



אספן גרופ בע"מ

דוח פעולת דירוג - ינואר 2013

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

אספן גרופ בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A3	דירוג סדרה (ISSUE)
-------------------	-----------	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרות אג"ח א', ב', ג', ד' ו-ה' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אספן גרופ בע"מ (להלן: "אספן" או "החברה"), ומותירה את אופק הדירוג יציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה או הרחבת סדרות קיימות, בהיקף של עד 50 מיליון ₪ ע.ג., אשר ישמשו לפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 3.1.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 30.09.2012 (אלפי ש"ח):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח בספרים **	יתרת שנות פירעון האג"ח
א' **	3130077	נוב-07	6.50%	מדד	92,817	2013-2014
ב' *	3130259	11-ט-09	6%	מדד	8,219	2013
ג' *	3130242	11-ט-09	ליבור+2.5%	דולר	3,848	2013
ד' *	3130119	נוב-09	ממשלתית 5.5%+	שקלי	142,012	2013-2016
ה' **	3130275	דצמ-12	6.50%	מדד	103,000	2016-2019

349,896

סה"כ

* יתרות האג"ח בספרים של סדרות ב', ג' ו-ד' הינן בנטרול כ-0.7, 2.7 וכ-2.3 מיליוני ₪ ע.ג., המוחזקים ע"י חברות בנות של החברה
** יתרת האג"ח בספרים כוללת פירעונות שבוצעו והנפקת אג"ח ה' במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2012

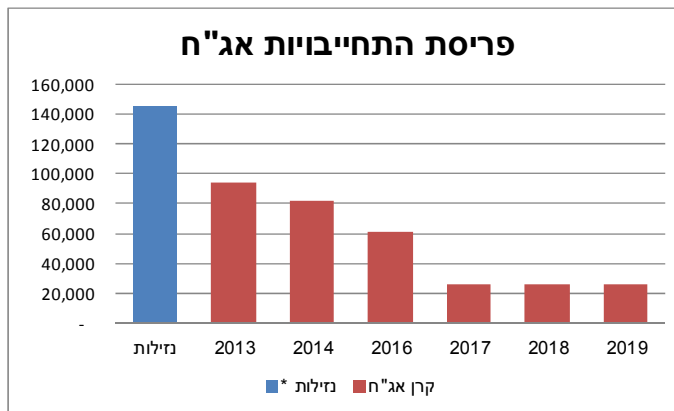
אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמכים, בין היתר, בהמשך לשיפור בהיקף ופזור נכסים במהלך השנים האחרונות. האמור הינו גם בהתייחס לפעולות החברה להגדלת הנזילות, באמצעות מימוש מספר נכסים בישראל ומנגד - רכישת נכס מניב נוסף בהולנד לאחר תאריך המאזן; מצבת נכסים מגוונת באופי ומיקום הנכסים על פני 4 מדינות (גרמניה, שווייץ, ישראל והולנד), המפגינות יציבות כלכלית יחסית ואשר הינן בעלות רמת דירוג גבוהה. בהקשר זה מידרוג מציינת לחיוב פעולות שנקטו ע"י החברה להשבחת מספר נכסים בישראל ומהלכים שהחברה מתכננת להשבחת מספר נכסים בחו"ל. להערכת מידרוג, למרות היציבות של אזורי הפעילות, העובדה שהאסטרטגיה אינה ממוקדת באזור פעילות יחיד, מקשה על השגת יתרון יחסי מהותי בכלכלה ספציפית; נזילות טובה ביחס לדירוג אשר התחזקה בשל פעולות החברה למימוש מספר נכסים, ביצוע מימון מחדש של הלוואות (הגדלת נזילות בהיקף של עשרות מיליוני ₪ ממקורות בנקאיים במהלך 2012) וגיוס אג"ח לאחר תאריך המאזן. יצוין כי, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחיש שבו חלק ניכר מהנזילות הקיימת תשמש כהון עצמי לרכישת נכסים מניבים נוספים במערב אירופה; שיפור ביחסי הכיסוי במהלך שנת 2012, בהתאם לצפי מידרוג בדוח הדירוג מאפריל 2012, אף שהנ"ל עדיין אינם בולטים לטובה ביחס לרמת הדירוג. האמור נובע מצמיחה בתזרים הפרמננטי (FFO), אשר צפויה להימשך גם בשנת 2013, בין היתר, בשל קיטון בהוצאות המימון מהנכסים שמומשו לעומת הגידול בתזרים מהנכסים שנרכשו ולא הניבו הכנסות במשך שנה מלאה בשנת 2012. מנגד, היחסים הפיננסיים מושפעים לשלילה מנכסים של החברה ביער השחור בגרמניה (יצוין כי אין חוב ספציפי בגין נכסים אלו והם מהווים כ-3% מהמאזן ליום 30.09.12), אשר ברובם אינם מניבים מזה תקופה וכן מכך שאחזקות החברה בקרקעות ושלד מלונאי בחדרה, טרם מניבות הכנסות, כאשר החברה נושאת בהוצאות הריבית המיוחסות להלוואות בגין אחזקות אלו. יצוין כי, לאחר תאריך המאזן, מומשה אופציה מצד ג' לרכוש כ-50% מהשלד המלונאי



בחדרה; יחסי איתנות סבירים לדירוג אשר הינם יציבים במהלך השנים האחרונות. יצוין כי, החברה מצויה בתהליך הנפקת זכויות בהיקף מקסימאלי של כ-20 מיליון ש, מתוכו בעל השליטה התחייב להשתתף בכ-10 מיליון ש.

מידרוג מעריכה מחד, כי במהלך שנת 2013 החברה תמשיך לרכוש נכסים במערב אירופה ומאידך תנסה לפעול למימוש נכסים אשר מניבים תרומה תזרימית נמוכה יחסית. בטווח הבינוני, האמור עשוי להשפיע לחיוב על היקף התזרים הפרמננטי ויחסי הכיסוי אך בטווח הקצר, האמור עלול להביא לשחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי והאיתנות, בין היתר, בשל הנבת הכנסות מנכסים אלו רק על פני חלק משנת 2013.

להרחבה של שיקולי הדירוג, הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחדש אפריל 2012.¹



* הנזילות כוללת מספר אירועים לאחר תאריך המאזן, כגון גיוס ופירעון אג"ח ומימוש נכסים, אך לא מתחשבת בהשלמת מהליכים צפויים כגון הנפקת זכויות

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

אספן גרופ בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים מאוחד (אלפי ₪) :

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	30.09.2012	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
83,334	102,664	102,817	80,923	113,249	100,454	סה"כ הכנסות
49,444	63,027	77,165	68,133	95,192	81,577	NOI
-2,712	9,742	2,350	-680	-1,287	210	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
46,732	72,769	79,515	67,453	93,905	81,787	סה"כ רווח גולמי
56%	71%	77%	83%	83%	81%	שיעור רווח גולמי
26,644	36,637	61,152	52,074	72,568	68,510	EBITDA בנטרול שערות
24,064	7,515	22,579	8,708	5,702	6,964	שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
10,381	20,290	25,510	37,156	38,092	30,423	רווח לפני מס
717,243	804,166	1,005,297	1,353,259	1,289,012	1,262,736	חוב פיננסי
170,709	169,271	144,605	149,661	111,448	115,990	יתרות נדילות *
546,534	634,895	860,692	1,203,598	1,177,564	1,146,746	חוב פיננסי נטו
1,022,660	1,113,481	1,363,240	1,778,465	1,710,590	1,707,109	Cap
851,951	944,210	1,218,635	1,628,804	1,599,142	1,591,119	נטו Cap
245,448	262,017	302,630	360,126	371,489	394,062	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,072,251	1,178,244	1,418,437	1,836,063	1,775,008	1,759,653	סך מאזן
22.9%	22.2%	21.3%	19.6%	20.9%	22.4%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
70.1%	72.2%	73.7%	76.1%	75.4%	74.0%	חוב ל-CAP
64.2%	67.2%	70.6%	73.9%	73.6%	72.1%	חוב נטו ל-CAP
-9,365	-11,754	17,366	12,975	17,677	22,677	* FFO
שילי	שילי	58	78	73	42	חוב ל-FFO
שילי	שילי	50	70	67	38	חוב נטו ל-FFO
20.5	17.3	14.1	17.3	16.2	12.6	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערות
0.6	0.8	1.0	1.1	1.1	1.5	EBITDA/הוצאות מימן, נטו

* יתרת הנדל"ן כוללת מזומנים מוגבלים כנגד הלוואות מכיוון שלצורך חישוב החוב נטו יש ללקז סכומים אלו (כ-10 מיליון ₪, נכון ליום 30.09.12). אולם בחישוב הנדל"ן הזמין לצרכי האג"ח, סכומים אלו לא נלקחו בחשבון

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור לאורך זמן בהיקף תזרים המזומנים הפרמננטי ויחסי הכיסוי, כך שיחס החוב ל-FFO יעמוד על פחות מכ-25
- שיפור יחסי האיתנות כך שיחס ההון עצמי למאזן יעלה על כ-25%
- המשך גידול בהיקפי הפעילות והגדלת הפיזור, תוך שיפור ביחסי הכיסוי והמינוף
- שיפור בגמישות הפיננסית, בעיקר בשל גידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים

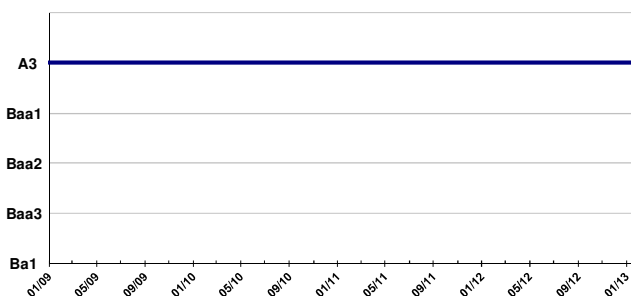
גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית, כך שיחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן ירד מ-20%
- ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מהרעה ב-NOI המתקבל מהנכסים



- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה ובהיקף נזילותה
- הרעה במדינות ובשווקי פעילות החברה, אשר יש בה כדי להשפיע על פעילותה העסקית של החברה

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

אספן גרופ בע"מ עוסקת, במישרין ובאמצעות חברות בנות שלה, ובכללן אספן נכסים (1990) בע"מ, בתחום הנדל"ן ופעילותה העיקרית כוללת השכרת מבנים, בעיקר לתעשייה ומלאכה ומתן שירותי ניהול ואחזקה למסחר ומשרדים, בארץ ובחו"ל. לחברה ולחברות הבנות מבנים להשכרה, בשטח כולל של כמאות אלפי מ"ר, בישראל, גרמניה, הולנד ושוויץ. בין בעלי מניותיה העיקריים של החברה נמנה רוני צארום.

5

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח פעולת דירוג מאי 2012

תאריך דוח: 3 בינואר 2013

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 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 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 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: CRAS100113050M

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") 2013.

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 במישורין 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 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. 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.