

אשדר חברה לבניה בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2011

1

מחבר:

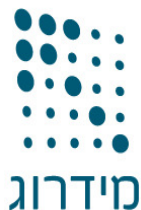
נדב גורן - אנליסט
nadav@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il



אשדר חברה לבניה בע"מ

דירוג ISSUE	דירוג: A3	אופק הדירוג: יציב
-------------	-----------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 באופק יציב לסדרות אג"ח א' ו- ב' של חברת אשדר חברה לבניה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אשדר"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת אג"ח, בהיקף של עד 15 מיליון ₪ ע.ג., באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ב'.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 3.1.2011. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1104330	21/5/2007	262,196	4.85%	מדד	300,531	2010-2020
אג"ח ב'	1116870	23/12/2009	185,784	4.95%	מדד	188,111	2011-2016

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמך בהיקף ופיזור פעילות החברה בפרויקטים השונים, הכוללים כ- 1,000 יח"ד בהליכי ביצוע שונים; מרבית הפרויקטים של החברה מצויים באזורי ביקוש ונהנים מסביבת שוק חיובית, המובילה לקצב מכירות מוגבר ולעליית מחירים; החברה מציגה רווח ותזרים חיובי משמעותי מפעילות, בין היתר, בזכות ניצול עליית מחירי הקרקעות ומימוש חלק ממלאי הקרקעות הנרחב שבבעלותה; החברה רושמת שיפור מסוים ברמת שיעור הרווחיות ממכירת דירות, על אף שעודו נמוך בהשוואה ענפית; על אף עליית רמת פעילותה של החברה היא שומרת על יציבות ביחסי האיתנות; נזילות החברה הינה טובה ביחס לצורכי שירות החוב בטווח הקצר, לרבות ביצוע השקעות.

יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.9.2010	
311,209	164,965	289,480	181,863	מכירת דירות
	34,233	57,583	112,180	מכירת קרקעות ושטחי מסחר
23,176	23,107	22,542	16,339	דמי שכירות וניהול
334,385	222,305	369,605	310,382	סך הכנסות
47,382	16,517	34,875	25,229	רווח גולמי ממכירת דירות
	6,911	15,325	50,856	רווח גולמי ממכירת קרקעות ושטחי מסחר
14,715	14,435	14,862	10,091	רווח גולמי מהשכרת וניהול נכסים
62,097	37,863	65,062	86,176	סה"כ רווח גולמי
15.2%	10.0%	12.0%	13.9%	שיעור רווח גולמי ממכירת דירות
	20.2%	26.6%	45.3%	שיעור רווח גולמי ממכירת קרקעות ושטחי מסחר
63.5%	62.5%	65.9%	61.8%	שיעור רווח גולמי מהשכרת וניהול נכסים
41,771	10,132	39,833	70,329	רווח מפעולות רגילות
6,434	-11,802	14,702	41,072	סה"כ רווח (הפסד) כולל
158,017	112,074	137,286	160,246	יתרות נזילות
565,754	553,513	882,076	834,305	חוב פיננסי
407,737	441,439	744,790	674,059	חוב פיננסי נטו
878,704	848,929	1,193,346	1,192,579	CAP
720,687	736,855	1,056,060	1,032,333	CAP נטו
323,848	308,370	323,344	368,598	הון עצמי וזכויות שאינן מקנות שליטה
1,216,379	1,288,594	1,526,387	1,551,903	סך מאזן
957,833	950,840	1,308,598	1,383,901	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
64.4%	65.2%	73.9%	70.0%	חוב ל- CAP
56.6%	59.9%	70.5%	65.3%	חוב נטו ל- CAP נטו
26.6%	23.9%	21.2%	23.8%	הון עצמי למאזן
33.8%	32.4%	24.7%	26.6%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מלקוחות
7,982	-12,594	15,323	42,856	FFO
32,947	7,080	41,126	63,224	EBITDA בנטרול שערך נדל"ן
70.9	שליילי	57.6	14.6	חוב ל- FFO, במונחים שנתיים
51.1	שליילי	48.6	11.8	חוב נטו ל- FFO, במונחים שנתיים
17.2	78.2	21.4	9.9	חוב ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן, במונחים שנתיים
12.4	62.4	18.1	8.0	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן, במונחים שנתיים

אופק הדירוג

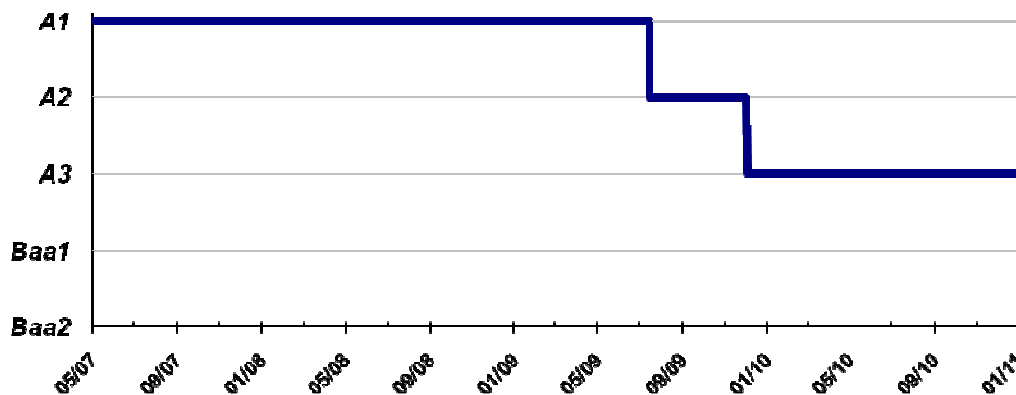
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- הוכחת השיפור ברווחיות הפרייקטים ובנדל"ן המניב על פני זמן
- שיפור בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- פגיעה ביחסי האיתנות
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרייקטים
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

אשדר חברה לבניה בע"מ ("אשדר" או "החברה") פועלת בעצמה ובעזרת חברות בנות בשני תחומים בענף הנדל"ן בישראל: תחום עיקרי - ייזום בנייה למגורים ותחום משני - נדל"ן מניב. החברה התאגדה בשנת 1972 והינה בבעלות קבוצת אשטרום בע"מ, חברה מהוותיקות בארץ העוסקת בתחום הנדל"ן לרבות ביצוע, בניה, יזום, תעשייה וכיו"ב. נכון ליום 30.9.2010, מעורבת החברה, יחד עם שותפים, בפרויקטים לבניה למגורים, בשלבי התכנון והבניה השונים, בהיקף של כ- 9,360 יח"ד (כ- 5,580 חלקה). כמו כן, מחזיקה החברה למועד הנ"ל בכ- 30 אלף מ"ר שטחים מסחריים מניבים.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

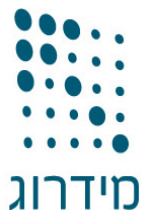
הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלוהיה 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.



דו"ח מספר: CRE110111015M

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") 2011.

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 אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

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

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