

All Year Holdings Limited

מעקב | דצמבר 2018

(תיקון טעות סופר¹)

אנשי קשר:

רובי ויניצקי, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
Rubiv@midroog.co.il

חי ריעני, רו"ח, אנליסט - מעריך דירוג משני
Hay.Riany@midroog.co.il

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

¹ בוצע תיקון טעות סופר לדוח דירוג מיום 27.12.2018, כך שבפסקת השיקולים העיקריים לדירוג בעניין אמת מידה (פסקה רביעית) תוקנה ההתייחסות לדוח רבעון 3 לשנת 2018, חלף התייחסות לדוח רבעון 3 לשנת 2017.

All Year Holdings Limited

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

מידרוג מורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות ב'ה') שהנפיקה חברת All Year Holdings Limited מ-A2.il ל-A3.il ומותירה את אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.11.2023	יציב	A3.il	1139781	ב'
28.02.2024	יציב	A3.il	1140136	ג**
31.07.2028	יציב	A3.il	1141274	ד'
31.07.2024	יציב	A3.il	1143304	ה**

* לטובת סדרת אג"ח ג', משועבד מתחם מלונאי William Vale בברוקלין, ניו-יורק. לאחר בחינת מידרוג נמצא, כי אין מקום לשנות בדירוג סדרת האג"ח.
** לטובת סדרת אג"ח ה', משועבד השלב הראשון בפרויקט בושויק בברוקלין, ניו-יורק. לאחר בחינת מידרוג נמצא, כי אין מקום לשנות בדירוג סדרת האג"ח.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מאי שמירה על יחסי מינוף מתחת ל-65% לאורך זמן. נכון ל-30.9.18, יחס החוב ל-CAP הסתכם בכ-69% בדומה ליחס זה נכון ל-30.9.17. אי הורדת יחסי המינוף במקביל לאי שמירה על יתרות נזילות מהותיות לצרכי שירות אגרות החוב, משפיעה לשלילה על הפרופיל הפיננסי של החברה. כמו כן, היעדר נגישות החברה לשוק ההון בישראל מצריכה את החברה לייצר יתרות נזילות מממוש ומימון מחדש של נכסים.

דירוג החברה נתמך, בין היתר, בענף הפעילות המתמקד בדירוג להשכרה ברובע ברוקלין, ניו יורק. תחום זה מאופיין בביקושים יציבים, בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן ובפיזור שוכרים אינהרנטי. היקפי הפעילות של החברה תומכים בפעילות העסקית של החברה, כך שנכון ל-30.9.18, לחברה מעל ל-2,500 יחידות דיור הפזורות בכ-150 בנייני מגורים. סך המאזן, של החברה נכון לתאריך זה, מסתכם בכ-2.2 מיליארד דולר ובולט לחיוב לרמת הדירוג. יש לציין, את יכולת החברה להגדיל את היקפי הפעילות והיקפי ההון העצמי המשוך לבעלי המניות בשנים האחרונות. הון זה הסתכם בכ-475 מיליון דולר, זאת בהשוואה לכ-190 מיליון דולר נכון ל-31.12.15. גידול זה נובע בעיקרו מיצירת ערך במספר פרויקטים ובעיקרם בפרויקט החברה בשכונת בושויק, בברוקלין (להלן: "פרויקט בושויק")

דירוג החברה מושפע לשלילה מיחסי כיסוי איטיים לרמת הדירוג, הנובעים בעיקר מסביבת הפעילות והן מייזום פרויקט בושויק (בנייתו של שלב ב' צפויה להסתיים במהלך הרבעון הראשון לשנת 2019). מידרוג צופה, כי גם בטווח הזמן הארוך, יחסי הכיסוי יהיו איטיים ביחס לרמת הדירוג. יחסים אלו משפיעים לשלילה על התזרים השיווי כך שהחברה צריכה להתבסס על מקורות אחרים לפירעון אגרות החוב. כמו כן, היעדר גמישות פיננסית על נכסים שאינם משועבדים משפיעה לשלילה על הפרופיל הפיננסי של החברה.

יצוין, כי נכון ל-30.9.18 החברה חורגת מאמת המידה בדבר יחס חוב פיננסי נטו מתואם ל-EBITDA מתואם הקבוע בשטר הנאמנות של סדרת אגרות החוב ב' באופן המקנה למחזיקי אותן אגרות החוב תוספת ריבית בשיעור של 0.5% בתקופת החריגה. נכון לדוח רבעון שלישי 2018, היחס האמור עומד על 18.38. על פי תחשיבי החברה, אשר הועברו למידרוג, היחס צפוי להשתפר בשנת 2019. יצוין, כי במקרה שהיחס האמור יעלה על 19, הדבר עלול להשפיע לרעה על הדירוג היות וחריגה של שני רבעונים ביחס זה מהווה עילה לפירעון מיד.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח את סגירת מימון השלב השני בפרויקט בושויק, בהתאם לדיווחי החברה. סגירת מימון זו צפויה להגדיל את יתרות הנזילות של החברה. כמו כן, מידרוג צופה את השלמת הייזום בפרויקט בושויק ובהתאמה עליית ערך מסוימת בהתאם להערכת שווי הנכס כנכס גמור. בהתאם למידע שנמסר מהחברה, מידרוג צופה, כי בעל השליטה יעביר לחברה נכס במהלך הרבעון הראשון לשנת 2019 וכי החברה תפעל למימוש נכסים. יחסי המינוף חוב ל-CAP צפוי להסתכם בכ-69%, באופן ההולם את רמת הדירוג. עם זאת, לא נלקחו בחשבון עליות שווי החברה צופה בקרקעות שבבעלותה. יחסי הכיסוי של החברה צפויים להסתכם בשנת

2018 במעל ל-100 שנים וצפויים לרדת, אך להיוותר איטיים ולבלוט לשלילה גם בטווח הזמן הארוך. מידרוג צופה, כי החברה תפעל למימוש נכסים ומימון מחדש במטרה לשמור על יתרות נזילות פרמננטיות בהיקף של כ-30 מיליון דולר.

All Year Holdings Limited - נתונים מאוחדים עיקריים

31/12/2015	31/12/2016	31/09/2017	31/12/2017	30/09/2018	אלפי דולר ארה"ב
21,784	31,808	39,660	54,859	51,947	NOI
22,002	32,050	41,427	57,781	53,677	EBITDA ללא שעורים
54,406	38,024	87,144	149,388	30,894	הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה
63,379	63,937	57,613	131,049	76,913	רווח נקי
413,516	665,782	1,078,464	1,200,953	1,494,442	חוב פיננסי
17,037	17,818	31,328	13,455	21,390	יתרת נזילות
396,479	647,964	1,047,136	1,187,498	1,473,052	חוב פיננסי נטו
720,559	1,017,598	1,554,887	1,769,663	2,153,421	Cap
703,522	999,780	1,523,559	1,756,208	2,132,031	Cap נטו
777,562	1,042,665	1,587,154	1,797,371	2,190,326	סך מאזן
533,777	628,612	1,063,672	1,188,525	1,547,114	נדל"ן להשקעה
189,156	337,151	382,752	471,132	286,449	נדל"ן להשקעה בהקמה
190,439	251,811	328,937	406,664	474,565	הון עצמי המיוחס לבעלים
306,619	351,384	475,829	568,468	658,737	הון עצמי וזכויות מיעוט
57%	65%	69%	68%	69%	חוב ל-Cap
56%	65%	69%	68%	69%	חוב נטו ל-Cap נטו
39%	34%	30%	32%	30%	הון למאזן
11,293	17,137	17,937	20,741	2,298	FFO
37	39		58		חוב ל-FFO
35	38		57		חוב נטו ל-FFO

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת פעילות יציבה התורמת לפרופיל העסקי של החברה. תיק נכסים מניבים המאופיין ביציבות תזרימית ושיעורי תפוסה גבוהים באופן המשפיע לחיוב על הדירוג

נכון ל-30.9.18, לחברה אחזקות בנכסים מניבים, לרבות מעל ל-2,500 יחידות דיור להשכרה ברובע ברוקלין, ניו יורק, המושכרות בשיעור תפוסה של כ-95%. ענף הפעילות של החברה, מאופיין בביקושים גבוהים, פיזור שוכרים אינהרנטי ויציבות עסקית המתבטאת בשיעורי תפוסה ומגמות שכר דירה חיוביות, באופן התורם לפרופיל העסקי של החברה. בנוסף, בבעלות החברה מתחם מלונאי William Vale, בברוקלין (המשועבד לטובת סדרת אג"ח ג') וכן מספר קרקעות. יש לציין, כי לחברה תלות בפרויקט בושוויק, אשר הינו הנכס המרכזי של החברה אך תלות זו מתמתנת מפיזור השוכרים האינהרנטי ומגמות הביקוש בסביבת הפעילות.

יחסי מינוף ההולמים את רמת הדירוג; יחסי כיסוי איטיים לרמת הדירוג המשפיעים על התזרים השיורי של החברה

ההון העצמי של החברה וההון העצמי המשוך לבעלי המניות הסתכם, נכון ל-30.9.18, בכ-659 ובכ-475 מיליוני דולר, בהתאמה. כמו כן, יחס חוב ל-CAP לאותו מועד הסתכם בכ-69%, בדומה לתקופה המקבילה אשתקד. מידרוג צופה, כי לאחר השקעות נוספות

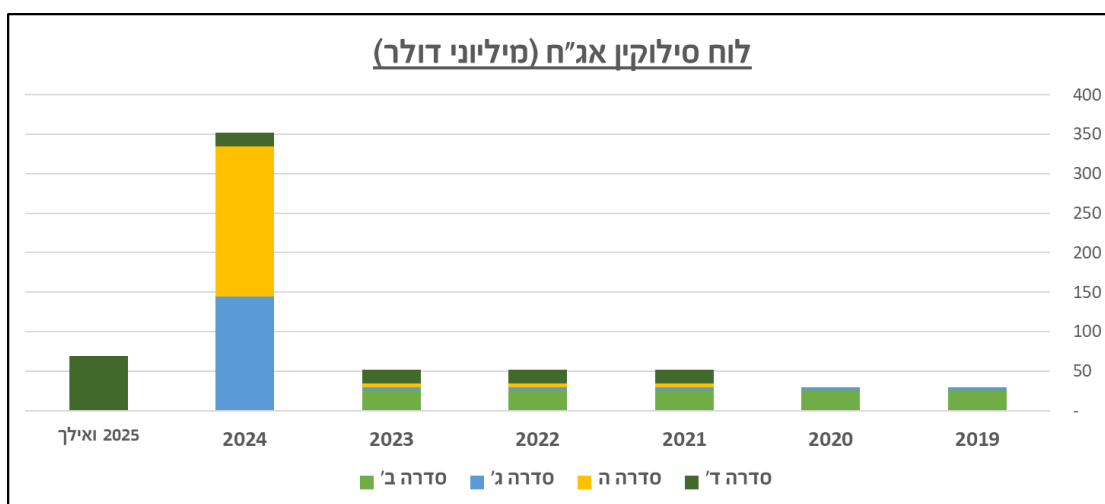
בפרויקט בושויק, מימון מחדש של שלב ב' באותו פרויקט, הזרמת נכסים ומימוש נכסים יחס זה צפוי להישאר ברמתו. עם זאת, החברה צופה, כי במהלך שנת 2019, קרקעות בבעלות החברה, צפויות לבטא עליות שווי באופן שיוריד את יחס המינוף לכ-65%.

יחס החוב ל-FFO של החברה, צפוי להסתכם, בשנת 2018 במעל ל-100 שנים. יחס זה בולט לשלילה לרמת הדירוג והינו איטי לאור אופי הפעילות של החברה, אך גם לאור הייזום המשמעותי בשנים קודמות של פרויקט בושויק. היקף ה-FFO צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-20 מיליון דולר ולהלום את רמת הדירוג, אך לאור העובדה, כי לחברה שותפים במספר נכסים, התזרים השיורי (לאחר פירעון אמורטיזציה) אינו צפוי להיות מהותי.

חוסר גמישות פיננסית מנכסי החברה מדיגיט את הצורך ביצירת מקורות נזילים לצרכי שירות אגרות החוב, בין היתר על ידי מימוש נכסים

לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף זניח. בנוסף, לאור התזרים השיורי הנמוך בטווח הזמן הקצר- בינוני ולאור שחיקה בנגישות לשוק ההון בישראל, החברה זקוקה למימוש ומימון מחדש של נכסים לצורך שמירה על יתרות נזילות מהותיות לצרכי שירות אגרות החוב. תרחיש הבסיס של מידרוג, מניח מימון מחדש ומימוש נכסים בהתאם לתכנית שהוצגה על ידי החברה. ככל שהאמור לא יתרחש, עשויה להיות לדבר השפעה לשלילה על הדירוג.

להלן לוח הסילוקין של החברה (נכון למועד הדוח ולאחר פירעון אגרות החוב בנובמבר 2018):



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

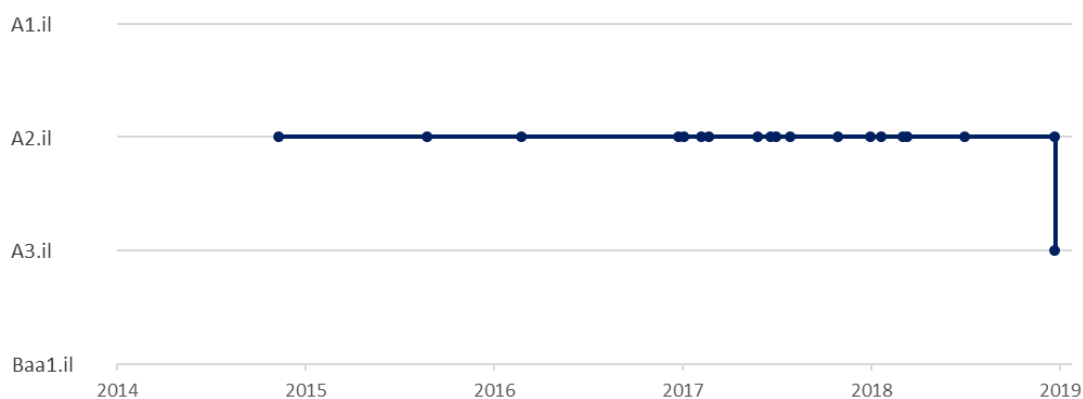
- שיפור משמעותי ביחסי המינוף של החברה;
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה;

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- אי שמירה על יתרות נזילות מהותיות לצרכי שירות אגרות החוב בהתאם למדיניות הנזילות שהוצגה למידרוג
- כניסה לפרוייקטי ייזום העשויים להשליך לשלילה על הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה

אודות החברה

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים. החברה מתקדמת בענף הדיור להשכרה ברובע ברוקלין, ניו יורק, בעל השליטה בחברה הינו מר יואל גולדמן, אשר מחזיק במלוא הון המניות של החברה.

היסטוריית דירוג**דוחות קשורים**

[All Year Holdings Limited - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, פברואר 2016](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2017](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

27.12.2018	תאריך דוח הדירוג:
27.12.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
12.11.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
All Year Holdings Limited	שם יוזם הדירוג:
All Year Holdings 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של 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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מוכח 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>