

# Moinian Limited

מעקב ופעולת דירוג | יוני 2024

**אנשי קשר:**

גיל רז

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

[Gil.r@midroog.co.il](mailto:Gil.r@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל

סמנכ"ל, ראשת תחום נדל"ן

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## Moinian Limited

דירוג מנפיק	Baa2.il	בחינת דירוג עם השלכות לא וודאיות
סדרה ב'	Baa2.il	בחינת דירוג עם השלכות לא וודאיות

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa2.il לאג"ח סדרה ב' שהנפיקה Moinian Limited (להלן: "החברה") וכן קובעת דירוג מותנה <sup>1</sup>(P) Baa2.il לאג"ח סדרה ג' חדשה שמתכננת החברה להנפיק בסך של עד 335 מיליון ₪ ערך נקוב. תמורת גיוס אג"ח סדרה ג' מיועדת על ידי החברה לתשלום הסופי והמלא של אג"ח סדרה ב' העומדות לפירעון ביום 30.12.2024. דירוג המנפיק והסדרות נותר תחת בחינה אך מידרוג משנה את כיוון הבחינה מהשלכות שליליות להשלכות לא וודאיות. התנאי להסרת סימון הדירוג המותנה P לדירוג אג"ח סדרה ג' הינו קבלת שטר נאמנות סופי להנפקת האג"ח.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1143015	Baa2.il	בחינה דירוג עם השלכות לא וודאיות	30/12/2024

## שיקולים עיקריים לדירוג

- הותרת הדירוג תחת בחינה הינה בשל הנזילות החלשה של החברה למול חלות קרן אג"ח סדרה ב' לפירעון ביום 30.12.2024 בסך כ- 334.1 מ' ₪ ערך נקוב (כ- 91.5 מ' דולר) ובתוספת ריבית. ליום 31.03.2024 בקופת החברה (סולו) כ- 2.6 מ' דולר בלבד לאחר תשלום הפרעון הקודם של אג"ח ב' בדצמבר 2023. החברה בוחנת מספר חלופות לתשלום אג"ח ב' ובתוך כך, מכירת נכסים ו/או הכנסת שותף בנכס מהותי ו/או מימון מחדש של נכס מהותי, וכן החברת בוחנת גיוס אג"ח בגובה היקף הפירעון. לחברה אין הסכם חתום למכירת נכס או הכנסת שותף או מימון מחדש ולפיכך למידרוג אין וודאות באשר למקורות המזומנים של החברה לצורך הפירעון ולעיתוי השגת מקורות אלו. ככל שהחברה תצליח בגיוס אג"ח ג' נשוא פעולת הדירוג, בהיקף ובעיתוי הנדרשים לחברה, כתלות גם במחיר הגיוס, הדבר יוביל לשיפור נזילות החברה, בהינתן לוח הסילוקין המתוכנן של אג"ח ג', של 3 תשלומים שווים על פני השנים 2026-2028 (זאת על פי טיוטת תשקיף הנפקה שפרסמה החברה מיום 29.05.2024), ועשוי להוביל גם לשיפור הדירוג לאורך זמן. ככל שהחברה לא תשיג את המקורות הנדרשים לפירעון האג"ח בחודשים הקרובים הדבר עלול להוביל להורדת הדירוג. יש לציין כי במהלך שנת 2022 ובעיקר בשנת 2023 בעל המניות של החברה (100%) מר ג' מויניאן העמיד לחברה מקורות שתמכו בפירעונות אג"ח סדרה ב' באותן שנים, באמצעות הלוואות בעלים נחותות. בשלב זה מידרוג לא הניחה המשך תמיכה מצד הבעלים בהיעדר מידע קונקרטי.
- דירוג החברה משקף בין היתר את החולשה בענף הנדל"ן המניב בארה"ב ובניו-יורק, לאור העלייה החדה והמהירה בשיעורי הריבית אשר הובילה להאטה בקצב ההשקעות והעסקאות, לקושי בהשלמת עסקאות מכירה ומימון מחדש וללחץ על מחירי הנכסים בשל כך. להערכת מידרוג גורמים אלו מכבידים על הגמישות הפיננסית של החברה ומעלים את סיכון האשראי.
- דירוג החברה נתמך בפעילותה בתחום הנדל"ן המניב למשרדים, למגורים ולמסחר בעיקר במנהטן ובברוקלין שבניו יורק, ומאופיינת בסביבה כלכלית יציבה לאורך זמן. החברה מחזיקה ביחד עם שותפים בשיעורים שונים 11 נכסי נדל"ן מניב המוערכים על ידי מידרוג כבעלי איכות גבוהה ומצויים בתפוסה ממוצעת של כ- 88% נכון לסוף שנת 2023. הפרופיל העסקי של החברה מוגבל בשל פיזור פעילות נמוך יחסית, כאשר שני הנכסים העיקריים מהווים כ- 45% מחלקה של החברה בשווי נדל"ן להשקעה של הנכסים וכ- 54% מחלקה של החברה ב- NOI של הנכסים.

<sup>1</sup> (P) - מידרוג מציבה דירוגים מותנים כאשר כניסת הדירוג לתוקפו כפופה להתקיימות נסיבות המפורטות בדו"ח הדירוג, בין היתר, כאשר כניסת הדירוג לתוקף כפופה להשלמות שונות. להגדרת "דירוג מותנה" ראה קישור למסמך סולמות הדירוג של מידרוג בפרק דוחות קשורים.

- להערכת מידרוג, נכסי החברה צפויים להציג בשנים 2024-2025 NOI מותאם (מאוחד בתוספת איחוד יחסי של חברות כלולות) של 85-90 מ' דולר לשנה, לעומת כ- 82 מ' דולר בשנת 2023. עיקר הגידול צפוי לנבוע מעלייה בשיעור התפוסה בנכסי המולטי פמילי וגידול בהכנסות המלון (W123) בהתאם להסכם השכירות. הגידול מקוזז בחלקו בירידה ב-NOI מנכס 572 לאור המכירה הצפויה של 70% מזכויות החברה בנכס (ירידה בשיעור האחזקה מ-50% ל-15%). להערכת מידרוג, הגידול ב- NOI מותאם בשנים 2024-2025 צפוי להביא לגידול ב- FFO מותאם לטווח של 26-28 מ' דולר לשנה לעומת FFO מותאם של כ- 24.6 מ' דולר וכ- 21.8 מ' דולר בשנים 2023 ו-2022, בהתאמה.
  - יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO מותאם עמד בשנים 2023 ו-2022 על 50, ו-52, בהתאמה. מידרוג מניחה כי יחס הכיסוי ישתפר לטווח של 40-42 בשנים 2024-2025. עיקר השיפור, מהגידול ב- FFO וקיטון בחוב הפיננסי בעקבות הירידה באחזקה בנכס כנזכר לעיל. יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו על פי דוחותיה המאוחדים ל-31.12.2023, עמד על כ- 47%, ולאחר התאמות מידרוג - 58% לאותו מועד. בתרחיש הבסיס, מידרוג מעריכה כי יחס חוב נטו ל- CAP נטו מותאם יעמוד בטווח של 55%-58%, עיקר הירידה במינוף צפויה בשנת 2024 בעקבות מכירה של נכס ותזרים שוטף נטו מהנכסים.
  - גמישותה הפיננסית של החברה חלשה בשל היקף זניח של נכסים לא משועבדים, קירבה לאמות מידה פיננסיות במספר הלוואות מובטחות בנכסים, וכאמור חולשה בענף הנדל"ן המניב בארה"ב ובנגישות של בעלי נכסים למקורות מימון ברקע עליית הריבית. איכות נכסיה של החברה יחד עם יחס חוב מובטח ליתרת הנדל"ן להשקעה הצפוי לנוע בטווח של 55%-60%, מהווים גורמים ממתנים. יש לציין עוד כי סיכון מימון מחדש של הלוואות המובטחות בנכסי החברה מתון יחסית בשנת 2024 ועולה לקראת סוף שנת 2025.
  - מדיניות פיננסית בולטת לשלילה לאורך זמן ואי שמירה על יתרות נזילות מספקות תוך הסתמכות מעת לעת על בעל השליטה, על מימוש נכסים ועל מחזור הלוואות לצורך שירות החוב. מדיניות החברה לשמירה על יתרות נזילות לתשלום קרן וריבית אג"ח, לפחות 5 חודשים מראש לא הוכיחה את עצמה בשנה האחרונה. לחברה עדיין אין מקורות וודאיים לשירות החוב בסוף שנת 2024 והוא נסמך על מחזור חוב ו/או מכירת נכסים ו/או הגדלת חוב מובטח בנכסים.
- תרחיש הבסיס של מידרוג** כולל איחוד יחסי של חברות כלולות הרשומות בספרי החברה בהתאם לשווי מאזני, התאמות לחוב מובטח, סיווג הלוואת בעלים שהועמדה על ידי בעל השליטה כהון עצמי, השלמת מכירת 70% מנכס 572, יזום פרויקט מסחר ומשרדים בקרקע 220 11th Avenue וכן הובאה בחשבון שחיקת שווי נכסי נדל"ן להשקעה.

### שיקולים נוספים לדירוג

הדירוג Baa2.il נמוך ב- 2 נטשים מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג. מידרוג הביאה בחשבון לשלילה את סיכון המחזור של החוב הלא מובטח (אג"ח ב') העומד לפירעון ביום 30.12.2024, כאשר במקרה בו גיוס האג"ח המתוכנן יושלם בהיקפים נמוכים יותר או שלא יושלם כלל, אזי החברה תלויה במימוש נכסים כמקור עיקרי לפירעון החוב. החברה אינה נוהגת לשמור נזילות זמן הולם מראש לצורך הפירעון. הדירוג הושפע לשלילה גם מהיקף התזרים החופשי שנובע לחברה מהנכסים ביחס להיקף חלויות האג"ח. בנוסף, הובאה לשלילה העובדה כי מרבית נכסי החברה מוחזקים עם שותפים. בחלקם החברה מקבלת את החלטות, עם זאת בנכסים מסוימים נדרשת הסכמת השותפים, דבר אשר עשוי להעיב על יכולת מימוש או משיכת דיבידנדים.

### אופק הדירוג

דירוג החברה מצוי תחת בחינה בשל נזילותה החלשה של החברה למול חלויות האג"ח סדרה ב' בשנת 2024 כמתואר לעיל. כיוון הבחינה שונה משלילי ללא וודאי בשל מהלך החברה לגיוס אג"ח סדרה ג', שאם יעלה בהצלחה בהיקף ובמחיר המצופים על ידי החברה, יוביל לשיפור בנזילות החברה. דירוג החברה עשוי להשתפר לאורך זמן ככל שמידרוג תעריך כי חל שיפור בנזילות ובגמישותה הפיננסית של החברה. דירוג החברה עלול לרדת בטווח הקצר אילו החברה לא תצליח להציג בחודשים הקרובים מקורות וודאיים לשירות האג"ח. מידרוג תוסיף לבחון את התפתחות המקורות של החברה.

**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- שיפור מתמשך בנזילות החברה לרבות צבירת מזומנים עודפים
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה, לרבות שיפור בסביבה הכלכלית בתחום הנדל"ן המניב בארה"ב
- גידול בהכנסה מהנכסים המניבים ובתזרימים המתקבלים בחברה בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג או מעבר אליו

**גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:**

- אי שיפור בנזילות החברה
- ירידה בהיקף FFO ביחס להערכת מידרוג בתרחיש הבסיס ועלייה ביחס כיסוי חוב נטו ל-FFO
- עלייה משמעותית ביחס המינוף חוב נטו לקאפ נטו

**Moinian Limited (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני דולר**

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024	
1,923	1,844	1,715	1,737	1,728	סך מאזן מאוחד
58.0%	57.8%	55.1%	57.3%	57.5%	חוב נטו / CAP נטו מותאם *
27.7	15.1	21.8	24.6	6.2	FFO מותאם *
45.7	78.3	51.7	49.2	48.5	חוב נטו מותאם / FFO מותאם *

\* FFO מותאם וחוב פיננסי נטו מותאם מחושבים על ידי מידרוג על בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה ובתוספת חלק החברה (איחוד יחסי) ב-FFO ובחוב נטו של חברות כלולות הרשומות בספרי החברה על בסיס שווי מאזני.

**פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**

**סביבת הפעילות**

**התמקדות בנכסי משרדים ומולטי-פמילי במיקומים מרכזיים בניו יורק, בסביבת פעילות מאתגרת בתחום הנדל"ן המניב ברקע העלאת הריבית**

החברה פועלת בארה"ב בעיקר במגזר הנכסים המניבים למשרדים ומסחר ולמגורים, מרבית הפעילות מרוכזת במנהטן ובברוקלין, ניו-יורק. לחברה נכס נוסף למגורים במיאמי. מרבית נכסי החברה הינם במיקומים מרכזיים ומרביתם בעלי טרק רקורד ארוך.

ארה"ב מדורגת Aaa באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בכוח כלכלי יוצא דופן המתבטא בגיוון, תחרותיות, רמת הכנסה גבוהה לנפש וכן, חשיפה נמוכה לסיכוני נזילות בשל תפקידיו המרכזיים של הדולר האמריקאי ושוק האג"ח של ארה"ב במערכת הפיננסית העולמית. יחד עם זאת, Moody's מציינת כי האתגר של ארה"ב הוא ירידה צפויה בנגישות לחוב של הבנק הפדרלי. הגידול בתוצר צפוי להצטמצם ולהסתכם בשנים 2023 ו-2024 בשיעור של 2.5% ו-2.1%, בהתאמה, לעומת 1.9% במהלך שנת 2022. עפ"י הערכת Moody's<sup>2</sup> כלכלת ארה"ב עשויה להיכנס למיתון קל עם השפעה מלאה של התנאים הפיננסים ההדוקים בעיקר בשל העלאת הריבית של הבנק המרכזי מתוך מטרה לחזור לסביבת אינפלציה נמוכה ויציבה. עם זאת המיתון ישפיע במידה נמוכה על שוק העבודה בניגוד למשברים קודמים כך שבהדרגה שיעורי האבטלה יעלו לטווח 3.9%-4.1% בשנים 2024-2025 לעומת שיעור של 3.6% בשנת 2023.

ענף הנדל"ן המניב למשרדים בניו יורק, האחראי לעיקר הכנסותיה של החברה, נשען בדרך כלל על חוזי השכרה ארוכי טווח התורמים לנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. עפ"י JLL<sup>3</sup>, נכון לרבעון הראשון בשנת 2024 שיעור ההשכרות

Government of the United States - Credit Opinion, April 2024 2  
jll-us-office-insight-q1-2024-new-york 3

החדשות בתחום המשרדים עמד על כ- 4.3 מ' ר"ר לעומת כ- 7.4 מ' ר"ר ברבעון הרביעי בשנת 2023, הרבעון החזק ביותר בשנת 2023, ובסה"כ כ- 23.1 מ' ר"ר בשנת 2023 כולה. החל משנת 2020 שוק המשרדים בניו יורק הציג עלייה בשיעור האי-תפוסה ונכון ל-31.12.2023 עמד שיעור זה על כ- 17% ועלה מעט לכ-17.5% ברבעון הראשון של שנת 2024. המחיר המבוקש להשכרה לר"ר עמד בממוצע על כ- 81 דולר ברבעון הרביעי לשנת 2023 וירד לכ- 80.5 דולר ברבעון הראשון בשנת 2024. המחיר להשכרת משנה (Sublease) עמד על 58.3 דולר לר"ר.

ענף ההשכרה למגורים בארה"ב מאופיין על ידי מידרוג בביקושים ובמחירים יציבים יחסית ובשיעורי תפוסה גבוהים על פני הזמן, התורמים באופן חיובי ליציבות ההכנסות. נכסי מולטיפמלי הם עתירי תחזוקה יחסית לנכסי נדל"ן מניב אחרים. חוזי השכירות בענף חד-שנתיים ותחלופת שוכרים גבוהה עלולה להעמיס על העלויות. מאפיינים אלה, עלולים לייצר תנודתיות בתזרים המזומנים על פני זמן. הביקוש מצד משקיעים לנכסי מולטיפמלי חזק לאורך זמן, וכן גם היכולת לממן מחדש נכסים אלה, כתלות גם באיכות הנכסים ורמתם. חרף ביצועים תפעוליים טובים של נדל"ן למגורים בארה"ב ומולטי פמילי בפרט, העלאת הריבית הובילה להעלאת שיעורי ה-CAP ולוחצת על שווי הנכסים ועל התזרים השירי (כתלות ברמת המינוף). היצרות מקורות המימון מהמערכת הבנקאית, מקשה על מימון מחדש של עסקאות הענף בשנה האחרונה.

## פרופיל עסקי

### נכסים במיצוב טוב בזכות מיקומים מרכזיים וביצועים תפעוליים טובים יחסית, לצד ריכוזיות נכסים

נכון ל-31.03.2024 צבר הנכסים של החברה כלל 11 נכסים מניבים בעיקר בניו-יורק באזור מנהטן וברוקלין, במיקומים מרכזיים ומרכזיים מאוד. לחברה חשיפה מהותית לפעילות בסקטור המשרדים משולבי קומות מסחר מהווה כ- 70% מהשווי הנכסי הנקי (NAV) המיוחס לחברה<sup>4</sup> וכ- 63% מ- NOI המיוחס לחברה, ואילו פעילות המגורים להשכרה מהווה כ- 24% וכ- 31%, בהתאמה. בנוסף, בבעלות החברה נכס מלונאי אשר מושכר למפעיל חיצוני.

שיעורי התפוסה בנכסי החברה נשמרו עם ממוצע של 88% ליום 31.12.2023 לעומת 87% ב-31.12.2022. מרבית הנכסים מציגים תפוסה של מעל ל-90%, מלבד הנכסים 245 עם 70% West Gramercy עם שיעור תפוסה של 67% (100% תפוסה במסחר ו-61% במשרדים) ו-1428 Fulton עם שיעור תפוסה של 70%, אשר להערכת החברה צפוי לעלות קרוב ל-100% במהלך שנת 2024, לאחר אכלוס יחידות דיור מסוג דיור בר השגה. מח"מ חוזי השכירות בנכסי המשרדים עמד על ממוצע של 4.5 ובמסחר- ממוצע של 7 שנים.

הנכס המרכזי של החברה ("3cc") 3 Columbus Circle אחראי לכ- 26% מה- NAV של הנכסים לפי חלקה היחסי של החברה ולכ- 30% מחלקה של החברה ב- NOI של הנכסים. הנכס מציג נתונים יציבים ועמידים יחסית בתקופה בה שוק המשרדים בארה"ב ובניו-יורק מצוי תחת אתגרים בדמות שיעורי אי-תפוסה גבוהים היסטורית, ירידת שווי וקשיי מימון. הנכס הינו בניין לשימוש משרדי וקמעונאי קלאס A בשטח להשכרה של כ- 746 א' ר"ר הממוקם על כיכר קולומבוס בניו יורק. הנכס עמד בשיעור תפוסה של 99% בסוף שנת 2023 עם מח"מ חוזים של כ- 7.6 שנים בחלק המשרדים וכ- 11.9 בחלק המסחרי, נכון לסוף 2023. הנכס מוצג בספרי החברה ל-31.12.2023 על בסיס שווי מאזני, המשקף לנכס שווי הנאמד בכ- 1.04 מיליארד דולר (100%), בהשוואה לכ- 1.1 מיליארד דולר ל-31.12.2022 וכ- 1.15 מיליארד דולר ל-31.12.2021. החברה מחזיקה בנכס בשיעור אחזקה אפקטיבי של כ- 24.27% לפני promote ובשיעור אחזקה אפקטיבי של 33.31% כולל promote. על פני נתוני החברה, שווי של הנכס לסוף שנת 2023 מגלם שיעור היוון של כ- 7% ושיעור קאפ של כ- 5.5%. נכס מהותי נוסף הינו 545-535, האחראי לכ- 24% מה- NAV המיוחס לחברה ולכ- 24% מחלקה של החברה ב- NOI של הנכסים. הנכס מורכב משני בנייני משרדים עם קומת מסחר בשטח להשכרה של כ- 510 א' ר"ר, הממוקמים בין הרחובות 44-45 על השדרה החמישית בניו יורק.

<sup>4</sup> חלק החברה היחסי בשווי הנכסי הנקי (NAV) של כלל הנכסים.

להערכת מידרוג, נכסי החברה צפויים להציג בשנים 2024-2025 NOI מותאם<sup>5</sup> של 85-90 מ' דולר, לעומת כ- 82.3 מ' דולר בשנת 2023. עיקר הגידול נובע מעלייה בשיעור התפוסה הממוצע השנתי בנכס המולטי פמילי Bezel במיאמי לאור יצוב הנכס ואכלוס יח"ד בר השגה בנכס המולטי פמילי 1428 Fulton וכן גידול בדמי השכירות במלון W123 (בהתאם לחוזה מול השוכר). הגידול מקוזז בחלקו מהמכירה הצפויה של 70% מזכויות החברה בנכס 572 (ירידה מ-50% החזקה ל-15%).

נכסי החברה מוחזקים עם שותפים, חלקם הגדול עם בעל השליטה וצדדים קשורים לבעל השליטה. בכל אחד מהנכסים קיים מנגנון ניהול המגדיר את חלוקת הזכויות בין השותפים לגבי הניהול השוטף של הנכסים וקבלת החלטות מהותיות. להערכת מידרוג, מבנה החזקות זה מורכב ועשוי להכביד על יכולת החברה לממש נכסים במידת הצורך, והיווה גורם שלילי בהערכת איכות הנכסים.

## פרופיל פיננסי

### יחס כיסוי איטי ותנודתי מפוצה במידה חלקית מצד רמת מינוף מתונה

חוב פיננסי ברוטו מותאם ל- 31.12.2023 עמד על כ- 1.22 מיליארד דולר, בהשוואה לכ- 1.15 מיליארד דולר ב- 31.12.2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, מידרוג צופה כי חוב ברוטו מותאם ינוע בטווח של 1.19-1.13 מיליארד דולר. עיקר השינויים בחוב הינם בגין מכירת 70% מהחזקת החברה בנכס 572 וקישור בחוב המאוחד של 90 מ' דולר וכן גידול בחוב בגין הקמת פרויקט בקרקע 220, בסכום מוערך של 60 מ' דולר במהלך שנת 2025.

נכסי החברה נושאים הלוואות מובטחות בסך כ- 1.8 מיליארד דולר (במונחי 100%) נכון ל- 31.03.2024, מכך כ- 76 מ' דולר (במונחי 100%) עומדים לפרעון עד לסוף שנת וכ- 558 מ' דולר (במונחי 100%) עומדים לפרעון בשנת 2025, והיתר משנת 2028 ואילך. עיקר סכום הלוואות העומד לפרעון בשנת 2025 מיוחס לנכס המשרדים 535-545 (כ- 310 מ' דולר במונחי 100%) ולנכס המולטי פמילי במיאמי Bezel (כ- 185 מ' דולר במונחי 100%). מרבית הלוואות על נכסי החברה נושאות כיום ריבית קבועה, בשיעור נמוך יחסית לריבית השוק, מלבד הלוואות בנכסים Fulton ו- Bezel הממומנים בריבית מבוססת SOFR. על בסיס הערכות החברה, מידרוג הביאה בחשבון כי מחזור/הארכת הלוואות בשנים 2024-2025 יישא עלייה בשיעור הריבית בהתאם לריבית השוק. כמו כן, החברה מתכננת למחזר גם את יתרת האג"ח. בהתאם לכך, סך הוצאות המימון של החברה על בסיס מותאם צפויות לעלות במידת מתונה יחסית בשנת 2024 ובמידה גבוהה יותר בשנת 2025, בהתאם למח"מ הלוואות.

הגידול הצפוי ב- NOI מותאם בשנים 2024-2025 ביחס לשנת 2023, לצד גם גידול מסוים בהוצאות המימון, צפוי להביא לגידול ב- FFO מותאם, לטווח של 26-28 מ' דולר לשנה, זאת בהשוואה ל- FFO מותאם של 24.4 מ' דולר ו- 21.8 מ' דולר בשנים 2023 ו- 2022, בהתאמה. יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO מותאם עמד בשנים 2023 ו- 2022 על 49 ו- 52, בהתאמה. מידרוג מניחה שיפור ביחס לטווח של 40-42 בשנים 2024-2025 בעקבות גידול ה- FFO וקישור מסוים בחוב הפיננסי. יש להדגיש כי יחסי הכיסוי של החברה איטיים מאוד ותנודתיים מאוד לאור היקף ה- FFO. יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו על פי דוחותיה המאוחדים של החברה ל- 31.03.2024 עמד על כ- 47.6%. לאחר התאמות מידרוג, הכוללות התאמת חוב בשווי הוגן בגין הלוואות מסוג Liberty bond, התאמת מנגנון Promote בנכסים בהם הוא לא בתוקף, איחוד יחסי של חברות כלולות וסיווג הלוואות בעלים כהון עצמי, עומד יחס זה על כ- 58% ליום 31.03.2024. יש לציין כי בשנת 2023 רשמה החברה בדוחותיה המאוחדים ירידת ערך נדל"ן להשקעה בסך 80 מ' דולר וכן הפסדי כלולות בסך כ- 60 מ' דולר הנובעים בעיקר מירידת ערך נדל"ן להשקעה. תחת תרחיש הבסיס, הכולל השקעות Capex בהיקף ממוצע של 2 מ' דולר בשנה, מכירת 70% מהחזקת החברה בנכס 572, הנחת שחיקה בשווי נדל"ן להשקעה, מידרוג מעריכה כי יחס זה ירד לטווח של 58%-55%, עיקר הירידה במינוף צפויה בשנת 2024 בעקבות מכירה של חלק הזכויות בנכס 572 ותרומת ה- FFO לנזילות.

<sup>5</sup> נתוני NOI, FFO וכן היחסים הפיננסיים המוצגים להלן על בסיס "מותאם" חושבו על ידי מידרוג על פי נתוני הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה (כולל זכויות המיעוט בנכסים ובהתייבויות) ובתוספת חלקה היחסי של החברה בחברות כלולות המוצגות על בסיס שווי מאזני. התאמות ספציפיות נוספות צוינו בנפרד.

סיווג הלוואת הבעלים כהון עצמי בוצע לאור תנאי הלוואה ובהתאם לשיקולים הבאים המבוססים על המתודולוגיה של מידרוג<sup>6</sup>: הלוואת הבעלים נחותה לאג"ח הקיימות בחברה, לחובות הקיימים והעתידיים; הלוואה אינה נושאת ריבית; אין להלוואת הבעלים אמות מידה פיננסיות; מועד הפירעון המקורי נקבע ליום 1 בינואר 2025 (לאחר פרעון אג"ח סדרה ב') ועודכן ביום 28.05.2025 ל- 1 ביולי 2028 - לאחר מועד הפירעון המתוכנן של אג"ח סדרה ג' החדשה; קיימת זהות אינטרסים כלכליים בין ההון העצמי השייך לבעלי המניות לבין הלוואת הבעלים - הלוואת הבעלים הועמדה על ידי מר ג'ו מויניאן, המחזיק ב-100% ממניות החברה.

### **גמישות פיננסית חלשה לאור מיעוט נכסים לא משועבדים ומגבלות חלוקה בחלק הנכסים - גיוס האג"ח צפוי להוביל לשיפור בניזילות החברה אך זו תיוותר צרה**

כל נכסי החברה משועבדים לטובת מממנים למעט 4 בניינים בנכס West Gramercy וזכויות אויר בנכס 572, המהווים 1% מסך המאזן. לחברה גמישות פיננסית לאור שיעורי המינוף על הנכסים המשועבדים, כאשר היחס בין החוב המובטח ליתרת הנדל"ן להשקעה צפוי לנוע בטווח של 55%-60%. להערכת מידרוג, הנגישות של החברה למקורות מימון נתמכת באיכות טובה של נכסיה, אולם נגישות זו נפגעה בתקופה האחרונה בשל סביבת הריבית בארה"ב וקושי לממן נכסים בשיעור מימון גבוהים יחסית לשנים האחרונות שלפני העלאת הריבית.

בהתאם לדיווח החברה, נכון ל- 31.03.2024 מספר הלוואות מובטחות בנכסי החברה מצויות בהפרה של אמות מידה פיננסיות (בקשר עם הלוואה אחת בנכס PLG) או בקירבה לאמות מידה פיננסיות או תחת מגבלה של המממנים (בקשר עם הנכסים 123 Washington ו- Bezel) באופן שלא מאפשר משיכת מזומנים מחברות הנכס. החברה מעריכה כי המגבלות ישתחררו בשנים 2024 ו- 2025 עם השיפור בביצועי הנכסים או שחרור המגבלות. להערכת מידרוג מגבלות המממנים המובטחים, ובפרט הקירבה לאמות מידה ואף הפרת אמת מידה, מהווים חולשה בגמישות הפיננסית של החברה וסיכון אשראי לחברה.

מידרוג מעריכה את היקף התזרים השנתי הפוטנציאלי לחברה מהחברות הבנות והכלולות בהיקף של כ- 20 מ' דולר לשנה בשנים 2024-2025, המשקף את חלקה של החברה בתזרים השיורי מהנכסים לאחר שירות החוב המובטח בנכסים והשקעות שוטפות, מבלי להביא בחשבון תזרים מנכסים שאינם מחלקים בשל קירבה או הפרה של מגבלות המממנים. תזרים זה צפוי לשמש את החברה להוצאות המטה בסך כ- 2.5 מ' דולר, הוצאות מימון אג"ח בסך כ- 8 מ' דולר והיתר עודף מזומן שמידרוג הניחה כי ייצבר בקופת החברה. ככל שתושלם מכירת הנכס 572 עליה דיווחה החברה יוצר לחברה תזרים נטו של כ- 15 מ' דולר.

ככל שהחברה תשלים גיוס של סדרת אג"ח חדשה (אג"ח ג') בהיקף דומה לסכום פירעון הקרן הקרוב של אג"ח ב', בסך כ- 334 מ' ש, שישמשו לפירעון הסופי והמלא של אג"ח ב' ביום 30.12.2023 או מוקדם מכך, נזילותה צפויה להשתפר. על פי טיוטת תשקיף ההנפקה מ- 29.05.2024, קרן אג"ח ג' צפויה להתחיל להיפרע ביום 30.06.2026 ב- 3 תשלומים שנתיים שווים בסך כ- 110.3 מ' ש (כ- 30 מ' דולר לפי שער 3.65). מידרוג מצפה כי החברה תעבה את נזילותה בשנים 2024-2025 מתוך התזרים העולה מהחברות הבנות ומימוש נכסים. אולם, גם בתרחיש של פריסת החוב לפי לוח הסילוקין המוצע לאג"ח ג', מידרוג מעריכה כי רמת הנזילות של החברה תהיה צרה יחסית, והחברה תידרש למימון מחדש בנכסים ו/או מימוש מלא או חלקי של נכסים.

ללא גיוס האג"ח, תשלום חלות אג"ח ב' תהיה תלויה במכירה של נכס מהותי ו/או הכנסת שותף בנכס מהותי ו/או מימון מחדש של נכס מהותי. מידרוג סבורה כי מאפייני הסביבה הכלכלית בה פועלת החברה כיום, עלולים להקשות על השלמת עסקת מכירה כאמור בטווח הקצר. יצוין כי בעבר החברה לא שמרה על יתרות נזילות מספקות לצורך שירות החוב ונעזרה בתמיכתו של בעל השליטה בחברה, מר ג'וזף מויניאן אולם מידרוג אינה מניחה תמיכה נוספת בשל היעדר מידע קונקרטי.

<sup>6</sup> [דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019.](#)

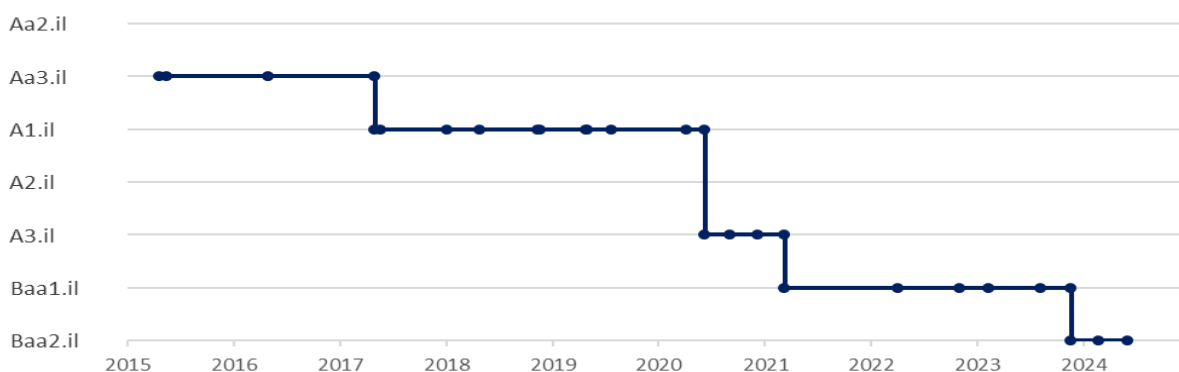
**אודות החברה**

Moinian Limited הינה חברת BVI בבעלות מר ג'וזף מויניאן. החברה מתמקדת בעיקר בנכסי נדל"ן מניב למסחר, משרדים ומגורים. מרבית פעילות החברה הינה במנהטן ובברוקלין, ניו-יורק.

**שיקולי ESG**

החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה בינונית להערכת מידרוג, והיא מושפעת לשלילה להערכתנו ממורכבות ביחסי הגומלין בין החברה לבין בעל המניות בשל עסקאות משותפות רבות וזאת ברקע תמיכה בחברה מצד בעל המניות מעת לעת. אמנם מידרוג רואה לחיוב את תמיכת בעל המניות בחברה בעת הצורך, אולם זו אינה מוסדרת כך שאינה שקופה דיה לאורך זמן. להערכת מידרוג שיקול זה מגביל את איכות האשראי של החברה.

**היסטוריית דירוג**



**מטריצת הדירוג**

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת פעילות
Aa.il	7.3	Aa.il	7.4	סך מאזן (מיליארד ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל סיכון
A.il	58%-55%	A.il	58%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	95-100	Baa.il	90	היקף FFO שנתי (מיליוני ₪)	
Baa.il	40-42	Baa.il	50	חוב פיננסי נטו/ FFO	
Baa.il	1.3%	Baa.il	1.3%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	פרופיל פיננסי
A.il	58%	A.il	61%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Ba.il	---	Ba.il	---	מדיניות פיננסית	דירוג נגזר
<b>A3.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	
<b>Baa2.il</b>					

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק



**דוחות קשורים**[Moinian Limited - דוחות קשורים](#)[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)[דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום המימון התאידי - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)[שוק המשרדים בארה"ב - הערת ענף, מאי 2023](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

05.06.2024	תאריך דוח הדירוג:
26.02.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
22.04.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
Moinian Limited	שם יוזם הדירוג:
Moinian Limited	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 הגבוה 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"). ©

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכת שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש. לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.**

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעינינו אמין ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעינינו לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רוחנים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצד (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.