



אשדר חברה לבניה בע"מ

מעקב | יולי 2014

1

מחבר:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

אשדר חברה לבניה בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 באופק יציב לסדרות האג"ח במחזור של חברת אשדר חברה לבניה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אשדר").

להלן פירוט סדרות האג"ח הנכללות בדו"ח זה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרת האג"ח בספרים ליום 31.3.2014 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א**	1104330	21/05/2007	4.85%	מדד	587,124	2014-2020
אג"ח ב'	1116870	23/12/2009	4.95%	מדד	107,703	2014-2016
אג"ח ג'	1123884	05/06/2011	5.50%	מדד	79,901	2015-2021

סה"כ
774,728

*נציין כי לאחר תאריך המאזן פרעה החברה כ-82.3 מ' שם מיתרת אג"ח א' וכ-21.6 מ' שם מיתרת אג"ח ב'.

דירוג החברה נתמך ב: היקף פעילות משמעותי, הכולל פרויקטים בביצוע להקמתן של כ-1,550 יח"ד (חלק חברה) בכ-26 אתרים שונים בישראל, כמו גם קידום פרויקטים בשלבי תכנון שונים, בהיקף של אלפי יח"ד נוספות. היקף הפעילות מציב את החברה כאחת מחברות ייזום המגורים הגדולות ובעלות פיזור משמעותי בישראל. חלק מהגידול בהיקף הפעילות של החברה בשנים האחרונות נובע מכניסתה לפרויקטים בתחום הקומבינציה, פינוי בינוי ותמ"א 38. מידרוג מעריכה, כי החברה תפעל לרכישת קרקעות נוספות בטווח הזמן הקרוב; הבשלתם של פרויקטים רבים בשנת 2013 ומסירת דירות לרוכשים, משפרת את תזרים המזומנים של החברה. בשנת 2014 החברה צפויה להמשיך ולמסור היקף משמעותי של יח"ד ובהתאם-להכיר בהכנסה; שיפור בנזילות החברה לאור מימוש נכסים מניבים בשנה החולפת והנפקות אגרות חוב.

נכון ל-31.3.2014 יחס ההון למאזן בניכוי מקדמות עומד על כ-23.8%, אף שיחס החוב ברוטו ל-CAP של החברה הינו גבוה ועומד על כ-74%, יתרות המזומנים הגבוהות מובילות ליחס נטו של כ-67.4%, יחס שהינו סביר לרמת הדירוג אולם לשם שמירה על רמת מינוף שתתאם את רמת הדירוג על החברה לשמר את יתרות המזומנים גבוהות, או להקטין את חובה הפיננסי.

היקף הפעילות של החברה מציב אותה כאחת מחברות הייזום למגורים הגדולות בישראל, כדי לשמור על היקף הפעילות על החברה לבצע השקעות ברכישת קרקעות

נכון למועד דוח הדירוג, החברה נמצאת בשלבי הקמתן של כ-1,550 יח"ד (חלק חברה) וזאת לעומת כ-854 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד. לחברה תמהיל מגוון של פרויקטים, בערים שונות, הכולל הפעלה של כ-26 אתרים ברחבי הארץ. החברה פועלת באזורי ביקוש, בעיקר במרכז הארץ, ופונה למגוון רב של לקוחות בפרויקטים המיועדים למעמד הביניים באזורי ביקוש, לצד פרויקטים יוקרתיים יותר במרכזי ערים. בשנה החולפת החלה החברה בהקמתן של כ-1,066 יח"ד, בין הפרויקטים הבולטים נמנים: פרויקט One בת-ים, בו החברה תקים כ-164 יח"ד, טריו שלב ג' בחיפה ובחברה כ-117 יח"ד, אשדוקאנטרי בנתניה 68 יח"ד וכפר שלם בו לחברה 85 יח"ד. היקף הפעילות ופיזור אזורי הפעילות ממצב את החברה כאחת מחברות הייזום למגורים המובילות בישראל.

חלק מהגידול בהיקף הפעילות של החברה בשנים האחרונות נובע מכניסתה לפרויקטים בתחום הקומבינציה, פינוי בינוי ותמ"א 38. כיום כ-73% מיח"ד בהקמה הינם בקרקעות בבעלות החברה. לחברה צבר פרויקטים עתידי של למעלה מ-3,000 יח"ד. מקור מרבית הצבר הינו מפרויקטים של פינוי בינוי וקומבינציה, כ-17% מהצבר הינו קרקעות בבעלות החברה. היתרון העיקרי בייזום פרויקטים מסוג תמ"א 38, פינוי בינוי וקומבינציה הינו בכך שלחברה אין צורך בהשקעה הונית לרכישת הקרקע. בנוסף, מרבית הפרויקטים הללו ממוקמים באזורי ביקוש במרכז הארץ, במקומות בהם נגישות הקרקע ליזמים הינה מוגבלת. מאידך, תמהיל פעילות זה נושא סיכונים בשל התחייבויות ללוחות זמנים (הניתנות לדיירים קיימים ובעלי הקרקע) או בשל עיכובים בירוקרטיים / חוסר הסכמות עם בעלי זכויות, העלולים לפגוע ברווחיות הפרויקט. יש לציין כי בשל הניסיון הנצבר בחברה בהקמת פרויקטים אילו, נצבר לה יתרון בהוצאתם אל הפועל.

לחברה צבר קרקעות מצומצם לבניה עתידית (בבעלות) ומשכך, כדי לשמור על היקף הפעילות עליה להמשיך ולפעול לרכישת קרקעות. בהשוואה ענפית, רווחיות הפרויקטים העתידיים של החברה עומדת על כ-16% שהינה, בקירוב, הממוצע הענפי ארוך הטווח. חלק ניכר מהפרויקטים בביצוע נבנים על קרקעות שנרכשו בשנים האחרונות, עובדה המגבילה את רווחיותם. במהלך חודש יוני 2014 הודיעה החברה על זכייתה במכרז לרכישת קרקע בכפר יונה בהיקף של כ-284 יח"ד בשווי של כ-98 מ' ש. חרף רכישה זו מידרוג מעריכה, כי כדי לשמור על היקף הפעילות לטווח ארוך, לחברה צרכי השקעה משמעותיים נוספים לרכישת קרקעות.

לאור הבשלת פרויקטים חל שיפור בתזרים מפעילות שוטפת. עם זאת, טרם חל שיפור ביחסי האיתנות

הרחבת נפח הפעילות של החברה בשנים האחרונות מומנה בחלקה הגדול בדרך של נטילת חוב. במקביל, הקידום התכנוני והתפעול השוטף של הפעילות הצומחת חייבו את החברה להגדיל את הוצאות המטה השונות. הפרשי עיתוי בין מועדי ההכרה בהכנסה, אשר שיקפו רמת פעילות כפי שהייתה לפני שלוש וארבע שנים, ובין ההוצאות השוטפות, לצד העלייה במינוף, הביאו לכך שהחברה הציגה רצף של שנים, בהן התזרימים השוטפים מפעילות, ה- FFO (בנטרו) רווחים חד פעמיים ממכירת קרקעות ברווח), היו שליליים, ולצידם הורעו גם יחסי האיתנות. בשנת 2013 החברה הציגה תזרים חיובי, וזאת לאור הבשלתם של מספר פרויקטים.

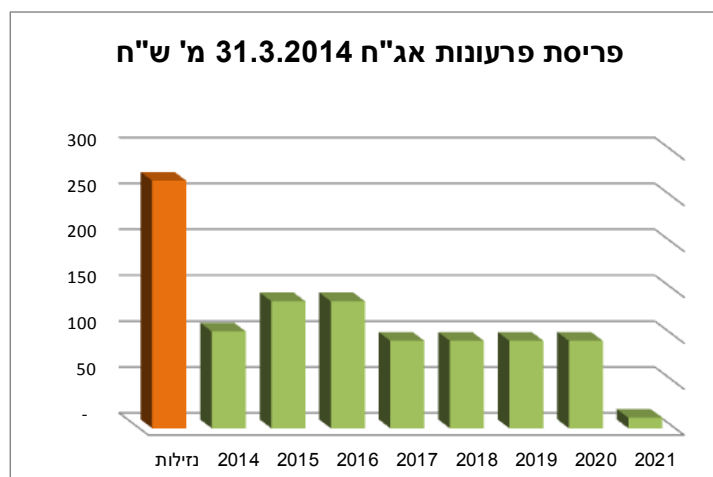


החל משנת 2013 ועד לסמוך לתאריך הדוח, החברה סיימה את הקמתן של כ- 582 יח"ד (חלק חברה, ללא שותפים ויחידות לבעלי קרקע בעסקאות קומבינציה). נכון למועד הדוח, עד לסוף שנת 2014, החברה צפויה לסיים כ-200 יח"ד נוספות (חלק חברה) אשר הנראות התזרימית מהם הינה טובה, לאור שיעור מכירות הגבוה מ-80%. משכך, גם בשנת 2014 החברה צפויה להציג תזרים חיובי. בשנת 2015 החברה צפויה לסיים את הקמתם של כ-430 יח"ד (חלק חברה), כמחציתם במהלך הרבעון הראשון. בשל גידול שארע בשנה האחרונה ברמת הפעילות של החברה מידרוג מצפה להתייצבות ברווחים הנובעים מפרויקטים בטווח הבינוני-ארוך, שתביא ליציבות ביחסי הכיסוי הנובעים ממסירת יח"ד בפרויקטים והמשכיות בצבר העסקאות של החברה. חלק ניכר מהפרויקטים בביצוע צפויים להימסר במהלך השנים 2016-2017.

יחסי האיתנות ברוטו של החברה אינם בולטים לרמת הדירוג, למרות השיפורים בפעילות החברה וההכרה בהכנסות, יחד עם זאת, רמת הנזילות הגבוהה של החברה מובילה ליחסי מינוף נטו סבירים לרמת הדירוג.

נזילות טובה, שנבעה בעיקרה ממימוש נכסים והנפקת אגרות חוב

במהלך השנה האחרונה חל שיפור משמעותי בנזילות החברה, העומדת על כ-270 מ' ש"ח ליום ה-31.3.2014, וזאת לאור השלמת מכירתם של הקרקע בחריש, הנכסים המניבים "מגדלות" ו-"אשדר 2000", והנפקות אגרות חוב חדשות. מידרוג מעריכה כי רמת הנזילות של החברה צפויה לקטון לאור צרכי ההשקעות בקרקע, פירעונות אג"ח לאחר תאריך המאזן, והוצאות המימון של החברה.



דוחות מאוחדים חברת אשרד - יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.3.2014	יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)
321,419	204,032	369,473	765,377	191,988	סך הכנסות
87,882	39,871	87,919	132,481	8,835	סה"כ רווח גולמי
67,781	11,578	54,994	116,595	-2,161	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
39,482	-15,481	43,042	77,687	1,552	סה"כ רווח (הפסד) כולל
130,715	68,890	71,118	351,353	269,692	יתרות נזילות
833,967	916,853	873,257	977,582	981,503	חוב פיננסי
703,252	847,963	802,139	626,229	711,811	חוב פיננסי נטו
1,185,766	1,225,259	1,186,016	1,359,009	1,325,768	CAP
1,055,051	1,156,369	1,114,898	1,007,656	1,056,076	CAP נטו
367,034	338,744	374,796	433,321	400,492	הון עצמי וזכויות שאינן מקנות שליטה
1,445,485	1,541,767	1,591,928	1,692,171	1,681,619	מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
70.3%	74.8%	73.6%	71.9%	74.0%	חוב ל- CAP
66.7%	73.3%	71.9%	62.1%	67.4%	חוב נטו ל- CAP נטו
25.4%	22.0%	23.5%	25.6%	23.8%	הון עצמי למאזן בניטרול מקדמות מלקוחות
40,337	-128,005	-28,389	228,227	12,200	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
24,875	-36,157	22,975	28,359	-18,518	FFO
33.5	שלילי	38.0	34.5	שלילי	חוב ל- FFO במונחים שנתיים
28.3	שלילי	34.9	22.1	שלילי	חוב נטו ל- FFO, במונחים שנתיים

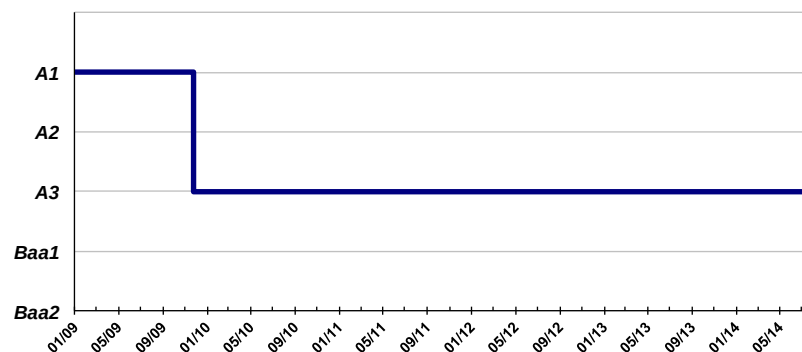
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- המשך השיפור ברווחיות הפרויקטים ויחסי כיסוי החוב

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות לאורך זמן
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים ואי שיפור ביחסי הכיסוי התזרימיים בהתאם לתחזיות החברה
- 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, לייזום פרויקטים לבנייה למגורים. החברה התאגדה בשנת 1972 והינה בשליטת קבוצת אשטרום בע"מ, חברה מהוותיקות בארץ העוסקת בתחום הנדל"ן לרבות ביצוע, בניה, ייזום, תעשייה וכיו"ב.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

דוח קודם: 3.2.2014

מועד פרסום הדוח: 17.7.2014

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 בצידוד, 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 הוניות - 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.

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 מאוד.
	<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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (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. 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.