



אשדר חברה לבניה בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2009

1

מחברת:

ענבל כהן-שרמון, רו"ח - אנליסטית
inbal@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



אשדר חברה לבניה בע"מ

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

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרת אג"ח א' של חברת אשדר חברה לבניה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אשדר"), מדירוג A2 לדירוג A3 ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. כמו כן מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד 200 מיליון ₪ ע.ג., לפירעון, לפי אחת מהאופציות הבאות:

1. בין 7 ל-9 תשלומים שנתיים שווים החל משנת 2010

2. הרחבת סדרה א', כך שאגרות החוב תיפרענה ב-11 תשלומים שווים החל משנת 2010

סכום של כ- 45 מיליון ₪ מתמורת ההנפקה מיועד לפרויקט אגמים בנתניה ויתרת ההנפקה מיועדת לפעילותה השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 23.11.2009. 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	ענ ליום 30.9.09 (אלפי ש"ח)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.9.09 (אלפי ש"ח)	שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1104330	31/5/2007	288,415	4.85%	מדד	310,279	2010-2020

הורדת דירוג החברה נסמכת על הגידול הצפוי בחובה הפיננסי של החברה והשחיקה ביחסי איתנותה, זאת לאור הגידול הצפוי בהיקף פעילותה. לאחרונה החברה רכשה קרקעות בנתניה בהיקף משמעותי וכן בכוונתה להגדיל באופן ניכר את היקף פעילותה בפרויקטים חדשים ובבניינים נוספים בפרויקטים פעילים, בהתאם להתקדמות השיווק. אסטרטגיית החברה להרחבת פעילותה צפויה להעלות באופן משמעותי את חובה הפיננסי, בשל קבלת מימון בנקאי וקבלת מימון באמצעות הנפקת אג"ח. להערכת מידרוג, הגידול המתוכנן של החברה בהיקף פעילותה והגידול בהיקף החוב הפיננסי, ישהם כדי להעלות את רמת הסיכון של החברה. רמת הדירוג החדשה תואמת את רמת הסיכון של החברה.

דירוג החברה נתמך בניסיון רב השנים של החברה בתחום פעילות ייזום הנדל"ן למגורים; פיזור הפרויקטים באזורי ביקוש; שיעורי מכירות גבוהים לעומת היקף ההשקעה בפרויקטים, התורמים להקטנת הסיכון בפרויקטים בביצוע ואף לשמירה על יציבות היקף החוב הפיננסי; נזילות טובה, המאפשרת לה את שירות החוב בטווח הבינוני; מוניטין החברה והשתייכותה לקבוצת אשטרום, המוסיפה לה מוניטין; פעילות נוספת בתחום הנדל"ן המניב, המאופיינת ברמת סיכון נמוכה יותר ומקנה לה בסיס קבוע של תזרים פרמננטי, אך בהיקפים נמוכים ביחס לפעילות הייזום.

התפתחויות עיקריות¹

זכייה במכרז לרכישת קרקע בנתניה- באוקטובר 2009 זכתה החברה במכרז לרכישת קרקע בשכונת "אגמים" בנתניה, תמורת כ- 181 מיליון ש"ח, לבניית 501 יח"ד. להערכת החברה, ההכנסות הצפויות בפרויקט מוערכות בכ- 717 מיליון ₪ ועלות הקמתו נאמדת בכ- 606 מיליון ₪. בכוונת החברה להתחיל בבניית הפרויקט במהלך שנת 2010 ולסיים בנייתו בתוך 4-5 שנים.

התפתחות התוצאות הכספיות

מסירת דירות ברבעון השלישי של השנה, הגדילה את הכנסות החברה ואת שיעור הרווח הגולמי- במהלך שלושת החודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר 2009, מסרה החברה 287 יח"ד וסך של 452 יח"ד נמסרו במהלך תשעת החודשים שהסתיימו באותו תאריך, ב- 13 פרויקטים שונים. היקף נרחב של מסירות אלו הוביל לגידול ניכר בהכנסות החברה, אשר הסתכמו בתשעת החודשים הראשונים של השנה בכ- 305 מיליון ₪, לעומת כ- 161 מיליון ₪ לתקופה המקבילה אשתקד וכ- 199 מיליון ₪ לכל שנת 2008.

נתונים עיקריים מדו"ח רו"ה (אלפי ש"ח)	30.9.2009	30.9.2008	FY 2008	FY 2007
הכנסות ממכירת דירות, מקרקעין ומתן שירותים	305,422	161,098	199,198	311,209
הכנסות מדמי שכירות וניהול	16,985	17,392	23,107	23,176
סך הכנסות	322,407	178,490	222,305	334,385
עלות הדירות, הקרקעות והשירותים שניתנו	264,736	135,891	175,770	263,827
עלות אחזקת המבנים המושכרים וניהולם	5,515	6,228	8,672	8,461
סך עלויות	270,251	142,119	184,442	272,288
רווח גולמי	52,156	36,371	37,863	62,097
% רווח גולמי ממכירת דירות, מקרקעין ומתן שירותים	13.32%	15.65%	11.76%	15.23%
עליית (ירידת) ערך נדל"ן להשקעה	(3,242)	2,135	2,988	9,240
הוצאות מכירה ושיווק	7,166	12,678	15,968	15,128
הוצאות הנהלה וכלליות	9,654	9,497	15,121	14,515
רווח (הפסד) מפעולות רגילות	32,094	16,331	9,762	41,694
הוצאות מימון, נטו	16,015	21,183	16,767	26,904
רווח (הפסד) לאחר מימון	16,079	(4,852)	(7,005)	14,790
הכנסות (הוצאות) אחרות	239	133	370	77
רווח (הפסד) לפני מיסים על הכנסה	16,318	(4,719)	(6,635)	14,867
מיסים על הכנסה (הטבת מס)	1,877	(205)	(1,047)	5,396
רווח (הפסד) לאחר מיסים	14,441	(4,514)	(5,588)	9,471

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח המעקב מחודש אוגוסט 2009.

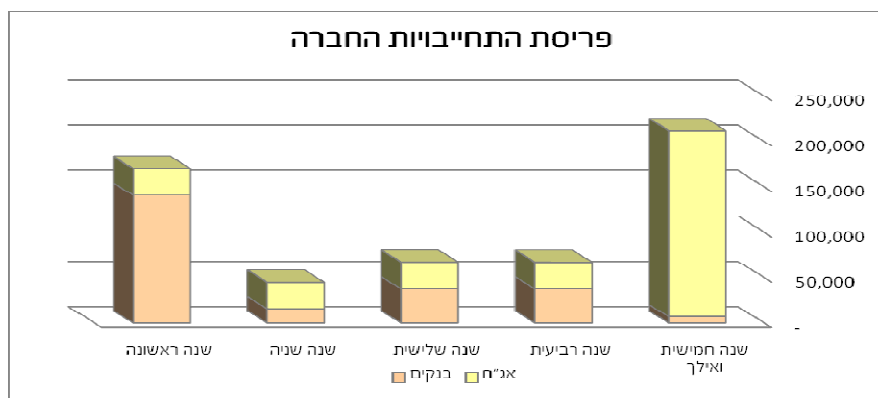
3,432	4,887	2,901	2,927	חלק החברה בהפסדי חברות כלולות
6,039	(10,475)	(7,415)	11,514	רווח (הפסד) נקי

שיפור ביחסי איתנות החברה, טרם עסקת נתניה וגיוס אג"ח - יחסי האיתנות של החברה השתפרו ממועד הדירוג האחרון, כתוצאה מהכרה בהכנסה בפרויקטים שונים וכתוצאה מהקטנת החוב הבנקאי, כך שיחס ההון העצמי למאזן עמד על כ- 27.1%, לעומת כ- 23.6% בשנת 2008 ויחס החוב ל- CAP עמד על כ- 64.4%, לעומת כ- 65.2% בשנת 2008. זכיית החברה במרכז לרכישת הקרקעות בנתניה, יחד עם גיוס אג"ח של עד כ- 200 מיליון ₪, ירעו את יחסי האיתנות של החברה, כך שיחס ההון העצמי למאזן יעמוד על כ- 21.1% ויחס החוב ל- CAP יעמוד על 76.8%. מידרוג סבורה כי לאור רצון החברה להגדיל את היקף פעילותה ואת כמות יח"ד בביצוע, יחד עם הגדלת חוב החברה, יחסי איתנות אלו יהלמו את דירוגה החדש.

31.12.2007	31.12.2008	30.9.2008	30.9.2009	פרפורמה ²	נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)
158,017	112,074	139,190	69,486	94,486	מזומנים ושווי מזומנים
64,302	97,946	89,753	91,904	91,904	פיקדונות בתאגידים בנקאיים
433,452	412,712	392,892	328,104	483,104	מלאי בניינים למכירה
51,956	49,304	49,203	45,895	45,895	מלאי שטחי משרדים ומסחר המיועדים למכירה
156,708	201,222	184,176	203,289	343,289	קרקעות לבניה
236,425	236,466	235,425	175,239	175,239	נדל"ן להשקעה
167,108	142,693	125,156	114,613	114,613	אשראי מתאגידים בנקאיים
56,853	8,377	19,967	54,280	54,280	חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך
258,546	377,754	349,365	212,685	212,685	מקדמות מלקוחות
39,673	102,772	96,078	109,756	244,756	הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים
302,120	299,671	316,569	282,444	482,444	אג"ח
323,848	308,370	312,752	321,703	321,703	הון עצמי
1,216,379	1,288,594	1,284,018	1,188,490	1,523,490	סך מאזן
565,754	553,513	557,770	561,093	896,093	חוב פיננסי
407,737	441,439	418,580	491,607	801,607	חוב פיננסי נטו
878,704	848,929	858,855	872,213	1,166,833	CAP
8,121	שלילי	שלילי	18,885	N.R	FFO
42,566	9,826	16,164	31,865	N.R	EBITDA
26.6%	23.9%	24.4%	27.1%	21.1%	הון עצמי לסך המאזן
64.4%	32.4%	33.5%	33.0%	24.5%	הון עצמי לסך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
56.6%	65.2%	64.9%	64.4%	76.8%	חוב פיננסי ל- CAP
(38,582)	59.9%	58.2%	61.3%	74.8%	חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו
(94,384)	36,458	72,039	(35,327)	N.R	מזומנים נטו שנבעו (שימשו) מפעילות שוטפת
283,351	(61,982)	(78,796)	(2,301)	N.R	מזומנים נטו שנבעו (שימשו) מפעילות השקעה
565,754	(20,419)	(24,389)	(4,960)	N.R	מזומנים נטו שנבעו (שימשו) מפעילות מימון

² בחישובי הפרפורמה, נלקחו בחשבון מכירת ת"א הקטנה, עסקת אגמים וגיוס אג"ח של עד 200 מיליון ₪.

פריסת התחייבויות החברה - היקף החלויות השוטפות של החברה בשנה הקרובה, עומד על כ- 170 מיליון ₪, המורכב מכ- 29 מיליון ₪ פירעון קרן אג"ח וכ- 141 מיליון ₪ הלוואות במסגרת ליווי פרויקטים, המשולמות עם התקדמותם. נציין כי לחברה היקף מזומנים ופיקדונות של כ- 161 מיליון ₪. יתרת הלוואותיה של החברה פרוסות באופן שווה ואין צפויות להוות קושי מימוני לחברה.



אופק הדירוג

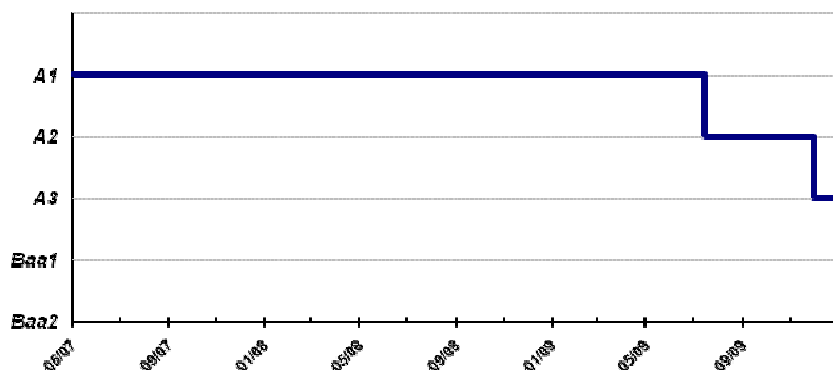
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- הוכחת השיפור ברווחיות הפרויקטים על פני זמן
- שיפור בגמישות הפיננסית והוכחת נגישות למקורות מימון בשוק ההון

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

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

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 אשדר בע"מ, חברה מהותית בארץ העוסקת בתחום הנדל"ן לרבות ביצוע, בניה, יזום, תעשייה וכו".

נכון ליום 30.9.2009 כוללים נכסי החברה 6 נכסים מניבים, ביניהם מבני משרדים, מלון ובית דיור לגיל הזהב, בשטח כולל של כ- 58 אלפי מ"ר, בתפוסה ממוצעת של כ- 91% ובשווי הוגן בהיקף של כ- 276 מיליון ש"ח, המקנים לחברה תזרים הכנסות יציב. הכנסות החברה במאוחד מדמי שכירות וניהול, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009, הסתכמו לסך של כ- 17 מיליון ש"ח, המשקף מחזור הכנסות קבוע, בשיעור של כ- 6% לשנה משווי הנכסים, בשל שיעורי התפוסה היציבים. נציין כי בימים אלו, חתמה החברה על הסכם למכירת פרויקט דיור מוגן, אשר הניב לחברה, ברבעון הראשון של השנה, הכנסות בהיקף של כ- 837 אלפי ש"ח וכ- 2.5 מיליון ש"ח במהלך תשעת החודשים שהסתיימו ביום 30 בספטמבר 2009.

נכון למועד הדוח, לקבוצה פרויקטים לבניה למגורים, בשלבי התכנון והבניה השונים, בהיקף של כ- 5,619 יח"ד, כולל פרויקט אגמים, לפי חלקה.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

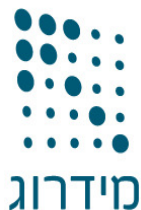
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא 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>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות 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 מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד 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 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.



דו"ח מספר: CRASH111209200M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה 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. דירוגי 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. 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.