

אשרד חברה לבניה בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	A1	אופק דירוג: יציב
--------------------	----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש את דירוג סדרות האג"ח של החברה על A1 ומותירה את אופק הדירוג יציב בהתחשב בשמירת יציבותה העסקית של החברה, בין היתר, במסגרת היקף הפרויקטים אותם היא מבצעת, תוך שמירה על שיעור רווחיותה הגולמית, גמישותה הפיננסית ועומס הפירעונות החלים עליה.

מחברת:
ענבל כהן
אנליסטית
inbal@midroog.co.il
אנשי קשר

רון גולדשטיין
ראש צוות
rang@midroog.co.il

להלן פירוט אגרות החוב:

סדרת אג"ח	שיעור ריבית	הצמדה	יתרה ליום 31.3.08 (אלפי ₪)	שנות פירעון האג"ח	פירעון קרן
סדרה א'	4.85%	מדד	303,147	2010-2020	שנתי

אביטל בר דיין
סמנכ"ל, ראש תחום
תאגידים ומוסדות
פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

התפתחויות עיקריות¹

נכון ליום 31.3.2008 כוללים נכסי אשרד חברה לבניה בע"מ (במישרין ובעקיפין) 8 נכסים מניבים הכוללים מבני משרדים, מלון ובתי דיור לגיל הזהב, בשטח כולל של 38 אלפי מ"ר, בתפוסה של כ-96%, בשווי הוגן כולל בהיקף של 281,537 אלפי ₪. הכנסות החברה במאוחד מדמי שכירות ברבעון הראשון של השנה הסתכמו לסך של כ-6 מיליון ₪, המשקפים עליה בהיקף הכנסות השכירות בגילום שנתי, לעומת כ-23 מיליון ₪ בשנת 2007 וכ-19 מיליון ₪ בשנת 2006. לחברה מחזור הכנסות קבוע בשל שיעורי התפוסה הגבוהים.

נכון למועד הדוח, לקבוצה פרויקטים לבניה למגורים, בהיקף של כ-10,476 יחידות דיור. ברבעון הראשון של השנה מכרה החברה, לפי חלקה, 75 דירות לעומת 63 ברבעון הראשון של שנת 2007 ו-353 יח"ד בשנת 2007. ברבעון הראשון של השנה, מסרה החברה 107 יח"ד לעומת 752 בשנת 2007. הרווחיות הממוצעת של החברה מפרויקטים בבניה למגורים הינה כ-18.5%. כמו כן, ניתן לראות גידול בפעילות החברה הן בפרויקטים חדשים והן בהתפתחות פרויקטים קיימים.

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

¹ התפתחויות ממועד דוח דירוג במאי 2007.

גידול בהיקפי הפעילות של החברה

החברה פועלת בהתאם לאסטרטגיה העסקית, עליה הצהירה, של התמקדות בבניית שכונות גדולות בישראל והרחבת היקפי פעילותה בתחום היזמות בבניה למגורים בישראל,

פרויקט קיבוץ גב ים - ביום 31.1.2007 נחתם הסכם בין היזמים - החברה וחברת דוראל, לבין קיבוץ גב ים, לפיו התחייבו היזמים לנהל, לשווק וללוות הרחבה קהילתית של 138 מגרשים לקיבוץ וכן לבצע עבודות פיתוח ותשתיות ציבוריות הנדרשות להרחבה, לרבות ביצוע עבודות פיתוח חצר ושירותים נלווים עבור רוכשי המגרשים וכן לתאם את ביצוע בניית הבתים. התמורה הכספית שניתנה על ידי החברה הסתכמה ב- 600,000 ש"ח. ההסכם, בין החברה ודוראל, קובע כי הצדדים שווים בחלקם, תכנון הפרויקט יבוצע בניהול דוראל ובשיתוף החברה, שירותי הנהלת החשבונות יבוצעו ע"י החברה בתמורה לעמלה של 1.5% מהתקבולים ואילו שירותי הניהול, הייזום והשיווק, יבוצעו ע"י דוראל, בתמורה ל-1.5% מתקבולי הפרויקטים. העלויות המשוערות לבניית פרויקט זה, חלק החברה, הינן כ-12,500 אלפי ש"ח, הצפויים להניב הכנסה של כ-16,250 אלפי ש"ח, המייצגים את חלק החברה, הרווח גולמי של כ-23%.

הסכמי קומבינציה - גני תקווה - ביום 20.2.2007 התקשרה החברה, יחד עם חברת צ.מ.ח המרמן בע"מ, בחלקים שווים, בהסכם קומבינציה לרכישת זכויות במקרקעין בגני תקווה, בשטח של כ-3.3 דונם, להקמת 10 דירות ו-156 מ"ר שטחי מסחר. היקף מרכיב תשלום המזומן בעסקה הינו של כ-801 אלפי דולר ארה"ב (חלק החברה). ביום 30.7.07 התקשרה החברה עם בעלי קרקעות נוספים בהסכם קומבינציה, על פיו רכשה החברה 61% מזכויות הבעלים בקרקע, בתמורה למתן שירותי בניה לבעלים על יתר זכויות הבעלים בקרקע. ההסכם יחול בכפוף לשינוי ייעוד השטח. ביום 12.8.07 אושרה התקשרות החברה בעסקת קומבינציה נוספת, לפיה תמורת 62.5% מזכויות הבעלות של מקרקעין בגני תקווה, תבנה החברה יחידות דיור ושטחי מסחר. העלויות המשוערות לבניית יחידות דיור על עתודות אלו הינן כ-334,315 אלפי ש"ח, הצפויות להניב הכנסה של כ-394,050 אלפי ש"ח, המייצגים את חלק החברה ברווח גולמי של 15.16%.

רכישת קרקעות בשכונת רוממה ירושלים לבניית יחידות מגורים - ביום 12.9.2007 התקשרה החברה בשתי עסקאות בקשר לרכישת קרקע בשטח כולל של 7,666 מ"ר בשכונת רוממה ירושלים. הראשונה, עסקת קומבינציה עם פלסטיין פוסט, לפיה תרכוש החברה וצד ג' ("היזמים") את חלקה של פלסטיין פוסט במקרקעין, בתמורה לבניית יחידות מגורים וחלוקת התמורה בין היזמים לבין פלסטיין פוסט. השניה, הסכם שיתוף בין היזמים ופלסטיין פוסט לבין ג'רוסלם פוסט, המסדיר את מערכת היחסים בין הצדדים במקרקעין. העלויות המשוערות לבניית יחידות דיור על קרקעות אלו הינן כ-47,751 אלפי ש"ח, הצפויים להניב הכנסה של כ-57,500 אלפי ש"ח, המייצגים את חלק החברה, ברווח גולמי של 16.95%.

הסכם שת"פ בנושא יזום פרויקטים לפי תמ"א 38 - בחודש דצמבר 2007 התקשרה החברה עם החברה לחיזוקי ישראל בע"מ, בהסכם לעסקה משותפת לקידום פרויקט תמ"א 38, תוכנית מתאר ארצית לחיזוק מבנים קיימים מפני רעידת אדמה, לפיו החברה לחיזוקי ישראל בע"מ פועלת לאיתור פרויקטים וניהול משא ומתן מול דיירים ומנגד החברה נותנת שירותי ניהול והנדסה ואחראית על המימון של כל פרויקט. חלק החברה בפרויקט הינו 80%, יחד עם זאת, קיימת לחברה לחיזוקי ישראל בע"מ, האפשרות להיכנס לפרויקט ספציפי בשיעור של 50%.

פרויקט מגורים בקריית קריניצי רמת גן - "המשולש הגדול" - ביום 23.3.2008 התקשרה חברת הבת, אשטרום פרויקטים, בהסכם יחד עם חברת אזורים בע"מ וחברת צ.מ.ח המרמן בע"מ ("היזמים"), בחלקים שווים, עם בעלי קרקעות פרטיים, לפיו רכשו היזמים מגרשים אשר ישמשו לתכנון, בניה והקמת פרויקט מגורים, הצפוי לכלול כ- 580 יח"ד, כאשר מתנהל משא ומתן עם בעל קרקע נוסף אשר יגדיל את מספר הדירות בפרויקט ל- 680, וכ- 1,000 מ"ר שטח מסחרי. סך ההכנסות הצפויות בגין הפרויקט הינם כ- 820 מיליון ₪, עלות ההשקעה הכוללת הצפויה הינה כ- 670 מיליון ₪ ושיעור הרווח הגולמי הצפוי ליזמים הינו כ- 18%.

עסקה משותפת "פינוי בינוי" בהוד השרון - ביום 6.3.2008 התקשרה החברה בהסכם עסקה משותפת עם אשד נכסים ושותף נוסף (להלן: "היזמים"), כאשר במסגרת ההסכם ירכשו היזמים מבעלי הדירות הקיימות את זכויות הבניה הבלתי מנוצלות, בתמורה שתסוכם בין היזם לבעלי הדירות. מכוח ההסכם, יהיה רשאי היזם להוסיף יחידות דיור על הבניינים הקיימים. נכון למועד פרסום הדוחות הכספיים, אין וודאות להתקיימות התנאים המתלים – אישור התב"ע וחתמת כלל בעלי הזכויות בדירות הקיימות, ולכן אין ביכולת החברה לאמוד את שיעור הוצאותיה, הכנסותיה ורווחיה בפרויקט.

פרויקט מגורים בשכונת "רמת אדי" בחיפה - ביום 16.4.2008 התקשרה החברה בהסכם עם חברת מירג' פיתוח ישראל בע"מ, לפיו תרכוש החברה מחצית מזכויותיה של מירג' במקרקעין הנמצאים בשכונת רמת אדי שבחיפה, המיועדים לבניית קומפלקס מגורים הכולל 3 בניינים למגורים, בהיקף של כ- 330 יחידות דיור, כ- 700 מ"ר שטחי מסחר ושטחים נלווים נוספים שישרתו את הפרויקט, תמורת כ- 36 מיליון ₪. התמורה תשולם בהתקיים תנאי מתלה לביטול שיעבוד על הקרקע. להערכת החברה, סך ההכנסות הצפויות מעסקה זו הינן כ- 380 מיליון ₪ אשר יניבו רווח גולמי של כ- 56 מיליון ₪.

עסקת קומבינציה ז'בוטינסקי בר"ג - ביום 12.5.08 התקשרה החברה עם בעלי קרקע פרטיים בעסקת קומבינציה, אשר חלק החברה בעסקה זו הינו 61.5%, בזכויות מקרקעין הנמצאים ברח' ז'בוטינסקי ברמת גן, לבניית כ- 44 יחידות דיור וכ- 650 מ"ר שטחי מסחר.

הצעה למכרז כיכר המדינה - ביום 31.1.07 הגישה החברה יחד עם אלקטרה בניה בע"מ, הצעה להזמנה להציע הצעות למתן שירותי בניה או עסקת קומבינציה, לשטח של כ- 27 דונם במתחם כיכר המדינה בתל אביב. על פי הוראות תוכנית בנין העיר, ניתן להקים על המקרקעין 3 מגדלי מגורים בני 25 קומות כל אחד, ובהם 387 יחידות דיור וקומה מסחרית בשטח של 10,800 מ"ר. הוגשה תב"ע חדשה להמרת שטחי המסחר לשטחי מגורים, על פי תנאי ההזמנה ובהתאם לתב"ע החדשה, קיימות שלוש חלופות תכנוניות: הראשונה - הקמת 387 יחידות דיור וקומת מסחר, השניה - הקמת 3 מגדלי מגורים בני 40 קומות הכוללים 387 יחידות דיור וקומה ללא שטחי מסחר, השלישית, במקרה ולא תאושר התכנית החדשה, הקמת 3 צמדי מגדלי מגורים, קרי 6 מגדלים, בני 34 קומות הכוללים 452 יחידות דיור. להערכת החברה, היקף ההשקעה המוערך באומדן ראשוני, לכל אחת משלוש החלופות התכנוניות המפורטות מעלה, הינו כ- 1.3 מיליארד ₪. נכון למועד כתיבת זה, טרם התקבלו תוצאות המכרז.

חלוקת דיבידנד

לחברה לא קיימת מדיניות חלוקת דיבידנד.

ביום 18.5.07 חולק דיבידנד בסך 67,809 אלפי ₪ ומנגד - סכום זהה ניתן לחברה ע"י בעלי המניות, כנגד הקצאת מניות.

חילופי מנכ"ל

ביום 5.5.08 הודיע מנכ"ל החברה, מר שרגא וייסמן, על כוונתו לסיים את כהונתו כמנכ"ל החברה. ביום 6.5.08, אישרו חברי ועדת הביקורת ודירקטוריון החברה את מינויו של מר ארנון פרידמן כמנכ"ל החברה, אשר יכנס לתפקידו במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2008. ארנון פרידמן מכהן כיום כסגן מנכ"ל חברת אפריקה ישראל מגורים.

התפתחות התוצאות הכספיות

דו"ח רווח והפסד

החברה לראשונה מציגה דוחות כספיים לפי כללי ה-IFRS. הרווח הנקי של הקבוצה לרבעון הראשון של השנה הסתכם לסך של כ-1.3 מיליון ₪ לעומת 1.1 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007 וכ-6.2 מיליון ₪ בשנת 2007. לחברה קיים הפסד, לאחר נטרול שיערוך נדל"ן להשקעה בסך של כ-1.1 מיליון ₪, ברבעון הראשון של השנה לעומת הפסד של כ-600 אלפי ₪ בשנת 2007. סך הרווח הגולמי של החברה לרבעון הראשון של השנה הסתכם לסך של כ-12 מיליון ₪ בשיעור של 17.5% לעומת 63 מיליון ₪ בשנת 2007 בשיעור של 18.9%.

סך הכנסות החברה ממכירת דירות, הינו תנודתי ונקבע על פי התקדמות מסירת הדירות לרוכשים. כך שההכנסות שנבעו ברבעון הראשון של השנה עומד על 60,630 אלפי ₪ לעומת 101,371 אלפי ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007 ולעומת 312,535 אלפי ₪ בשנת 2007. מתחילת שנת 2007 ועד ליום 30.6.08, מכרה החברה 764 דירות אשר מתוכם טרם נמסרו 187 דירות, המגלמות רווח גולמי של כ-32 מיליון ש"ח. החברה שומרת על יציבות בהיקף דמי השכירות מנכסים מניבים וזאת בשל שיעורי התפוסה הגבוהים ובשל הצמדת חוזי השכירות למדד המחירים לצרכן, החברה נהנית ממחזור הכנסות קבוע מדמי שכירות, שהסתכם ברבעון הראשון של השנה בכ-6 מיליון ₪, כ-24 מיליון ₪ בגילום שנתי.

גידול בהוצאות הנהלה וכלליות בעקבות גידול בהוצאות השכר אשר אינן תזרימיות

הוצאות ההנהלה וכלליות הסתכמו ברבעון הראשון של השנה לסך של 3,786 אלפי ₪ ולסך של 15,841 אלפי ₪ בשנת 2007, המהווים גידול משנת 2006 הנובע בעיקר משערוך חשבונאי, לא תזרימי, של שווי הטבת מתן האופציות למנכ"ל החברה במאי 2007.

גידול בהוצאות מכירה ושיווק בעקבות גידול בהיקף שיווק פרויקטים חדשים

הוצאות מכירה ושיווק הסתכמו ברבעון הראשון של השנה לכדי 5,456 אלפי ₪ לעומת 3,561 אלפי ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007 ולכדי סך של 15,128 אלפי ₪ בשנת 2007. הגידול נובע בעיקר משיווק פרויקטים חדשים וכן מגידול בשכר המשווקים הנובע מגידול במכירות (75 יח"ד ברבעון הראשון של שנת 2008 לעומת 63 יח"ד ברבעון הראשון של שנת 2007).

גידול בהוצאות המימון נטו של החברה בעקבות הנפקת אג"ח במהלך שנת 2007 ונטילת הלוואות

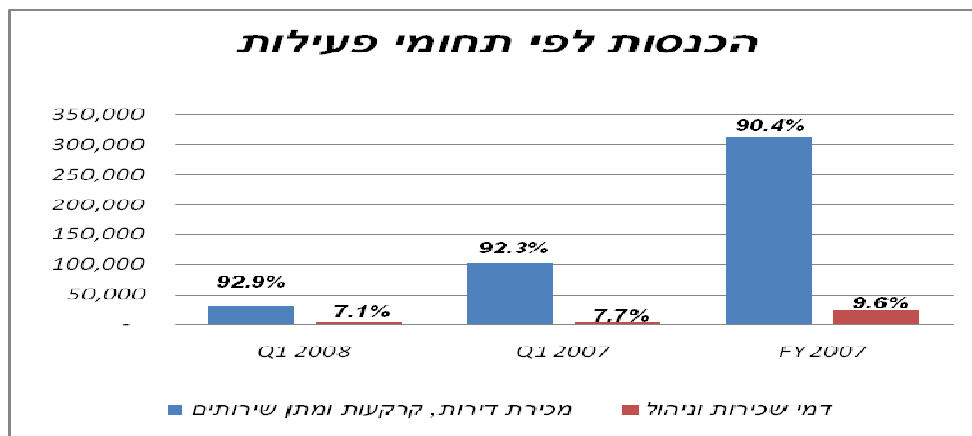
הוצאות המימון נטו של הקבוצה הסתכמו ברבעון הראשון של השנה לכדי 3,886 אלפי ₪ לעומת 26,516 אלפי ₪ בשנת 2007. הגידול בהוצאות משנת 2006 לשנת 2007 נובע בעיקרו מעליית מדד המחירים לצרכן על אגרות החוב והוצאות הריבית בגין אגרות החוב. החברה צופה כי הוצאות המימון של שנת 2008 יהיו דומות להוצאות המימון בשנת 2007.

השפעת המעבר ל - IFRS

תקני החשבונאות הבינלאומיים, להבדיל מהישראליים, מכירים בהכנסה ממכירת דירות רק בעת מסירתן ללקוח. סך הכנסות החברה לשנה שהסתיימה ביום 31.12.07 בהתאם לתקני תקני החשבונאות הבינלאומיים, תקני ה-IFRS, הינם כ-313 מיליון ₪, לעומת 219 מיליון ₪ בהצגתם לפי תקני החשבונאות הישראליים. כמו כן, הגידול בהכנסות החברה, בהצגה לפי תקני ה-IFRS, נובע מהכנסות שהוכרו בשנת 2006 וקודם לכן, לפי תקני החשבונאות הישראליים, אשר היו אמורים להיות מוכרים כהכנסה, לפי תקני החשבונאות הבינלאומיים, רק בשנת 2007. הגידול בעלויות הדירות נובע מהצגה שונה - תקני החשבונאות הישראליים קבעו כי הצגת עלויות בגין עבודות בנייה תהיה בניכוי מקדמות שהתקבלו בגינם וטרם הוכרו, קרי הצגה בנטו. תקני החשבונאות הבינלאומיים, ה-IFRS, קובעים כי יש להציג בנפרד את עלויות הבניה, בצד נכסים, ואת המקדמות שטרם הוכרו, בצד ההתחייבויות.

אשר חברה לבניה בע"מ : דו"ח רווח והפסד (אלפי ₪)

אלפי ₪	Q1 2008	Q1 2007	FY 2007	FY 2007	FY 2006
	IFRS	IFRS	IFRS	ישראלי	ישראלי
<u>הכנסות</u>					
מכירת דירות, קרקעות ומתן שירותים	60,630	101,371	312,535	218,849	227,676
דמי שכירות וניהול	5,862	5,713	23,176	23,176	19,009
סך הכנסות	66,492	107,084	335,711	242,025	246,685
<u>עלות ההכנסות</u>					
עלות הדירות, הקרקעות והשירותים שניתנו	52,743	91,557	263,827	181,880	195,345
עלות אחזקת המבנים המושכרים וניהולם	2,127	2,042	8,461	8,703	8,903
סך עלויות	54,870	93,599	272,288	190,583	204,248
רווח גולמי	11,622	13,485	63,423	51,442	42,437
% רווח גולמי	17.48%	12.59%	18.89%	21.25%	17.20%
עליית ערך נדל"ן להשקעה	3,360	-	9,240	9,240	-
הוצאות מכירה ושיווק	5,456	3,561	15,128	4,241	2,430
הוצאות הנהלה וכלליות	3,786	3,214	15,841	16,419	10,750
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	5,740	6,710	41,694	40,022	29,257
הוצאות מימון, נטו	3,886	4,633	26,516	25,952	16,223
רווח לאחר מימון	1,854	2,077	15,178	14,070	13,034
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו	5	-	77	77	-893
רווח (הפסד) לפני מסים על ההכנסה	1,859	2,077	15,255	14,147	12,141
מסים על הכנסה	154	65	5,595	4,698	5,329
רווח (הפסד) לאחר מיסים על ההכנסה	1,705	2,012	9,660	9,449	6,812
חלק החברה בהפסדי חברות כלולות	388	869	3,432	4,851	-
רווח נקי	1,317	1,143	6,228	4,598	6,812
רווח נקי ללא שיערוך נדל"ן להשקעה (בניכוי השפעת המס)	-1,169	1,143	-610	-2,240	6,812



מאזן

סך המאזן המאוחד, לפי תקני ה-IFRS ליום 31.3.08, עומד על כ-1,187 מיליון ₪ לעומת 1,257 מיליון ₪ ביום 31.12.07. סך המאזן המאוחד, לפי תקני חשבונאות ישראליים, גדל מכ-692 מיליון ₪ בתום שנת 2006 לכ-1,065 מיליון ₪. הגידול בין שנת 2006 לשנת 2007, נובע ברובו מהנפקת אגרות חוב ומניות בשנת 2007, בסכום כולל של 455 מיליון ₪, מתוכם כ-314 מיליון ש"ח בגין הנפקת האג"ח.

סיום מספר פרויקטים במהלך הרבעון ומסירת דירות לרוכשים, גרמו לקיטון ביתרת מלאי הבניינים למכירה אשר, ליום 31.3.08 הסתכמה לסך של 387,588 אלפי ₪ לעומת סך של 466,091 אלפי ₪ ליום 31.12.07. במקביל, ניתן לראות קיטון בסעיף המקדמות מלקוחות, מסך של כ-295 מיליון ₪ ביום 31.12.07 לסך של כ-246 מיליון ₪ ביום 31.3.08 הנובע מהכרה ביחידות הדיור שנמסרו במהלך התקופה.

יחד עם אסטרטגיית החברה לגידול בפעילות הייזום של נדל"ן למגורים, גדלו הקרקעות לבניה בין השנים 2006 ל-2007 הנובעים בעיקרם מעסקת קומבינציה בנתניה בסך של 60 מיליון ₪ וכן קרקע בהוד השרון בסך של כ-9 מיליון ₪.

הגידול בנכסי נדל"ן להשקעה בין השנים 2006 ל-2007 נובע מיישום לראשונה של תקן חשבונאות מספר 16. עם המעבר להצגה לפי תקני ה-IFRS, השפעת היישום לראשונה של התקן על ההון העצמי של החברה, הינה בסך של כ-50 מיליון ₪, אשר התווספו ליתרת הפתיחה של העודפים. שיערוך נכסי נדל"ן מניב בסך של כ-14 מיליון ₪, בגין שנת 2007 ושינוי ייעוד בית המלון לדירות למכירה, הקטינו את נכסי הנדל"ן המניב בכ-40 מיליון.

יחד עם גידול בפעילות השוטפת של החברה, אנו ערים לגידול בהלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך. הגידול נובע בעיקר ממתן הלוואה לבעלי הקרקע בפרויקט ג'רוזלם סיטי בירושלים בסך של כ-20 מיליון ₪. ההלוואה ניתנה מתוקף חוזה המכר שקבע כי בעלי הקרקע יהיו זכאים למקדמה. החזר המקדמה יבוצע מתוך התקבולים הראשונים המגיעים לבעלים.

כחלק מתנאי הדירוג שנתנה מידרוג לחברה, הנפיקה החברה מניות בסך של כ-150 מיליון ₪.

אשדר חברה לבנין בע"מ : מאזן (אלפי ₪) לפי תקני IFRS

אלפי ₪	Q1 2008	Q1 2007	FY 2007	FY 2007	FY 2006
	IFRS	IFRS	IFRS	ישראלי	ישראלי
מזומנים ושווי מזומנים	117,646	21,643	158,017	158,017	10,632
פיקדונות בתאגידים בנקאיים	82,108	-	64,302	64,302	-
לקוחות	6,448	13,453	7,979	10,374	20,492
חייבים ויתרות חובה	30,001	30,579	31,744	39,307	27,592
מלאי בנינים למכירה,	387,588	452,572	466,091	263,079	267,775
מלאי שטחי משרדים ומסחר המיועדים למכירה	53,792	11,348	51,956	51,956	11,117
קרקעות לבניה	159,982	85,077	155,652	160,540	76,890
נדל"ן להשקעה	238,935	266,680	236,425	236,425	212,366
הלוואות ויתרות חובה לזמן ארוך	82,059	43,067	57,485	57,163	39,435
חברה כלולה	8,166	4,999	7,584	12,665	11,402
מסים נדחים	18,059	18,110	17,827	9,468	12,341
עודף יעודה על התחייבויות בשל סיום יחסי עובד-מעביד, נטו	678	809	713	135	805
ריהוט וציוד משרדי, נטו	1,474	1,575	1,446	1,446	1,457
סך נכסים	1,186,936	949,912	1,257,221	1,064,877	692,304
אשראי מתאגידים בנקאיים	134,502	218,417	167,108	167,108	182,603
חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך	14,081	93,664	56,853	56,853	98,780
מקדמות מלקוחות	246,207	240,923	294,509	63,924	18,660
התחייבויות לספקים ולנותני שירותים	20,460	28,520	28,374	34,033	40,683
התחייבות למתן שירותי בניה	4,512	6,820	5,659	-	6,560
הפרשות לגמר ולתביעות משפטיות	-	6,795	-	60	-
החברה האם	421	85,562	-	-	65,357
זכאים ויתרות זכות	20,347	21,549	22,296	15,985	15,564
הלוואות מתאגידים בנקאיים	98,569	72,767	39,673	39,673	96,593
אג"ח	303,147	-	302,120	313,740	-
פיקדונות עבור זכות שימוש ביחידות דיור-	12,291	11,806	12,201	16,933	16,211
מיסים נדחים	898	811	880	880	410
זכויות המיעוט	7,018	3,751	4,532	4,124	811
הון עצמי	324,483	158,527	323,016	351,564	150,072
סך התחייבויות	1,186,936	949,912	1,257,221	1,064,877	692,304

תזרים ויחסים פיננסיים עיקריים

תזרים המזומנים שנבע לחברה ברבעון הראשון של השנה מפעילות שוטפת חיובי והסתכם בכ-17 מיליון ₪ לעומת תזרים שלילי של כ-12 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2007 ותזרים שלילי של כ-42 מיליון ₪ בשנת 2007. מדו"ח המקורות והשימושים המצורף להלן, ניתן לראות כי ברבעון הראשון של השנה כמות המזומנים של החברה קטנו, בין היתר, בשל פירעון הלוואות מתאגיד בנקאי וממתן הלוואות לשותפים. ניתן לראות כי בשנת 2007, כ-521 מיליון ₪ התקבלו מהנפקת מניות, אגרות חוב ואופציות למניות, מתוכם סכום של כ-68 מיליון ₪ התקבלו לתשלום כנגד החזר דיבידנד שחולק לבעלי מניות החברה, כאשר עיקר השימוש בו לפירעון הלוואות מתאגיד בנקאי ומחברת האם.

אלפי ₪	Q1 2008	Q1 2007	FY 2007
	IFRS	IFRS	IFRS
מקורות			
מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת	17,364	-	-
קבלת הלוואה מתאגיד בנקאי	16,109	35,814	-
גידול ביתרת חברת האם	422	19,065	-
תקבולים מהנפקת מניות	-	-	220,375
תקבולים אגרות חוב	-	-	293,707
תקבולים מהנפקת אופציות למניות	-	-	6,464
קבלת פיקדונות עבור זכות שימוש ביחידות דיור, נטו	1,021	468	3,490
ירידה במזומנים ושווי מזומנים	40,371	-	-
סך מקורות	75,286	55,347	524,036
שימושים			
מזומנים שישמשו לפעילות שוטפת	-	12,444	41,582
רכישת חברה שאוחדה לראשונה (אשטרום פרויקטים)	-	-	10,000
מתן הלוואות לחברה כלולה	550	526	3,634
השקעה בנדל"ן להשקעה, רכישת קרקעות ורכוש קבוע	575	163	3,219
פירעון הלוואות מתאגיד בנקאי	-	28,630	100,112
קיטון ביתרת בעלי מניות	3,657	2,511	10,327
קיטון ביתרת חברת האם	-	-	57,269
דיבידנד ששולם	-	-	67,809
הפקדת פיקדונות בתאגידים בנקאיים	17,806	-	64,302
פירעון אשראי לזמן קצר מבנקים	32,606	-	15,495
עליה ביתרות חובה לזמן ארוך	20,092	62	2,902
עליה במזומנים ושווי מזומנים	-	11,011	147,385
סך שימושים	75,286	55,347	524,036

שיפור באיתנות הפיננסית של החברה בשל גיוס הון מניות

סך החוב הפיננסי של הקבוצה ברבעון הראשון של השנה עומד על 550,299 אלפי ₪ וכולל אג"ח בסכום של 303,147 אלפי ₪ והלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן קצר וארוך בסך של 247,152 אלפי ₪. סך החוב הפיננסי של הקבוצה בשנת 2007 עומד על 565,754 אלפי ₪ וכולל אג"ח בסכום של 302,120 אלפי ₪ והלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן קצר וארוך בסך של 263,634 אלפי ₪. כחלק מתנאי הדירוג, אותם קיבלה החברה, היה עליה להנפיק הון, שיגרום לשיפור באיתנות הפיננסית ולכן, בהתאם לציפיות בעת הדירוג, חל שיפור ביחסי האיתנות של החברה, יחס ההון העצמי לסך המאזן של הקבוצה עומד על 27% לתום הרבעון הראשון של השנה לעומת 26% בתום שנת 2007. יחס החוב ל-CAP של הקבוצה עומד על 63% לעומת 64% בשנת 2007. אמנם יחס זה חורג מהאופק שנקבע לחברה, אך עם זאת, בהתחשב בהשפעות יישום תקני ה-IFRS אשר, בין היתר, הקטינו את ההון העצמי בכ-27.5 מיליון ש"ח, וביתרות נזילות של החברה. היחס הינו הולם.

אשרד חברה לבנין בע"מ : נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪) :

FY 2006	FY 2007	FY 2007	Q1 2007	Q1 2008	*פרפורמה	אלפי ₪
ישראלי	ישראלי	IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	
377,976	577,374	565,754	384,848	550,299	550,299	חוב פיננסי
10,632	222,319	222,319	21,643	199,754	163,754	יתרות נזילות
367,344	355,055	343,435	363,205	350,545	386,545	חוב פיננסי נטו
528,859	933,062	888,770	543,375	874,782	874,782	CAP
150,072	351,564	323,016	158,527	324,483	324,483	הון עצמי וזכויות מיעוט
692,304	1,064,877	1,257,221	949,912	1,186,936	1,186,936	סך מאזן
71%	62%	64%	71%	63%	63%	חוב ל-CAP
22%	33%	26%	17%	27%	27%	הון עצמי לסך מאזן
69%	38%	39%	67%	40%	44%	חוב נטו ל-CAP נטו
12.74	18.51	17.21	56.5	225.90	225.90	חוב פיננסי ל EBITDA בנטרול עליית ערך נדל"ן להשקעה

*בניכוי תשלום 36 מיליון ₪ עבור רמות אדי

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה מתמקדת בתחום הבניה למגורים בישראל אשר זוכה לצמיחה בשנים האחרונות; גידול בפעילות החברה; 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 ומקנה לה בסיס קבוע של תזרים פרמננטי, אך 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; החברה שיפרה את רווחיותה לעומת העבר אשר היתה מושפעת מהמיתון הארוך ששרר בענף הנדל"ן וגרמה לחברה הפסדים, בעיקר מפרויקטים אשר קרקעותיהם נרכשו באמצע שנות ה-90, שנות השיא בענף, ויצאו אל הפועל בשנות המיתון בענף; החברה הינה חברה בבעלות אשטרום אשר תורמת למוניטין ותפישת האיכות של החברה ומאפשרת נטילת אשראי מחברת האם, עובדה התורמת לגמישות הפיננסית;

אופק הדירוג

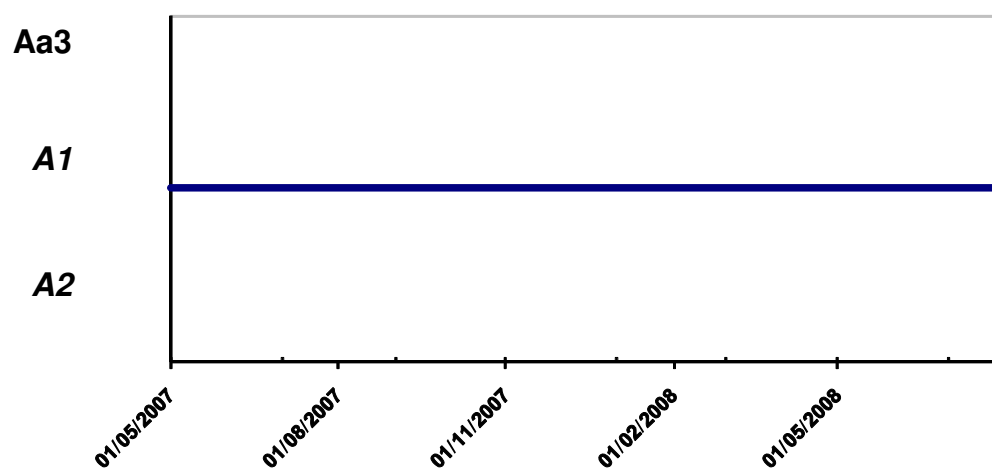
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- 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-65%, יחס זה יבחן מחדש עם תום שנה מתחילת יישום כללי ה-IFRS.
- קיטון בתזרימי המזומנים כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שתפגע באיתנות הפיננסית של החברה
- הרחבת הפעילות למדינות בעלות רמות סיכון גבוהות

היסטוריית דירוג



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 (Capex)	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 הונית שלא במזומן.
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.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	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 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") 2008.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 אמינותו 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס אינבסטורס סרוויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.