

MDG Real Estate Global Limited

מעקב | דצמבר 2025

אנשי קשר:

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן, מעריכת דירוג ראשית
i.sigal@midroog.co.il

שניר אברהם
אנליסט, מעריך דירוג משני
snir.a@midroog.co.il

MDG Real Estate Global Limited

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרות ד', ח', ט'
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות ז', י'

מידורג מאשרת דירוג מנפיק Baa1.il ל- MDG Real Estate Global Limited (להלן: "החברה") ודירוג זה לאגרות חוב (סדרות ד', ח' ו-ט') שהנפיקה החברה. מידורג מאשרת דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ז' ו-י') שהנפיקה החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ד'	1184308	Baa1.il	יציב	15/02/2027
ז'	1209170	A3.il	יציב	31/12/2027
ח'	1211655	Baa1.il	יציב	30/09/2027
ט'	1215243	Baa1.il	יציב	01/12/2032
י'	1218023	A3.il	יציב	28/02/2028

* אגרות חוב (סדרות ז', ח' ו-י') מובטחות בשעבדים קבועים מדרגה ראשונה על נכסי נדל"ן כמפורט בשטרי הנאמנות של אגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

- ביקושים קשיחים יחסית בנכסים המשמשים לדיור מוגן וסיעודי לצד פעילות מלונאית המאופיינת בתנודתיות.** דירוג החברה נתמך בפעילות החברה בארה"ב בתחום הנכסים המניבים לבתי דיור מוגן וסיעודי ולמגורים ובתחום המלונאות. תחום הדיור לגיל השלישי בו פועלת החברה באמצעות 49 נכסי בתי אבות סיעודיים שבבעלותה במדינות ניו יורק, אינדיאנה, קנטקי, אוהיו ומישיגן מאופיין במגמות דמוגרפיות התומכות בביקושים, אולם חשוף באופן עקיף לתערפי הדיור המוגן והסיעודי שנקבעים בתקציבי המדינות ונתונים באי וודאות ולסיכונים התפעוליים של מפעילי הדיור המוגן והסיעודי, בין היתר בהינתן שהתחום עתיר תפעול ורגולציה. נכסי החברה מושכרים בחוזים מסוג טריפל נט לתקופות ארוכות יחסית, גורם התורם ליציבות התזרים. עיקר נכסי הדיור המוגן והסיעודי מושכרים לחברות בבעלות בעל השליטה שמיניות כשני שלישים מהכנסות החברה במגזר. בבעלות החברה מלון המופעל על ידי תחת המותג מאריוט קורטיארד באזור האדסון יארדס במנהטן, ששווי כ-30% מנכסיה. תחום המלונאות מוערך על ידי מידורג ברמת סיכון גבוהה יחסית היות והביקוש לשירותים נתון לתנודתיות הנובעת מעונתיות, מחזוריות כלכלית ואירועים אקסוגניים המשפיעים על התיירות לפנאי ולעסקים.
- רמת מינוף צפויה להיות יציבה וכוללת לטובה לרמת הדירוג ויחס הכיסוי איטי ונתון לתנודתיות.** FFO ל-12 חודשים עד 30.09.2025 נאמד בכ-15 מ' דולר (מנוטרל השפעות מט"ח והפחתת עלויות אשראי) ללא שינוי מהותי מול אשתקד, כאשר עליית ה-NOI במגזר דיור מוגן וסיעודי, בעיקר מנכסים שנרכשו, ועלייה ברווחי המלון בין התקופות קוזה מצד גידול הוצאות מימון. החברה דיווחה בחודשים האחרונים על מספר עסקאות משמעותיות, חלקן רק לאחרונה. על פי תרחיש הבסיס של מידורג, ה-FFO צפוי לגדול לטווח 20-17 מ' דולר בשנת 2026, ללא הנחה למימוש העסקאות בקנה, בעיקר בשל השפעת עסקת וירג'יניה המערבית שהושלמה לאחרונה. אילו יושלמו כלל העסקאות המתוכננות, ה-FFO עשוי לעלות לטווח של 23-26 מ' דולר, לפי תרחיש מידורג, בעיקר בזכות תרומת פורטפוליו אינדיאנה. יחס כיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי להיות איטי לדירוג ולנוע בטווח רחב של 45-55 שנים, כתלות בהשלמת עסקאות. יחס חוב נטו ל-CAP ליום 30.09.2025 עמד על 67% (ללא ניכוי מזומנים מוגבלים), ומציג שיפור מתון בזכות עליות ערך נדל"ן להשקעה ובית המלון. בתרחיש הבסיס של מידורג, היחס צפוי לשמור על רמתו ולנוע בטווח 65%-67% בשנים 2025-2026 כשהוא מושפע גם מחשיפת מט"ח.

¹ לא כולל פורטפוליו של 17 בתי אבות באינדיאנה המוחזקים על ידי החברה בשיעור של 27.22%.

- **גמישות פיננסית חלשה לצד יתרות נזילות משמעותיות והנחה למחזור הלוואות בנקאיות מובטחות בנכסים.** לחברה מעט נכסי נדל"ן שאינם משועבדים, בשיעור הנאמד בכ-3% מסך. שיעור חוב מובטח לנדל"ן להשקעה ור"ק עומד בטווח בטווח 65%-70%. זהו יחס גבוה המצביע על גמישות פיננסית מוגבלת, אולם מידרוג מביאה בחשבון כי לחברה קיימת גמישות פיננסית מסוימת במימון מחדש של בית המלון בהתחשב בעלויות הערך שרשם בשנה האחרונה ושיפור ביצועיו וכן כי הבנקים עשויים לראות שווי תפעולי לחלק מנכסי הדיור המוגן וסיעודי נוסף על שווי הנדל"ן בספרי החברה. להערכת מידרוג, לחברה טרק רקורד חיובי בהוצאה לפועל של מימונים מחדש מול גופי המימון בארה"ב, לעיתים תוך הגדלת החוב ויצירת עודף תזרימי, ושל גיוסי חוב בשוק ההון הישראלי. להערכת מידרוג, עודף המקורות על השימושים של החברה עד לסוף שנת 2026 גוזר נזילות הולמת, ללא הנחת רכישה או מכירת נכסים, המתבססת על יתרות מזומנים בהיקף משמעותי בקופת החברה ל-30.09.2025 בסך כ-59 מ' דולר וחלויות אג"ח בהיקף מתון יחסית בסך כ-26 מ' דולר. בשנת 2027 עומדות חלויות אג"ח גבוהות בסך כ-130 מ' דולר, מכך כ-91 מ' דולר אג"ח מובטח. מעבר לכך, ליום 30.09.2025 לחברה חלויות שוטפות של הלוואות לז"א בסך כ-80 מ' דולר, אשר מידרוג הניחה כי ימוחזרו על בסיס יציבות התזרים מהנכסים.

שיקולים נוספים לדירוג

מידרוג הביאה בחשבון לחיוב גמישות פיננסית המושפעת לחיוב במידה מסוימת משווי תפעולי של נכסי הדיור המוגן והסיעודי של החברה שאינו מקבל ביטוי בדוחות הכספיים, כפי שהתבטא בהצעות הרכישה עליהן דיווחה החברה לנכס יוניון פלאזה ולנכסי מישגן. שווי עודף זה ממתן במידת מה את שיעור המינוף הגבוה על בסיס שווי הספרים של חלק מנכסי בתי הדיור המוגן. כמו כן, מידרוג הביאה בחשבון שיקול שלילי של מארג עסקאות עם צדדים קשורים המלווה את פעילות החברה, שהינו מגובה בהסכמים, אולם משליך לשלילה על הערכת הממשל התאגידי.

שיקולים מבניים לדירוג סדרות ז', ח' ו-י'

לטובת מחזיקי אג"ח (סדרה ז') שעבדה החברה בשעבוד קבוע וראשון בדרגה נכס מניב בעיר ניו יורק ברובע קווינס Astoria Boulevard המוחזק במלואו על ידי חברת הנכס LGA Hospitality LLC המוחזקת בשרשור במלואה על ידי החברה. הקמתו של הנכס הושלמה בחודש מאי 2022 והוא כולל 6 קומות. על אף שתוכנן במקור כמלון, החל מחודש מאי 2022 הנכס החל להיות מופעל כמקלט לחסרי בית והושכר במלואו לתקופה של 9 שנים עד לחודש מאי 2031 למחלקת שירותי חסרי בית של העיר ניו יורק. ה-NOI מהנכס עמד על כ-4 מ' דולר בשנת 2024, שווי הנכס בספרי החברה ליום 30.09.2025 נאמד בכ-78.5 מ' דולר.

לטובת מחזיקי אג"ח (סדרה ח') שעבדה החברה בשעבוד קבוע וראשון בדרגה קרקע ברובע קווינס, ניו יורק בכתובת 61st 22-242 Avenue Douglaston, NY 11362 המוחזקת על ידי חברת הנכס Douglaston Realty Associates LLC המוחזקת בשרשור במלואה על ידי החברה. שטח הקרקע הינו כ-122 אלפי SF, וייעודה למגורים. שווי הקרקע בספרי החברה ליום 30.09.2025 הינו 60 מ' דולר.

לטובת מחזיקי אג"ח (סדרה י') נרשמה משכנתא ראשונה ויחידה על נכס מניב ברובע קווינס, ניו יורק המוחזק על ידי חברת הנכס Boulevard ALP Associates LLC המוחזקת (בעקיפין) על ידי החברה בשיעור של 99% וכן משכנתא ראשונה ויחידה על נכס מניב ברובע ברוקלין, ניו יורק Louisiana Purchase LLC המוחזק במלואו על ידי חברת הנכס Louisiana Purchase LLC המוחזקת (בעקיפין) על ידי החברה בשיעור של 100%. שני הנכסים משמשים כבתי דיור מוגן בהסכמי שכירות עם תאגידים בשליטת בעל השליטה בחברה, המוחזקים על ידו מחוץ לחברה, בתמורה לדמי שכירות שנתיים של כ-6.8 מ' דולר. מועד סיום ההסכמים בשנים 2045 ו-2052, בהתאמה. שווי הנכסים בספרי החברה ל-30.09.2025 הינו 56.5 מ' דולר ו-47.1 מ' דולר, בהתאמה.

מידרוג בחנה הטבה דירוגית לסדרות המובטחות, על בסיס הערכה של איכות הבטוחות ושיעור ההשבה מהבטוחה לחוב המובטח, ובהתחשב ברמת הדירוג של המנפיק. מידרוג מעריכה את מאפייני הבטוחות לטובת אג"ח ז' ואג"ח י' באיכות "גבוהה" כל אחת, לאור יציבות התזרים והשווי ומיקום הנכסים ובהתחשב גם במבנה משפטי בעל מורכבות בינונית. מידרוג בחנה את שיעור ההשבה מהבטוחות לאג"ח ז' ולאג"ח י' תחת תרחיש רגישות הנע עד כדי 40% ביחס לשווי ההון ולהערכת מידרוג יחס ההשבה בכל אחת

מהסדרות עולה בסבירות טובה על 70%. לאור זאת מידרוג העניקה הטבה דירוגית לאג"ח סדרה ז' ולאג"ח סדרה י' בגובה נוטש אחד מעל דירוג המנפיק. מידרוג מעריכה את מאפייני הקרקע המשועבדת לטובת אג"ח סדרה ח' באיכות "בינונית" בעיקר גם לאור זאת שאינה מייצרת תזרים שוטף ולפיכך אג"ח סדרה ח' אינן זוכות להטבה דירוגית מעבר לדירוג המנפיק.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה צפויה לשמור על ביצועים תפעוליים יציבים בנכסיה. אופק הדירוג היציב מניח כי רמת המינוף של החברה לא תעלה על הטווח הנוכחי, עם פוטנציאל לשיפור המותנה בהתפתחויות בצד העסקאות. כמו כן אופק הדירוג היציב מביא בחשבון את נזילותה ההולמת של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדת יחס המינוף חוב נטו לקאפ נטו ושמירה לאורך זמן על יחס בולט לטובה ונמוך מ- 65%
- הורדת יחס הכיסוי באמצעות גידול FFO
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה בדגש על גידול בהיקף נכסים לא משועבדים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ביחס חוב נטו ל- CAP נטו לאורך זמן
- היחלשות בהכנסות החברה מדמי שכירות ו/או מהפעילות המלונאית
- אי יצירת מקורות נזילות הולמים לצרכי החוב שלה

MDG Real Estate Global Limited - נתונים עיקריים (מאוחד), במיליוני דולר ארה"ב

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025	
941	1,048	1,201	1,188	1,329	1,420	סך מאזן
698	757	835	815	887	963	חוב פיננסי ברוטו
14	21	11	14	103	59	מזומנים ושווי מזומנים *
74.8%	72.8%	70.4%	69.3%	64.7%	67.1%	חוב נטו / CAP נטו
3.5	8.9	15.0	16.0	15.1	15.0	FFO (LTM)
196	82	55	50	52	52	חוב נטו ל- FFO (LTM)

* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.
ללא מזומנים מוגבלים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

נכסי החברה בתחום הדירוג לגיל השלישי מאופיינים עפ"י רוב בביקוש קשיח יחסית באופן התורם לסביבה העסקית

בתחום הדירוג לגיל השלישי, החברה משכירה נכסים מסוג ALP (Assisted Living Program), המספקים שירותי דיור ושירותים נלווים תומכים לאוכלוסיית הגיל השלישי, וכן נכסים מסוג NH (Nursing Homes) המשמשים כבתי אבות סיעודיים. מדינות הפעילות של החברה בסקטור זה כוללת בעיקר את אינדיאנה, קנטקי, רובע קווינס בניו יורק ואוהיו. מדינות אלו מאופיינות בהיקף אוכלוסייה משמעותי הנע בין 4 עד 14 מ' תושבים בכל מדינה ושיעור תושבים בגיל 65 ומעלה הנע בין 14%-20%. להערכת מידרוג תחום הדירוג לגיל השלישי מושפע לחיוב משינויים דמוגרפיים של גידול בהיקף ובשיעור אוכלוסיית הגיל השלישי, מגמת ההתארכות בתוחלת החיים וכן דור ה"בייבי-בום" המגיע לגיל פרישה במהלך העשור. בנוסף, הגידול העקבי בהוצאה לשירותים רפואיים לנפש ובעלויות האשפוז בבתי חולים תומך אף הוא בתחום הפעילות מאחר והגוף המשלם, המדינה או חברות ביטוח רפואי, בוחן אלטרנטיבות לאשפוז בבתי חולים. על פי סקירה של Moody's CRE², ענף הדירוג המוגן לגיל השלישי לסוגיו השונים (כולל הסקטור הפרטי) נהנה מעלייה בביקושים

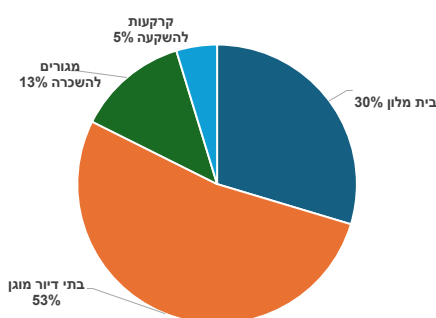
² "Rent to Income ratio returning to pre-pandemic levels but Senior Housing remain under pressure", Moody's CRE, May 2025

והיצע נמוך יחסית של בתים בהקמה, עם שיעור אי תפוסה ברמה ארצית של 10% ברבעון הראשון של שנת 2025, הדומה לשיעור ערב המגיפה, זאת לאחר שהגיע לרמה גבוהה היסטורית בשנת 2021 (17%) בשל השלכות המגיפה על אוכלוסיית הגיל השלישי. השוכרים בנכסי החברה תלויים במידה רבה בתקציבי המדינות הקובעים את תעריפי הדיור במגזר הציבורי, וזהו גורם אי וודאות המעלה את הסיכון העסקי. כמו כן התחום מאופיין בסיכון תפעולי משמעותי, בהיותו עתיר תשומות כ"א והוצאות סיעוד אחרות, ונתון לפיקוח רגולטורי ולסיכון מוניטין.

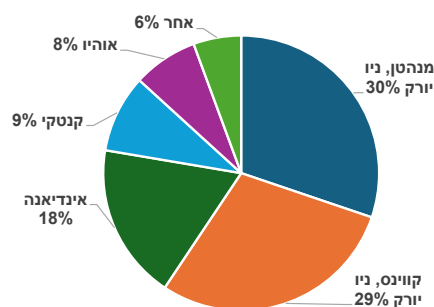
בסיס הכנסות יציב הנפרס על היקף נכסים משמעותי ומבוצר בתחום הדיור הסיעודי, לצד פעילות מלוואית ריכוזית

עם סך מאזן של כ- 1.4 מיליארד דולר נכון ליום 30.09.2025, בבעלות החברה 49 נכסי דיור מוגן ודיור סיעודי בשווי בספרים של כ- 678 מ' דולר במדינות אינדיאנה, אוהיו, קנטקי ומישיגן ובעיר ניו יורק, 5 נכסי נדל"ן מניב לשכירות מוגנת ברובע קווינס בניו יורק בשווי כ- 166 מ' דולר וכן מלון במנהטן שהיא מפעילה תחת המותג Courtyard by Marriot בשווי 381 מ' דולר. לחברה אחזקת אקוויטי (27.22%) בשותפות אינדיאנה המחזיקה פורטפוליו של 17 בתי אבות, כאשר לאחרונה דיווחה החברה על כוונתה לרכוש את שותפיה בפורטפוליו ולעלות להחזקה מלאה.

תרשים 2: התפלגות שווי נכסים לפי שימושים ליום 30.09.2025



תרשים 1: התפלגות שווי נכסים לפי ג'ג ליום 30.09.2025



חוזי השכירות בנכסי החברה לדיור מוגן וסיעודי הם מסוג טריפל נט, במחירים קבועים בדרך כלל כאשר תקופות השכירות הן ארוכות והתפוסות בנכסים עומדות סביב 100% לאורך זמן. מאפיינים אלו תורמים ליציבות ונראות תזרים המזומנים ולפרופיל העסקי של החברה. מרבית נכסי הדיור המוגן והסיעודי של החברה מושכרים לחברות בבעלות בעל השליטה, כאשר 66% מהכנסות השכירות במגזר נובעים מצדדים קשורים. להערכת מידרוג, מאפיין זה חושף את החברה ביתר שאת לסיכונים התפעוליים של השוכרים, בהתחשב במאפיינים התפעוליים והרגולטוריים בענף. בהתאם לדיווחי החברה, יחס הכיסוי התפעולי (רווח תפעולי של השוכרים לפני הוצאות שכירות להוצאות שכירות) הממוצע בנכסי החברה עמד על 2.29 ברבעון השלישי של 2025 לעומת 2.42 בשנת 2024 ו-1.97 בשנת 2023. סך NOI מנכסים מניבים כולל גם נכסי המגורים להשכרה בקווינס (וללא המלון) הסתכם בכ- 46 מ' דולר בחודשים ינואר-ספטמבר 2025 בהשוואה לכ- 44 מ' דולר בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול נבע מרכישת פורטפוליו אוהיו בפברואר 2025. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, NOI מנכסים מניבים צפוי להסתכם בכ- 60 מ' דולר בשנת 2025 (בהשוואה לכ- 58 מ' דולר בשנת 2024) ולעלות לטווח 65-68 מ' דולר בשנת 2026. הגידול הצפוי מקורו בעיקר בעסקת וירג'יניה המערבית, כאשר הטווח הנמוך מניח גם את מכירת יוניון פלאזה ונכסי מישיגן, אם כי אין וודאות מלאה לגבי השלמת עסקאות אלה. אילו העסקה לרכישת שותפות אינדיאנה תצא לפועל, איחוד השותפות צפוי לתרום NOI בסך 18-20 מ' דולר במונחים שנתיים.

מלון מאריוט המונה 399 חדרים הוא נכס מרכזי של החברה המהווה כ- 30% משווי נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע ליום 30.09.2025 ושיעור דומה מסך הרווח הגולמי ל- 12 החודשים עד 30.09.2025. החברה מפעילה את המלון באמצעות חברות ניהול בבעלות בעל השליטה, באופן החושף את תזרימיה לתוצאותיה התפעוליות, כאשר להערכת מידרוג הסיכון העסקי בהפעלת בית מלון גבוה בהשוואה לאחזקת נכס מניב, לאור התנודתיות בענף התיירות הקשורה במחזוריות הכלכלית ובאירועים אקסוגניים וכן עונתיות. להערכת מידרוג המלון מאופיין במיצוב נכסי גבוה בשל מיקומו באזור מרכזי במנהטן, השתייכותו לרשת בינלאומית והיותו מלון חדש יחסית. מאז שוך

המגיפה ניכר שיפור הדרגתי בתפוסה ועלייה בתעריף הלינה. הרווח הגולמי של בית המלון לפני פחת הסתכם בכ- 25 מ' דולר ב- 12 החודשים עד 30.09.2025 בהשוואה לכ- 22.4 מ' דולר בתקופה המקבילה אשתקד וכ- 21.9 מ' דולר בשנת 2023. שיעור התפוסה הממוצע בשתי התקופות עמד סביב 90% ועיקר הגידול נבע מעלייה בהכנסה הממוצעת לחדר בקיזז עליונה בהוצאות ההפעלה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, סך NOI מנכסים מניבים ומבית המלון (מנוטרל פחת) צפוי להסתכם בטווח של 90-93 מ' דולר לשנה בהתאם להנחות לעיל ולפני גילום של עסקת אינדיאנה.

עסקת אוטופיה: סיכון יזמי עם העמדת הלוואות בעלים לפרויקט של בעל השליטה ותרומה הונית של כמחצית הפרויקט

בכוונת החברה לגייס אג"ח בסדרה יא' חדשה אשר תמורתה תשמש להעמדת הלוואה בכירה מובטחת לחברת הנכס Utopia Property LLC המחזיקה במקרקעין "אוטופיה" ברובע קווינס בניו יורק בשטח 106 אלף ר"ר ביעוד מגורים להשכרה. חברת הנכס מוחזקת בבעלות מלאה על ידי בעל השליטה בחברה. בכפוף להנפקת אג"ח סדרה יא' והעמדת הלוואות הבעלים הבכירה לאוטופיה, בעל השליטה בחברה יעביר לחברה ללא תמורה 49% מהזכויות בחברות המחזיקות באוטופיה (תרומה הונית שהחברה אומדת בכ- 50 מ' דולר). הפרויקט מיועד להקמת מגדל מגורים בן 13 קומות שימנה 800 יח"ד להשכרה, חלקן בשכירות מוגנת במסגרת תכנית הטבות מס. סך ההשקעה בהקמתו נאמדת על ידי החברה בכ- 405 מ' דולר (לפני עלויות מימון), מתוכן השקיעה החברה עד מועד זה כ- 50 מ' דולר, וסיום הפרויקט, המצוי כיום בשלבי חפירה ודיפון, מתוכנן לחודש אפריל 2029. הפרויקט תוכנן ונבנה באמצעות חברות קבלניות בבעלות בעל השליטה בחברה.

על פי נתוני החברה שוויה ההוגן של הקרקע (לרבות ההשקעות שבוצעו עד לאותו מועד) בספרי אוטופיה ליום 30.09.2025 נאמד בכ- 224 מ' דולר. הקרקע משועבדת לטובת הלוואה בכירה בסך 67 מ' דולר ל- 30.09.2025 שמתוכננת להיפרע מכספי הנפקת אג"ח א' ואילו הקמת הפרויקט מתוכננת בעיקר באמצעות מסגרות אשראי ממשקיעי EB-5 המהוות חוב נחות לפי תנאיהן, העיקרית שבהן בסך כ- 254 מ' דולר בתוקף עד פברואר 2030, ואוטופיה פועלת להגדילן. החברה מציינת כי אוטופיה מצויה בהפרה של מועד הפרעון לחוב הבכיר ובגין זאת ההלוואה צוברת ריבית פיגורים, ובהתאם להסכמה עם המלווה, ריבית הפיגורין תימחל עם פרעון ההלוואה בסך 70 מ' דולר במועד שיוסכם. אג"ח סדרה יא' תהא מובטחת בזכויות חברת הנכס אוטופיה וכן בזכויות על הפרויקט. סקטור נדל"ן למגורים להשכרה בעיר ניו יורק מוערך על ידי מידרוג כסולידי ויציב. לצד זאת, החברה מצויה בתחילתו של פרויקט יזמי גדול מאוד והיא חשופה אליו באמצעות הלוואות הבעלים ודרך אחזקה ישירה בפרויקט.

מכירת נכסים בשווי עודף על הספרים צפויה לתמוך ברמת המינוף כאשר מנגד עסקאות חדשות יגדילו את החוב. יחס הכיסוי ישתפר אך יותר איטי ותנודתי

חוב פיננסי נטו של החברה עלה בכ- 92 מ' דולר ב- 12 החודשים עד 30.09.2025 האחרונים ועמד על כ- 904 מ' דולר ל- 30.09.2025. הגידול בחוב נבע בעיקר מהשקעות בנכסים חדשים, העמדת הלוואה למימון נכסי דיור מוגן, חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות וכן היחלשות הדולר מול השקל. אלו קוזזו בחלקם מצד שחרור פקדונות מוגבלים. החברה מצויה בפתחן של מספר עסקאות המתהוות והוודאות לגביהן אינה מלאה: מכירת יוניון פלאזה ומישגן שהחברה צופה כי יושלמו במהלך 2026, צפויה להציף שווי גבוה לנכסים ביחס לשווי הספרים ולהגדיל נזילות ובכך לתרום לחיוב לפרופיל העסקי מבלי לפגוע מהותית ב- FFO; מימוש האופציה לרכישת שותפי אינדיאנה JV צפוי להוביל לאיחוד פורטפוליו של 17 נכסים בשווי כ- 238 מ' דולר שכיום מוחזק באקוויטי ולהגדיל את החוב הפיננסי עם איחוד השותפות (כ- 155 מ' דולר חוב) ותשלום עלות הרכישה (כ- 19 מ' דולר), תוך רישום רווח הון (נאמד בכ- 40 מ' דולר). עסקת אוטופיה תגדיל חוב פיננסי והוצאות מימון נטו אך היא מלווה בתרומה הונית מבעלי השליטה שממתנת את עליית המינוף. עוד טרם עסקאות אלו, החוב הפיננסי ועימו הוצאות המימון צפויים לגדול בשנים 2025-2026 עם השלמת עסקת וירג'יניה המערבית ברבעון רביעי בשנת 2025 (שלב ראשון) ובשנים 2026-2027 (שלב שני).

כ- 60% מההלוואות הבנקאיות של החברה נושאות ריבית משתנה (בחלקן יש תקרה המגבילה את שיעור הריבית המקסימלי) והן יושפעו מירידת הריבית הפדרלית בחודשים האחרונים.

FFO ל-12 חודשים עד 30.09.2025 נאמד בכ- 15 מ' דולר (מנורטל השפעות מט"ח ומרכיב הפחתת עלויות אשראי) ללא שינוי מהותי מהתקופה המקבילה אשתקד, כאשר עלייה ב-NOI מהנכסים המניבים וברווחי המלון בין התקופות קוזה מצד עלייה בהוצאות המימון לאור הגידול בחוב הפיננסי. FFO על פי תרחיש הבסיס של מידרוג צפוי לעמוד בטווח 20-18 מ' דולר בשנת 2026 טרם להנחה של עסקאות תלויות, ועשוי לעלות לטווח 26-23 מ' דולר בעיקר אם תושלם רכישת שותפות אינדיאנה. על פי נתוני החברה, פורטפוליו אינדיאנה מאופיין בתשואות NOI של כ- 8% על בסיס ארבעת הרבעונים שעד 30.09.2025 ובמינוף של 65% לאותו מועד.

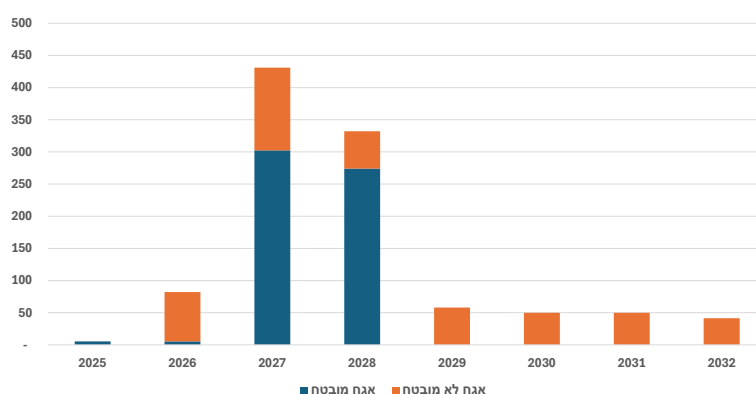
יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO צפוי להיותר איטי ביחס לדירוג ולנוע בטווח של 45-55 שנה, כתלות בהתפתחות העסקאות, אך מהיר מהיחסים שאפיינו את החברה בשנים האחרונות. יחד עם זאת, בשל FFO צר יחסית להיקף החוב, יחס הכיסוי עלול להיות תנודתי ויש בכך להעיב על המיצוב הפיננסי של החברה. יחס חוב נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 67% ליום 30.09.2025 לעומת כ- 69% ליום 30.09.2024. ירידת יחס המינוף למרות עליית החוב נבעה מרווחי שערך נדל"ן להשקעה שרשמה החברה ב-4 הרבעונים שעד 30.09.2025 (כ- 31 מ' דולר), גידול בקרן הערכה מחדש של רכוש קבוע בהון העצמי בגין שערך המלון (כ- 59 מ' דולר) ומרווחי אקוויטי בגין שערך פורטפוליו אינדיאנה. השפעות חיוביות אלו על ההון העצמי מותנו מצד הפסדי מט"ח (כ- 26 מ' דולר) לנוכח היחלשות הדולר מול השקל בחודשים האחרונים וחישיפה גדלה של החברה לאג"ח בישראל נקוב בשקלים. להערכת מידרוג, יחס המינוף צפוי לעמוד בטווח 65%-67% בשנים 2025-2026. יצוין כי לחברה חשיפה מטבעית להתחזקות השקל מול הדולר שאינה מגודרת אלא על בסיס נקודתי ויש בחשיפה זו להגדיל את הסיכון הפיננסי וכמו כן מרכיב הפחתת עלויות אשראי ברווח והפסד שוחק את ההון העצמי.

גמישות פיננסית חלשה לאור נכסים משועבדים לצד ניהול נזילות הולם

נכון ליום 30.09.2025 כ- 97% מנכסי הנדל"ן של החברה משועבדים לטובת הלוואות בכירות ואג"ח, עם יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה (כולל המלון) בשיעור של כ- 65%. החברה מדווחת על עמידה באמות מידה פיננסיות בקשר עם ההלוואות המובטחות בנכסים. כמו כן ליום 30.09.2025 החברה עומדת באמות המידה של האג"ח במרחק מספק להערכת מידרוג. ליום 30.09.2025 לחברה חלויות שוטפות של הלוואות לז"א בסך כ- 80 מ' דולר המובטחים בנכסי דיור מוגן וסיעודי. מידרוג הביאה בחשבון כי הלוואות אלו ימוחזרו על ידי החברה לאור היציבות בתזרימים מהנכסים ורמת המינוף על הנכסים.

להערכת מידרוג אומדן מקורות ושימושים של החברה (מאוחד) החל מ- 30.09.2025 ועד 31.12.2026 (סה"כ 5 רבעונים) גוזר עודף תזרימי הולם מבלי להביא בחשבון עסקאות תלויות למכירת נכסים או רכישה של נכסים חדשים, כמפורט להלן: יתרות מזומנים לא משועבדים (מאוחד) ליום 30.09.2025 בסך 59 מ' דולר; FFO בניכוי אמורטיזציה של הלוואות בכירות בסך 12-8 מ' דולר; הון עצמי שיושקע בנכסים חדשים במסגרת עסקאות שהושלמו בסך 15-10 מ' דולר; חלויות קרן אג"ח מובטח ולא מובטח בסך 26 מ' דולר. מעבר לכך, בשנת 2027 עומדים בפני החברה פרעונות קרן אג"ח בסך 130 מ' דולר הכוללים 91 מ' דולר בגין אג"ח מובטחות בנכסים (סדרות ז' ו- ח') ו- 39 מ' דולר בגין אג"ח לא מובטח (סדרות ד' ו- ט').

תרשים 3: לוח סילוקין של קרן האג"ח ליום 30.09.2025, במיליוני ₪



שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של MDG, שיקולי ESG בעיקר במישור הסיכונים החברתיים נושאים השפעה בינונית על סיכון האשראי של החברה. אלו כוללים להערכת מידרוג סיכונים מוניטין בהיבט של קשרי לקוחות, סיכונים בטיחות, וכן מגמות דמוגרפיות ותרבותיות המשפיעות על הביקושים. מגזר הדיור המוגן בחברה מתבסס על מוניטין בתי הדיור המוגן המנוהלים על ידי חברה קשורה לחברה והחברה חשופה ליציבות פעילות של החברה הקשורה מבחינה עסקית ופיננסית. להערכת מידרוג, לקבוצת MDG ניסיון ממושך בניהול והפעלה של בתי דיור מוגן באזורי פעילותה, המהווה גורם ממתן סיכון. שיקולים סביבתיים כוללים להערכת מידרוג חשיפה לסיכונים אקלים באזורי פעילות החברה. בשל סיכונים סביבתיים אלה, להערכת מידרוג, החברה עלולה להידרש להוצאות תחזוקה בלתי צפויות בנכסים. עם זאת יש לציין כי החברה רוכשת ביטוחים לכיסוי נזקים גם כנגד אסונות טבע, ולרבות אובדן הכנסות, וזהו גורם ממתן. סיכונים ממשל תאגידי הובאו בחשבון לשלילה בדירוג כנזכר לעיל.

מטריצת הדירוג

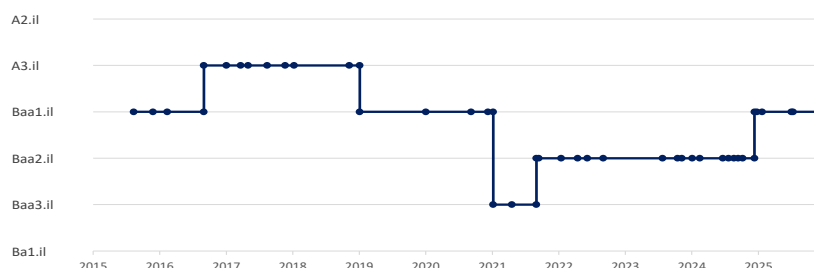
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2025		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	5.8-6.0	Aa.il	4.7	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il-Baa.il	---	A.il-Baa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל סיכון
A.il	65%-67%	A.il	67.1%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
A.il	75-85	Baa.il	48.0	היקף FFO LTM (מיליוני ש"ח)	
Ba.il	45-55	Ba.il	60	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
Baa.il	3%	Baa.il	3%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Baa.il	68%-70%	Baa.il	65%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa1.il				דירוג נגזר	
Baa1.il				דירוג בפועל	

[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.

אודות החברה

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים לצורך גיוס אגרות חוב בבורסה לני"ע בתל אביב. בעל השליטה בחברה הינו מר דויד מרקס אשר מחזיק את מלוא הון המניות ואת כל זכויות ההצבעה בחברה. החברה פעילה בתחום הנדל"ן בניו יורק וכן במדינות אינדיאנה, קנטקי, אוהיו ומישיגן ברכישה, ניהול, השכרה ופיתוח של נכסים מניבים למגורים, דיור מוגן וסיעודי ובית מלון במנהטן.

היסטוריית דירוג מנפיק



דוחות קשורים

[MDG Real Estate Global Limited - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דצמבר 2024](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בדירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

22.12.2025	תאריך דוח הדירוג:
10.07.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
11.08.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
MDG Real Estate Global Limited	שם יוזם הדירוג:
MDG Real Estate Global 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 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").

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לכושר החזר 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 כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגיומה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות 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 בנוגע לכושר החזר 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 וציפייה 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 החלטת 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 החלטת 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 כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיץ, 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 כושר החזר 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 ההנפיקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפיקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות 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 שנמסר או נוצר 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 בעיניה אמינים 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 בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים. ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף 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 רווחים 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 מצדם (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 www.midroog.co.il.