

דירוג חברות נדל"ן מניב

תוצאות הערות מהציבור | ינואר 2019

אנשי קשר:

חיריעני, רו"ח - אנליסט

Hay.Riany@midroog.co.il

שחר רובין - אנליסט בכיר

Shahar.R@midroog.co.il

אורית תשובה - ראש צוות

Orit.teshuva@midroog.co.il

רן גולדשטיין - סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

הזמנה להגיש הערות מהציבור

ביום ה-15 באוקטובר 2018 פורסמה הזמנה להגיש הערות מהציבור, המתארת את המתודולוגיה לדירוג חברות נדל"ן מניב. ביום ה-15 בנובמבר 2018 נסגרה [הזמנה זו להערות הציבור - דוח מתודולוגי לדירוג חברות נדל"ן מניב](#).

סיכום התגובות שהתקבלו

מידרוג קיבלה 5 תגובות בכתב וכן מספר הערות נוספות שניתנו בעל פה.

ככלל לא קיבלנו התנגדויות לשינוי המתודולוגי, אך כן התקבלו מספר הסתייגויות לפרמטרים מסוימים במתודולוגיה המוצעת, כמפורט להלן.

הנושאים העיקריים שעלו בתגובות:

1. כללי:

- מגיב הציע מטריצת ניקוד שונה כאשר לטענתו יש לבצע אנליזה דינאמית והירארכית, ולא אופקית, כך שציין בשלב אחד יגביל את טווח הציפונים בשלב הבא אחריו. כמו כן, ציין כי לגישתו יש לתת משקל גם לניתוח "לאחר תום תקופת התחזית".
- מגיב ביקש להבהיר לגבי אופן יישום המתודולוגיה עבור מנפיק ולא חוב במקרה בו כלל החוב הינו חוב מובטח.
- מגיב העיר במסגרת תיאור ענף הפעילות, כי צורת החזקה של נדל"ן מניב תחת חברות נכס או שותפויות אינה בהכרח נכונה ברוב המקרים.
- מגיב העיר כי לדעתו ככלל יש לעשות שימוש בהערכות שוויו עבור חברות שאינן מודדות נדל"ן להשקעה בשווי הוגן.
- מגיב העיד כי לא ברור לו הקשר בין תמיכה ממשלתית לחדלות פירעון משותפת.
- מגיב ביקש להבהיר באילו נסיבות מידרוג לוקחת בחשבון את חלקו היחסי של המנפיק בחוב הפיננסי בהשקעות המטופלות בהתאם לשיטת השווי המאזני.
- מגיב ביקש להבהיר כיצד משוקללים במטריצה הדירוגים שבתוך קבוצות הדירוג המוצגות (אלה המקבלים את הסיומת 1, 2 או 3).

2. סביבת הפעילות:

- מגיב ביקש להבהיר את השיקולים לפיהם בחינת סביבת הפעילות תהיה ברמת המדינה או באזור מצומצם יותר.

3. פרופיל עסקי:

- בבחינת היקף הפעילות של המנפיק, מגיב ביקש להבהיר באילו מקרים וכיצד ייבחן היקף ה-NOI של מנפיק.
- מגיב העיר כי לדעתו יש לשקלל בבחינת היקף הפעילות גם את מספר הנכסים בבעלות ופיזורם.
- מגיב העיר כי לדעתו רמת גימור גבוהה יותר לא בהכרח מעידה על יציבות פעילות וביקוש לנכסים גבוהים יותר.

4. פרופיל פיננסי:

- מגיב העיר כי לדעתו יש מקום לבחון את היחס הפיננסי EBITDA להוצאות מימון, כיוון שלטענתו ליחס חשיבות רבה למבחן איתנות, והוא נבחן בקביעות על ידי ציבור המשקיעים.
- מגיב ביקש להוסיף דוגמאות שכיחות להתאמות שמידרוג תבצע בחישוב FFO.
- בבחינת יחס חוב פיננסי מובטח לנדל"ן להשקעה, מגיב העיר כי לא ברור לו האם חוב אשר מובטח ביחס LTV גבוה מ-100% יילקח בחשבון במלואו. כמו כן, לא ברורה ההתייחסות בהקשר של חוב הכולל שעבוד צף.
- מגיב ביקש להבהיר האם ביחס יתרות נזילות ומסגרות אשראי לשירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות, נלקח בחשבון שירות הקרן בלבד, ללא ריבית.
- מגיב העיר כי לדעתו יש מקום לבחון במסגרת בחינת התזרים ויחסי הכיסוי את ה-FFO בניכוי CAPEX, על מנת להבחין בין חברות הנדרשות להשקעות הוניות גבוהות יותר מאחרות.
- מגיב העיר כי לגישתו, היקף משמעותי של נכסים לא משועבדים אינו מהווה מקור לגמישות פיננסית אלא לסיכון.
- מגיב העיר כי לדעתו המשקל של פרמטר נזילות וגמישות פיננסית צריך להיות נמוך יותר.
- מגיב העיר כי לדעתו היקפי FFO או תזרים שיורי גבוהים ויחסי כיסוי מהירים מעידים דווקא על סיכון גבוה.
- מגיב הציע להתייחס לבחון יחסים פיננסיים נטו מיתרות נזילות, במקרים בהם קיימות יתרות משמעותיות או כשטרם נוצלו מזומנים מהנפקה, גם בהיעדר מדיניות סדורה לטווח ארוך.
- מגיב טען כי החזקת יתרות נזילות לצורכי שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מעידה על חולשה.

5. שיקולים נוספים:

- מגיב טען כי ייזום להשכרה בהיקף סביר ובשוק עם ביקוש חזק מקטין סיכון.
- מגיב ביקש להבהיר בהתייחס לשיקול "מודל הכנסות המנפיק", מהו היקף ההכנסות מפעילות שאינה נדל"ן מניב אשר יצדיק שימוש בשיטת הערכה ייעודית לאותה פעילות.
- מגיב ביקש להבהיר לאיזו תקופה נמדד היקף התזרים השיורי.

שינויים למתודולוגיית הדירוג

מידרוג בחנה את כלל הערות המגיבים, ומצאה לבצע את השינויים כלהלן:

- בפרמטר נזילות וגמישות פיננסית, חלף תת-פרמטר "שווי נכסי לא משועבד לחוב פיננסי לא מובטח", ייבחן תת-פרמטר "שווי נכסי לא משועבד לסך מאזן", בין היתר בכדי ליצור יכולת ניתוח השוואתית עבור מנפיקים אשר מלאו החוב הפיננסי שלהם מובטח בביטחונות.
- תוקן הנוסח המתייחס לשימוש בהערכות שווי עבור חברות שאינן מודדות נדל"ן להשקעה בשווי הוגן, כך שלרוב מידרוג תעשה שימוש בהערכות שווי כאמור.

- בבחינת היקף הפעילות של המנפיק, הושמטה ההתייחסות לבחינת היקף NOI, כך שבמסגרת פרמטר זה ייבחן סך המאזן בלבד.

כמו כן, במסגרת השיקולים הנוספים, נוסף שיקול "סיכון מדינת הפעילות", המתייחס לסיכון הכרוך בפעילות מנפיק במדינות או אזורים המאופיינים בפרמטרים חלשים, אי ודאות ולאו חוסר יציבות גבוהה, שיש בה כדי להשפיע בצורה משמעותית על פרופיל הסיכון של המנפיק. לא בוצעו שינויים למתודולוגיית הדירוג למעט האמור לעיל ומספר תיקוני עריכה והגהה. הגרסה הסופית של מתודולוגיית הדירוג זמינה באתר מידרוג www.midroog.co.il.

דוחות קשורים

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 23.01.2019

© 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 וכאלה 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 בייעוץ 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 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, 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>