבעו לה במסגרת אופק הדירוג שניתן לה, בעת מתן הדירוג הראשוני.

## התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

**גידול במצבת נכסיה המניבים של החברה בחו"ל באמצעות חברת הבת - אספן נדל"ן, המוחזקת, בעקיפין ובמישרין, בשיעור של 87.79%**

כחלק מהאסטרטגיה העסקית של החברה, להגדלת מנוע הצמיחה בחו"ל, רכשה החברה, באמצעות חברת הבת אספן נדל"ן (שיעור אחזקה 87.79%) נכסים מניבים באירופה, כמפורט להלן: בינואר 2008 רכשה אספן נדל"ן, באמצעות חברת בת זרה, 100% מבניין משרדים ומסחר, בשטח של כ-9,500 מ"ר בקרבת ברן, בירת שווייץ, תמורת 19.15 מיליון פרנק שווייצרי (כ-66 מיליון ₪). המוכר התחייב לשכור את המבנה (*lease back*) לתקופה בת 7 שנים, תמורת דמי שכירות שנתיים של כ-5.14 מיליון ₪, המגלמים תשואה של כ-7.8%. המוכר ינהל את המבנה עבור החברה, תמורת 4% מדמי השכירות השנתיים, אותם ייגבה מהדיירים. החברה מימנה את הרכישה באמצעות הלוואה בסך של 44 מיליון ₪ לתקופה של 10 שנים, בריבית 3.55% והיתרה מומנה בהון עצמי.

בינואר 2008 רכשה אספן נדל"ן מרכז לוגיסטי, בשטח של כ-4,000 מ"ר, בעיר *Idstein* הקרובה לפרנקפורט בגרמניה, תמורת 17.7 מיליון ₪, המגלמים תשואה של כ-8.7%. המוכר התחייב לשכור את הנכס (*sale and lease back*), לתקופה בת 10 שנים, תמורת דמי שכירות שנתיים של כ-270 אלפי אירו.

אספן נדל"ן רכשה במרץ 2008, 50% מזכויותיהן של חברות שבשליטת החברה הכלכלית לפיתוח מיסודם של הקבלנים והבונים בישראל בע"מ (להלן: "החברה הכלכלית"), בשני נכסים, הממוקמים ביער השחור בגרמניה, בתמורה לכ-6 מיליון אירו. הנכסים כוללים 25 אלף מ"ר שטחי קליניקות ומלון, המושכרים לתקופה בת 10 שנים, בדמי שכירות שנתיים של כ-1.05 מיליון אירו, חלק החברה 525 אלף אירו, המגלמים תשואה של 8.5%, וכן קרקע בשטח של כ-87 דונם, עליה שטחים בנויים ושטחים המיועדים לבניית דירות מגורים ונופש.

אספן נדל"ן חתמה בדצמבר 2007, על הסכם, יחד עם החברה הכלכלית, לרכישת מלוא הזכויות בחברה בעלת שטחי קליניקות רפואיות, מלון דירות ומשרדים, בשטח כולל של כ-30 אלף מ"ר, באזור היער השחור בגרמניה, בתמורה כוללת של כ-25.2 מיליון אירו, חלק החברה 50%. עם השלמת העסקה, יושכר הנכס למוכרת (*sale and lease back*), לתקופה בת 10 שנים, בדמי שכירות שנתיים של כ-2.5 מיליון אירו. עד ליום 30.6.08, העבירה החברה 2.1 מיליון אירו, מתוך חלקה, ו-2.1 מיליון אירו כהלוואה לחברה הכלכלית. נכון למועד מסמך זה, טרם הושלמה העסקה.

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח הדירוג הראשוני שנעשה באוגוסט 2007.



במאי 2008 רכשה אספן נדל"ן שני מבנים מסחריים בגרמניה, בשטח של כ- 3,000 מ"ר, בתמורה לכ- 3.1 מיליון אירו. דמי השכירות השנתיים, להם זכאית החברה, עומדים על כ-300 אלף אירו.

ביולי 2008 חתמה חברת אספן נדל"ן על עסקה לרכישת נכס מסחרי בשטח של כ- 3,200 מ"ר בגרמניה, תמורת כ- 4 מיליון אירו. השטח מושכר לשני שוכרים מהותיים, רשת סופרמרקטים וחברת אלקטרומכניקה, לתקופה בת 10 שנים. הנכס צפוי להניב לחברה *NOI* שנתי של כ- 350 אלפי אירו.

### **הרחבת נכסי נדל"ן מניב והפעילות היזמית של החברה בישראל**

יחד עם העברת מנוע צמיחת החברה לחו"ל, ניכר גידול פעילות החברה בישראל. בינואר 2008 רכשה החברה בית אבות, ששטחו הכולל הינו 4,100 מ"ר, הממוקם במושבה הגרמנית בחיפה, תמורת סך של כ-27 מיליון ₪. בכוונת החברה להשכיר למוכר את הנכס ל-24 שנים (sale and lease back), תמורת דמי שכירות שנתיים של 2.4 מיליון ₪, המגלמים תשואה שנתי של כ-8.9%. דמי השכירות צפויים לעלות ב-3%, בתום כל שלוש שנות שכירות. החברה קיבלה הלוואה של 20 מיליון ₪, למימון העסקה, בריבית 5.05%, לתקופה בת 10 שנים, כאשר פירעון הקרן יהיה בשיעור של 4% לשנה.

ביולי 2008 רכשה אספן בניה ופיתוח 50% בשותפות מוגבלת, המחזיקה במקבץ הדיור "לב הדר" בחיפה. הפרויקט כולל 200 יח"ד בנות חדר אחד ושני חדרים, המושכרות למשרד הבינוי והשיכון, עד לשנת 2020, וכן שטחי מסחר. דמי השכירות השנתיים עומדים על 5.9 מיליון ₪, חלק החברה הינו 2.95 מיליון ₪. 65% משטחי המושכר טרם הושכרו. החברה ושותפה בעסקה קיבלו הלוואה של 52 מיליון ₪ למימון העסקה (חלק החברה 50%) בריבית פריים, לתקופה בת 5 שנים, כאשר פירעון הקרן יהיה בשיעור של 5% לשנה.

באפריל 2008 רכשה אספן בניה ופיתוח מבנה משרדים, בשטח של 13.5 אלף מ"ר, בפארק אפק בראש העין, תמורת 44 מיליון ₪. המבנה חכור ע"י מנהל מקרקעי ישראל עד לשנת 2042. שיעור התפוסה בנכס הינו 91%. דמי השכירות השנתיים מהנכס, עומדים על כ- 3.9 מיליון ₪, המגלמים תשואה של 8.8%. החברה קיבלה הלוואה של 33 מיליון ₪, למימון העסקה, צמודה למדד, בריבית 4.85%, לתקופה בת 5 שנים, כאשר פירעון הקרן יהיה בשיעור של 5% לשנה.

בינואר 2008 חתמה אספן בניה ופיתוח על הסכם לרכישת שתי קומות בבניין משרדים בפתח תקווה, תמורת כ- 12.2 מיליון ₪. החברה קיבלה הלוואה של 9 מיליון ₪ למימון העסקה, בריבית של 5.5%, לתקופה בת 7 שנים, כאשר פירעון הקרן יהיה בשיעור של 5% לשנה.

כניסת החברה לתחום האנרגיה הירוקה החברה הודיעה כי היא בוחנת כניסה לתחום האנרגיה הירוקה. להערכת מידרוג, אמנם מדובר בתחום חדש לחברה אך סכום ההשקעה, כפי שהוצג למידרוג על ידי החברה, אינו צפוי להשפיע על נזילות החברה ואינו מהווה נתח פעילות משמעותי מתוך פעילות החברה.

## התפתחות התוצאות הכספיות

### **גידול בהכנסות החברה כתוצאה מהרחבת פעילות החברה לחו"ל**

החברה שואפת להרחיב את מנוע צמיחת החברה בחו"ל. במסגרת אסטרטגיה זו, רכשה החברה, באמצעות חברת הבת - אספן נדל"ן, נכסים מניבים בחו"ל, אשר הגדילו את הכנסות החברה במאוחד מדמי שכירות. סך הכנסות החברה במחצית הראשונה של שנת 2008, הסתכמו לכ- 40 מיליון ש"ח, לעומת סך של כ- 26 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. הכנסות החברה ממכירת מבנים וקרקעות גדלו בשל מכירת קרקע באור יהודה ויח"ד בפרייקט כפר הים בחדרה ובהתאם גדלו עלויות מכירת המבנים. כך גם הכנסות החברה מדמי שכירות לתום התקופה המסתיימת במחצית שנת 2008, מראים גידול של כ- 30%, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, בעיקר כתוצאה מרכישת נכסים חדשים, עדכון מחירי השכרה ועליית המדד. הכנסות החברה, בנטרול אספן נדל"ן, הסתכמו בכ- 20 מיליון ש"ח, לתום מחצית שנת 2008, בהשוואה לסך של כ- 20 מיליון ש"ח לכל שנת 2007. הכנסות החברה סולו נובעות בעיקר ממכירת מבנים וקרקעות.

5

### **גידול בהכנסות אחרות כתוצאה ממכירת בית רובינשטיין ברבעון השני של שנת 2007**

במהלך הרבעון השני של שנת 2007, מכרה החברה את זכויותיה בניין המשרדים "בית רובינשטיין". בעקבות המכירה, הכירה החברה ברווח הון של כ- 20 מיליון ש"ח.

### **גידול בהוצאות המימון כתוצאה מגידול אשראי החברה למימון פעילותה**

הוצאות המימון במאוחד של החברה, במחצית הראשונה של השנה, הסתכמו לכ- 34 מיליון ש"ח, לעומת כ- 15 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, אשר, כ- 20 מיליון ש"ח מהן הינן תזרימיות. הגידול נובע מעלייה ביתרות האשראי, כתוצאה מהתרחבות פעילות החברה בארץ ובחו"ל ומעליית המדד.



**אספן בניה ופיתוח בע"מ : דו"ח רווח והפסד (אלפי ₪)**

ללא אספן נדל"ן			מאוחד			
31.12.07	30.6.07	30.6.08	31.12.07	30.6.07	30.6.08	
5,819	3,413	12,654	5,819	3,413	12,654	ממכירת מבנים וקרקעות
9,066	5,505	5,945	37,584	19,376	25,410	הכנסות מדמי שכירות
4,843	2,592	1,646	6,350	3,314	2,307	הכנסות משירותי ניהול
<b>19,728</b>	<b>11,510</b>	<b>20,245</b>	<b>49,753</b>	<b>26,103</b>	<b>40,371</b>	<b>סך הכנסות</b>
9,247	2,985	12,008	11,747	3,143	13,309	עלות ממכירת מבנים וקרקעות וירידת ערך מלאי
3,497	1,017	3,355	6,062	2,254	4,672	עלות השכירות
6,601	2,964	2,085	8,653	3,941	2,872	עלות שירותי הניהול
<b>19,345</b>	<b>6,966</b>	<b>17,448</b>	<b>26,462</b>	<b>9,338</b>	<b>20,853</b>	<b>סך עלות ההכנסות</b>
<b>383</b>	<b>4,544</b>	<b>2,797</b>	<b>23,291</b>	<b>16,765</b>	<b>19,518</b>	<b>רווח גולמי</b>
-8,713	-7,140	6,571	2,028	-7,417	20,676	שינוי בשווי ההגון של נדל"ן להשקעה
9,806	4,650	5,997	16,189	7,212	10,493	הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות
24,699	24,444	3,226	24,825	24,444	4,606	הכנסות אחרות
1,378	41	-	1,378	173	-	הוצאות אחרות
<b>5,185</b>	<b>17,157</b>	<b>6,597</b>	<b>32,577</b>	<b>26,407</b>	<b>34,307</b>	<b>רווח תפעולי</b>
3,216	1,107	7,373	8,742	2,023	11,069	הכנסות מימון
21,744	9,743	21,887	39,385	15,185	33,645	הוצאות מימון
-175	103	627	-175	103	627	חלק החברה ברווחי חברה כלולה
<b>-13,518</b>	<b>8,624</b>	<b>-7,290</b>	<b>1,759</b>	<b>13,348</b>	<b>12,358</b>	<b>רווח (הפסד) לפני מיסים על ההכנסה</b>
815	4,140	319	6,038	5,430	4,880	הוצאות מיסים על ההכנסה
<b>-14,333</b>	<b>4,484</b>	<b>-7,609</b>	<b>-4,279</b>	<b>7,918</b>	<b>7,478</b>	<b>רווח (הפסד) נקי</b>
<b>-8,147</b>	<b>9,553</b>	<b>-12,274</b>	<b>-5,719</b>	<b>13,184</b>	<b>-7,202</b>	<b>רווח (הפסד) נקי ללא שיעור נדל"ן להשקעה, בנטרול השפעת המס</b>

**לחברה תזרים מזומנים שלילי הנובע מרכישות נדל"ן להשקעה לצורך התפתחות החברה**

תזרים המזומנים שנבע לחברה במאחד מפעילות שוטפת, במחצית הראשונה של השנה הינו שלילי, ומסתכם לכ- 5 מיליון ₪. עיקר השימושים של החברה, במחצית הראשונה של השנה, היו לרכישת נדל"ן להשקעה בחו"ל ובארץ, אשר הסתכמו לסך של כ- 181 מיליון ₪. לצורך רכישות אלו, הגדילה החברה את הלוואותיה מתאגידים בנקאיים. תזרים המזומנים שנבע לחברה מפעילות שוטפת בשנת 2007, הינו שלילי, ומסתכם לכ- 17 מיליון ₪. עיקר השימושים של החברה בשנת 2007, היו לרכישת נדל"ן להשקעה בחו"ל ובארץ, אשר הסתכמו לסך של כ- 150 מיליון ₪, וכן השקעה בחברות מוחזקות, אשר הסתכמו לסך של כ-104 מיליון ₪. מקורות המימון של החברה, בשנת 2007, נבעו בעיקר מהנפקת אג"ח, בסכום של 196 מיליון ₪, הנפקת מניות, בסכום של 60 מיליון ₪ ומימוש נכסים בהיקף של כ- 114 מיליון ₪.

ללא אספן נדל"ן			מאחד			
31.12.07	30.6.07	30.6.08	31.12.07	30.6.07	30.6.08	
-	195	-	-	-	-	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
97,306	97,300	-	113,813	102,421	19,767	תמורה ממימוש נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע
1,974	-	1,106	13,576	11,717	-	הפקדה בפקידון לז"ק ולז"א
12,997	-	85,457	43,548	-	161,376	קבלת הלוואה מתאגידים בנקאיים
-	-	-	-	-	13,223	קבלת אשראי לזמן קצר מבנקים
196,000	-	-	196,000	-	-	הנפקת אג"ח
59,737	-	-	59,737	-	-	הנפקת מניות
7,984	7,948	-	7,984	7,948	-	קבלת הלוואה מבעלי מניות
-	-	104	-	-	-	אחר
-	-	118,966	-	-	112,057	ירידה במזומנים ושוי מזומנים
<b>375,998</b>	<b>105,443</b>	<b>205,633</b>	<b>434,658</b>	<b>122,086</b>	<b>306,423</b>	<b>סך מקורות</b>
16,027	-	8,886	17,466	4,317	5,382	מזומנים ששימשו לפעילות שוטפת
-	-	22,493	-	-	22,493	השקעה בני"ע סחירים
33,149	36,191	18,328	104,378	36,191	20,269	השקעה נטו בחברות מוחזקות
401	360	87,327	1,012	604	181,267	רכישת נדל"ן להשקעה
-	2,726	-	-	-	16,461	השקעה בפקידון לז"ק ולז"א
78	-	-	93	-	46	רכישת רכוש קבוע
-	21,823	-	-	28,565	-	פירעון הלוואה מתאגידים בנקאיים
158,047	16,819	28,391	150,232	21,814	-	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
-	-	4,360	-	-	4,360	פירעון הלוואה מבעלי מניות
-	-	35,848	3,713	-	35,848	פדיון מוקדם של אג"ח
-	-	-	-	-	12,800	פירעון אג"ח
122	122	-	100	158	7,497	אחר
168,174	27,402	-	157,664	30,437	-	עליה במזומנים ושוי מזומנים
<b>375,998</b>	<b>105,443</b>	<b>205,633</b>	<b>434,658</b>	<b>122,086</b>	<b>306,423</b>	<b>סך שימושים</b>

### **נתוני מאזן מאוחד**

סך המאזן המאוחד של החברה ליום 30.6.08, הסתכם לכ- 1,064 מיליון ₪, לעומת 954 מיליון ₪ ליום 31.12.07.

### **עליה בנדל"ן להשקעה כתוצאה מהתרחבות החברה לחו"ל**

החברה החליטה להרחיב את פעילותה לחו"ל, למדינות שווייץ וגרמניה. במהלך השנה רכשה החברה נכסי נדל"ן מניב בגרמניה ובשווייץ, אשר יחד עם רכישת נכסי נדל"ן בארץ, הגדילו את יתרת הנדל"ן להשקעה של החברה. נכון ליום 30.6.08, יתרת סעיף זה עומדת על כ-724 מיליון ₪, לעומת כ-503 מיליון ₪, נכון ליום 31.12.07. כתוצאה מהרחבת פעילותה, ניכר גידול בהלוואות החברה לזמן ארוך אשר הסתכמו ליום 30.6.08 לסך של כ-327 מיליון ₪, לעומת כ-178 מיליון ₪ ביום 31.12.07. הגידול הינו כתוצאה מהנפקת אג"ח לביצוע השקעות בחו"ל ורכישת נכסים בארץ.

### **רכישת אג"ח הן של אספן נדל"ן והן של אספן בניה ופיתוח ע"י חברות הבנות**

דירקטוריון החברה אישר לחברות בנות, בבעלות ובשליטה מלאה של אספן, לרכוש אג"ח של חברות אספן נדל"ן ואספן בניה ופיתוח. בעקבות החלטה זו, ביצעה החברה פירעון מוקדם של כ-36 מיליון אג"ח של חברת אספן בניה ופיתוח (ובהיקף של כ-61 מיליון ₪ נכון לפרסום הדוח זה). יתרת האג"ח ליום 30.6.08, הסתכמה במאוחד לסך של כ-218 מיליון ₪, לא כולל חלויות שוטפות בסך של 12 מיליון ₪, לעומת סך של כ-263 מיליון ₪, לא כולל חלויות שוטפות של כ-13 מיליון ₪, ב-31.12.07. יצוין כי יתרת האג"ח במאוחד כוללת אג"ח של חברת הבת אספן נדל"ן, בהיקף של כ-63 מיליון ₪, נכון ליום 30.06.2008.





**אספן בניה ופיתוח בע"מ : מאזן (אלפי ₪) לפי תקני IFRS**

ללא אספן נדל"ן			מאוחד			
30.6.07	31.12.07	30.6.08	30.6.07	31.12.07	30.6.08	
65,023	205,795	86,829	96,280	223,507	111,450	מזומנים ושוי מזומנים
649	773	2,361	2,356	1,664	20,819	נכסים פיננסיים
-	-	20,397	-	-	22,385	נכסים פיננסיים זמינים למכירה
1,487	1,922	3,632	4,812	4,368	6,686	לקוחות
25,958	21,297	26,089	38,687	37,218	44,868	חייבים ויתרות חובה
30,635	27,065	22,901	30,635	27,065	22,901	מלאי דירות ושטחים מסחריים
60,733	60,419	54,695	61,684	61,370	54,695	מלאי קרקעות ומבנים למכירה
-	817	-	-	72,046	11,653	מקדמות על חשבון השקעות
-	-	-	-	-	19,254	הלוואות לאחרים
-	-	-	8,990	10,659	13,385	נכסים המיועדים למימוש
246,418	253,160	268,906	-	9,365	10,024	השקעה בחברות מוחזקות
4,155	3,150	458	4,155	3,150	458	פיקדונות ויתרות חובה לזמן ארוך
130,637	130,188	224,308	505,404	503,155	724,274	נדל"ן להשקעה
677	694	669	827	844	836	רכוש קבוע, נטו
352	-	-	352	-	-	מוניטין
88	-	-	88	-	160	מסים נדחים
<b>566,812</b>	<b>705,280</b>	<b>711,245</b>	<b>763,512</b>	<b>954,411</b>	<b>1,063,848</b>	<b>סך נכסים</b>
196,577	53,047	23,916	213,176	81,401	93,951	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני שירותים אחרים
14,599	29,528	33,456	14,599	29,528	33,456	חלויות שוטפות של התחייבויות ז"א לתאגידים בנקאיים
-	-	-	14,168	13,070	12,337	חלויות שוטפות של אג"ח
4,967	5,071	3,624	5,357	5,454	3,981	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
26,367	21,944	16,905	28,874	26,954	22,165	הפרשות בגין תלויות
22,431	20,664	24,427	27,601	26,651	32,627	זכאים ויתרות זכות
-	-	-	4,702	4,702	4,702	התחייבויות המתייחסות לנכסים המיועדים למימוש
77,805	103,336	182,077	114,009	178,001	326,787	הלוואות מתאגידים בנקאיים
1,244	-	-	1,244	-	-	התחייבויות אחרות
-	-	-	1,598	1,613	1,717	פיקדונות שוכרים
7,260	5,514	5,544	53,137	55,317	59,796	מסים נדחים
-	197,189	167,538	69,405	262,643	218,486	אג"ח
202	21	-	282	111	85	התחייבויות בשל הטבות לעובדים נטו
215,360	268,966	253,758	215,360	268,966	253,758	הון עצמי
<b>566,812</b>	<b>705,280</b>	<b>711,245</b>	<b>763,512</b>	<b>954,411</b>	<b>1,063,848</b>	<b>התחייבויות והון עצמי</b>

## סקירת יחסי איתנות פיננסית

### עלייה בחוב הפיננסי של החברה, הן במאוחד והן בנטרול אספן נדל"ן, כתוצאה מהשקעות בנכסי נדל"ן בארץ ובחו"ל. עיקר הגידול נובע מגידול החוב הפיננסי בחברת הבת אספן נדל"ן

סך החוב הפיננסי של החברה במאוחד, למחצית הראשונה של השנה, הסתכם לכ- 685 מיליון ₪, המורכבים מכ- 454 מיליון ₪ הלואות מתאגידים בנקאיים ומכ- 231 מיליון ₪ בגין אגרות חוב. סך החוב הפיננסי של החברה לתום שנת 2007, הסתכם לכ- 565 מיליון ₪, המורכבים מכ- 276 מיליון ₪ מתאגידים בנקאיים ומכ- 289 מיליון ₪ בגין אגרות חוב. החוב הפיננסי של החברה מתאגידים בנקאיים, גדל בשל רכישות נכסי נדל"ן שביצעה החברה במהלך השנה, לצורך הרחבת פעילותה בארץ ובחו"ל. מנגד, יתרת חוב החברה בגין אגרות חוב קטן, בשל ביצוע פדיון מוקדם של כ- 30 מיליון ₪ אג"ח של חברת אספן בניה. יצוין, כי עיקר הגידול בחוב במאוחד נובע מאספן נדל"ן. יתרת החוב הבנקאי של אספן נדל"ן לתום שנת 2007 עמדה על כ-103 מיליון ₪, לעומת כ- 214 מיליון ₪ לתום המחצית הראשונה, גידול של יותר מ- 100%, יתרת החוב הבנקאי של אספן בניה, ללא אספן נדל"ן, לתום שנת 2007, עמדה על כ- 186 מיליון ₪ לעומת כ- 239 מיליון ₪ לתום המחצית הראשונה של השנה, המהווים גידול של כ- 29% בלבד. יתר על כן, חברת אספן בניה הקטינה את היקף חובה על ידי פדיון מוקדם של אג"ח.

### כתוצאה מגידול החוב הפיננסי לחברה קיימת הרעה ביחסים הפיננסיים אשר אינם חורגים מאופק הדירוג שנקבע לחברה בעת הדירוג הראשוני

יחס ההון העצמי של החברה ליום 30.6.08 עומד על 24%, לעומת 28% ליום 31.12.07. יחס החוב ל  $CAP$  של החברה ליום 30.6.08, עומד על 69% לעומת 64% ליום 31.12.07. יחסי האיתנות של החברה נפגעו בשל נטילת הלואות על ידי החברה לשם ביצוע השקעות בנכסי נדל"ן. מידרוג מציינת כי הגידול במינוף הפיננסי של החברה היה בגדר שיקולי הדירוג הראשוני שניתן לחברה והחברה אינה חורגת משיעור המינוף שנקבע לה באופק הדירוג.

**אספן בניה ופיתוח בע"מ : נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪) :**

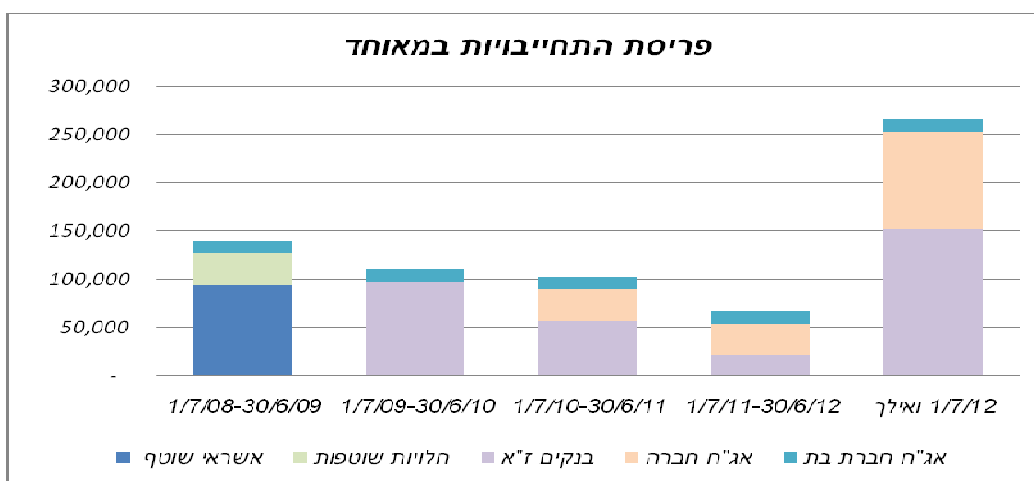
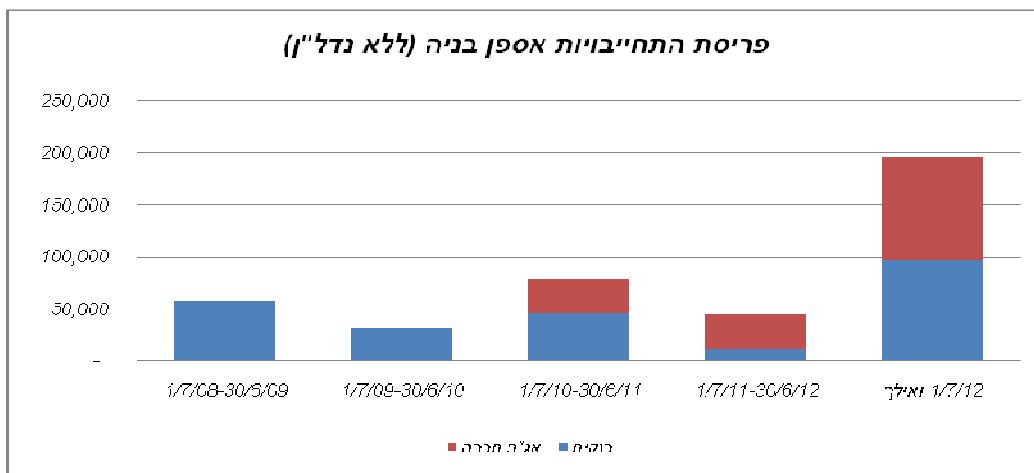
ללא אספן נדל"ן			מאוחד			
31.12.06	31.12.07	30.6.08	31.12.06	31.12.07	30.6.08	
327,589	383,100	406,588	475,068	564,643	685,017	חוב פיננסי
38,610	206,568	89,190	77,442	225,171	132,269	יתרות נזילות
288,979	176,532	317,398	397,626	339,472	552,748	חוב פיננסי נטו
540,674	657,580	665,890	734,159	888,926	998,411	Cap
207,392	268,966	253,758	207,392	268,966	253,758	הון עצמי וזכויות מיעוט
626,191	705,280	711,245	845,761	954,411	1,063,848	סך מאזן
33%	38%	36%	25%	28%	24%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
61%	58%	61%	65%	64%	69%	חוב ל-CAP
53%	27%	48%	54%	38%	55%	חוב נטו ל-CAP

**לחברה גמישות פיננסית טובה בהתחשב בעיקר ביתרות המזומנים**

נכון ליום 30.6.08, לחברה גמישות פיננסית טובה. לחברה במאוחד יתרות נזילות של כ-132 מיליון ₪, כאשר נכון ליום דוח זה, היקף המזומנים העומדים לרשות הקבוצה מסתכמים בכ-111 מיליון ₪ ובניכוי המזומנים המצויים באספן נדל"ן, עומדים לרשות החברה סך של כ-87 מיליון ₪ מזומנים וכן כ-43 מיליון ₪ בני"ע סחירים, המורכבים ברובם מאג"ח קונצרניים מדורגים, פיקדונות באג"ח של מדינת ישראל ופיקדון בנאמנות, בהיקף של כ-10 מיליון ₪, אשר החברה צופה כי ישוחרר בקרוב. מנגד, התחייבויות החברה (ברמת הסולו) לפירעון בשנתיים הקרובות עומדות על כ-87 מיליון ₪. לצורך פירעונות התחייבויות החברה צופה כי פרט למזומנים ברשותה, לחברה ייווצר תזרים נוסף אשר ינבע ממכירת יתרת הדירות בפרויקט כפר הים, הצפויות להניב הכנסה של כ-12 מיליון ₪, מכירת קרקעות בהיקף של כ-15 מיליון ₪ וכן קבלת כ-9 מיליון ₪ דיבידנד מחברת הבת אספן נדל"ן מידי שנה.

לחברה במאוחד, מסגרות אשראי לא מנוצלות של כ-72 מיליון ₪, מתוכן כ-67 מיליון ₪ של חברת אספן נדל"ן.

**מצב גרפים המתארים את פריסת התחייבויות החברה:**



**לחברה יחסי כיסוי סבירים בהתחשב בהנבה של שנה מלאה של נכסים חדשים**

על פי נתוני פרופורמה של החברה ובהתחשב בהנבה של שנה מלאה של הנכסים החדשים שנרכשו על ידי החברה, יחסי הכיסוי של החברה סבירים ועומדים על יחס חוב מותאם, קרי בניכוי החובות הפיננסיים בגין קרקעות שאינן מניבות תזרים, ל- FFO של כ- 31 ובנטו ל- 25.

## אופק הדירוג

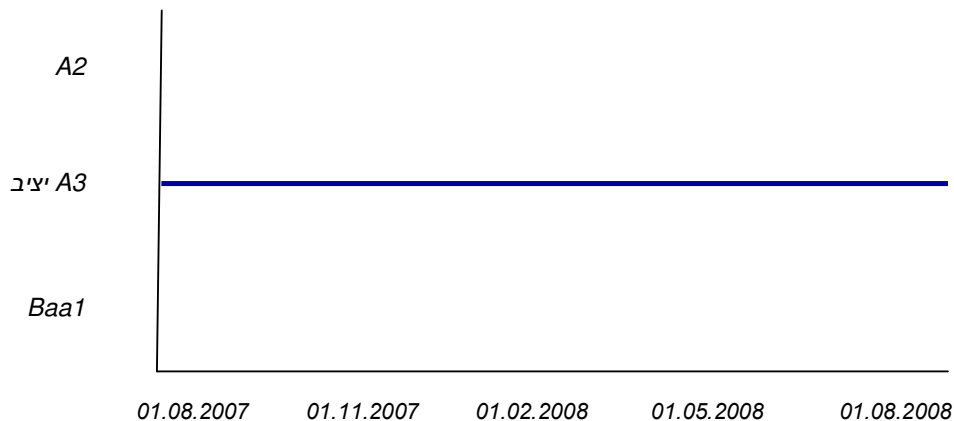
### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בהיקף ויציבות תזרים המזומנים
- גידול בהיקפי הפעילות, תוך הגדלת הפיזור הגיאוגרפי ופיזור הפרויקטים, תוך שמירה על יחסי הכיסוי והמינוף
- שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת יכולת נגישות לשוק ההון

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית, כך שיחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן ירד מהטווח של 20%-25%
- ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית
- עזיבת אנשי מפתח
- המשך הרעה במדינות ובשוקי פעילות החברה אשר יש בה כדי אפשרות להשפיע על פעילותה העסקית של החברה

## היסטוריית דירוג



## אודות החברה

14

אספן בניה ופיתוח בע"מ (להלן "החברה" או "אספן") עוסקת, בין במישרין ובין באמצעות חברות הבנות שלה, אספן נדל"ן בע"מ ואספן נכסים (1990) בע"מ, בתחום הנדל"ן ופעילותה העיקרית כוללת השכרת מבנים, בעיקר לתעשייה ומלאכה, ומתן שירותי ניהול ואחזקה למסחר ומשרדים, בארץ ובחו"ל. נכון ליום 30.6.2008 לחברה ולחברות הבנות מבנים להשכרה בישראל, בשטח כולל של כ- 200 אלף מ"ר, המושכרים לכ- 300 שוכרים בתפוסה של כ- 94%. בנוסף, בבעלות החברה וחברות הבנות, עתודות קרקע לבניה, להשכרה ו/או למכירה, בשטח של כ- 50 דונם באזורים שונים בארץ. נכון ליום 30.6.08, עוסקות החברה וחברות הבנות שלה, בעיקר ברכישת נכסים מניבים, מבנים מסחריים, בנייני משרדים, שטחי לוגיסטיקה וקליניקות רפואיות, המיועדים להשכרה, בגרמניה ובשוויץ, בשטח כולל של כ- 45 אלף מ"ר, המושכרים לכ- 13 שוכרים בתפוסה של 100%.

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT +פחת+ הפחתות
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
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הניתה שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

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 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.**





ד"ח מספר: CRAS111008000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2008.

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](http://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 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 מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.