



אספן גרופ בע"מ

דוח פעולת דירוג - אפריל 2014

מחברים:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

גבראל דרנוב-אנליסט

gabrieled@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל

rang@midroog.co.il



אספן גרופ בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרות אג"ח א', ד' ו-ה' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אספן גרופ בע"מ (להלן: "אספן" או "החברה"), ומותירה את אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה או הרחבת סדרות קיימות, בהיקף של עד 90 מיליון ₪ ע.ג., אשר ישמשו לפירעונות אג"ח, השקעות ופעילות שוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 01/04/2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31/12/2013

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורי	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31/12/13 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	3130077	נוב-07	6.50%	מדד	47	2014
אג"ח ד'*	3130119	נוב-09	ממשלתית + 5.5%	שקלי	128	2014-2016
אג"ח ה'	3130275	דצמ-12	6.50%	מדד	253	2016-2019
					429	

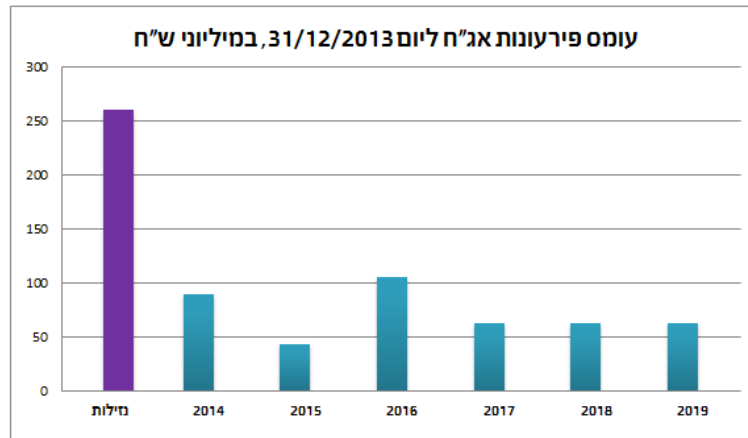
*יתרת האג"ח בספרים של סדרה ד' הינה בנטרול כ-1.74 מיליוני ₪ ע.ג., המוחזקים ע"י חברות בנות של החברה** לאחר תאריך המאזן החברה גייסה אג"ח בהיקף של כ-25 מיליון ₪ ע.ג.

2

להרחבה על שיקולי הדירוג, הנכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מיום 15 באוקטובר 2013¹

יצוין, כי להערכת מידרוג, בשל עסקאות שהושלמו לאחר תאריך המאזן ועסקאות בתהליך, צפויה שחיקה ביחסי האיתנות, כך שהם יחזרו לרמה דומה בטווח היחסים שהחברה הציגה בעבר. מנגד, ההשקעות החדשות נעשות בנכסים המניבים NOI פרמננטי מיום רכישתם והן הצפויות להביא לגידול בהיקף ה-FFO ולשיפור ביחסי הכיסוי בטווח הבינוני.

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג: www.midrog.co.il



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

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013 IFRS11	איחוד יחסי Hornbach * 31.12.13	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
102,817	113,249	133,206	118,966	125,128	סה"כ הכנסות NOI
77,165	95,192	109,988	98,123	104,153	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
2,350	-1,287	-763	-1,815	-1,815	סה"כ רווח גולמי
79,515	93,905	109,225	96,308	102,338	** EBITDA
61,152	72,568	92,185	81,605	87,635	שיעור EBITDA מהכנסות
59%	64%	69%	69%	70%	שינוי בשווי ההגן של נדל"ן להשקעה
22,579	5,702	8,671	13,757	13,757	רווח לפני מס
25,510	38,092	37,652	34,331	34,331	רווח נקי (לאחר מס)
13,263	40,420	27,310	47,022	47,022	חוב פיננסי
1,005,297	1,289,012	1,370,694	1,267,350	1,334,743	יתרות נדל"ן ***
133,753	63,699	149,755	259,971	260,399	פקדונות משועבדים לטובת הלוואה
10,852	47,749	12,434	28,522	28,522	חוב פיננסי נטו
860,692	1,177,564	1,208,505	978,857	1,045,822	Cap
1,363,240	1,710,590	1,819,118	1,742,747	1,816,568	חוב נטו
1,218,635	1,599,142	1,656,929	1,454,254	1,527,648	נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע
1,173,075	1,545,317	1,574,718	1,339,891	1,451,901	הון עצמי וזכויות מיעוט
302,630	371,489	396,054	444,180	444,180	סך מאזן
1,418,437	1,775,008	1,868,610	1,851,625	1,925,446	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
21.3%	20.9%	21.2%	24.0%	23.1%	חוב ל-CAP
73.7%	75.4%	75.3%	72.7%	73.5%	חוב נטו ל-CAP
70.6%	73.6%	72.9%	67.3%	68.5%	חוב נטו ל-CAP
16,621	19,053	34,335	30,305	32,828	FFO מותאם ****
60	68	40	42	41	חוב ל-FFO
52	62	35	32	32	חוב נטו ל-FFO
14.1	16.2	13.1	12.0	11.9	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערכים
1.5	1.3	1.4	1.4	1.5	EBITDA/תשלומי ריבית, נטו

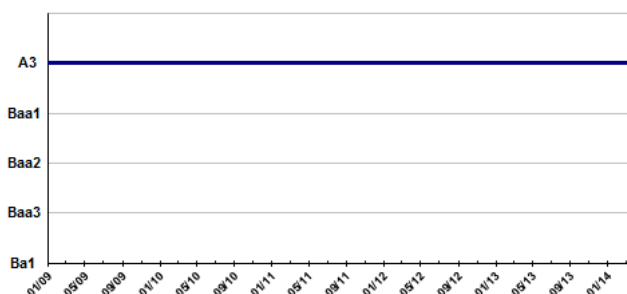
* כולל איחוד יחסי בגין נכס בשווייץ אשר המוחזק בשיעור של 50% על ידי החברה, ולאחר תחולת 11 IFRS כבר אינו מוצג לפי שיטת האיחוד היחסי אלא לפי שיטת השוויון המאזני (אקוויטי). ** הנתון לשנת 2013 הינו בנטרול 1.4 מיליון ש"ח בגין הפחתת קרקע בפתח תקווה. *** יתרות נדל"ן בנטרול מזומנים משועבדים ופקדונות. **** ה-FFO המותאם כולל, בין היתר, התאמות לאירועים שאינם חד פעמיים

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 משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית
- 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 משמעותית ביחסי האיתנות הפיננסית
- ירידה בתזרימי המזומנים כתוצאה מהרעה ב- NOI המתקבל מהנכסים
- מדיניות דיבינדנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה ובהיקף נזילותה
- הרעה במדינות ובשווקי פעילות החברה, אשר יש בה כדי להשפיע על פעילותה העסקית של החברה



פרופיל החברה

אספן גרופ בע"מ עוסקת, במישרין ובעקיפין, באמצעות חברות בנות שלה, בתחום הנדל"ן המניב ופעילותה העיקרית כוללת השכרת מבנים, בעיקר לתעשייה ומלאכה ומתן שירותי ניהול ואחזקה למסחר ומשרדים, בארץ ובחו"ל. לחברה ולחברות הבנות שלה מבנים להשכרה, בישראל, גרמניה, הולנד ושוויץ. על בעלי מניותיה העיקריים של החברה נמנה מר רוני צארום ובעלי המניות המרכזיים האחרים הינם דש, מנורה, קרן המנוף בראשית, אקסלנס, וכדומה.

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 אוקטובר 2013

תאריך דוח: 01 באפריל 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</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 המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדרגות 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 המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדין של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. המשתנה '1' מצוין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מצוין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מצוין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CRAS100414090M

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") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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 לסיכוני 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.