

# אספן גרופ בע"מ

דוח פעולת דירוג - אפריל 2012

1

**מחבר:**

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - אנליסט בכיר

[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

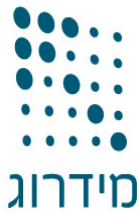
**אנשי קשר:**

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

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@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' ו-ד' 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 סדרה קיימת בהיקף של עד 120 מיליון ₪ עג. כ-95 מיליון ₪ ישמשו לפירעון קרן אג"ח של החברה והיתרה לפעילות השוטפת.**

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16.04.2012. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. 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.

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

סדרת אג"ח	מספר ג' ע"	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.11	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	3130077	נוב-07	6.50%	מדד	137,005	2012-2014
ב'*	3130259	11-09	6%	מדד	16,086	2012-2013
ג'*	3130242	11-09	ליבור+2.5%	דולר	7,156	2012-2013
ד'**	3130119	נוב-09	ממשלתית 817+5.5%	שקלי ללא הצמדה	175,330	2012-2016
<b>סה"כ</b>	<b>335,577</b>					

\* סדרות ב' ו-ג' הינן סדרות שהונפקו בעבר על ידי חברת הבת (100%) אספן נדל"ן ואשר הוחלפו בסדרות זהות של החברה במהלך 2011 \*\* יתרת האג"ח בספרים של סדרה ד' הינה בנטורל כ-2.9 מיליון ₪ עג. שנרכשו ע"י החברה

**אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמכים**, בין היתר, בשיפור משמעותי בהיקף ופיזור נכסים מניבים בישראל ומערב אירופה במהלך השנים האחרונות; מצבת נכסים איכותית ומגוונת באופי ומיקום הנכסים על פני 4 מדינות (גרמניה, שוויץ, ישראל והולנד), המפגינות יציבות בשווקי הנדל"ן המניב ואשר הינן בעלות רמת דירוג גבוהה; נזילות סבירה ביחס לדירוג. יצוין כי, החברה פועלת לחיזוק משמעותי של הנזילות באמצעות מימוש נכסים וביצוע מימון מחדש (refinanc) במספר הלוואות; צפי לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי במהלך שנת 2012 ולצמיחה בתזרים הפרמננטי (FFO) אשר, בשלב זה, אינו בולט לטובה ביחס לדירוג החברה. מרבית השיפור הצפוי מיוחס להגבה שנתית מלאה של נכסים שנרכשו בשנת 2011. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את פעולות החברה שנועדו להביא לקיטון בהוצאות התקורה והמיסים, באופן שיתרום ל-FFO בשנים הקרובות. מנגד, היחסים הפיננסיים של החברה מושפעים לשלילה מנכסים של החברה ביער השחור בגרמניה אשר ברובם אינם מניבים מזה תקופה וכן מכך שאחזקות החברה בקרקעות ושלד מלוואי בחדרה, טרם מניבות הכנסות ומנגד - החברה נושאת בהוצאות הריבית המיוחסות להלוואות בגין אחזקות אלו; יצוין כי, למרות שיחסי הכיסוי אשר עולים מהדוחות אינם בולטים לטובה, צפוי שיפור ביחסי הכיסוי בעיקר, כאמור, בשל הגבה שנתית מלאה של מספר נכסים שנרכשו בשנים האחרונות ופעולות נוספות שנקטו ע"י הנהלת החברה.

מצבת נכסים מניבים איכותית בצמיחה אשר מייצרת, להערכת מידרוג, NOI שנתית, לפי חוזים חתומים, של כ-110 מיליון ₪; תפוסה ורמת מינוף טובה למרבית נכסיה המניבים

לחברה מצבת נכסים מניבה בישראל, גרמניה, שוויץ והולנד, המושכרים בתפוסה ממוצעת גבוהה (כ-96% בנטרול הנכסים ביער השחור גרמניה) ואשר צפויים, להערכת מידרוג, להניב NOI שנתית של כ-110 מיליון ₪ בשנת 2012 לעומת כ-95 מיליון ש"ח בשנת 2011. מצבת הנכסים הנ"ל צמחה באופן משמעותי בשנים האחרונות באופן אשר תרם להיקף הרווח התפעולי, EBITDA, רווח נקי לפני מס וכדומה. להערכת מידרוג, השיפורים בפיזור, היקף ואיכות הנכסים המניבים תורמים לפרופיל הסיכון.

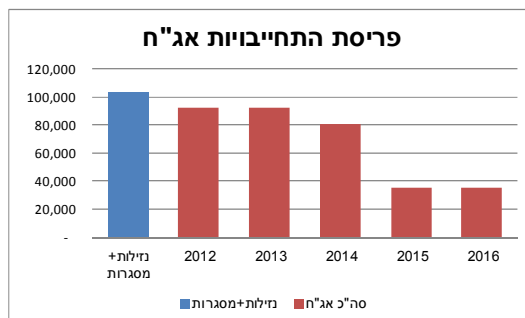
#### יחסי הכיסוי מהדוחות אינם משקפים את מצבת הנכסים הנוכחית ולפיכך הנ"ל צפויים להשתפר באופן משמעותי

יחסי הכיסוי וה-FFO של החברה, כפי שנגזרים מהדוחות הכספיים, אינם מייצגים את מצבת הנכסים המניבה הנוכחית של החברה, מכיוון שהחברה רכשה מספר נכסים מניבים שהניבו רק בחלק משנת 2011 וכן בשל פעולות נוספות שהחברה השלימה כגון מיזוג חברת הבת (100%) אספן נדל"ן עם החברה, באופן שצפוי להקטין משמעותית את חבות המס של החברה בשנים הבאות, קיטון צפוי בהוצאות התקורה. לפיכך, ה-FFO של החברה צפוי לצמוח משמעותית במהלך 2012, אולם, ככל שהחברה תרכוש נכסים חדשים ו/או תגדיל את התחייבויותיה הפיננסיות, השיפור ביחסי הכיסוי יתמתן, לפחות בטווח הקצר. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי צפויים לעמוד על טווח של 30-40 שנים. מידרוג מצפה כי החברה תפעל להמשך השיפור ביחסי הכיסוי, אשר חלקם, כיום מושפע לשלילה מרמת תפוסה נמוכה של הנכסים ביער השחור והוצאות ההחזקה בגינם. יצוין כי הנכסים הנ"ל הופחתו בכ-14 מיליון ₪ במהלך שנת 2011, כך ששווים הכולל בספרים כיום עומד על כ-53 מיליון ₪

#### נזילות וגמישות פיננסית סבירות ביחס ללוח הסילוקין; החברה פועלת להגדלת היקף הנזילות

נכון ליום 31.12.11, לחברה יתרת נזילות של כ-111 מיליון ₪. אולם בנטרול מזומנים המשועבדים לטובת הלוואות שהחברה קיבלה, יתרת הנזילות עומדת על כ-70 מיליון ₪. בנוסף, החברה מצויה בשלבים שונים לבקשת מסגרות אשראי בהיקף של כמה עשרות מיליוני ש"ח. בהתאם ללוח הסילוקין, פירעון האג"ח השנתי צפוי לעמוד על כ-95 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות וכ-80 מיליון ₪ בשנה שלאחר מכן (ללא הגיוס החדש). בנוסף, האמורטיזציה השנתית של הלוואות הבנקאיות עומדת על כ-60 מיליון ₪ בשנה, כאשר למעט אמורטיזציות בגין הלוואות בחו"ל בהיקף של כ-12 מיליון ₪ לשנה, כוונת החברה למחזר חלק מההלוואות האחרות (חלק מההלוואות הינן הלוואות מתחדשות המגיעות לפירעון סופי בשנת 2012).

החברה מתכוונת לשרת את ההתחייבויות האמורות, בין היתר, מיתרת הנזילות והמסגרות הלא מנוצלות, מהתזרים הפרמננטי אשר כאמור, צפוי לצמוח וכן ממימוש נכסים. להערכת החברה, היא צפויה לבצע מימוש נכסים בשנה הקרובה שיביא לתזרים נטו (לאחר שירות חוב) ניכר. כמו כן, לחברה גמישות פיננסית בגין נכסים לא משועבדים, המוערכים בשווי הוגן של כ-80 מיליון ₪ ו-LTV נמוך יחסית (כ-56%) על הנכסים המשועבדים.



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

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
83,334	102,664	102,817	113,249	סה"כ הכנסות
49,444	63,027	77,165	95,192	NOI
-2,712	9,742	2,350	-1,287	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
46,732	72,769	79,515	93,905	סה"כ רווח גולמי
56%	71%	77%	83%	שיעור רווח גולמי
26,644	36,637	61,152	72,568	EBITDA בנטרול שערות
24,064	7,515	22,579	5,702	שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
10,381	20,290	25,510	38,092	רווח לפני מס
717,243	804,166	1,005,297	1,289,012	חוב פיננסי
170,709	169,271	144,605	111,448	יתרות נזילות *
546,534	634,895	860,692	1,177,564	חוב פיננסי נטו
1,022,660	1,113,481	1,363,240	1,710,590	Cap
851,951	944,210	1,218,635	1,599,142	נטו Cap
245,448	262,017	302,630	371,489	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,072,251	1,178,244	1,418,437	1,775,008	סך מאזן
22.9%	22.2%	21.3%	20.9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
27.2%	26.0%	23.8%	22.3%	הון למאזן בנטרול נזילות
70.1%	72.2%	73.7%	75.4%	חוב ל-CAP
64.2%	67.2%	70.6%	73.6%	חוב נטו ל-CAP נטו
-9,365	-11,754	17,366	17,677	FFO
		58	73	חוב ל- FFO
		50	67	חוב נטו ל- FFO
20.5	17.3	14.1	16.2	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערות
0.6	0.8	1.0	1.1	EBITDA/הוצאות מימון, נטו

\*יתרת הנזילות כוללת מזומנים מוגבלים כנגד הלוואות מכיוון שלצורך חישוב החוב נטו יש לקזז סכומים אלו. אולם בחישוב הנזילות הזמינה לצרכי האג"ח סכומים אלו לא נלקחו בחשבון

**אופק הדירוג**

**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

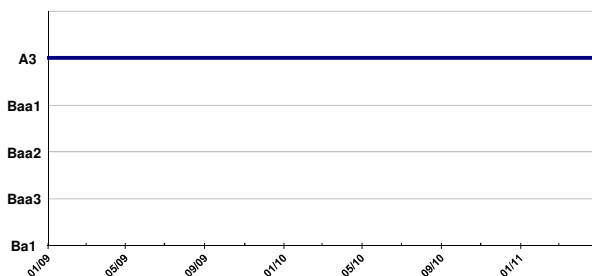
- שיפור בהיקף תזרים המזומנים הפרמננטי ויחסי הכיסוי, כך שיחס החוב ל-FFO יעמוד על פחות מכ-25%
- שיפור יחסי האיתנות כך שיחס ההון עצמי למאזן יעלה על כ-25%
- המשך גידול בהיקפי הפעילות והגדלת הפיזור, תוך שיפור ביחסי הכיסוי והמינוף

- שיפור בגמישות הפיננסית

#### 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 תזרימי פעילותה
- הרעה במדינות ובשווקי פעילות החברה, אשר יש בה כדי להשפיע על פעילותה העסקית של החברה

#### היסטוריית דירוג



5

#### 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 כ- 370 אלף מ"ר, בישראל, גרמניה, הולנד ושוויץ. בין בעלי מניותיה העיקריים של החברה נמנה צארום רוני, המחזיק בכ- 49% מהון מניותיה.

#### מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

דוח קודם: דוח פעולת דירוג מאי 2011

תאריך דוח: 16 באפריל 2011

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: CRAS100412120M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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](http://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 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. 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.