



דוח אנליטי
מאי 2007

אשדר חברה לבניה בע"מ

A1	דירוג Issue
----	-------------

הדירוג ניתן לגיוס אג"ח סדרה א' בסכום של עד 290 מ' ₪ אשר מזה סכום של כ-270 מ' ₪ מיועד להחלפת חוב. מהסכום המיועד להחלפת חוב סך של עד 65 מ' ₪ ישמש להחזר חוב לחברת האם באופן מיידי והיתר תשמש להחלפת חוב בנקאי שיושלם עד ליום 31.12.2007. אג"ח סדרה א' עומדות לפירעון ב-11 תשלומים שווים בין השנים 2010-2020. האג"ח צמודות מדד ונושאות ריבית שנתית בשיעור של 4.85%. הדירוג ניתן בכפוף להנפקת הון שלא תפחת מ-180 מיליון ₪.

פרופיל החברה

אשדר חברה לבניה בע"מ ("אשדר" או "החברה") פועלת בעצמה ובעזרת חברות בנות בשני תחומים עיקריים בענף הנדל"ן בישראל: ייזום בנייה למגורים ונדל"ן מניב. החברה התאגדה בשנת 1972 והינה בבעלות קבוצת אשטרום בע"מ, חברה מהוותיקות בארץ העוסקת בתחום הנדל"ן לרבות ביצוע, בניה, יזום, תעשיה וכיו"ב. החברה הקימה עד היום מאות פרויקטים הכוללים למעלה מ-20,000 דירות וקוטגים ובעלותה כ-32,600 מ"ר של נכסים מניבים בתפוסה של כ-93% (ללא בית יהושע). כיום מעורבת החברה בהקמתם של כ-7,773 יח"ד (חלק החברה) ברחבי הארץ מתוכם, כ-15 פרויקטים בתהליך בניה בהיקף של כ-1,540 יח"ד (חלק החברה) והיתרה פרויקטים בתכנון (אשר בקשר לחלקם קיימת תביעה מאושרת ובקשר לחלקם פועלת החברה לייזום תביעה כאמור) ופרויקטים במסגרת פינוי בינוי. היקפי הפעילות של החברה כוללים את פעילותה של אשטרום פרויקטים בע"מ, חברת בת בבעלות מלאה, אשר נרכשה בסוף שנת 2006 בתמורה ל-10 מ' ₪ מאת, קבוצת אשטרום בע"מ.

בתחום הייזום החברה עוסקת בייזום ובניה של פרויקטים, בעיקר פרויקטים למגורים. בשנים האחרונות, ביצעה החברה שינוי מיצוב בתחום הבניה למגורים באופן שביצעה מעבר ממכירה למעמד הבינוני-נמוך באזורי פריפריה למכירה למעמד הבינוני-גבוה באזורי ביקוש. בתחום הנדל"ן מניב לחברה 6 נכסים מניבים בתל אביב, ירושלים ראשלי"צ ובית יהושע וכן קרקע לבניית נכסים מניבים בבית יהושע אשר מושכרת בחלקה. הנכסים הינם בעיקר מבני משרדים ומסחר אך יש לחברה גם מלון ובית דיור מוגן בתל אביב.

נתונים פיננסיים עיקריים – אשדר מאוחד (פרופורמה כולל אשטרום פרויקטים)

אלפי ₪	FY2006	FY2005	FY2004
הכנסות ממכירת דירות	266,359	218,392	208,864
הכנסות ממכירת קרקעות	37,547	82,668	29,081
הכנסות ממכירת שטחי מסחר	21,050	1,762	5,705
הכנסות מדמי שכירות וניהול נכסים	21,710	20,641	19,691
סה"כ הכנסות	348,592	325,639	265,420
רווח גולמי	42,970	54,285	12,848
שיעור רווח גולמי	12%	17%	5%
שיעור רווח תפעולי	7%	12%	-1%
הוצאות מימון, נטו	25,438	29,680	33,750
רווח (הפסד) לפני מסים על ההכנסה	-1,632	7,984	-45,496
רווח נקי	-11,442	1,043	-44,738
חוב פיננסי	443,333		
יתרות נזילות	10,632		
חוב נטו	432,701		
הון עצמי לסך מאזן	22%		
חוב ל-CAP	76%		

מחברות:

אביטל איגנר

אנליסטית בכירה

a.ignier@midroog.co.il

לורי ונציה

אנליסטית

lauriev@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דין,

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

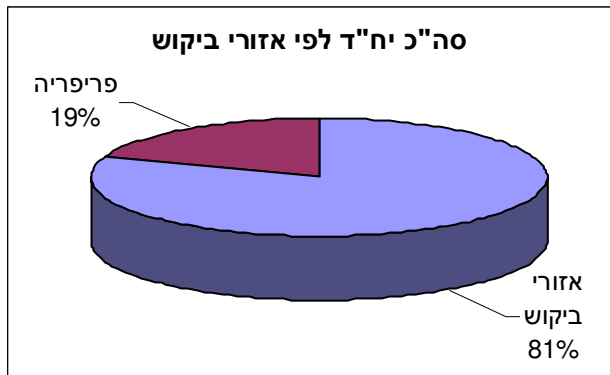
info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

תיאור פרויקטים מרכזיים

היקפי הפעילות של החברה הינם גבוהים

לחברה כ-49 פרויקטים (המחולקים ל-73 שלבים) בהיקף כולל של כ-7,773 יח"ד, הכוללים פרויקטים בבנייה, לפני תחילת בנייה ופרויקטים של שינוי יועד ובתוכם פינוי-בינוי. לחברה כ-15 פרויקטים בבניה (המחולקים ל-26 שלבים) בהיקף של כ-1,540 יח"ד, כ-27 פרויקטים (המחולקים ל-40 שלבים) לפני תחילת בנייה, שמתוכם כ-16 פרויקטים בהיקף של כ-4,311 יח"ד הינם בעלי תב"ע מאושרת, וכ-7 פרויקטים של פינוי-בינוי בהיקף של כ-1,920 יח"ד.



כ-81% מסך הפרויקטים ממוקמים באזורי ביקוש ובפרט ברחובות, גני תקווה, כפר סבא פתח תקווה ותל אביב. בשולי המרכז עוסקת החברה במכירת קרקעות מפותחות (אלפי מנשה), בביצוע עבודות פיתוח לתשתיות ציבוריות וכמו כן בביצוע פרויקטים עבור המגזר החרדי (באלעד וביתר) (בניית פרויקטים אלה ואיכלוסם הסתיים).

שיעורי הרווחיות הצפויים משתנים מפרויקט לפרויקט. מובחנת מגמה של עליית מחירים בפרויקטים מתקדמים ובשלבים מתקדמים של

פרויקטים. לחברה כ-27 פרויקטים לפני תהליך בניה בהיקף של כ-4,311 יח"ד (חלק החברה) מתוכם, כ-16 פרויקטים בתכנון אשר להם תב"ע מאושרת למגורים בהיקף של כ-1,938 יח"ד.

סה"כ הפרויקטים של החברה במאוחד (כולל אשטרום פרויקטים)

פרויקטים בחקמה	מספר שלבים	מספר פרויקטים	יח"ד (חלק החברה)	אזורי פעילות עיקריים	סה"כ השקעה צפויה באלפי ₪	סה"כ הכנסות צפויות באלפי ₪	סה"כ רווח צפוי באלפי ₪	שיעור רווח גולמי צפוי
פרויקטים בחקמה	26	15	1,542	מרכז ויו"ש	971,156	1,086,963	115,808	11%
פרויקטים בתכנון	40	27	4,311	מרכז, יו"ש וירושלים	2,858,674	3,615,067	756,393	21%
פרויקטים פינוי-בינוי	7	7	1,920	מרכז	NA	NA	NA	NA
סה"כ	73	49	7,773					

פיזור גבוה יחסית של פרויקטים בבניה לפי יח"ד, שני פרויקטים צפויים לתרום כ-45% מסך הרווח הגולמי הצפוי

כאמור, מידרוג מעריכה כי פיזור הפרויקטים לפי יח"ד הינו גבוה יחסית וישנם שני פרויקטים בהיקפים גבוהים יותר בנתניה, 208 יח"ד (14% מכלל יח"ד בבניה) ואלפי מנשה כ-196 מגרשים מפותחים. פיזור הפרויקטים לפי הרווח הגולמי הצפוי הינו נמוך יותר שכן ישנם שני פרויקטים אשר צפויים לתרום מעל ל-45% מהרווח הגולמי הצפוי: הפרויקט באלפי מנשה אשר צפוי לתרום כ-26% מסך הרווח הגולמי והפרויקט בכפר סבא הצפוי לתרום כ-20% מסך הרווח. הרווח הגולמי הגבוה יחסית באלפי מנשה מהעובדה כי הקרקע נרכשה בשנות ה-80 במחירים נמוכים מאוד.

הפרויקטים בבניה נמצאים בשלבי מכירה מתקדמים יחסית

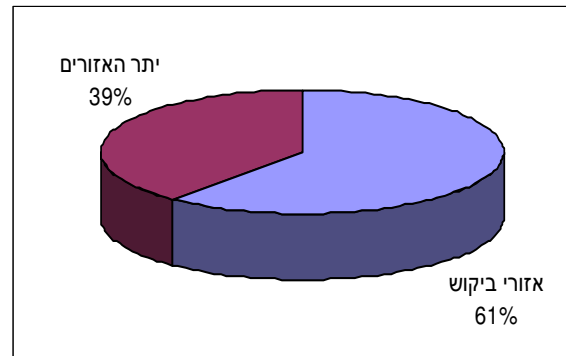
הפרויקטים בבניה נמצאים בשלבי מכירה גבוהים יחסית ובמיוחד בפרויקטים אשר צפויים לתרום את מרבית הרווח הגולמי; נוסף לכך, ישנה התאמה בין שיעור המכירות של הפרויקטים לבין שיעור השלמת הפרויקט כאשר שיעור המכירות בפרויקטים מתקדמים מבחינת בנייה הינו גבוה. בחלק מן הפרויקטים דוגמת חוף הצוק בתל אביב, גבעת שמואל ונתניה, שיעור הדירות המכורות גבוה משיעור השלמתם.

פרויקטים בבנייה (כולל אשטרום פרויקטים)

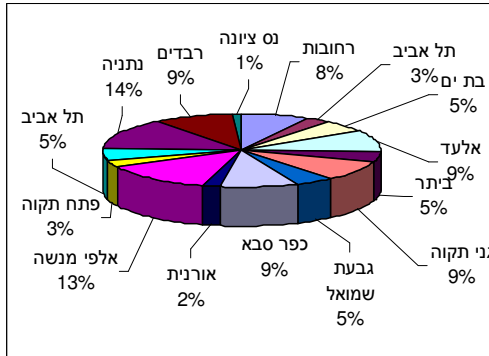
פרויקט	עיר	יח"ד (חלק החברה)	שיעור החזקה בפרויקט	סה"כ השקעה צפויה באלפי ₪	סה"כ הכנסות צפויות באלפי ₪	שיעור מכירות מסך יח"ד	שיעור השלמה	שיעור רווח גולמי	שיעור מסך הרווח הצפוי בפרויקטי ס בבניה
רחובות ההולנדית	רחובות	116	37.5%	82,913	84,809	51%	71%	2.3%	1.64%
שכון דן-957	תל אביב	46	100.0%	75,331	86,642	80%	89%	13.1%	9.77%
בת ים-648	בת ים	82	88.0%	54,050	59,354	28%	5%	8.9%	4.58%
אלעד-343	אלעד	140	100.0%	68,058	69,176	94%	99%	1.6%	0.97%
ביתר-אתר 973	ביתר	70	100.0%	28,218	33,297	91%	100%	15.3%	4.39%
גנים - שלב ג'	גני תקווה	128	50.0%	155,745	164,730	61%	62%	5.5%	7.76%
קריה ירוקה- אתר 160 - בניין 1	גבעת שמואל	69	50.0%	72,730	76,550	61%	53%	5.0%	3.30%
כפר סבא - 171	כפר סבא	135	100.0%	111,431	134,138	42%	44%	16.9%	19.61%
אורנית-121	אורנית	32	50.0%	7,550	10,905	11%	27%	30.8%	2.90%
אלפי מנשה-127	אלפי מנשה	196	50.0%	21,259	51,322	74%	96%	58.6%	25.96%
פמילי-755	פתח תקווה	45	50.0%	37,226	40,249	2%	5%	7.5%	2.61%
חוף הצוק-951	תל אביב	81	50.0%	90,254	103,587	57%	12%	12.9%	11.51%
אשדר וקאנטרי-451	נתניה	208	*100.0%	147,780	142,499	54%	38%	-3.7%	4.56%-
רבדים-472	רבדים	138	100.0%	14,604	22,700	0%	3%	35.7%	6.99%
טוסקנה-615	נס ציונה	16	7.5%	4,007	7,005	100%	100%	42.8%	2.59%
סה"כ		1,542		971,156	1,086,963	54%		10.7%	100 %

* לאחר כניסה לתוקף של תוספת 3 לעסקת הקומבינציה שהתבצעה לאחר ה-31.12.2006

התפלגות יח"ד לפי אזורים



התפלגות יח"ד לפי עיר



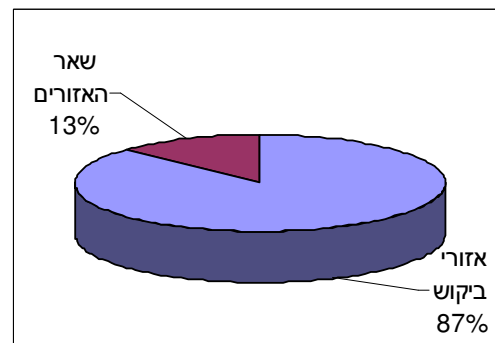
בשנתיים האחרונות העלתה החברה את מחירי המכירה של הפרויקטים בבניה בשיעורים שבין 10%-20%. העלאת מחירי המכירה תרמה לגידול ברווחיות השלבים האחרונים בפרויקטים הקיימים ומגדילה את הרווחיות הצפויה של פרויקטים שטרם החלה בנייתם

פיזור גיאוגרפי גבוה יחסית של הפרויקטים לפני תהליך בניה

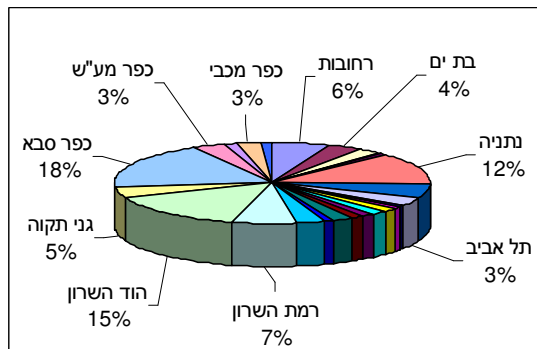
מסך הפרויקטים לפני תהליך בניה, כ-87% מממוקמים באזורי ביקוש, במרכז ובירושלים ואילו היתר ממוקמים בפריפריות ובאזור יו"ש. מרבית הפרויקטים של החברה מפוזרים במספר רב של ערים, כאשר אין פרויקט מסוים אשר הינו דומיננטי מבחינת גודלו לעומת פרויקטים אחרים. הפרויקטים המרכזיים מבחינת היקף מספר יח"ד הינם הפרויקט בנתניה הכולל כ-553 יח"ד, הפרויקט ברחובות ההולנדית בהיקף של כ-264 יח"ד, שכולל מספר שלבים אשר חלקם כבר בתהליך בנייה והפרויקט בפתח תקוה המונה כ-258 יח"ד

רווח גולמי צפוי גבוה יחסית העומד על כ-19% בממוצע (ללא פרויקטים בעלי רווחיות חריגה לטובה) החברה צופה שהרווח הגולמי מפרויקטים מסך הפרויקטים יעמוד על כ-400 מ' ש"ח מתוך הכנסות צפויות של כ-1.65 מיליארד ש"ח והשקעה צפויה בסך של כ-1.25 מיליארד ש"ח. לחברה מספר פרויקטים בעלי רווח גולמי צפוי גבוה מאוד של כ-50% הכוללים את פרויקט חוף הצוק בתל אביב אשר להערכת החברה, הרווח הצפוי בו יעמוד על כ-51% שכן להערכת החברה מחירי המכירה הצפויים למ"ר יעלו באופן משמעותי לעומת מחירי המכירה בשלב הראשון של הפרויקט. לפרויקט באורנית (באזור יהודה ושומרון), צפוי רווח גולמי של כ-59% וזאת מכיוון שהקרע בפרויקט נרכשה בעלות נמוכה מאוד בשנות השמונים. **בניטרול פרויקטים בעלי רווחיות גבוהה באופן חריג עומדת תחזית הרווח הגולמי על שיעור של 19%.**

התפלגות יח"ד לפי אזורים



התפלגות יח"ד לפי עיר



פרויקטים לפני תחילת בנייה עם תב"ע מאושרת

פרויקט	עיר	יח"ד (חלק החברה)	% אשדר	סה"כ השקעה ליום 31.12.2006 (חלק החברה)	סה"כ השקעה צפויה	סה"כ הכנסות צפויות	סה"כ רווח צפוי	שיעור הרווח הגולמי	שיעור מסך הרווח הצפוי
רחובות ההולנדית-יתרת הפרויקט	רחובות	264	37.5%	2,074	135,251	167,425	32,174	19.2%	8.1%
בת ים-בתים 2-3	בת ים	158	88.0%	7,437	103,107	154,700	51,593	33.4%	12.9%
גנים-יתרת הפרויקט	גני תקווה	100	50.0%	1,562	78,144	88,221	10,077	11.4%	2.5%
קריה ירוקה-מגרש 5	גבעת שמואל	17	50.0%	3,454	18,987	21,515	3,679	11.7%	0.9%
כפר סבא - 172 (G+H)	כפר סבא	25	100.0%	8,464	20,779	26,426	5,647	21.4%	1.4%
אשדר וקאנטרי-יתרת הפרויקט	נתניה	553	100.0%	6,395	377,855	439,553	61,698	14.0%	15.4%
פמילי-יתרת הפרויקט	פתח תקווה	258	50.0%	29,009	221,858	273,022	51,164	18.7%	12.8%
חוף הצוק-יתרת הפרויקט (שלב ב+ג)	תל אביב	108	50.0%	31,352	111,636	227,154	115,518	50.9%	28.9%
רמת השרון (נוה ג)	רמת השרון	34**	100.0%	158	30,512	35,186	4,674	13.3%	1.2%
קרית ביאליק	קרית ביאליק	36	100.0%	7,416	26,208	26,112	-96	-0.4%	0.0%
בתי סידון	ירושלים	60	50.0%	597	60,713	97,635	36,922	37.8%	9.2%
משמר הנגב	משמר הנגב	69	50.0%	0	11,166	12,919	1,753	13.6%	0.4%
גבים	גבים	69	50.0%	0	14,540	18,835	5,193	22.8%	1.3%
כפר שלם	תל אביב	40	100.0%	11,246	27,285	32,708	5,423	16.6%	1.4%
אורנית-יתרת הפרויקט	אורנית	59*	50.0%	3,318	9,225	22,660	13,435	59%	3.4%
טוסקנה	נס ציונה	89	7.5%	1,661	2,753	3,328	575	17.0%	0.1%
סה"כ		1,938		114,143	1,250,019	1,647,399	399,429	24.2%	100.0%

* מגרשים למכירה

** כולל דירותיהם של בעלי הקרקע עמם התקשרה החברה בעסקת קומביניציה

מרבית הפרויקטים של החברה נעשים עם שותפים

מרבית הפרויקטים של החברה נעשים עם שותפים שונים הכוללים את אפריקה ישראל, אזורים, נוה גז, שיכון עובדים, צ.מ.ח המרמן ויובלי השרון (פישמן).

החברה סבורה כי פעילות עם שותפים מגדילה את פיזור הפרויקטים במידה ניכרת ופועלת להקטנת הסיכון העסקי הכולל. כמו כן, בגלל התחרויות הגבוהה בענף הנדל"ן ובפרט בשל היצע נמוך של עתודות קרקע המוצעות למכירה באזורי הביקוש, חבירה לשותפים פועלת להקטנת עלויות רכישת הפרויקטים.

לחברה מספר רב של שותפים במספר רב של פרויקטים. בחלק מן הפרויקטים, החברה מבצעת את ניהול הפרויקט ובחלקם מבצע זאת השותף. בחלק מהפרויקטים מעניקה החברה לעסקה המשותפת שירותי שיווק וחברה משכנת ובחלק מהפרויקטים השותף מעניק שירותים אלו. ברוב הפרויקטים, החברה יחד עם שותפיה מקימים הנהלה משותפת אשר קובעת את מדיניות התכנון, תמחיר ומחירון הדירות. לגבי רוב העסקאות המשותפות של החברה יש הסכם שותפות אשר כולל מנגנון בורות ומנגנון דילול כך שבמידה והשותף אינו יכול להעמיד את ההון העצמי הנדרש, יכולים השותפים האחרים להשלים את חלקו באמצעות דילול חלקו של השותף.

מידרוג מעריכה כי על אף העובדה כי החברה לשותפים פועלת להגדלת הפיזור והקטנת עלויות רכישת הקרקע, היא מקטינה את יכולת השליטה של החברה בפרויקטים.

לחברה 7 פרויקטים של פנוי-בינוי

החברה התקשרה עם מספר יזמים שונים לקידום בניה למגורים במתכונת של פינוי בינוי. החברה פועלת באמצעות היזמים ליצירת מסגרת חוזית עם דיירי המתחמים השונים לפיה יפנו הדיירים את דירתם הישנה, יקבלו מימון לשכירת דירה לתקופת הפינוי ולאחר מכן יקבלו יחידת דיור חדשה שתיבנה על ידי החברה.

עד לתקופה הנוכחית, יצא לפועל פרויקט יחיד של פינוי בינוי בישראל בקרית אונו. מידרוג מעריכה כי פרויקטים של פינוי בינוי מאופיינים במורכבות וחוסר ודאות לגבי מועד ואפשרות הוצאה לפועל של פרויקטים מסוג זה, הן בשל מגבלות רגולטוריות והן בשל אפשרות לחוסר הסכמה מספקת מצד הדיירים.

פירוט פרויקטים של פינוי-בינוי (באלפי ₪)

פרויקט	עיר	יח"ד (חלק החברה)	% אשר	סטאטוס
רעננה (ברנדס) - פינוי בינוי	רעננה	98	70.0%	מהחתימות 90%
נווה מונסון - פינוי בינוי	נווה מונסון	620	100.0%	75% מהחתימות
ת"א, רקאנטי- פינוי בינוי	תל אביב	294	100.0%	מהחתימות 90%
ת"א, טאגור- פינוי בינוי	תל אביב	200	100.0%	מהחתימות 70%
ת"א, נאות אפקה- פינוי בינוי	תל אביב	350	100.0%	מהחתימות 50%
קריית אונו, מונטיפיורי - פינוי בינוי	קריית אונו	226	75.0%	מהחתימות 50%
קריית אונו, הרימון - פינוי בינוי	קריית אונו	132	100.0%	מהחתימות 50%
סה"כ		1,920		

בשנים 2004-2006 סיימה החברה כ-23 פרויקטים בהיקף של כ-972 יח"ד (כולל חלק השותפים) אשר תרמו להכנסות החברה כ-770 מ' ₪ ותרמו לרווח הגולמי כ-44 מ' ₪. שיעור הרווח הגולמי מן הפרויקטים הללו עמד על כ-5.7% בממוצע.

הרווחיות הגולמית הנמוכה בפרויקטים שנסייתו בין השנים 2004-2006 נובעת בעיקר מההפסד הגולמי בפרויקטים שהסתיימו בשנת 2004 הממוקמים באזורים דוגמת מודיעין, מעלה אדומים וביתר. הרווחיות הנמוכה בפרויקטים הללו נובעת מרכישת הקרקעות אשר התבצעה בשנים בהם מחירי הקרקעות היו בשיא והפרויקטים בוצעו בשנות השפל בענף הנדל"ן. הרווח הגולמי הממוצע בפרויקטים שהסתיימו בשנת 2006 היה גבוה יותר ועמד על כ-14% וכולל פרויקט באלפי מנשה אשר רווחיותו הגולמית עמדה על כ-80% בגלל עלות הקרקע הנמוכה כאמור לעיל. מידרוג מעריכה כי פעילות החברה חשופה למחזוריות הכלכלית במשק ועל כן רווחיותה נפגעה באופן משמעותי בשנות המיתון בענף הנדל"ן. בשנים האחרונות, החברה נמצאת בתהליך של שינוי מיצוב באופן שמתמקדת במכירת דירות למעמד הבינוני-גבוה ובעיקר באזורי ביקוש, לעומת פעילותה ההיסטורית במכירת דירות למעמד הנמוך-בינוני באזורי פריפריה. שינוי המיצוב תרם לגידול ברווח הגולמי.

פרויקטים שהסתיימו בשנים 2004-2006

שנת סיום פרויקט	מספר פרויקטים	מיקום	מספר יח"ד שנמכרו*	סה"כ הכנסות מצטברות אלפי ₪	רווח גולמי אלפי ₪	שיעור רווח גולמי	שנות התחלה
2004	8	מודיעין, כפר תבור, מעלה אדומים, קרית גת, ביתר	311	189,314	-9,576	-5.1%	1999-2002
2005	9	ירושלים, מודיעין, ביתר, תל אביב, קרית ביאליק, קרית גת, בת ים	361	260,907	9,622	3.7%	2001-2003
2006	6	אשדוד, תל אביב, ירושלים, אלפי מנשה	300	318,717	43,842	14%	2000-2004
	23		972	768,938	43,888	5.7%	

*כולל חלק השותפים או דירות בעלי הקרקע בעסקאות קומביניציה

תחום הנדל"ן המניב

תחום הנדל"ן המניב מהווה שיעור נמוך יחסית מהכנסות החברה אך שיעור משמעותי מהרווח הגולמי

תחום הנדל"ן המניב מהווה שיעור נמוך יחסית מהכנסות החברה, כ-7%-6% בשנים 2003-2006 אך תרם לרווח הגולמי של החברה כ-30% בממוצע בשנים אלו.

לחברה 6 נכסים מניבים בתל אביב, ירושלים וראש"צ וכן קרקע לבניית נכסים מניבים בבית יהושוע (זכויות לבניית כ-39.6 אלף מ"ר). במרבית הנכסים מחזיקה החברה משנת 1998. הנכסים הינם בעיקר מבני משרדים ומסחר אך יש לחברה גם מלון ובית דיור מוגן בתל אביב. סך השטח של הנכסים המניבים ללא בית יהושוע עומד על כ-24 אלף מ"ר (חלק החברה), העלות בספרים מסתכמת ב-220 מ' ₪ ונכסים אלו מניבים דמי שכירות של כ-21 מ' ₪ לשנה. שיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה עמד בשנת 2006 על כ-93% והיה יציב יחסית בשנים האחרונות.

פירוט נכסים מניבים

שם נכס	מיקום	סוג	שטח (חלק החברה)	שיעור החזקה	שיעור תפוסה	עלות מופחתת ליום 31.12.2006 (אלפי ₪)	מספר שוכרים	הכנסות סה"כ בשנת 2006 (אלפי ₪)	שיעור מסך הכנסות משכירות (כולל בית יהושע)
אשדר 2000	תל אביב	מסחרי + משרדים	8,545	45%	100%	67,824	34	7,813	37%
אשדנות	ירושלים	מסחרי + משרדים	1,556	100%	89%	20,670	10	2,306	11%
מגדלות	תל אביב	מלונאות	3,458	50%	100%	36,105	2	3,708	18%
ת"א הקטנה	תל אביב	דיוור מוגן	6,964	100%	93%	50,454	33	3,349	16%
זד"ל	ראשלי"צ	מסחרי + משרדים	2,344	25%	58%	33,776	18	1,597	8%
מבקר המדינה	תל אביב	מסחרי + משרדים	1,183	50%	100%	10,969	4	642	3%
סה"כ ללא בית יהושע			24,050		93%	219,798		19,415	
קרקע בבית יהושע	בית יהושע	קרקע המושכרת למלט מבנים	18,000	100%	100%	1,460	1	*1,260	6%
מבנים בא.ת. בית יהושע	בית יהושע	מבנים טרומיים	2,724	100%	100%	2,078	6	462	2%

* מושכר למלט מבנים אשר היתה בבעלות אשדר פרויקטים בשנת 2006

גידול מתון בהכנסות משכירות בשלוש השנים האחרונות

פיזור נכסים נמוך יחסית, הנכס אשדר 2000 ביד אליהו תורם כ-40% מסך הכנסות החברה משכירות

פיזור שוכרים נמוך יחסית - תלות בשני שוכרים עיקריים אשר תרמו כ-25% מהכנסות החברה מדמי

שכירות בשנת 2006 חוזה שכירות של אחד השוכרים הגדולים מסתיים בשנת 2008 והשני בשנת 2015

לחברה עודף שווי משמעותי בנכסיה המניבים ביחס לעלותם בספרים. יישום תקני ה-IFRS יתן ביטוי

לעודף השווי

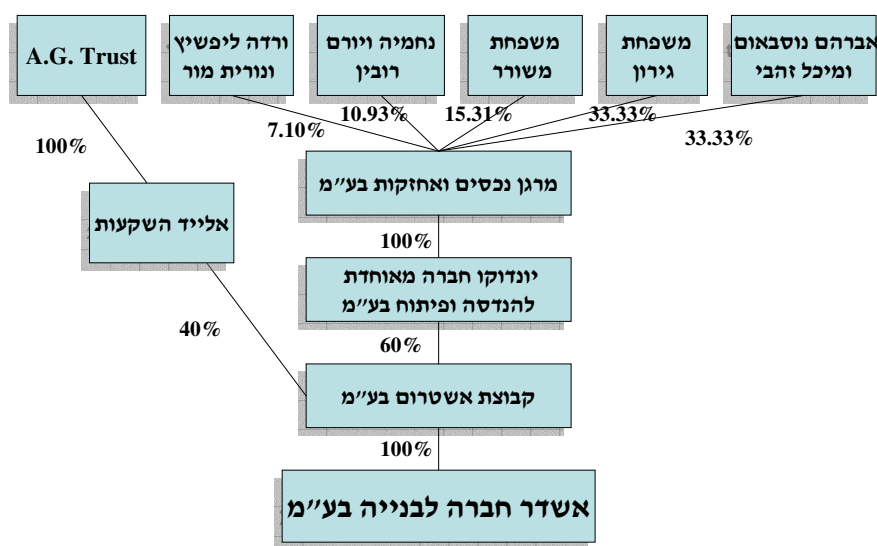
בעלות, ניהול ואסטרטגיה

עד למועד גיוס ההון החברה היתה חברה פרטית בבעלותה של קבוצת אשדר בע"מ לאחר ההנפקה תישאר בשליטתה של קבוצת אשדר.

החברה התאגדה בשנת 1972 כחברה פרטית בבעלות קבוצת אשדר ("אשדרוס" או "הקבוצה"). אשדרוס הינה אחת מחברות הבנייה הוותיקות בישראל והיא מתמקדת בארבע תחומים בארץ ובחול: 1. ייזום בנייה למגורים; 2. נדל"ן מניב; 3. בנייה ותשתיות; 4. תעשייה. בתחום ייזום הבנייה למגורים פועלת אשדרוס באמצעות אשדר. בתחום הנדל"ן המניב פעילות הקבוצה כוללת ייזום, הקמה וניהול של נכסים מניבים והשכרתם לחברות מובילות מכל מגזרי המשק וללקוחות פרטיים. בתחום הבנייה והתשתיות הקבוצה יוזמת ומבצעת עבודות מורכבות בתחומי ההנדסה האזרחית, כולל פרויקטים לאומיים גדולים: נמל היובל באשדוד, מנהרות הכרמל בחיפה, הרכבת הקלה בירושלים, גשרים ומחלפים מתוחכמים, ופרויקטים גדולים של מגורים ומסחר, כגון בנייני משרדים, מלונות, בנייני ציבור רבי קומות ומגוון רחב נוסף של מבנים שונים. בתחום התעשייה פועלת אשדרוס באמצעות חברות בנות בייצור ושיווק של חומרי בנייה לסוגיהם.

החברה מתכוונת להנפיק את מניותיה לבורסה ותישאר בשליטתה של אשדרוס לאחר גיוס ההון.

להלן מבנה הבעלות של אשדר :



השתייכותה של אשדר לקבוצת אשטרום יוצרת התקשרויות בין החברה לחברות מקבוצת אשטרום

מרבית עבודות הבנייה של החברה נעשות על ידי אשטרום הנדסה מקבוצת אשטרום עבודות הבנייה במרבית הפרויקטים נעשות על ידי אשטרום הנדסה ובנייה בע"מ (בבעלות אשטרום) למעט מספר פרויקטים שבנייתם נעשית על ידי חברות אחרות בבעלות אשטרום או באמצעות צדדים שלישיים. בפרויקטים משותפים החברה פועלת לכך שהבנייה תבוצע על ידי אשטרום הנדסה. במסגרת ההתקשרות של אשדר עם אשטרום הנדסה כקבלן ביצוע, אשטרום הנדסה לא מחויבת להמציא ערבות ביצוע וערבות בדק ולא מחויבת לתת שיפוי כלשהו לחברה. בפועל, כאשר מוגשות תביעות ליקויי בניה, מועברת האחריות והטיפול בתביעות לאשטרום הנדסה.

עד לתאריך התשקיף תחתום החברה עם קבוצת אשטרום בע"מ ("אשטרום") על הסכם לקבלת מסגרת אשראי עד לסכום של כ-150 מ' ₪

לחברה אפשרות ללוות כספים מאשטרום באמצעות הלוואות on-call אשר ישאו ריבית משתנה בשיעור ריבית בגובה עלויות הגיוס הממוצעות של קבוצת אשטרום ממוסדות בנקאיים נכון למועד העמדת כל הלוואה הנכללת במסגרת האשראי. מסגרת האשראי עומדת על כ-150 מ' ₪. הסכם זה הינו בתוקף לחמש שנים. נכון ל-31.12.2006, יתרת החוב לאשטרום בגין הלוואות שהועמדו על ידה לחברה עומדת על כ-65 מ' ₪.

לחברה 38 עובדים קבועים כאשר מרביתם מועסקים בתחום המנהלי

נכון לשנת 2006, לחברה כ-38 עובדים, כאשר מתוכם כ-5 מהנדסים ושני אנשי כלכלה ויזום, יתרת העובדים הינם עובדים מנהליים. מספר העובדים היה עקבי בשנים האחרונות.

לחברה מערכות בקרה תקציבית והנדסית חודשית ורבעונית ברמת הפרויקט הבודד

תחלופה בהנהלה בשנה האחרונה

בשנה האחרונה התחלפו סמנכ"ל הכספים (לאחר 5 שנות עבודה בחברה) וסמנכ"ל השיווק בחברה (לאחר 6 שנות עבודה בחברה). לסמנכ"ל הכספים החדש והן לסמנכ"ל השיווק ניסיון בחברות נדל"ן ובניה בארץ. מר שרגא ויסמן מכהן כמנכ"ל החברה משנת 1997. למר ויסמן, ניסיון רב בתחום הנדל"ן בארץ.

בעלי תפקידים בחברה

תפקיד	
יו"ר דירקטוריון	ליפא משורר
מנכ"ל	שרגא ויסמן
סמנכ"ל כספים	רון כרמי
מהנדס ראשי	נועם ריבק
כלכלן	צחי גולדברג
סמנכ"ל שיווק	אסף יוגב

אסטרטגיה עסקית

- החברה מתמקדת בבניית שכונות גדולות בישראל במגוון טווחי מחיר כאשר המסה העיקרית מכוונת לפלח השוק הבינוני-גבוה
- החברה מתכוונת להגדיל את היקפי הפעילות בתחום יזמות הבניה למגורים בישראל. חלק מתמורת ההנפקה תשמש למטרה זו.

אין לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד

לא קיימת בחברה מדיניות דיבידנד מוגדרת והחברה אינה מכוונת להגדיר מדיניות בזמן הקרוב. במהלך השלוש השנים האחרונות החברה לא חילקה דיבידנדים. לחברה יתרת עודפים לחלוקה בסך של כ-67 מ' ₪.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה מתמקדת בתחום הבניה למגורים בישראל אשר הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית; בתחום הנדל"ן למגורים פועלת החברה בהיקפים גבוהים של אלפי יח"ד; לחברה פעילות נוספת בתחום הנדל"ן המניב אשר מאופיינת ברמת סיכון נמוכה יותר, אך הפעילות הינה בהיקפים נמוכים ביחס לפעילות הייזום; לחברה ניסיון רב שנים בפעילות ייזום נדל"ן למגורים; בשנים האחרונות ביצעה שינוי מיצוב מבנית פרויקטים למעמד הבינוני-נמוך באזורי פריפריה, לבניית פרויקטים למעמד הבינוני-גבוה באזורי ביקוש; פיזור הפרויקטים של החברה הינו גבוה יחסית ומרוכז בעיקר באזורי ביקוש; ביצועי העבר של החברה מושפעים מהמיתון הארוך ששרר בענף הנדל"ן ועל כן רשמה החברה הפסדים, בעיקר מפרויקטים אשר קרקעותיהם נרכשו באמצע שנות ה-90, שנות השיא בענף, ויצאו אל הפועל בשנות המיתון בענף; בשנתיים האחרונות העלתה החברה את מחירי המכירה של הדירות בפרויקטים בכ-20%-10% במונחים שקליים, עובדה אשר תרמה לגידול ברווחיות הפרויקטים הקיימים ולגידול ברווחיות הצפויה בפרויקטים החדשים; החברה הינה חברה בבעלות אשטרום אשר תורמת למוניטין ותפישת האיכות של החברה ומאפשרת נטילת אשראי מחברת האם, עובדה התורמת לגמישות הפיננסית; רמת הנזילות הינה נמוכה, אך לחברה מסגרות אשראי פנויות מבנקים בסך של כ-92 מ' ₪. גיוס ההון והחוב יגדילו באופן משמעותי את הנזילות וכתוצאה מכך גם את הגמישות הפיננסית של החברה; האיתנות הפיננסית בשנים האחרונות התאפיינה כבינונית, אך גיוס ההון, אשר הינו בהיקפים מהותיים, צפוי לשפר את האיתנות הפיננסית של החברה באופן מהותי לרמה התואמת את דירוגה;

חוזקות

- ניסיון רב שנים בפעילות ייזום נדלן למגורים. החברה נתאגדה בשנת 1972 ועד היום בנתה למעלה מ-20 אלף יח"ד בישראל.
- פיזור פרויקטים גבוה וכן פיזור גיאוגרפי גבוה של הפרויקטים בביצוע ומלאי הפרויקטים לפי יח"ד. יחד עם זאת, שני פרויקטים באלפי מנשה ובכפר סבא צפויים לתרום כ-45% מסך הרווח הגולמי הצפוי מהפרויקטים בביצוע.
- ריכוז פרויקטים בעיקר באזורי ביקוש במרכז הארץ – כ-60% מהפרויקטים בבניה וכ-87% מהפרויקטים לפני תחילת בניה מרוכזים באזורי ביקוש במרכז הארץ. בשנים האחרונות ביצעה החברה שינוי מיצוב מבניה למעמד בינוני נמוך באזורי פריפריה, לבניה של פרויקטים למעמד הבינוני גבוה ובעיקר באזורי ביקוש.
- היקפי פעילות גבוהים הן בפרויקטים בביצוע בהיקף של כ-1,542 יח"ד והן של מלאי הפרויקטים בהיקף של כ-4,311 יח"ד. הפרויקטים בביצוע הינם בשלבים מתקדמים יחסית ונכון למועד כתיבת הדוח נמכרו מעל ל-50% מיח"ד אשר בביצוע.
- השתייכותה של החברה לקבוצת אשטרום אשר הינה אחת מחברות הבניה הגדולות בישראל תורמת למוניטין ולתפיסת האיכות של הפרויקטים. כמו כן, לחברה אפשרות לנטילת אשראי מאשטרום השקעות עובדה התורמת לגמישות הפיננסית.

גורמי סיכון עסקיים

חשיפה לסיכונים מאקרו כלכליים אשר משפיעים על הפעילות בענף הנדל"ן

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים ובניה. בעשור האחרון סבל ענף הבניה למגורים ממיתון ארוך ומתמשך, אך בשנתיים האחרונות ניכרת התאוששות המוגבלת לאזורי הביקוש בעיקר במרכז הארץ. פעילות החברה הושפעה לרעה מן המיתון בענף ובעיקר עד לשנת 2004 כאשר החברה ביצעה פרויקטים בהם הקרקעות נרכשו במחירי שיא (אמצע שנות התשעים) והדירות נמכרו במחירי שפל. כתוצאה מכך, החברה רשמה הפסדים בפרויקטים מרכזיים.

התמקדות בפעילות ייזום בנייה למגורים המאופיינת ברמת סיכון גבוהה יחסית

החלק הארי של פעילות החברה מתמקד בתחום הבניה למגורים. מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון הטמונה בפעילות הייזום הינה גבוהה יחסית בשל מאפייניו הייחודיים ובפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, השגת תב"ע והיתרים, השגת מימון, השקעה בבניה שינויים במחירי תשומות הבניה וזמינות כח אדם לבנייה.

פיזור הנכסים והשוכרים של החברה בתחום הנדל"ן המניב הוא נמוך יחסית

תחום הנכסים המניבים סובל מפיזור נמוך יחסית שכן הנכס, אשר 2000 ביד אליהו תורם כ-40% מסך הכנסות החברה משכירות. פיזור הנכסים בתחום הנכסים המניבים נמוך אף הוא, שכן לחברה תלות בשני שוכרים עיקריים אשר תורמים כ-25% מסך הכנסות החברה מדמי שכירות, לפי נתוני 2006, וחוזי השכירות של אחד השוכרים מסתיים בשנת 2008.

מרבית הפרויקטים של החברה נעשים עם שותפים, עובדה התורמת לפיזור הפרויקטים ומגדילה את יכולת החברה לרכוש פרויקטים במחירים טובים יותר מחד, אך מקטינה את יכולת השליטה של החברה בפרויקטים מאידך.

השתייכותה של אשר לקבוצת אשטרום יוצרת התקשרויות בין החברה לחברות מקבוצת אשטרום ובמיוחד בתחום הביצוע, עובדה אשר יכולה להביא לניגודי אינטרסים בין החברות בקבוצה ומצריכה אישור עסקאות בעלי עניין בהתאם להוראות הדין.

אין לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת

אין לחברה כיום מדיניות דיבידנד מוצהרת. מידרוג מעריכה כי אימוץ מדיניות דיבידנד אגרסיבית עלולה לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה.

גורמי סיכון פיננסיים

רווח גולמי נמוך ואף הפסדים גולמיים בפרויקטי בניה למגורים שנסתיימו בשנים 2004-2005.

החברה נפגעה באופן משמעותי מהמיתון ששרר בענף הנדל"ן בישראל בעשור האחרון. פרויקטים משמעותיים של החברה רשמו הפסדים גולמיים כתוצאה מכך שהקרקע נרכשה בשנות השיא באמצע שנות ה-90 וביצועם נעשה בשנות המיתון במחירים נמוכים. בשנת 2004, הסתיימו פרויקטים בהיקף של כ-311 יח"ד ואשר רשמו הפסד גולמי של כ-12.6 מ' ש במודיעין, כפר תבור, מעלה אדומים, קריית גת וביתר. יחד עם זאת, בשנים האחרונות החלה החברה בביצוע פרויקטים אשר ממוקמים באזורי ביקוש וקרקעותיהם נרכשו במחירים נמוכים יותר וביחד עם ההתאוששות בענף הנדל"ן באזורי הביקוש, צפויה החברה לרשום שיפור ברווחיות.

הוצאות המימון הגבוהות שחקו את הרווחיות כך שבשנת 2006, לפי נתוני הפרופורמה הכוללים את אשטרום פרויקטים, רשמה החברה הפסד לפני מס בסכום של כ-1.6 מ' ש.

החברה נתנה ערבויות להבטחת התחייבויות חברות כלולות ומאוחדות בסכום של כ-74 מ' ש. החברה נתנה לחברה כלולה, המרינה הכחולה ערבות בסכום של 21 מ' ש ולהבטחת התחייבויות חברה מאוחדת באיחוד יחסי (בגין הפרויקט בפתח תקווה) נתנה ערבות שחלקה עומד על כ-53 מ' ש.

נזילות נמוכה מאוד, אשר צפויה להשתפר באופן משמעותי לאחר גיוס ההון והחוב

החברה אינה שומרת על יתרות מזומן בהיקפים משמעותיים וכן אין לחברה נכסים אשר אינם משועבדים. על אף זאת, הגמישות הפיננסית של החברה הינה סבירה שכן ישנן מסגרות אשראי בלתי מנוצלות מבנקים בהיקף של כ-92 מ' ש וכן מסגרות אשראי בלתי מנוצלות מחברת האם בסכום של כ-90 מ' ש.

עד למועד הגיוס, האיתנות הפיננסית של החברה התאפיינה כבינונית, אך זו צפויה להשתפר באופן משמעותי לאחר גיוס החוב

האיתנות הפיננסית של החברה עד למועד הגיוס התאפיינה כנמוכה. יחס ההון העצמי לסך המאזן של חברת אשדר ללא אשטרום פרויקטים עמד על כ-16% בשנים האחרונות ויחס החוב ל-CAP על כ-83%. האיתנות הפיננסית של אשטרום פרויקטים היתה נמוכה מאוד שכן בשנת 2005 ההון העצמי של אשטרום פרויקטים נשחק כליל. על פי נתוני ה-31.12.2006 עמד יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי של אשדר במאוחד על כ-22%, יחס החוב ל-CAP על כ-76% ויחס החוב נטו המותאם¹ ל-CAP נטו מותאם עמד על כ-76%. מידרוג מעריכה כי לאחר גיוס ההון והחוב, תשתפר האיתנות הפיננסית של אשדר במאוחד באופן משמעותי. נתוני הפרופורמה הכוללים את גיוס ההון והחוב בסכומים האמורים לעיל ביחס לנתוני ה-31.12.2006 ישתפרו באופן שיחס ההון העצמי לסך המאזן יעלה לכ-37% ויחס החוב נטו מותאם ל-CAP נטו מותאם ירד לכ-58%.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת נגישות למקורות מימון בשוק ההון
- הוכחת השיפור ברווחיות הפרויקטים על פני זמן
- הגדלת משקל פעילות בתחום הנדל"ן המניב אשר תתרום לשיפור תזרים המזומנים וליציבותו

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- עליה ביחס חוב ל-CAP מעל ל-60% החל מיום ה-31.12.2007, ועד למועד זה, עליה מיחס של חוב נטו מותאם ל-CAP נטו מותאם מעל ל-60%. לאחר יישום תקן 16, היחסים יבחנו מחדש.
- קיטון בתזרימי המזומנים כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שתפגע באיתנות הפיננסית של החברה
- הרחבת הפעילות למדינות בעלות רמות סיכון גבוהות

¹ חוב נטו מותאם – חוב בניכוי ההפרש בין תמורת ההנפקה לסכום ששימש להחלפת חוב.

ניתוח פיננסי – לפי דוח פרופורמה כולל אשטרום פרויקטים

עליה משמעותית בהכנסות בשנים האחרונות, בעיקר כתוצאה מגידול בהכנסות ממכירת דירות וכן ממכירת קרקעות

סך הכנסות החברה עלו באופן משמעותי בשלוש השנים האחרונות מכ-265 מ' ₪ בשנת 2004 לכ-350 מ' ₪ בשנת 2006. עיקר הגידול נובע מהגידול בהכנסות ממכירת דירות אשר תורמות מעל 90% מהכנסות החברה.

סך ההכנסות ממכירת דירות עלה מכ-208 מ' ₪ בשנת 2004 לכ-218 מ' ₪ בשנת 2005 לכ-266 מ' ₪ בשנת 2006. העליה נובעת בעיקר מגידול במחירי הדירות וגידול משקל הדירות הנמכרות באזורי ביקוש לעומת פרויקטים באזורי פריפריה, שכן כמות יח"ד שנמכרו ירדה בשנים אלה מכ-354 יח"ד בשנת 2004 לכ-258 יח"ד בשנת 2005 לכ-237 יח"ד בשנת 2006.

החל משנת 2008, החברה מתכוונת ליישם את תקני ה-IFRS אשר ישפיעו על ההכרה בהכנסות כך שמכירת יח"ד יוכרו רק עם סיום הפרויקטים ולדוח רווח והפסד תהיה התאמה נמוכה עם תזרים המזומנים של החברה בפועל.

דוח רווח והפסד פרופורמה – איחוד של אשדר עם אשטרום פרויקטים לשנים 2004-2006

אלפי ₪	FY2006	FY2005	FY2004
הכנסות:			
מכירת דירות, קרקעות ומתן שירותים	326,882	304,998	245,729
דמי שכירות וניהול	21,710	20,641	19,691
סך הכנסות	348,592	325,639	265,420
עלות ההכנסות:			
עלות הדירות, הקרקעות והשירותים שניתנו	295,691	259,559	240,298
עלות אחזקת המבנים המושכרים וניהולם	9,931	11,795	12,274
סך עלויות	305,622	271,354	252,572
רווח גולמי	42,970	54,285	12,848
הוצאות מכירה ושיווק	2,430	2,617	2,936
הוצאות הנהלה וכלליות	15,841	12,761	13,779
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	24,699	38,907	-3,867
הוצאות מימון, נטו	25,438	29,680	33,750
רווח לאחר מימון	-739	9,227	-37,617
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	-893	-1,243	-7,879
רווח (הפסד) לפני מסים על ההכנסה	-1,632	7,984	-45,496
הטבת מס (מסים על ההכנסה)	8,150	6,688	-4,151
רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה	-9,782	1,296	-41,345
חלק החברה בהפסדי חברות כלולות	-1,660	-253	-3,393
רווח נקי	-11,442	1,043	-44,738

הכנסות החברה כללו גם הכנסות ממכירת קרקעות אשר כוללת פעילות שוטפת במכירת מגרשים בישוב אלפי מנשה אשר תורמים כ-10 מ' ₪ לשנה. בשנת 2006 נמכרו קרקעות בהיקף של כ-38 מ' ₪ אשר כוללים בעיקר את מכירת מגרש ברחוב השופטים בתל אביב בסך של כ-31 מ' ₪. בשנת 2005, ההכנסות ממכירת קרקעות עמדו על כ-83 מ' ₪ וכללו בעיקר מכירת מגרש מרינה לי בהרצליה בסכום של כ-42 מ' ₪ ומגרש במרינה באשדוד בסכום של כ-33 מ' ₪. פעילות מכירת המגרשים מתאפיינת ברווחיות גולמית גבוהה. הכנסות החברה בשנת 2006 הושפעו באופן חד פעמי בשנת 2006 ממכירת שטחי מסחר בסכום משמעותי של כ-21 מ' ₪ שבנין מבקר המדינה בתל אביב ובראשון לציון.

ההכנסות מדמי שכירות עלו באופן מתון בשנים 2004-2006 מכ-19 מ' ₪ בשנת 2004 לכ-22 מ' ₪ שח בשנת 2006. התרומה של ההכנסות מדמי השכירות הינה נמוכה יחסית ועמדה על כ-6% בשנים האחרונות אך חלקה ברווח הגולמי הינו גבוה יותר ועמד בשנת 2006 על כ-27% לעומת כ-16% בשנת 2005 וכ-58% בשנת 2004.

גידול משמעותי ברווח הגולמי כתוצאה מגידול ברווחיות של פרויקטים למגורים – בעיקר כתוצאה ממעבר לאזורי ביקוש

הרווח הגולמי הכולל של החברה עלה גם במונחים אבסולוטיים וגם כשיעור מסך הכנסות בין שנת 2004 לשנת 2005 מכ-13 מ' ₪ בשנת 2004 לכ-54 מ' ₪ בשנת 2005 בעיקר בעקבות הגידול ברווחיות ממכירת דירות וגידול חריג ברווח ממכירת קרקעות בשנת 2005. בשנת 2006 ירד הרווח הגולמי לכ-43 מ' ₪. הגידול המשמעותי ברווח הגולמי ביחס לשנת 2004 נובע מהעובדה כי בשנת 2004 נמכרו פרויקטים אשר קרקעותיהם נרכשו במחירים גבוהים והמכירות התבצעו בשנות המיתון במחירים נמוכים מאוד וכן באזורי פריפריה כגון כפר תבור, מעלה אדומים, קרית גת וביתר וכן במודיעין. בשנה זו, היה לחברה הפסד גולמי ממכירת דירות אשר הסתכם לכ-5.4 מ' ₪. בשנים 2005-2006 יחד עם התאוששות במחירי הדירות, החלה החברה להגדיל את מספר היחיד שנמכרו באזורי ביקוש אשר נמכרות במחיר גבוה יותר, וכן מכרה דירות בפרויקטים שקרקעותיהם נרכשו במחירים נמוכים יותר. הפרויקטים שנמכרו בשנים 2005-2006 כוללים פרויקטים ברחובות, גני תקווה, כפר סבא, פתח תקווה, נתניה, תל אביב וכן אלפי מנשה ואורנית. הרווח הגולמי ממכירת דירות עלה בשנת 2005 לכ-17.6 מ' ₪ ובשנת 2006 הסתכם בכ-16.2 מ' ₪. הרווח הגולמי ממכירת קרקעות הינו גבוה יחסית ונע סביב כ-30% בשנים 2004-2006 ותרם סך של כ-26 מ' ₪ בשנת 2005 וכ-13 מ' ₪ בשנת 2006. הרווח הגולמי של החברה מהשכרת מבנים תרם סכום משמעותי ביחס למשקלו בהכנסות כך שבשנת 2005 תרם כ-9 מ' ₪ לרווח הגולמי ובשנת 2006 תרם כ-12 מ' ₪.

התפלגות הכנסות ורווח גולמי לפי תחום פעילות

אלפי ₪	FY2006	FY2005	FY2004	FY2006	FY2005	FY2004
התפלגות הכנסות לפי תחומי פעילות						
	אלפי ₪			אחוז מסך הכנסות		
הכנסות ממכירת דירות	266,359	218,392	208,864	76%	67%	79%
הכנסות ממכירת קרקעות	37,547	82,668	29,081	11%	25%	11%
הכנסות ממכירת שטחי מסחר	21,050	1,762	5,705	6%	1%	2%
הכנסות מדמי שכירות וניהול נכסים	21,710	20,641	19,691	6%	6%	7%
הכנסות ממתן שירותים	1,926	2,176	2,079	1%	1%	1%
סה"כ הכנסות	348,592	325,639	265,420	100%	100%	100%
התפלגות רווח גולמי לפי תחומי פעילות						
	אלפי ₪			אחוז מסך הרווח הגולמי		
ממכירת דירות	16,265	17,645	-5,405	38%	33%	-42%
ממכירת קרקעות	12,746	25,817	8,012	30%	48%	62%
ממכירת שטחי מסחר	371	348	1,343	1%	1%	10%
מהשכרת מבנים	11,779	8,846	7,417	27%	16%	58%
ממתן שירותים	1,809	1,629	1,481	4%	3%	12%
סה"כ רווח גולמי	42,970	54,285	12,848	100%	100%	100%
שיעור רווח גולמי						
ממכירת דירות				6%	8%	-3%
ממכירת קרקעות				34%	31%	28%
ממכירת שטחי מסחר				2%	20%	24%
מהשכרת מבנים				54%	43%	38%
ממתן שירותים				94%	75%	71%
שיעור רווח גולמי כולל				12%	17%	5%

שיפור ברווח התפעולי אך הוצאות המימון הגבוהות שחקו את הרווחיות כך שבשנת 2006 רשמה החברה הפסד לפני מס של כ-1.6 מ' ₪

הרווח התפעולי של החברה רשם שיפור משמעותי בין שנת 2004 לשנים 2005-2006 בעיקר כתוצאה מהשיפור ברווחיות מפעילות מכירת דירות וקרקעות. בשנת 2004 רשמה החברה הפסד תפעולי בסכום של כ-4 מ' ₪ לעומת רווח תפעולי של כ-40 מ' ₪ בשנת 2005 וכ-25 מ' ₪ בשנת 2006. אף על פי כן, הוצאות המימון הגבוהות שחקו את הרווחיות התפעולית כך שבשנת 2006 רשמה החברה הפסד לפני מס בסך כ-1.6 מ' ₪, לעומת רווח של כ-8 מ' ₪ בשנת 2005 והפסד של כ-45 מ' ₪ בשנת 2004. הוצאות המימון הגבוהות בשנת 2006 בסכום של כ-25 מ' ₪ כללו בעיקר הוצאות מימון בגין הלוואות לזמן קצר וארוך בסכום של כ-24 מ' ₪, הוצאות ריבית לחברת האם אשטרום בסכום של כ-5.7 מ' ₪ והוצאות מימון בגין צדדים קשורים בסך של כ-2.5 מ' ₪ ובקניזו פקדונות, חובות לזמן קצר והכנסות אחרות בסכום כולל של כ-6.5 מ' ₪. ההפסד הנקי בשנת 2006 כולל הוצאות מיסים על הכנסה בסכום של כ-8.2 מ' ₪ אשר הינה הערכה שמרנית של החברה בגין מיסים נדחים. ההוצאות שנרשמו בגין מיסים על הכנסה אינן תזרימיות.

הסעיפים העיקריים בצד הנכסים כוללים את מלאי הבניינים למכירה, הקרקעות והעלות המופחתת של הנכסים המניבים

הסעיפים העיקריים במאזן נכון ל-31.12.2006 כוללים: מלאי בניינים למכירה בניכוי מקדמות מרוכשים בסכום של כ-268 מ' ₪ בעיקר בגין פרויקטים בכפר סבא, חוף הצוק, גאליה וגני תקווה. קרקעות לבניה בסכום של כ-78 מ' ₪ אשר כוללים בעיקר קרקעות בתל אביב בעלות של כ-14 מ' ₪, קרקעות בפתח תקווה בעלות של כ-29 מ' ₪ קרקעות בנתניה בעלות של כ-11 מ' ₪ וקרקעות בגבעת שמואל בעלות של כ-10 מ' ₪. סעיף עיקרי נוסף כולל את הנכסים המניבים אשר עלותם המופחתת ליום 31.12.2006 עומדת כל כ-212 מ' ₪.

גמישות פיננסית סבירה על אף יתרות המזומן הנמוכות ואי קיום נכסים לא משועבדים שכן לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות מבנקים בסכום כולל של כ-92 מ' ₪ וכן מסגרת אשראי בלתי מנוצלת מחברת האם בסכום של כ-90 מ' ₪

החברה אינה מחזיקה ביתרות מזומן בסכומים משמעותיים ואלו עמדו נכון ליום 31.12.2006 על כ-11 מ' ₪. בנוסף, אין לחברה נכסים אשר אינם משועבדים שכן הפרויקטים לבניה משועבדים לבנקים במסגרת הליווי הפיננסי (יפורט בהמשך) והנכסים המניבים משועבדים תמורת הלוואות בנקאיות. מאידך, מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות של החברה מבנקים עומדות נכון למועד כתיבת הדוח על כ-92 מ' ₪ ובנוסף, לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות מחברת האם בהיקף של כ-90 מ' ₪. מידרוג מעריכה כי הגמישות הפיננסית של החברה הינה סבירה ואף צפויה לגדול באופן משמעותי לאחר גיוס הון בסכום של כ-240 מ' ₪.

רכישת אשטרום פרויקטים מידי חברת האם אשטרום תמורת סכום של כ-10 מ' ₪ - ההפרש השלילי בין עלות הרכישה לשווי המאזני בסכום של כ-25 מ' ₪, נזקף לקרן הון

ביום 31.12.2006 רכשה אשטרום מקבוצת אשטרום את מניותיה של חברת אשטרום פרויקטים תמורת כ-10 מ' ₪. ההפרש השלילי בין עלות הרכישה לשווי המאזני של אשטרום פרויקטים ליום הרכישה בסך של כ-25 מ' ₪ נזקף להון העצמי לסעיף קרן הון מרכישת חברה מוחזקת מבעל שליטה.

מאזן מאוחד פרפורמה לאחר גיוס הון וחוב

אלפי ₪	פרפורמה גיוס הון וחוב	31.12.2006
נכסים		
רכוש שוטף		
מזומנים ושווי מזומנים	39,272	10,632
לקוחות	20,492	20,492
חייבים ויתרות חובה	27,592	27,592
בנינים למכירה בניכוי מקדמות מרוכשים	267,775	267,775
מלאי שטחי משרדים ומסחר המיועדים למכירה	11,117	11,117
קרקעות לבניה	257,290	76,890
נכסים להשכרה	212,366	212,366
הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך	39,435	39,435
חברה כלולה	11,402	11,402
מסים נדחים	12,341	12,341
סעיפים נכסיים אחרים	2,308	2,308
סך נכסים	901,390	692,350
התחייבויות והון עצמי		
אשראי מתאגידים בנקאיים	-12,040	182,603
חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	98,780	98,780
מקדמות מלקוחות בניכוי עלות בנינים בהקמה	18,660	18,660
התחייבויות לספקים ולנותני שירותים	40,683	40,683
התחייבות למתן שירותי בניה	6,560	6,560
החברה האם	0	65,357
זכאים ויתרות זכות	15,564	15,564
הלוואות מתאגידים בנקאיים	96,593	96,593
אג"ח	288,640	
פקדונות עבור זכות שימוש ביחידות דיור	16,211	16,211
סעיפי התחייבויות אחרים	456	456
זכויות המיעוט	811	811
הון עצמי	330,472	150,072
סך התחייבויות	901,390	692,350

החברה נתנה ערבויות להבטחת התחייבויות חברות כלולות ומאוחדות בסכום של כ-74 מ' ₪

החברה נתנה לחברה כלולה, המרינה הכחולה ערבות בסכום של 21 מ' ₪ ולהבטחת התחייבויות חברה מאוחדת באיחוד יחסי (בגין הפרויקט בפתח תקווה) נתנה ערבות שחלקה עומד על כ-53 מ' ₪.

החוב הפיננסי כולל בעיקר אשראי מתאגידים בנקאיים לזמן קצר הניתנות כאשראי כללי ואשראי ספציפי לליווי סגור וליווי לא סגור

סך החוב של החברה עמד נכון ליום 31.12.2006 על כ-443 מ' ₪ וכלל בעיקר אשראי מתאגידים בנקאיים בסכום של כ-182 מ' ₪, חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך של כ-99 מ' ₪, והלוואות מתאגידים בנקאיים בסכום של כ-96 מ' ₪. בנוסף, לחברה התחייבויות לחברת האם בסכום של כ-65 מ' ₪. אופן התממנותה של החברה כולל מספר סוגי מימון: אשראי בנקאי באמצעות מסגרות אשראי כלליות אשר עד למועד הגיוס ניתנו לחברה ביחד עם קבוצת אשטרום וכללו ערבות הדדית של קבוצת אשטרום ושל החברה, האחת כלפי השניה וכן התחייבות שלא לשעבד את רכושה או למכור נכסים ללא הסכמת הבנק. לאחר הגיוס יבוטלו הערבויות ההדדיות. מסגרות האשראי הכלליות לאחר הגיוס צפויים לעמוד על כ-92 מ' ₪.

ש. בנוסף, החברה מתממנת באמצעות ליווי לא סגור כנגד שיעבוד המקרקעין לטובת הבנק המלווה, כך שהתקבולים ממכירות יחיד הפרויקט אינם מיועדים להחזר המימון בגין אותו הפרויקט כמו בליווי סגור. צורת מימון נוספת הינה באמצעות הסכמי ליווי בנקאיים ספציפיים בצורת ליווי סגור.

איתנות פיננסית בינונית ערב הגיוס - האיתנות פיננסית צפויה להשתפר באופן משמעותי לאחר גיוס ההון והחוב

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה כפי שנמדדים ביחס ההון העצמי לסך המאזן ויחס החוב ל-CAP ערב ההנפקה הינם בינוניים. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד נכון ל-31.12.2006 על כ-22% ואילו יחס החוב ל-CAP עמד על כ-76%. יחסי האיתנות הפיננסית פרופורמה אשר כוללים גיוס הון בסך של כ-180 מ' ש' וגידול בחוב בסך של כ-20 מ' ש', יעלה את יחס ההון העצמי לסך המאזן לכ-37% ויחס החוב ל-CAP ירד לכ-60%. מידרוג מעריכה כי השיפור לאחר גיוס ההון והחוב יעלו את האיתנות הפיננסית לרמה טובה אשר תואמת את דירוגה. זאת ועוד, לצורך שמירה על הדירוג הנוכחי, יחס החוב ל-CAP החל מה-31.12.2007 לא יעלה על 60%, ועד מועד זה לא יעלה יחס החוב נטו המותאם ל-CAP נטו המותאם על כ-60%. לאחר יישום תקן 16 יבחנו היחסים מחדש.

חוב ויחסי איתנות פיננסית מאוחד פרופורמה לאחר גיוס הון וחוב

אלפי ש'	פרופורמה	31.12.2006
חוב פיננסי	471,973	443,333
יתרות נזילות	39,272	10,632
חוב נטו	432,701	432,701
CAP	790,915	582,285
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	37%	22%
חוב ל-CAP	60%	76%
חוב נטו ל-CAP	55%	74%
חוב נטו ל-CAP נטו	58%	76%

ניתוח פיננסי של אשדר ללא אשטרום פרויקטים:

יתרות מזומן נמוכות מאוד ביחס להיקפי הפעילות של החברה

לחברה יתרות מזומן נמוכות מאוד כאשר המזומנים ושווי מזומנים נמצאים בירידה לעומת שנים 2004 ו-2003 ועומדים על כ-3 מ' ש' נכון לשנת 2005, זאת לעומת כ-5.7 מ' ש' ב-2004 וכ-5.4 מ' ש' ב-2003.

גידול בנטילת האשראי מחברת האם אשר עלותו נמוכה ביחס לחוב בנקאי

החברה הגדילה את החוב שנטלה מחברת האם מ-0 נכון ל-31.12.2006 ל-82.4 מ' ש' נכון ל-31.12.2004 לכ-102 מ' ש' נכון ל-31.12.2005. הגידול נבע כתוצאה מקבלת תנאי מימון טובים יותר מחברת האם (ריבית של פריים +0.5%) ביחס לחוב בנקאי on call.

איתנות פיננסית נמוכה יחסית אך בשנים האחרונות נראה שיפור כתוצאה משיפור ברווחיות של הפרויקטים

לחברה איתנות פיננסית נמוכה יחסית כאשר סך החוב עמד נכון ל-31.12.2005 על כ-415 מ' ש' וירד מכ-470 מ' ש' נכון ל-31.12.2004. החוב הפיננסי בסך 415 מ' ש' כלל אשראי זמן קצר בסך של כ-155 מ' ש', אשראי לזמן ארוך בסך של כ-96 מ' ש', הלוואות מתאגידים בנקאיים בסך של כ-61 מ' ש', וחוב לחברת האם בסך של כ-102 מ' ש'. יחס ההון העצמי לסך מאזן חשבונאי עמד על כ-16% נכון ל-31.12.2005 עלייה מכ-13% נכון ל-31.12.2004 וכ-15% נכון ל-31.12.2003. יחס החוב ל-CAP עמד על כ-82% נכון ל-31.12.2005, ירידה מ-85% נכון ל-31.12.2004 ו-83% נכון ל-31.12.2003. השיפור ביחסי האיתנות

הפיננסית נובע משיפור ברווחיות של פרויקטים קיימים אשר הפסידו בשנים קודמות כגון פרויקטים במודיעין ובקריית גת ומפרויקטים חדשים אשר הניבו רווחים כגון הפרויקט בנאות אפקה שבתל אביב שרשם רווח גולמי של כ-15% והפרויקט במשואה שבירושלים אשר רשם רווח גולמי של 9%.

יחסי חוב ואיתנות פיננסית אשר ללא אשטרום פרויקטים

אלפי ₪	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003
חוב פיננסי	415,155	470,184	505,262
מזה, חוב לחברת האם	101,885	70,592	0
יתרות נזילות	3,094	5,739	5,434
חוב נטו	412,061	464,445	499,828
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	16%	13%	15%
חוב ל-CAP	82%	85%	83%
חוב נטו ל-CAP	81%	84%	82%

תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת היו גבוהים בשנים האחרונות בגלל שינויים בהון חוזר ובפרט כתוצאה מירידה בסעיף בניינים למכירה בסך של כ-82 מ' ₪ בשנת 2006 וכ-45 מ' ₪ בשנת 2005. תזרימי המזומנים מפעילות השקעה היו שליליים ועמדו על כ-15.1 מ' ₪ ב-2005, 1.5 מ' ₪ ב-2004 ו-1.8 מ' ₪ ב-2003. בשנת 2005, הם כללו השקעה של כ-18.3 מ' ₪ בקרקעות ורכישת חברה שאוחדה בסכום של כ-3.2 מ' ₪.

תזרימי המזומנים ששימשו לפעילות מימון עמדו על כ-57.7 מ' ₪ בשנת 2005 וכללו פירעון אשראי לזמן ארוך בניכוי קבלת אשראי לז"א בסכום של כ-22 מ' ₪, קבלת אשראי לזמן קצר בסך של כ-14.3 מ' ₪. וקבלת אשראי מחברת האם בסכום של כ-19 מ' ₪.

תזרימי מזומנים אשר ללא אשטרום פרויקטים

אלפי ₪	FY2006	FY2005	FY2004
תזרים מפעילות שוטפת	80,382	57,404	11,469
תזרים מפעילות השקעה	-15,114	-1,502	-1,841
תזרים מפעילות מימון	-57,730	-58,547	-9,323
עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים	7,538	-2,645	305
פרויקטים לבניה נטו	82,869	44,830	36,864
תזרים מפעילות שוטפת ללא שינויים בבניינים למכירה	-2,487	12,574	-25,395

ניתוח פיננסי אשטרום פרויקטים:

לאשטרום פרויקטים יתרות מזומן נמוכות

לחברה יתרות מזומן נמוכות מאוד. המזומנים ושווי מזומנים עמדו על כ-3.2 מ' ₪ נכון לשנת 2005, זאת לעומת כ-4.4 מ' ₪ ב-2004 וכ-1.8 מ' ₪ ב-2003.

לאשטרום פרויקטים איתנות פיננסית נמוכה מאוד

האיתנות הפיננסית של אשטרום פרויקטים היתה נמוכה מאוד לפני שנרכשה על ידי אשרד, בעיקר כתוצאה מההפסדים בפרויקטים בגבעת שמואל, באשדוד ובנתניה אשר הקרקעות שלהם נרכשו בתקופת בה מחירי הקרקעות היו בשיא (אמצע שנות ה-90) והמכירות התבצעו בשנות המיתון במחירים נמוכים מאוד. ההפסדים גרמו לשחיקת ההון העצמי ואף לגרעון בהון העצמי בשנת 2006. סך החוב של אשטרום פרויקטים עמד נכון ל-31.12.2005 על כ-179 מ' ₪ וכלל אשראי זמן קצר בסך של כ-106 מ' ₪, אשראי לזמן ארוך בסך של כ-36 מ' ₪, הלוואות מתאגידים בנקאיים בסך של כ-8.8 מ' ₪, וחוב לחברת האם בסך של כ-27 מ' ₪. יחס ההון עצמי לסך מאזן חשבונאי הינו נמוך מאוד ועמד על כ-0% נכון ל-31.12.2005. ירידה מכ-4% נכון ל-31.12.2004 וכ-11% נכון ל-31.12.2003.

יחסי חוב ואיתנות פיננסית אשטרום פרויקטים

אלפי ₪	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003
חוב פיננסי	179,110	176,532	200,860
מזה, חוב לחברת האם	27,115	1,059	0
יתרות נזילות	3,229	4,430	1,853
חוב נטו	175,881	172,102	199,007
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	0%	4%	11%
חוב ל-CAP	102%	97%	89%
חוב נטו ל-CAP	100%	95%	88%

תזרימי המזומנים מפעילות השקעה עמדו על כ-7.3 מ' ₪ ב-2005, 9.9 מ' ₪ ב-2004 ו-22.3 מ' ₪ ב-2003. הם כללו השקעה גבוהה בקרקעות ופרויקטים בהקמה כגון הפרויקטים בנתניה וגני תקווה. תזרים המזומנים מפעילות מימון עמד על כ-2.5 מ' ₪ בשנת 2005 וכלל פרעון אשראי לזמן ארוך נטו בניכוי קבלת הלוואות בסכום של כ-40 מ' ₪, קבלת אשראי לזמן קצר בסך של כ-20.9 מ' ₪ בגין פרויקטים בבניה וקבלת פיקדונות עבור זכות שימוש ביחידות דיור בסכום של כ-26 מ' ₪ בבית הדיור המוגן בתל אביב.

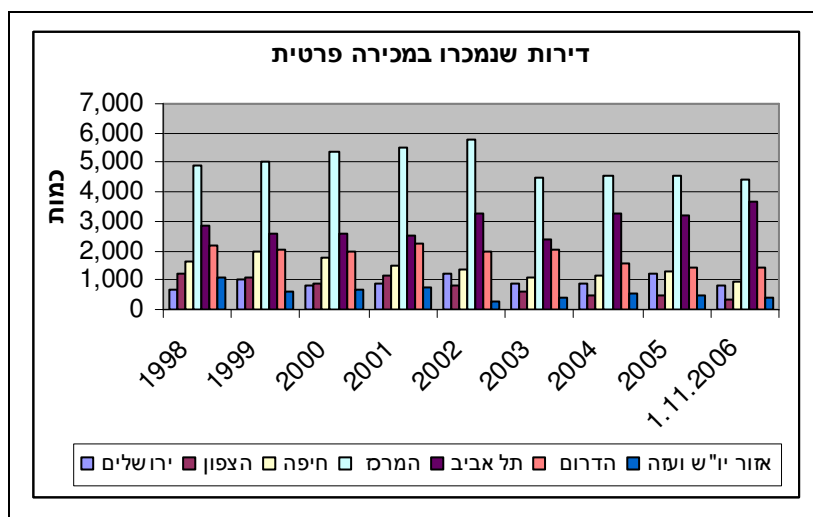
תזרימי מזומנים אשטרום פרויקטים

אלפי ש"ח	FY2005	FY2004	FY2003
תזרים מפעילות שוטפת	3,576	38,730	-15,948
תזרים מפעילות השקעה	-7,319	-9,944	-22,301
תזרים מפעילות מימון	2,542	-26,209	38,918
עלייה (ירידה) במזומנים ושווי מזומנים	-1,201	2,577	669
פרויקטים לבניה נטו	-1,282	40,971	-1,925
תזרים מפעילות שוטפת ללא שינויים בבניינים למכירה	4,858	-2,241	-14,023

נספח 1 – ענף הנדל"ן למגורים בישראל

בענף הנדל"ן למגורים ניתן לראות מגמה מעורבת של צמיחה בביקוש לדירות חדשות ודירות יוקרה באזורי ביקוש יחד עם ירידה בביקוש לדירות באזורי הפריפריה, הצפון והדרום. בחודשים ינואר – נובמבר 2006 חל גידול של 2% במספר הכולל של עסקאות במשק בדירות למגורים בהשוואה ל- 2005 וגידול של 22% לעומת שנת 2002. משקל הדירות החדשות מסך כלל הדירות עומד על כ-34%, והגידול המרכזי הינו בדירות חדשות בבניה עצמית ובדירות יוקרה באזורים ספציפיים. הנתונים על מכירת דירות חדשות במשק מצביעים על פערים ניכרים בין קבוצות אוכלוסיה ובין אזורים פריפריאליים למרכז, כאשר פערים אלו הולכים ומתעצמים. בחודשים ינואר - נובמבר 2006 חל גידול של 3% במספר הדירות למכירה בסקטור הפרטי. עם זאת ישנה האטה במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי שמתרכז בבנייה רוויה בדירות קטנות עד בינוניות באזורים פריפריאליים; בשנת 2006 חלה ירידה של 23% במכירת דירות חדשות בסקטור הציבורי. הגורמים שתורמו להאטה זו היו שיעורי האבטלה הגבוהים בפריפריה, ביטול המענקים בדיור לזכאי משרד הבינוי והשיכון וכן המלחמה בצפון אשר האטה בצורה ניכרת את הפעילות ברבעון השלישי של השנה. גם בענף הביקוש לבנייה נראות מגמות מעורבות, האינדיקטורים המובילים הצביעו על גידול בעסקאות במשק ובמכירות של הסקטור הפרטי, וחלקם הצביעו על המשך מגמת ההאטה בבנייה במיוחד בפריפריה.

להלן נתונים על ענף הבנייה בישראל:



מקור: נתוני הלמ"ס ומשרד הבינוי והשיכון

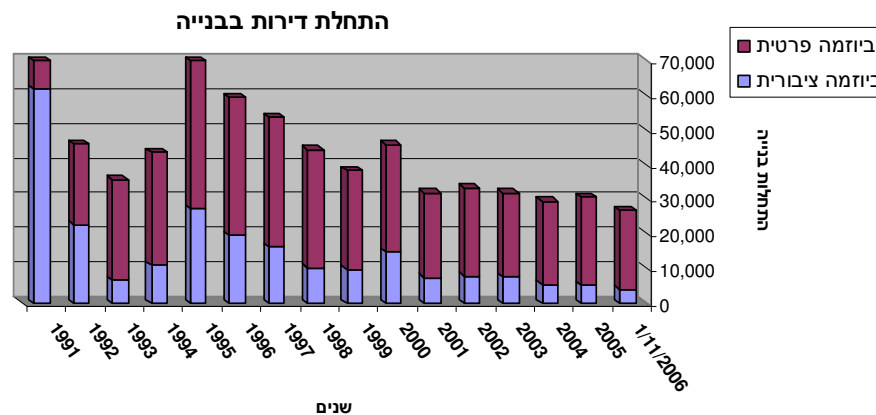
מבנה ענף הבנייה למגורים

ענף הבנייה למגורים בארץ מושפע ממספר אינדיקטורים מרכזיים:

א. **ביקוש לדיוור**: מושפע מהיקף העלייה לארץ, שיעור האבטלה, רמת השכר, מענקים לזכאים ברכישת דירות ומענקים לאזורי פיתוח. בשנת 2006 ניכרה ירידה בביקושים בעיקר באזורי עדיפות לאומית ובקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות מבחינה כלכלית. נראה כי החשש ליציבות כלכלית אישית, הבולטת בעיקר בקרב קבוצות אוכלוסיה חלשות, רלבנטית במיוחד לדירות מגורים, בשל המחויבות ארוכת הטווח.

ב. **שוק המשכנתאות:** מושפע בעיקר משיעור הריבית במשק. הפחתת הריבית בשנת 2006 בהמשך למגמת ההפחתה בריבית בשנים הקודמות וירידת מחירים כללית בשוק הדירות הגדילו את הכדאיות היחסית ללקיחת משכנתא לטובת רכישת דירות. בדצמבר 2006 הגיעה הריבית הממוצעת על משכנתאות חופשיות ל-4.9% והריבית לטווח הארוך ל-4.8%. נוסף על כך שוק המשכנתאות היה מושפע לטובה מיציבות בשיעור האינפלציה אשר מונעת עלית שיעור ההחזר של לוקחי משכנתאות ומירידה של המע"מ מ-16.5% ל-15.5%.

ג. **היצע הדירות:** מלאי הדירות החדשות המוצע למכירה מצוי במגמת ירידה הן במרכז והן בפריפריה. היקף התחלות הבנייה במשק בשנת 2006 מוערך בכ-30,000 דירות שזהו הממוצע לחמש השנים האחרונות. אך עם זאת קיימים הבדלים בהיקף ובקצב התחלות הבנייה בין הסקטורים כאשר בסקטור הפרטי נרשמה ירידה של 3% ב-2006 ואילו בסקטור הציבורי נרשמה ירידה של כ-17% שהיא חלק ממגמת ירידה חדה שנראית בשנים האחרונות.



ד. **מחירי דירות:** מנתונים של הלמ"ס עולה כי חלה עלייה נומינלית של 1.7% במחירי הדירות בחודשים ינואר – נובמבר 2006 לאחר שלוש שנים של ירידות במחירים. ריאלית, נמשכת ירידת מחירים שהחלה ב-1998. לעומת זו נרשמה מדי שנה בשלוש השנים האחרונות עליית מחירים נומינלית של דירות באזור ירושלים, תל אביב והשרון. מסתמן שעלייה זו נובעת גם מרכישת דירות יוקרה באזורים אלו.

שינויים רגולטוריים

ענף הנדל"ן בכלל וענף הבנייה למגורים בפרט, מושפעים מהחלטות רגולטוריות במספר תחומים:

א. **כוח אדם:** הממשלה גיבשה שינוי במדיניות מתן רישיונות להעסקת עובדים זרים ואופן העסקתם כך שהעסקת עובדים זרים בענף הבניין תותר רק על ידי חברות כוח אדם אשר יחזיקו ברישיון להעסקת עובדים זרים, כאשר כל חברה תורשה להעסיק מספר מוגדר של עובדים זרים. החברה כאמור, תהיה מחויבת בתשלום שכרם של העובדים הזרים וכל הכרוך בהעסקתם. חברה שתבקש להעסיק עובדים זרים תצטרך לפנות לחברות המורשות. מעבר לכך הממשלה החליטה שהחל מספטמבר 2006 תצטמצם מכסת העובדים הזרים בענף הבנייה בהדרגתיות עד לביטולה ב-2010.

ב. **שוק המשכנתאות:** במהלך שנת 2003 בוטלו מענקי הדיור לזכאים אשר עד ליום הביטול קבלו תוספת סיוע בהלוואות ומענקים מוגדלים באזורי עדיפות לאומית וכמו כן בוטלו המענקים לפי "חוק הנגב" שכלל מענקים מדורגים לפי יישובים. כתוצאה מכך חלה האטה חריפה ברכישת דירות בקרב זכאי משרד הבינוי והשיכון.

ג. **שוק קרקעות:** מרבית הקרקעות בישראל מוחזקות ע"י המדינה והן מופשרות בהתאם לתוכניות פיתוח המקרקעין של המדינה. כמו כן, מזה מספר שנים המנהל אינו עומד ביעדי המכירות שנקבעו ע"י הממשלה. היעדר היצע מספק יכול לגרום להמשך עליית מחירי קרקעות.

ד. **פינוי-בינוי:** מדיניות פינוי-בינוי (כיום נקראת "התחדשות עירונית") החלה בשנות השישים של המאה הקודמת והוכרזה לראשונה כמדיניות רשמית של משרד השיכון בשנת 1998. השטחים המוכרזים כמתחמי פינוי בינוי הם בדרך כלל שכונות או אזורים דלילים או מדורדרים מבחינה חברתית וכלכלית. בשטחים אלה מבוצעת בדרך כלל הריסת המבנים ובנייה מחדש של שכונה צפופה יותר ובעלת תשתיות משופרות. בשטחים המוכרזים כמתחמי פינוי בינוי ניתנות תוספות של זכויות בנייה והטבות מיסוי, כגון פטור מהיטל השבחה, פטור ממס שבח, מס מכירה ומס רכישה. כל אלה מעודדים התקשרות בין היזמים לדיירים במתחם. עד כה, על מנת לפנות בניין הייתה דרישת הסכמת 100% מהדיירים, עובדה שהקשתה מאוד על מבצעים אלו. לאחרונה עבר בקריאה שלישית בכנסת "חוק הדייר הסורר" שיאפשר לבצע פרויקטים של פינוי-בינוי בהסכמה של 80% מהדיירים בבתים משותפים בני לפחות 4 דירות.

שינויים במאפייני לקוחות בענף

בשנה האחרונה ניכרת עליה של רכישת דירות על ידי משקיעי חוץ צרפתיים, אמריקאים ואנגלים, בעיקר בתחום מגורי היוקרה ולאורך הים. הביקוש הגובר נובע ממספר סיבות: התחזקות האירו אשר הגדילה את כוח הקניה של משקיעים האירופאים, שפל במחירי הנדל"ן בארץ והשינוי החיובי המסתמן באווירה הפוליטית ביטחונית בישראל.

נספח 2 – מאזנים של אשדר ללא אשטרום פרויקטים ומאזן של אשטרום פרויקטים

מאזן אשדר ללא אשטרום פרויקטים לשנים 2003-2005

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	אלפי ₪
5,434	5,739	3,094	מזומנים ושווי מזומנים
7,081	8,672	23,931	לקוחות
18,715	17,513	25,612	חייבים ויתרות חובה
24,923	0	0	החברה האם
294,072	291,224	252,305	בנינים למכירה בניכוי מקדמות מרוכשים
88,736	88,523	87,375	מלאי שטחי משרדים ומסחר המיועדים למכירה
121,178	75,849	31,396	קרקעות לבניה
93,036	90,666	88,277	נכסים להשכרה
24,142	33,791	37,822	הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך
17,629	22,803	17,061	מסים נדחים
1,480	1,461	1,293	סעיפים נכסיים אחרים
696,426	636,241	568,166	סך נכסים
			התחייבויות והון
241,287	158,569	155,316	אשראי מתאגידים בנקאיים
134,988	125,354	96,164	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך
36,505	36,432	31,270	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
10,942	70,592	101,885	החברה האם
128,987	115,669	61,790	הלוואות מתאגידים בנקאיים
25,325	22,562	19,358	פקדונות עבור זכות שימוש ביחידות דיור
11,698	24,574	9,415	סעיפי התחייבות אחרים
106,694	82,489	92,968	הון עצמי
696,426	636,241	568,166	סך התחייבויות

מאזן אשטרום פרויקטים

אלפי ₪	31.12.2005	31.12.2004	31.12.2003
מזומנים ושווי מזומנים	3,229	4,430	1,853
לקוחות	20,434	23,867	40,352
חייבים ויתרות חובה	5,224	5,486	5,125
בניינים ושטחי מסחר למכירה בניכוי מקדמות	94,435	66,247	55,775
מלאי	4,860	3,890	6,272
קרקעות לבניה	52,379	66,857	84,600
בנייני משרדים ומסחר להשכרה נטו	34,397	34,130	37,240
חברה כלולה	10,515	10,110	16,139
מניות של חברה קשורה	2,183	2,183	2,183
מסים נדחים	4,135	3,926	4,052
רכוש קבוע	5,939	5,755	6,047
סעיפים נכסיים אחרים	107	2,884	4,405
סך נכסים	237,837	229,765	264,043
התחייבויות והון			
אשראי מתאגידים בנקאיים	106,477	79,618	110,231
חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	36,668	49,594	24,241
חלויות שוטפות של אג"ח	0	4,602	12,101
מקדמות מלקוחות בניכוי עלות בניינים בהקמה	23,582	6,594	80
התחייבויות לספקים ולנותני שירותים	18,977	11,860	17,127
התחייבות למתן שירותי בניה	10,939	20,002	9,289
החברה האם	27,115	1,059	0
זכאים ויתרות זכות	3,902	4,911	6,386
הלוואות מתאגידים בנקאיים	8,850	41,659	49,768
אג"ח להמרה	0	0	4,519
סעיפי התחייבות נוספים	871	719	706
הון עצמי	456	9,147	29,595
סך התחייבויות	237,837	229,765	264,043

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"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-מזומון 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 הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר ורכויות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, ורכויות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, ורכויות 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, ורכויות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, ורכויות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש ורכויות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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



דו"ח מספר : CRA040507270M

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

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

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

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 עדכנו או שינוי 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.