

אשדר חברה לבניה בע"מ

מעקב ו דצמבר 2016

1

אנשי קשר:

דניאל ליפינסקי - אנליסט - מעריך דירוג ראשי
daniell@midroog.co.il

רן גולדשטיין - סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אשדר חברה לבניה בע"מ

אופק הדירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
-------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A3.il ואת אופק הדירוג היציב לאגרות חוב שהנפיקה אשדר חברה לבניה בע"מ.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/05/2020	יציב	A3.il	1104330	סדרה א'
01/01/2021	יציב	A3.il	1123884	סדרה ג'
01/07/2024	יציב	A3.il	1135607	סדרה ד'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך, בין היתר, בהיקף פעילות ופיזור פרויקטים של החברה, המציב אותה כאחת מחברות הייזום למגורים הגדולות בישראל. לחברה פרויקטים בביצוע להקמתן של כ-936 יח"ד בכך- 15 אתרים שונים בישראל, כמו גם, צבר פרויקטים עתידי, בשלבי תכנון שונים, בהיקף של אלפי יח"ד נוספות. בכדי לשמור על היקף הפעילות החברה צפויה להמשיך ולהגדיל את צבר הקרקעות בתקופה הקרובה; לחברה שיעור מכירות גבוה בפרויקטים בביצוע, היוצר נראות תזרימית להכנסות בטווח השנתיים הקרובות, כך גם, החברה צפויה להכיר ברווחים משמעותיים בשנת 2016 לאור מסירת דירות בפרויקטים; החברה מציגה שיפור בשיעורי הרווחיות הגולמית לאורך זמן ומציגה שיעור רווחיות ממוצעת של הפרויקטים בביצוע של כ-18%; דירוג החברה אף נתמך בשיפור ביחסי האיתנות של החברה.

2

יחד עם זאת, נציין, כי החברה רכשה קרקעות חדשות תחת תוכנית "מחיר למשתכן" ותוכנית "מחיר מטרות", הרווחיות מפרויקטים הללו צפויה להיות נמוכה מפרויקטים אחרים וככל שהחברה תגדיל את חשיפתה באופן משמעותי לפרויקטים מסוג זה, מידרוג תראה בכך עליה ברמת הסיכון בפעילות החברה.

אשדר חברה לבניה בע"מ - נתונים עיקריים

31/12/2013	31/12/2014	30/09/2015	31/12/2015	30/09/2016	מטבע: א' ש"ח
765,377	786,442	615,168	899,155	650,663	סה"כ הכנסות
132,481	82,290	84,168	153,356	137,561	סה"כ רווח גולמי
77,687	26,271	30,774	71,954	67,207	סה"כ רווח (הפסד) כולל
351,353	205,328	231,949	256,485	268,227	יתרות נזילות
977,582	817,144	811,359	845,390	849,296	חוב פיננסי
626,229	611,816	579,410	588,905	581,069	חוב פיננסי נטו
1,359,009	1,186,258	1,204,624	1,280,016	1,322,623	CAP
1,007,656	980,930	972,675	1,023,531	1,054,396	CAP נטו
433,321	426,470	444,802	486,087	522,027	הון עצמי וזכויות שאינן מקנות שליטה
695,123	601,142	619,544	531,712	442,961	מקדמות מלקוחות
1,692,171	1,565,534	1,522,870	1,615,202	1,650,874	מאזן בניית מקדמות מלקוחות
72%	69%	67%	66%	64%	חוב ל- CAP
62%	62%	60%	58%	55%	חוב נטו ל- CAP נטו
26%	27%	29%	30%	32%	הון עצמי למאזן בניטרול מקדמות מלקוחות
28,359	(3,621)	24,274	68,057	68,647	FFO
34	שלילי		12		חוב ל- FFO במונחים שנתיים
22	שלילי		9		חוב נטו ל- FFO, במונחים שנתיים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

היקף הפעילות של החברה מציב אותה כאחת מחברות הייזום למגורים הגדולות בישראל, בשנים האחרונות החברה רכשה קרקעות בהיקף משמעותי

בהתאם לנתוני החברה, נכון ליום ה-30/09/2016, החברה נמצאת בשלבי הקמתן של כ-936 יח"ד במגוון של פרויקטים, בערים שונות, הכולל הפעלה של כ-15 אתרים ברחבי הארץ. היקף הפעילות ופיזור אזורי הפעילות ממצב את החברה כאחת מחברות הייזום למגורים הגדולות בישראל. כיום עיקר הפרויקטים בביצוע של החברה הינם במרכז הארץ באזורי ביקוש, המיועדים למגוון רב של לקוחות, בעיקר למעמד הביניים, לצד פרויקטים יוקרתיים יותר במרכזי ערים. במהלך השנים האחרונות החברה הגדילה את היקף הפרויקטים מסוג קומביניציה, תמ"א 38 ופינוי בינוי כך שנכון למועד זה כ-47% מיח"ד בהקמה הינן מפרויקטים אלו.

לחברה צבר קרקעות משמעותי, הכולל יח"ד המיוחסים לפרויקטים מסוג "מחיר למשתכן", יח"ד מסוג פינוי בינוי (שרמת הוודאות באשר להוצאתם לפועל הינה בינונית) ושאר הצבר מורכב מעסקאות קומביניציה ותמ"א.

נציין כי מתחילת שנת 2016 ועד למועד דוח זה החברה רכשה זכויות בשני פרויקטים במסגרת מחיר למשתכן: 213 יח"ד בשני מגרשים בשכונת קריית אליעזר בחיפה ו-244 יח"ד בשלושה מגרשים בשכונת החותרים בטירת הכרמל. הקרקעות שנרכשו הינן בעלות זמינות נמוכה יחסית לתחילת בניה ותלויות בפיתוח הנדרש טרם ניתן להתחיל בבניה. נציין כי להערכת מידרוג, הרווחיות בפרויקטים מסוג "מחיר למשתכן" ו"מחיר מטרה" צפויה להיות נמוכה מהממוצע והינה בעלת מאפייני בסיכון גבוהים יותר מפרויקטים אשר אינם תחת מגבלת מחיר ובעלי שיעורי רווחיות נמוכה.

בכדי לשמר את רמת הפעילות הנוכחית, לאורך זמן, החברה צפויה לפעול לאיתור ורכישה של קרקעות חדשות לצד איתור וחתימה על פרויקטים נוספים מסוג קומביניציה תמ"א ופינוי בינוי (בעיקר בערים המרכזיות בשל מחירי מכירה גבוהים באזורי ביקוש).

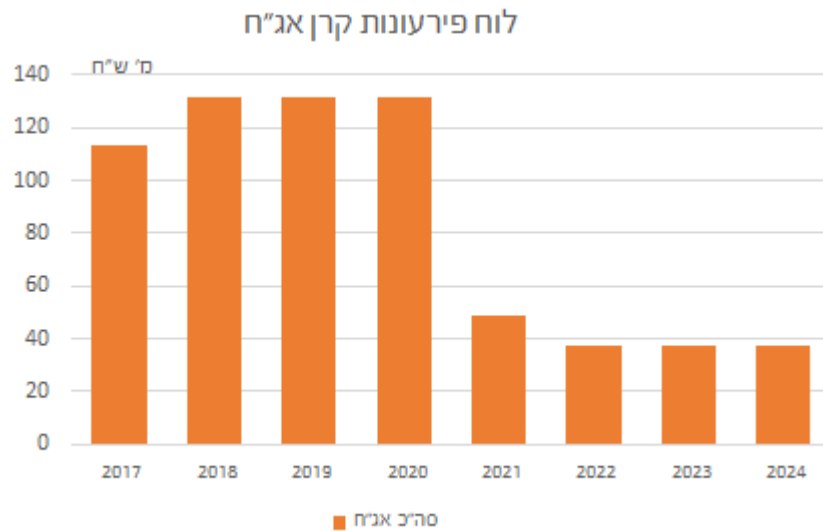
יחסי איתנות ההולמים את רמת הדירוג, לאור הבשלת פרויקטים צפוי שיפור בתזרים הפנוי וביחסי הכיסוי בשנתיים הקרובות

במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2016 ובמהלך שנת 2017 החברה צפויה לסיים את הקמתן של כ-450 יח"ד נוספות (חלק חברה). נציין כי עד ליום ה-30/09/2016 החברה מסרה כ-350 יח"ד. על פי נתונים שנמסרו מהחברה, שיעור המכירה של יח"ד נוספות שהקמתן צפויה להסתיים ברבעון הרביעי לשנת 2016 עומד על כ-95% ושל הפרויקטים הצפויים להסתיים בשנת 2017 על כ-71%. שיעורי המכירה הגבוהים יוצרים נראות תזרימית גבוהה מהפרויקטים. מלאי יח"ד שבניתם הסתיימה ושטרם נמכרו הינו מצומצם ובוולט לטובה, הן במספר יח"ד והן בהיקפם אל מול היקף הפעילות של החברה.

במהלך השנה האחרונה חל שיפור ביחסי האיתנות של החברה, לאור הקטנת החוב נטו בשל גידול בנזילות, כך שנכון ליום ה-30.9.2016 יחס חוב נטו ל-CAP נטו עמד על כ-55% (לעומת כ-60% במועד הדירוג הקודם). הון החברה ליום 30.9.2016 עמד על כ-522 מיליון ₪ (לעומת כ-430 מיליון ₪ במועד הדירוג הקודם) איתנות החברה בולטת לחיוב והיקף ההון העצמי הולם את רמת הדירוג.

נזילות טובה וגמישות פיננסית סבירה ביחס לצרכי שרות החוב של החברה

נזילות החברה, עומדת על כ-268 מ' ₪ ליום ה-30/09/2016 (כולל נ"ע ערך סחירים) עומס פירעונות אגרות החוב של החברה לשנת 2017 עומד על כ-113 מיליון ₪ ולשנים 2018-2020 עומד על כ-130 מ' ₪ בשנה. נזילות זו הינה מספקת לצורך שירות החוב בטווח הקצר וזאת אף בהתחשב בהשקעות חדשות בהיקף דומה לשנים הקודמות.



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול נוסף בהיקף ההון העצמי של החברה
- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ועתודות הקרקע של החברה תוך שמירה על יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

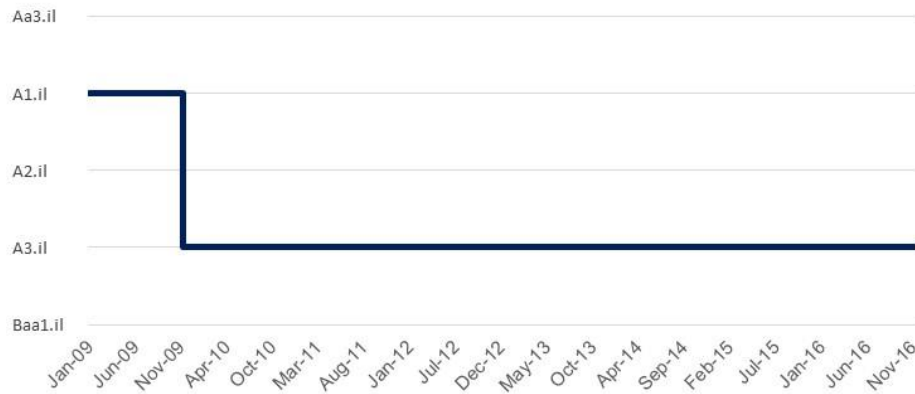
- הרעה ביחסי האיתנות לאורך זמן
- קיטון בתזרימי המזומנים ופגיעה ביחסי הכיסוי
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה

4

אודות 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.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אשדר חברה לבניה בע"מ פעולת דירוג - מרץ 2016](#)

[דירוג חברות גדל"ן יזום למגורים - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

5

מידע כללי

04.12.2016	תאריך דוח הדירוג:
16.03.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
06.05.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אשדר חברה לבניה בע"מ	שם יזום הדירוג:
אשדר חברה לבניה בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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 לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכויי אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל משקיע, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה. דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.