



אספן גרופ בע"מ

דוח פעולת דירוג – מאי 2010

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח – אנליסט

eylong@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

אספן גרופ בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרת אג"ח א' ו-ד' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אספן גרופ בע"מ, לשעבר אספן בניה ופיתוח בע"מ (להלן: "אספן" או "החברה"), ומותירה את אופק הדירוג יציב. כמו כן, בכפוף להנפקת הון, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה בהיקף של עד 50 מיליון ש"ח, ביחס של 1:2 (חוב:הון) אל מול סך התרומה התזרימית שתנבע לחברה מהנפקת ההון החדשה (להלן: "מבנה ההנפקה").¹

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 31.05.2010. 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 המדורג במחזור של החברה (סולו – אלפי ש"ח):

שנות פירעון האג"ח	יורת אג"ח בספרים ליום 31.12.2009 *	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.נ ליום 31.12.09 *	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2014	141,228	מדד	6.5%	130,660	11/2007	3130077	אג"ח א'
2012-2016	49,333	-	+ 5.5% מק"מ שנתי	50,000	11/2009	3130119	אג"ח ד'

* אג"ח א' מוצג בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.נ של כ- 69.3 מיליון ש"ח.

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמכים, בין היתר, לאור נזילות טובה של החברה אשר עוזרת לחברה להתמודד עם פרעונותיה בטווח הקצר-בינוני; לחברה פיזור נכסים בישראל, אשר תורמים את מרבית תזרימה השוטף ורמת מינופם עומדת על כ- 53%, מספר נכסיה בחו"ל הינו מצומצם יחסית ומצוי במערב אירופה; יחסי האיתנות של החברה עומדים בדירוג שנקבע, יחד עם זאת, מידרוג מצפה כי החברה תפעל לשפר היחסים, תוך הקטנת המינוף הפיננסי, באמצעות מכירת

¹ מובהר כי נכון למועד פרסום דוח זה לא התקבלה החלטה בדירקטוריון החברה על הנפקה של סדרת אגרות חוב כאמור.



נכסים שאינם מניבים. במהלך תקופת השנתיים האחרונות מבצעת החברה תהליך של טיוב נכסים על ידי מכירת נכסים אשר הניבו תשואה תזרימית נמוכה לחברה או שלא הניבו תשואה תזרימית בכלל, זאת כנגד רכישת נכסים ברמות תשואה העומדות על כ- 9%, בממוצע, ובעלי חוזי שכירות לתקופות ארוכות. רמת המינוף בה נרכשים הנכסים הינה סבירה ומהלך זה צפוי לשפר את יחסי הכיסוי התזרימיים של החברה ואת סך התזרים מפעילות שוטפת (FFO). מכירת הנכסים מאפשרת שמירה על היקף הנזילות מחד, ומנגד הכרה ברווחים אשר משפרים את איתנותה; היקף הייזום של החברה הינו נמוך ואף צפוי לקטון בהמשך פעילותה לאור טיוב תיק הנכסים.

מנגד, דירוג החברה עלול להיות מושפע לשלילה מנכס של החברה ביער השחור בגרמניה אשר לגביו לא קיימת ודאות להמשך קבלת שכר דירה מהשוכר, החל מהרבעון האחרון לשנת 2010. במסגרת אישור הדירוג להיקף גיוס אפשרי של אג"ח בהיקף של עד 50 מיליון ₪, ביחס של 1:2 (חוב:הון), הפעילה מידרוג תרחישי רגישות בנוגע לנכס זה.

השבחת מצבת נכסיה המניבים של החברה על ידי רכישת נכסים המגלמים תשואה עדיפה לעומת זו הגלומה בתיק הנכסים הנוכחי של החברה והעברת מנוע הצמיחה של החברה לחו"ל. החברה נוהגת לממן את הרכישות של נכסי הנדל"ן החדשים בהלוואות בגובה של כ- 70% מעלות הרכישה (כולל הוצאות עסקה)

כחלק מהאסטרטגיה העסקית של החברה להגדלת מצבת נכסיה (בעיקר במערב אירופה), ביצעה החברה רכישת נכסים מניבים, כמפורט להלן:

- ביום 24 במרץ 2010, השלימה אספן נדל"ן עסקת רכישת 50% ממבנה מסחרי, הממוקם ב-Biel שוויץ, בשטח של כ- 18,600 מ"ר תמורת כ- 25 מיליון פרנקים שווייצריים (חלק החברה). הנכס מושכר כולו לתקופה בת 15 שנה (Sale and Lease Back) לרשת "עשה זאת בעצמך" – Hornbach. החברה מימנה את הרכישה באמצעות הלוואת *non recourse* בהיקף של כ- 18.75 מיליון פרנקים שווייצריים (חלק החברה), לתקופה בת 10 שנים, בשיעור ריבית ממוצע של כ- 1.11% בתוספת לליבור. על פי הסכם השכירות הקיים של הנכס, הנכס צפוי להניב לחברה דמי שכירות שנתיים בהיקף של כ- 1.56 מיליון פרנקים שווייצריים, המגלם תשואה של כ- 6.25% על מחיר הרכישה.
- ביום 15 בפברואר 2010, השלימה אספן נדל"ן רכישת בניין משרדים בשטוטגרט, גרמניה, תמורת כ- 5.1 מיליון אירו. הנכס מושכר כולו לחברת קוסמטיקה בינלאומית (Yves Rocher) עד לסוף מאי 2018. החברה מימנה את הרכישה, בין היתר, באמצעות הלוואות *non recourse* בהיקף של כ- 3.7 מיליון אירו, לתקופה בת 8.5 שנים, בריבית משתנה של יורבור +1.6%. אספן נדל"ן ביצעה עסקת גידור באופן ששיעור ריבית היורבור המרבי לא יעלה על 4% בתקופת ההלוואה. פירעון הקרן יהיה בשיעור של 2.5% לשנה. על פי הסכם השכירות הקיים של הנכס, הנכס צפוי להניב דמי שכירות שנתיים בהיקף של כ- 450 אלפי אירו, המגלם תשואה של כ- 8.7%.
- ביום 29 באפריל 2010, השלימה אספן נדל"ן רכישת מבנה משרדים ולוגיסטיקה בהמבורג, גרמניה, תמורת כ- 3.5 מיליון אירו. הנכס מושכר כולו לחברה המייצרת מוצרים לעיצוב פנים למטוסים, לתקופה בת 10 שנים. החברה מימנה את הרכישה, בין היתר, באמצעות הלוואות *non recourse* בהיקף של כ- 2.7 מיליון אירו, לתקופה בת 5 שנים, בריבית קבועה

² הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח פעולת הדירוג האחרון שנערך באוקטובר 2009.



בשיעור של 3.9%. פירעון הקרן יהיה בשיעור של 2.5% לשנה. על פי הסכם השכירות הקיים של הנכס, הנכס צפוי להניב *NOI* שנתי בהיקף של כ- 350 אלפי אירו, המגלם תשואה של כ- 10%.

- ביום 13 באפריל 2010, אספן נדל"ן התקשרה בהסכם לרכישת מבנה מסחרי בסמוך ל - Kassel, גרמניה, תמורת כ - 2.9 מיליון אירו. כ - 82% מהנכס מושכר לשוכר עוגן (רשת הסופרמרקטים) REWE לתקופה בת 10 שנים. על פי הסכם השכירות הקיים בנכס, דמי השכירות השנתיים מהנכס עומדים על של כ- 256 אלפי אירו, המגלם תשואה של כ- 8.8%. בכפוף להתקיימות תנאים מתלים,

- ביום 23 במרס 2010, התקשרה אספן נדל"ן בהסכם לרכישת בניין לתעשייה בנצרת עילית בשטח של כ- 15,500 מ"ר, המושכר לתקופה בת עשר שנים בתוספת אופציה לשתי תקופות נוספות בנות חמש שנים כל אחת. העסקה מחולקת לשני שלבים, כאשר בשלב א' תרכוש אספן נדל"ן כ- 8,200 מ"ר בתמורה לסך של כ- 26 מיליון ש"ח בכפוף להשגת הסכמת בנק מקומי למימון רכישת הנכס ובשלב ב' תרכוש אספן נדל"ן את יתרת המבנה והמגרש הצמוד לו בתמורה לסך של כ- 23 מיליון ש"ח, בכפוף להתקיימות מספר תנאים מתלים. על פי הסכמי השכירות הקיימים, דמי השכירות השנתיים בגין רכישת שלב א' יעמדו על כ- 2.6 מיליון ש"ח ודמי השכירות השנתיים בגין רכישת שלב ב' יעמדו על כ- 2.3 מיליון ש"ח. נכון למועד דוח דירוג זה טרם התקבלו התנאים המתלים.

- ביום 17 בינואר 2010 השלימה אספן נדל"ן רכישת מבנה לוגיסטיקה בפתח תקווה תמורת כ - 15.2 מיליון ש"ח. הנכס מושכר לתקופה בת 3 שנים. החברה מימנה את הרכישה באמצעות הלוואות בהיקף של כ- 11.4 מיליון ש"ח, לתקופה בת 10 שנים, בשיעור ריבית של כ- 4.5%. פירעון הקרן יהיה בשיעור של 5% לשנה. על פי הסכם השכירות הקיים של הנכס, הנכס צפוי להניב דמי שכירות שנתיים בהיקף של כ- 1.3 מיליון ש"ח המגלם תשואה של כ- 8.7% ברוטו.

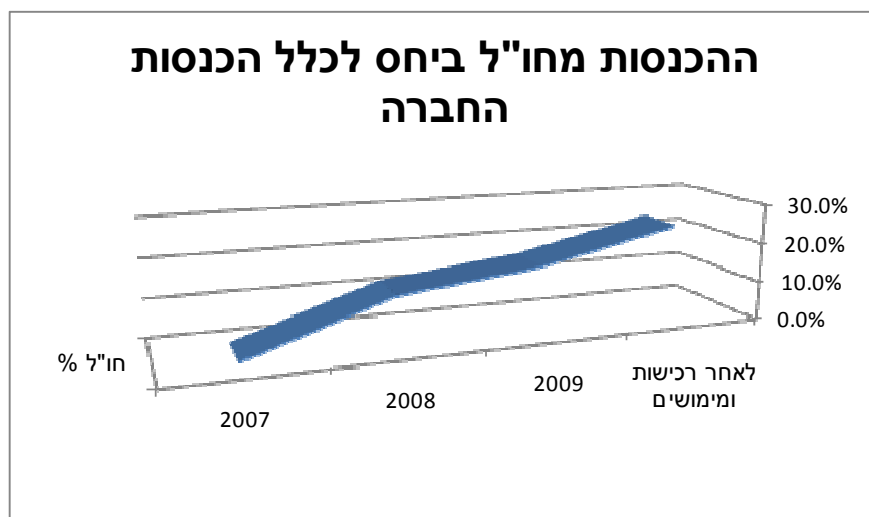
בהתחשב במבנה המימון ביחס לתשואה הגלומה בעסקאות הרכישה האמורות, יחסי הכיסוי התזרימי של החברה צפויים להשתפר. כך לדוגמה, בהתאם לשערי הריבית הנוכחיים, יחס ה - FFO לחוב הפיננסי המיוחס לעסקאות אלו צפוי לעמוד על כ - 1.2. מנגד, חשוב לציין, כי העסקאות החדשות אינן מתאפיינות בפיזור שוכרים ומרבית הנכסים החדשים מושכרים לשוכר יחיד. אף על פי כן, מדובר בדיירים בעלי מיצוב פיננסי איתן וחוזי השכירות בעסקאות אלו הינם ארוכי טווח.

כחלק מאסטרטגיית החברה להעביר את מנוע הצמיחה של הכנסותיה לחו"ל, מוכרת החברה נכסים מניבים בישראל בהתאם להזדמנויות עסקיות. מרבית הנכסים נמכרו ללא רווח משמעותי. להלן טבלה המרכזת עסקאות מכירת נכסים מניבים, שנערכו במהלך הרבעון הראשון של שנת 2010:

נכסים מניבים שנמכרו בתקופה	יתרת הלוואה	תמורת המכירה	2009 דמי שכירות
הר יונה	11,600,000	19,000,000	1,300,000
אילת	אין הלוואה	8,000,000	350,000
כרמאל(**)	4,000,000	6,500,000	300,000
עסקת נביעות	5,000,000	13,500,000	950,000
סה"כ	20,600,000	47,000,000	2,900,000

* נתוני השווי ויתרת הלוואה הינם נכון ליום 31 בדצמבר 2009 ** העסקה טרם הושלמה

עסקאות רכישת ומכירת הנדל"ן המניב תורמות להמשך מגמת גידול הפיזור הגיאוגרפי של נכסי החברה, כדלקמן:



* ההכנסות לאחר רכישות ומימושים חושבו על בסיס ההכנסות לשנת 2009 בתוספת הכנסות צפויות מהרכישות שהושלמו ובניכוי ההכנסות ממכירות הנכסים שכבר הושלמו לפי שע"ח לסוף אפריל, 2010.

אימוץ מדיניות דיבידנד חדשה

ביום 16 במרץ 2010 אימץ דירקטוריון החברה מדיניות חלוקת דיבידנד חדשה, לפיה בכפוף להוראות כל דין ולהתניות פיננסיות שבהן תתקשר החברה (אם וככל שתתקשר בעתיד בתניות שכאלו עם גופים פיננסיים ואחרים) ובכלל זה בכפוף להוראות חוק החברות, התשנ"ט-1999 להלן: "חוק החברות", בדבר מבחני החלוקה הקבועים בסעיף 302 לחוק החברות, החברה תחלק מדי תקופה שתקבע על ידי דירקטוריון החברה, כדיבידנד לבעלי מניותיה, עד 50% מהרווח הנקי של החברה באותה תקופה ובלבד שסכום החלוקה לא יעלה על 50% מתזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה (CFO) באותה תקופה, וזאת במועדים שיקבעו על ידי דירקטוריון החברה, לפי שיקול דעתו. עוד נקבע במסגרת מדיניות חלוקת הדיבידנד הנ"ל כי דירקטוריון החברה ידון בחלוקה כאמור מדי רבעון, במסגרת דיוניו אודות הדוחות הכספיים של החברה, הרבעוניים או השנתיים, לפי העניין.

אי תשלום דמי שכירות בנכסים באזור היער השחור בגרמניה

במרץ 2008 השלימה החברה רכישת 50% ממלון וקליניקה רפואית, הממוקמים באזור היער השחור בגרמניה, תמורת כ- 6 מיליון אירו. בנוסף, בחודש יולי 2009 השלימה החברה רכישת 80% מזכויות בשותפות אשר מחזיקה בשטחי קליניקות רפואיות באזור היער השחור בגרמניה תמורת כ- 6.6 מיליון אירו. בשנת 2009, הנכסים הנ"ל הניבו לחברה NOI של כ- 3.7 מיליון ₪ ובהתאם לחוזי השכירות אשר נחתמו עם השוכר (אשר מחזיק בנכסים אלו יחד עם החברה) אמורים להניב לחברה NOI של כ- 6 מיליון ₪ בשנת 2010. נכון למועד דוח דירוג זה, השוכר מפגר בתשלומי שכ"ד בנכסים האמורים ולפיכך, החברה מפעילה את מנגנון הדילול שנקבע עם השוכר, לפיו במידה והשוכר לא ישלם את דמי השכירות ידוללו החזקותיו בנכסים האמורים. יצוין, כי נכון ליום 31.12.2009, הנכסים הנ"ל רשומים במאזן החברה בסכום כולל של כ- 67 מיליון ₪.

אספן גרופ בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.12.2009 (אלפי ₪) :

31.12.2007	31.12.2008	* 30.06.2009	31.12.2009	גיוס הון וחוב	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
5,819	21,114	11,294	28,399		הכנסות ממכירת מבנים וקרקעות
37,584	56,325	33,352	68,643		הכנסות מדמי שכירות
6,350	5,895	2,903	5,622		הכנסות משירותי ניהול
49,753	83,334	47,549	102,664		סך הכנסות
-5,928	-2,147	1,935	10,080		רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
31,522	49,155	30,976	63,318		רווח גולמי מדמי שכירות
-2,303	-276	-9	-629		רווח גולמי משירותי ניהול
32,577	55,907	35,710	67,200		רווח תפעולי
30,643	41,364	14,944	45,571		הוצאות מימון, נטו
-4,279	4,654	15,693	32,128		רווח נקי
21,605	24,064	-1,637	7,515		שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
-20,483	-13,394	16,921	26,492		רווח נקי (הפסד) בנטרול שיערוך נדל"ן להשקעה
564,643	717,243	788,883	804,166	854,166	חוב פיננסי מותאם *
253,402	170,709	149,979	189,413		יתרות נזילות
311,241	546,534	638,904	614,753	664,753	חוב פיננסי נטו
888,851	1,022,660	1,088,977	1,113,481	1,188,481	Cap מותאם *
635,449	851,951	938,998	924,068	999,068	Cap מותאם נטו
268,966	245,448	236,081	262,017	287,017	הון עצמי וזכויות מיעוט
503,155	791,573	844,288	874,189		סך נדל"ן להשקעה
957,187	1,072,251	1,120,398	1,178,244	1,253,244	סך מאזן
-20,112	-9,365	6,737	-11,754		FFO (לפי שיטת תזרים שוטף לפני שינויים בהון חוזר)
-15	-58	47	שלילי		חוב ל- FFO
			56		חוב נטו ל- FFO לאחר נתונים חד פעמיים לפי נתוני החברה
11,126	32,024	37,435	59,786		EBITDA בנטרול שערוכים
17,054	34,171	35,500	49,706		EBITDA בנטרול שערוכים ורווח גולמי ממבנים וקרקעות
28.1%	22.9%	21.1%	22.2%	22.9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
63.5%	70.1%	72.4%	72.2%	71.9%	חוב ל- CAP מותאם
49.0%	64.2%	68.0%	66.5%	66.5%	חוב נטו ל- CAP מותאם נטו

* הנתונים ליום 30 ביוני, 2009, הינם הנתונים למועד דוח הדירוג הקודם. החוב הפיננסי לאותו מועד הותאם בגין תביעה של כ- 19 מיליון ₪ למשרד הבינוי והשיכון.

שיפור ברווחיות החברה כתוצאה מהשבחת וגידול בפורטפוליו הנכסים של החברה וכתוצאה משיפור והגדלת ערכו של מלאי הקרקעות

כפי שצוין לעיל, החברה פועלת להגדיל ולהשביח את תיק נכסיה, תוך מתן דגש לצמיחה בחו"ל. כתוצאה, סך הנדל"ן להשקעה גדל מכ - 792 מיליוני ₪ ביום 31.12.2008 לכ - 874 מיליוני ₪ ביום 31.12.2009. מרבית הגידול מיוחס לרכישות והשבחת נכסים בחו"ל אשר מושכרים בתפוסה מלאה ואשר מגלמים שיעורי תשואה גבוהים מאלו שהוחזקו בחברה בעבר. לפיכך, הרווחיות הגולמית מהשכרת נכסים עלתה לכ - 92% השנה, לעומת כ - 87% אשתקד. כמו כן, נכון למועד דוח דירוג זה, החברה השלימה את מכירת הדירות למגורים בפרויקט כפר הים והדירה האחרונה בפרויקט



תימסר במהלך החודש הקרוב. בנוסף, רווחיות החברה הושפעה לטובה מעליית ערכם של מלאי קרקעות למכירה ומכירת קרקעות נוספות.

הרעה קלה ביחסי האיתנות של החברה בשנת 2009 לעומת שנת 2008 בשל גידול בחוב הפיננסי.

בהתאם לצפוי לאחר גיוס החוב בעת מועד דוח הדירוג הקודם, גידול בחובה הפיננסי של החברה השפיע לרעה על יחסי האיתנות של החברה. אולם השיפור ברווחיות החברה (ראה פסקה קודמת) תרם למיתון מגמה זו ויחס ההון העצמי לסך מאזן החברה ליום 31.12.2009 עומד על כ- 22.2% לעומת יחס של 22.9% ליום 31.12.2008. יחסים אלו הינם סבירים לרמת הדירוג של החברה. כפי שניתן לראות מפרופורמה שלעיל, גיוס החוב וההון הצפויים בחברה, צפויים לשפר את יחסי איתנותה של החברה.

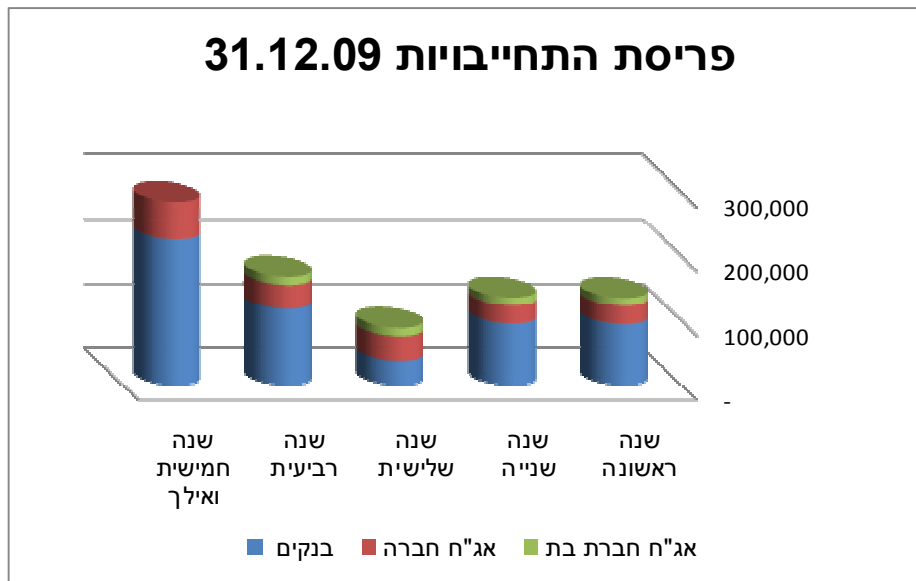
יחסי הכיסוי של החברה אינם בולטים לטובה

יחסי הכיסוי הנוכחיים של החברה אינם בולטים לטובה לרמת דירוגה, כך למשל, ה- FFO, בנטרול מרכיבים לא פרמננטיים, בהתאם לנתוני החברה (למשל, השפעה לרעה של כ- 19 מיליון ₪ עקב הוצאות בגין תביעה למשרד הבינוי והשיכון), עומד על כ- 11 מיליון ₪ ומביא ליחסי כיסוי של כ- 56 (ללא נטרול אותם המרכיבים, ה- FFO הינו שלילי (כ- 11 מיליון ₪)). יצוין כי במועד דוח הדירוג הקודם היחס היה חיובי ועמד על כ- 46, בהתחשב בנתוני גילום שנתי. למרות שיחסי הכיסוי הנ"ל התזרימיות, בהתחשב ברכישות ומימושים אשר פורטו לעיל, צפוי להעמיד את היקף ה- FFO המייצג של החברה על כ- 20-21 מיליון ₪, אשר יוביל את החברה ליחסי כיסוי חוב נטו (בניטרול קרקעות לא מניבות – בהתאם לאסטרטגיית החברה לביצוע מימושן) בסביבות כ- 28-31. כמו כן, החברה חשופה לשינויים בריבית הפריים, שכן חלק מהלוואותיה צמודות לפריים. מידרוג מצפה שהחברה תשמור על רמת יחסי כיסוי אלו על מנת לשמור על דירוגה.

בנוסף, יצוין כי לחברה תזרים מזומנים חיובי, בהיקף של כ- 17 מיליון ₪, מפעילות שוטפת (CFO), הנובע, בין היתר, מפעילותה השוטפת וממכירת מלאי קרקעות ודירות בכפר הים. הפער בין נתון זה לבין ה- FFO נובע, בין היתר, מנטרול אותם פריטים חד פעמיים ברווחיות החברה במסגרת השינויים בהון החוזר של החברה וכן מירידה במלאי קרקעות ומבנים למכירה.

נזילות סבירה ביחס להיקף החלויות של החברה; גמישות פיננסית בינונית עד נמוכה

היקף החלויות השוטפות של החברה בשנה הקרובה עומד על כ- 133 מיליון ₪, הכולל פירעון קרן אג"ח בחברה ובחברה הבת, בהיקף של כ- 40 מיליון ₪. יצוין כי בהתאם לדוח דירוג הקודם של החברה, סכום של כ- 38 מיליון ₪, הופקד בפיקדון ייעודי לצורך פירעון קרן האג"ח בשנת 2010. נציין כי נכון ליום 31.12.2009, לחברה מזומנים, שווה מזומנים ונכסים פיננסיים לזמן קצר, בהיקף של כ- 189 מיליון ₪, המספקים את צרכי המימון השוטפים של החברה ומקנים לחברה מקור לפירעון התחייבויותיה בטווח הקצר - בינוני. בנוסף, רמת מינופם של נכסי החברה בישראל עומדת על כ- 53%, רמת ה-LTV הנ"ל עשויה להקל על מחזור והגדלת חוב בנקאי בעתיד, במידת הצורך. יצוין, כי לחברה נכסים לא משועבדים בשווי לא מהותי של 26 מיליון ₪ אשר ניתן לשעבדם כנגד גיוס חוב נוסף. כמו כן, ישנם נכסים לא משועבדים נוספים, בשווי כולל של כ- 83 מיליון ₪ אשר היתכנות קבלת מימון בגינם, אינה ודאית.



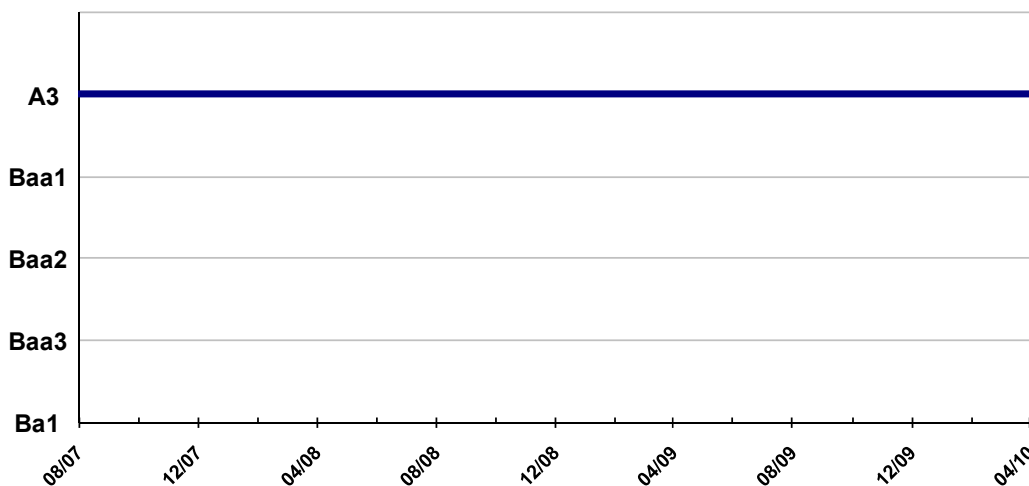
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בהיקף וביציבות תזרים המזומנים מפעילות הליבה של החברה וביחסי האיתנות לאורך זמן
- גידול בהיקפי הפעילות, תוך הגדלת הפיזור הגיאוגרפי ופיזור הפרויקטים, 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 תזרים פעילותה
- הרעה במדינות ובשווקי פעילות החברה, אשר יש בה כדי להשפיע על פעילותה העסקית של החברה

היסטוריית דירוג



אספן גרופ בע"מ, לשעבר אספן בניה ופיתוח בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אספן"), עוסקת, בין במישרין ובין באמצעות חברות בנות שלה, אספן נדל"ן בע"מ ואספן נכסים (1990) בע"מ, בתחום הנדל"ן ופעילותה העיקרית כוללת השכרת מבנים, בעיקר לתעשייה ומלאכה ומתן שירותי ניהול ואחזקה למסחר ומשרדים, בארץ ובחו"ל. נכון ליום 31.12.2009 לחברה ולחברות הבנות מבנים להשכרה בישראל, בשטח כולל של כ- 183 אלף מ"ר, המושכרים לכ- 300 שוכרים בתפוסה של כ- 95%. בנוסף, בבעלות החברה והחברות הבנות, עתודות קרקע לבניה, להשכרה ו/או למכירה, בשטח של כ- 100 דונם באזורים שונים בארץ. נכון ליום 31.12.2009, עוסקות החברה והחברות הבנות שלה, בעיקר ברכישת נכסים מניבים, מבנים מסחריים, בנייני משרדים, שטחי לוגיסטיקה וקליניקות רפואיות, המיועדים להשכרה, בגרמניה ובשוויץ, בשטח כולל של כ- 61 אלף מ"ר, המושכרים בתפוסה של 100%. לחברה פעילות לא מהותית בתחום הנדל"ן למגורים.

בין בעלי מניותיה העיקריים של החברה נמנה צארום רוני, המחזיק בכ- 54.7% מהון מניותיה.

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

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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.

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 פסיקה 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 בעינינו 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 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 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 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 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. 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.