



Moinian Limited

דוח דירוג ראשוני | אפריל 2015

1

אנשי קשר:

אנה אייזנברג בן לולו - אנליסטית

anna@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

rang@midroog.co.il

Moinian Limited

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה (Issue)
------------------	-----	--------------------

מידרוג מודיע על מתן דירוג Aa3 באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 1,000 מיליוני ₪ ע.ג. אותה תנפיק חברת Moinian Limited (להלן: "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, למימון בניית שני פרויקטים בתחום המגורים, להשקעות עתידיות נוספות בעיקר בתחום הנדל"ן המניב, לרבות הגדלת החזקות בנכסים קיימים ולפעילות השוטפת. בכוונת החברה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 22.04.2015. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. כמו-כן, הדירוג הינו כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה הידוע, נכון ליום פרסום הדוח, לפיו בעל השליטה התחייב להעביר לחברה את הזכויות בחברות המועברות, כפי שמפורט בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2015 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך הישראלי והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל אך אגרות החוב שלהן נסחרות בבורסה המקומית). בעל השליטה בחברה הינו מר ג'וסף מויניין המחזיק בכ-100% מהון המניות של החברה. עם השלמת ההנפקה, מר מויניין יעביר את החזקותיו בתאגידים המחזיקים בנכסי נדל"ן, הכוללים את הנכסים הבאים (יצוין, כי חלק ניכר מהנכסים מוחזקים ביחד עם שותפים):

- **נדלן להשקעה - 5 נכסים משולבים של משרדים ומסחר (כאשר אחד מהם הינו פורטפוליו של 8 בניינים) - נכסי המשרדים והמסחר של החברה ממוקמים באיזורי ביקוש במנהטן, ניו-יורק ושונים בהתאם להערכות שווי (חלק חברה) נכון למועד הדו"ח עומד על כ- 675 מיליון דולר.**
- **מלונאות - שני בתי מלון W הכולל 217 חדרים וכ- 223 דירות יוקרה למכירה (ראו להלן), הנכס ממוקם במרכז הסחר העולמי במנהטן מול בניין ה-"Freedom Tower", איזור המצוי בתנופת התפתחות. מלון HGI (Hilton Garden Inn) ממוקם במנהטן ברחוב 54 בצמוד לשדרת ברודוויי ונמצא בקרבת מרכזים עסקיים כמו גם מוקדי תיירות שונים. שווי של בתי המלון (חלק חברה) ובהתאם להערכות שווי עדכניות עומד על כ- 303 מיליון דולר (בשקלול עליית שיעור האחזקה של החברה במלון HGI).**
- **תחום המגורים - 1) נכס מגורים להשכרה- נכס המצוי גם הוא בקרבת מרכז הסחר העולמי במנהטן, ומאופיין בדירות בסטנדרט גבוה יחסית, שווי חלק חברה נכון למועד הדו"ח ובהתאם להערכות שווי עדכניות עומד על כ- 167 מיליון. 2) שתי קרקעות לייזום מגורים- החברה מחזיקה בשתי קרקעות לייזום למגורים במנהטן (בקרבת Hudson Yards וטיילת ה-Highline באזור ה-Meat Packing). החברה צפויה להחל כבר בטווח הקצר את בנייתם של שני נכסי נדל"ן למגורים. שווי של הקרקעות (חלק חברה) נכון למועד הדו"ח ובהתאם להערכות שווי עדכניות עומד על כ- 87 מיליון דולר.**
- **מלאי דירות - כ-223 דירות יוקרה למכירה, הממוקמות במלון W. עלות מלאי הדירות בספרים נכון ליום 31.12.2014 עומד על כ- 61 מיליון דולר.**

נכסי החברה הינם חלק מתיק הנכסים של בעלי השליטה ותאגידים בהחזקתו (להלן: "קבוצת מויניין" או "הקבוצה"), הכוללים כ-20 מיליון ר"ר של נכסים מניבים בתחומי נדל"ן שונים ונכסים בייזום. בהתאם לדברי מנהלי הקבוצה, שווי נכסי החברה מהווה כ- 20%-30% מסך השווי של נכסי הנדל"ן בבעלות הקבוצה. הקבוצה נוסדה בשנת 1982 על ידי מר ג'וזף מויניין. הקבוצה פועלת בתחומי נדל"ן מגוונים הכוללים בין היתר, החזקות בתחום המגורים, מלונאות, מסחר ומשרדים בעיקר בניו יורק אך גם בשיקאגו, לוס אנג'לס דאלאס ועוד.

לפי הסכם, שירותי הניהול בחברה יינתנו על ידי תאגידים בשליטת בעל השליטה, הכוללים שלל שירותי מעטפת לפעילותה, ביניהם: יו"ר דירקטוריון, שירותי מנכ"לות, שירותי סמנכ"ל כספים, הנהלת חשבונות ודיווח חשבונאי, ייעוץ משפטי, שירותי משרד, תקשורת, מחשבים ומזכירות וכן סיוע ויעוץ בנושאים שונים בנושאי מימון, קשרים עסקיים עם שותפים, פיתוח אסטרטגיה עסקית ועוד.

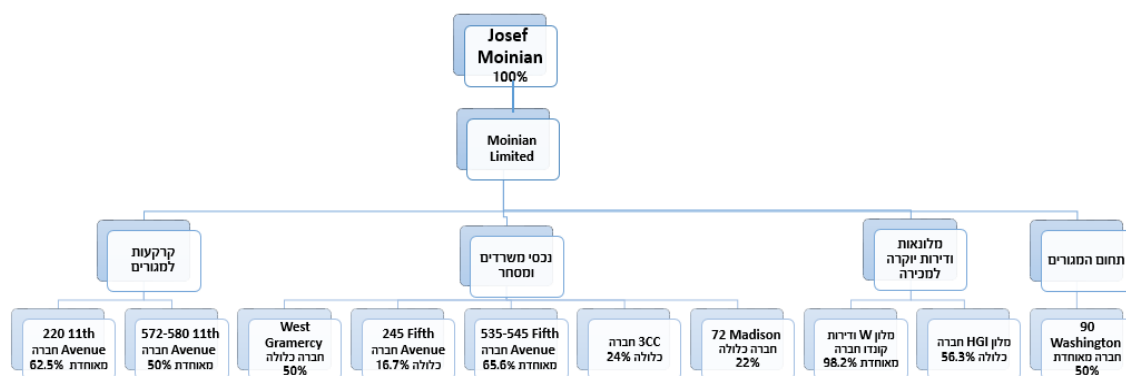
Moinian Limited - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי דולר)

אלפי דולר ארה"ב	31.12.12	31.12.13	31.12.14
סה"כ הכנסות	109,830	129,738	126,019
NOI	23,109	24,825	22,624
NOP	3,114	4,685	3,663
רווח נולמי ממכירת דירות	13,541	22,012	20,331
סה"כ רווח נולמי לפני פחת	39,764	51,522	46,618
EBITDA ללא שיעורים	37,663	49,073	42,161
הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה	112,113	183,247	213,958
שיעור רכוש קבוע	28,120	58,390	43,761
רווח בגין מוחזקות	35,797	45,508	45,394
רווח כולל	177,735	306,903	308,780
חוב פיננסי	545,711	490,285	435,037
יתרת נזילות	2,364	4,158	4,384
חוב פיננסי נטו	543,347	486,127	430,653
CAP	1,029,954	1,275,438	1,543,991
CAP נטו	1,027,590	1,271,280	1,539,607
סך מאזן	1,099,528	1,347,023	1,625,075
הון עצמי מיוחס לבעלי מניות	339,691	562,209	799,291
הון עצמי וזכויות מיעוט	484,243	785,153	1,108,954
חוב ל-CAP	53%	38%	28%
חוב נטו ל-CAP נטו	53%	38%	28%
הון למאזן	44%	58%	68%
FFO מותאם	28,518	72,868	26,127
FFO מותאם	19.1	6.7	17
FFO נטו מותאם	19.1	6.7	16
EBITDA לתשלומי ריבית	1.8	2.4	2.2

* FFO מותאם כולל דיבידנדים ממוחזקות (חלק חברה) והתאמה של כ-16 מיליון בריבית בשנת 2014 (ריבית נצברת אשר שולמה בשנת 2014 בגין מלון W) מתוך ה-72 מיליון דולר FFO לשנת 2013 כ-32 מיליון דולר נובע מדיבידנד ממוחזקות שנובע ממימוש שטחים במבנה משרדים.



בעלות ותרשים אחזקות החברה המגייסת



אסטרטגיה

החברה תמשיך לפעול בתחומי הפעילות הקיימים כפי שצוינו לעיל, לנהל ולתפעל את מערך הנכסים הקיים שבבעלותה. כמו כן, בעתיד החברה אף צפויה להרחיב את פעילותה באמצעות: 1. רכישת נכסים חדשים בתחומי הנדל"ן השונים 2. ייזום נכסים מניבים חדשים על הקרקעות שבבעלותה. 3. הגדלת שיעורי החזקתה בנכסים המוחזקים עם שותפים. החברה שמה דגש על השקעה בנכסים בעלי סחירות גבוהה באיזורי ביקוש או איזורים אשר להערכתה צפויים להגדיל את ערכם.

חלוקת דיבידנד

כוונות החברה, כפי שהוצגו למידרוג, הן כי חלוקות עתידיות של דיבידנד על ידי החברה, אם וככל שיהיו, יהיו בסכום אשר לא יעלה על 40% מה-FFO השוטף לשנה קלנדרית, בכפוף להותרת תזרים מספק לפירעון ההתחייבויות השוטפות לרבות פירעון קרן וריבית האג"ח לפחות לשנה קדימה.

הנחות המודל

יש לציין כי בניתוח ושקלול כלל הגורמים המשפיעים על הדירוג, מידרוג נשענת על מספר הנחות מרכזיות, כפי ששוקפו על ידי החברה. בין היתר, הדירוג לוקח בחשבון את ההנחות הבאות: השקעה בייזום שני נכסים למגורים, יש לציין כי לפי החברה, בניית הנכסים תמומן מכספי גיוס האג"ח וללא נטילת הלוואה נוספת לרבות מימון ייזום חלק השותפים בפרויקטים תמורת קבלת הכנסות ריבית. כמו כן, נלקחה בחשבון השקעה נוספת בנכסים מניבים ביתרת תמורת האג"ח; אכלוס שטחים פנויים (בתרחישי רגישות מסוימים לעומת תחזיות החברה) והחלפת שוכרים קיימים בשוכרים בעלי מיצוב בולט בשוק בצורה הצפויה להגדיל משמעותית את הנראות התזרימית העתידית; מכירת יתרת הדירות במלון W במהלך השנתיים הקרובות ופירעון ההלוואה בגין, באופן שיתרום ליחסי האיתנות ולתזרים; היקף דיבידנד מתוכנן שלא יעלה באופן מהותי; מימון מחדש של מספר הלוואות שבוצעו במהלך 2015 לטווח ארוך וללא אמורטיזציה תורמות באופן מהותי לנראות ויציבות התזרים העתידי; כמו כן נלקח בחשבון קיטון מסוים בהיקף ההון העצמי בשל השלמת הריפינסנס והגדלת היקף החוב בטרם להעברת אחזקת הקבוצה בחברות הנכס לחברה; על שמח שיחות עם החברה, מידרוג הניחה כי בכוונת החברה לשמור לאורך זמן על יחס חוב נטו ל-CAP נטו של פחות מ-50% ונזילות התואמת את שירות החוב לשנה (קרן וריבית). במידה והנחות אלו לא יתממשו או יתממשו באופן חלקי, דירוג החברה צפוי להשתנות בהתאם. כמו כן, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה במספר תרחישי רגישות לפרמטרים כגון היקף הכנסות, שיעורי ההיוון וכדומה.

דירוג החברה מושפע לחיוב ממצבת נכסים איכותית במספר ענפי נדל"ן, ביניהם, משרדים, מסחר, מגורים, מלונאות וייזום למגורים ומאופיינת במיצוב בולט לחיוב, בין היתר בשל, מיקומם, יציבותם התפעולית והתזרימית ואיכות השוכרים. לפי הערכות שווי עדכניות ונכון ליום 31.12.2014, שווים הכולל של נכסי החברה עומד על כ-2.7 מיליארד דולר (1.3 מיליארד דולר חלק חברה); היקף הון עצמי יחסי איתנות טובים והולמים את רמת הדירוג. גם לאחר גיוס החוב ופעולות נוספות בחברה, להערכת מידרוג, יחסי האיתנות צפויים להלום את הדירוג; יחסי כיסוי והיקף FFO ההולמים את רמת הדירוג ובייחוד בולט לחיוב התזרים השיורי השוטף מהנכסים הנובע בין היתר ממבנה המימון בחברה אשר בא לידי ביטוי בהסכמי ההלוואות ארוכים יחסית העומדים על כ-9.3 שנים בממוצע (לפי חלק חברה) ולא כולל כמעט אמורטיזציה בנקאית בנוסף ל-LTV נמוך יחסית על מרבית הנכסים. כמו כן, בתחום המשרדים והמסחר לחברה הסכמים החתומים לזמן ארוך יחסית עם שוכרים, אשר עומד על כ-13.4 שנים בממוצע (לפי חלק חברה); ניסיון הבעלים והצוות הניהולי, בנוסף ל-Track Record שלהם בייזום, השבחה, ניהול ואחזקת נכסים של הקבוצה, הכולל התמודדות עם תקופות מחזורי עסקים שליליים, תורם לנגישות החברה למקורות מימון בשווקי הפעילות; פעילות החברה בשוק הנדל"ן בעיר ניו-יורק ובפרט ברובע מנהטן, המאפיין ביציבות, ביקוש רב תורמת באופן משמעותי לפרופיל הסיכון; לחברה גמישות מסוימת, הנובעת בעיקר מיכולתה להגדיל את היקפי ההלוואות בחלק מנכסיה המניבים, אשר מאופיינים ברובם בשיעורי LTV נמוכים. כמו כן, נכון למועד הדו"ח לחברה קרקע לא משועבדות המיועדות לייזום וקרקע נוספת עם חוב נמוך יחסית לבניית שני נכסי מגורים אשר תורמים לגמישות הפיננסית של החברה זאת כאשר, לאחר השלמת הייזום בנכסים אלו הגמישות בגינם אף צפויה להשתפר.

דירוג החברה מושפע לשלילה מריכוזיות תיק הנכסים של החברה ברמת הנכסים, נכון ליום 31.12.2014 הנכס המרכזי של החברה אחראי על כ-22% מסך הרווח הגולמי של הנכסים המניבים ושלושת הנכסים המהותיים אחראיים על כ-64%. בתקופה האחרונה נחתמו מספר חוזים עם שוכרים משמעותיים במספר נכסים אשר מגדילים את תלות החברה בנכסים מרכזיים. מנגד פיזור ואיכות השוכרים, מח"מ שוכרים ארוך, מיקום הנכסים ואיכותם ממתנים סיכון זה; לחברה תלות בבעל השליטה בפרט, עקב ניסיונו הרב והוותק בתחום הנדל"ן באיזורי פעילות החברה. מנגד, התלות הנ"ל אינה שלילית בעיקרה, שכן, ניסיונו של מר מויניאן בפרט ושל הקבוצה בכלל תורמים ליכולת החברה באיתור עסקאות, ייזום, השבחה, ניהול ואחזקה של נכסים חדשים וכן נגישות למקורות מימון. בנוסף, בקבוצה קיימת שדרת ניהול עמוקה בעלת וותק וניסיון משמעותי; מחשיפה מאזנית ותזרימית לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני עקב ציפיות בשוק לעליית ריבית שעלולה להשפיע על שינוי בשערי הון, חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול הטבעי של שכ"ד הקיים וחוזים חדשים בהיקף משמעותי שנחתמו נכון למועד הדו"ח. בנוסף, ישנם חוזים נוספים במו"מ אשר ככל שיושלמו עשויים לסייע למיתון נוסף של החשיפה הנ"ל.

מצבת נכסים בעלי איכות ומיצוב בולטים לחיוב, בין היתר בשל, מיקומם, יציבותם התפעולית והתזרימית ואיכות השוכרים בנוסף לפיזור במספר ענפי נדל"ן, משפיע לחיוב על יציבות החברה והפרופיל העסקי שלה

מצבת הנכסים של החברה כוללת 10 נכסים (כאשר אחד מהם הינו פורטפוליו של שמונה נכסים משולבים משרדים ומסחר) במספר ענפי נדל"ן, ביניהם, משרדים ומסחר, מגורים, מלונאות וייזום למגורים. פעילות החברה מתמקדת במנהטן בניו יורק ובייחוד באזורי ביקוש. לפי הערכות שווי עדכניות, שווים הכולל של נכסי החברה עומד על כ- 2.7 מיליארד דולר (חלק חברה כ-1.3 מיליארד דולר) ונכון ליום 31.12.2014 הרווח הגולמי של החברה עומד על כ-42.5 מיליון דולר ושיעור התפוסה המשוקלל עומד על כ-85%, יש לציין כי על פי חוזים שנחתמו במהלך שנת 2014 ושנת 2015 וחוזים נוספים הנמצאים בתהליך של משא ומתן צפויים לשפר את היקף הרווח הגולמי של החברה ואת שיעור התפוסה בשנים הקרובות.

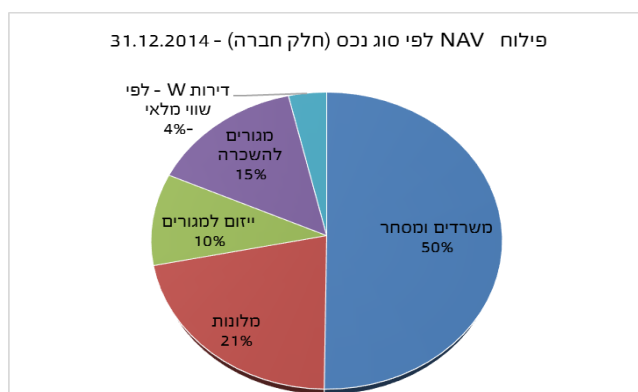
בתחום המשרדים והמסחר, לחברה 5 נכסים אשר ממוקמים ברחובות מרכזיים במנהטן ביניהם, השדרה החמישית, שדרת מדיסון, כיכר קולומבוס ועוד. נכסים אלו מאופיינים במסחר בקומות התחתונות הפונה לרחוב ומשרדים בקומות העליונות. הבולטים מבין נכסים אילו הינם: 1. נכס משולב של משרדים ומסחר הממוקם ב-535-545 Fifth Avenue, לפי הערכת שווי עדכנית שווי הנכס עומד על כ-630 מיליון דולר (כ-413 מיליון דולר חלק חברה). נכון ליום 31.12.2014 הנכס הניב NOI שנתי של כ-9 מיליון \$ (כ-5.8 מיליון דולר חלק חברה). בסוף שנת 2014 נחתם חוזה מול NBA להשכרת שטח מסחרי של כ-26,400 ר"ר בגובה של 7.5 מיליון \$ לשנה (סכום אשר צפוי לגדול לפי תנאי ההסכם) ל-21 שנים. כמו כן, החברה נמצאת במו"מ להשכרת יתרת שטחי המסחר בנכס באופן המגדיל משמעותית את התזרים שנובע מנכס זה ובכלל את נראות התזרים של החברה לטווח הארוך בשל משך החוזים ואיתנות השוכרים. 2. 3CC- נכס הממוקם ב-Columbus Circle ומשקיף לסנטרל פארק. לפי הערכות שווי עדכניות שווי הנכס עומד על כ-700 מיליון דולר (כ-168 מיליון דולר חלק חברה) ומניב NOI נכון ליום 31.12.2014 של כ-24.7 מיליון דולר (כ-5.9 מיליון דולר חלק חברה), יש לציין, כי גם בנכס זה החברה נמצאת במשא ומתן בנוגע לשטחי מסחר משמעותיים אשר צפויים לשפר באופן ניכר את תזרים החברה בגינו. חשוב לציין, כי גם ביתר נכסי המשרדים והמסחר של החברה היו התפתחויות ניכרות בנוגע להשכרת שטחים מהותיים שתורמות באופן ניכר לנראות התזרים העתידי של החברה. כמו כן, השכרת השטחים מאופיינת במח"מ חוזים ארוך ושוכרים איכותיים בעלי מיצוב גבוה בשוק באופן התורם לשיפור משמעותי של מיצוב הנכסים.

בתחום המלונאות לחברה שני בתי מלון הממוקמים גם הם באזורי ביקוש במנהטן. מלון HGI הממוקם בקרבת, בין היתר, הסנטרל פארק, טיימס סקוור ובקרבת צירי תחבורה רבים. המלון נפתח בינואר שנת 2014 ונכון ל-31.12.2014 עומד על תפוסה ממוצעת של כ-91% נתון אשר מחזק את איכות מיקומו. מלון W הממוקם באזור הסחר העולמי (World Trade Center) במנהטן התחתונה, איזור המאופיין בפיתוח מסיבי בשנים האחרונות, גם בתחום המשרדים וגם בתחום המסחר ואיזורי התיירות, באופן התורם לביקוש למלונאות באזור זה. כמו כן בקומות העליונות של המלון ישנן 223 דירות יוקרה למכירה אשר נכון למועד הדו"ח נותרו כ-56 יח"ד למכירה.

בתחום המגורים לחברה נכס למגורים להשכרה - 90 Washington בעל שיעורי תפוסה גבוהים ומיקום המאופיין גם הוא בביקוש גבוה. כמו כן, לחברה שתי קרקעות אשר עליהן מיועדים להיבנות שני נכסים למגורים. נכסים אילו צפויים לתרום

לאיתנות ולתזרים החברה בטווח הבינוני והארוך. יש לציין, כי לפי נתוני החברה חלק מתמורת האג"ח בין היתר, תשמש לייזום נכסים אלו.

במהלך שנת 2015 החברה ביצעה מימון מחדש למספר נכסים, דבר אשר הקטין באופן ניכר את תשלומי הריבית, יש לציין כי ההלוואות החדשות הינן בעלות מח"מ ארוך וללא אמורטיזציה כך שהתזרים שנובע לחברה מנכסיה המניבים ישתפר כבר בטווח הקצר. כמו כן, יש לציין לחיוב את וותק הנכסים בחברה אשר עומד בממוצע על כ-12 שנים ואת יציבותם התפעולית והתזרימית לאורך שנים. להערכת מידרוג איכות הנכסים ומיקומם בולטים לחיוב ברמת הדירוג.



היקף הון עצמי יחסי איתנות טובים והולמים את רמת הדירוג, גם בהתייחס להיקף היזום והגיוס הצפוי והשפעתם האפשרית על היקף החוב

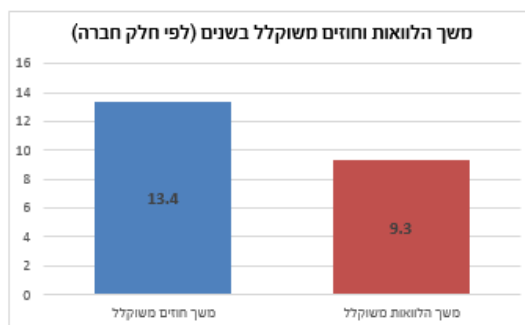
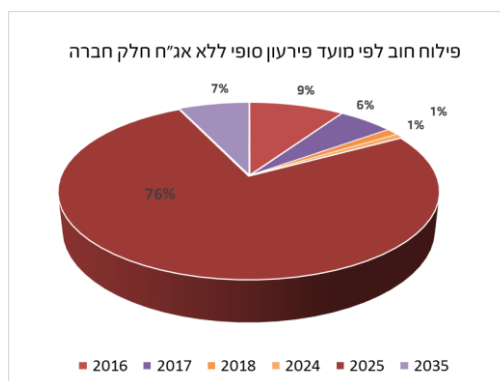
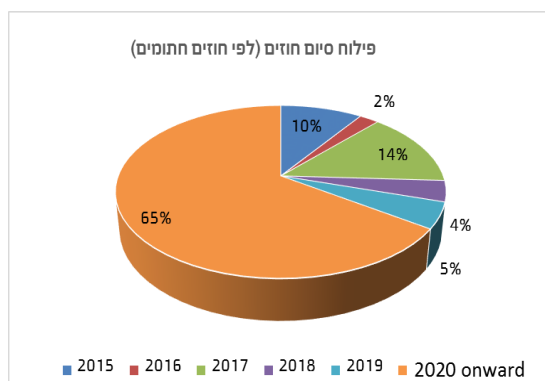
נכון ליום 31.12.2014 היקף ההון העצמי יחסי המינוף של החברה הולמים את רמת הדירוג. היקף ההון העצמי (כולל זכויות מיעוט) עומד על כ- 1.1 מיליארד דולר (היקף ההון העצמי המיוחס לבעלי החברה עומד על כ- 800 מיליון דולר) ההון העצמי למאזן עומד על כ- 68% (כולל חלק החברה בחוב של החברות המוחזקות היחס עומד על כ- 64%). יחס החוב ל-CAP אף הוא בולט לרמת הדירוג ועומד על כ- 28% (כולל חלק החברה בחוב החברות המוחזקות היחס עומד על כ- 32%). בעקבות מספר פעולות שנעשו על ידי החברה בין תאריך התשקיף למועד העברת אחזקות הקבוצה ל-BVI, תיתכן שחיקה מסוימת ביחס האיתנות. כמו כן, גיוס האג"ח ואפשרות לנטילת הלוואה לצורך רכישת נכסים מניבים חדשים צפויים גם הם לשחוק את יחסי האיתנות במידה מסוימת. מנגד, התמורה ממכירת הדירות הנותרות במלון W צפויה לסייע לפירעון הלוואה בהיקף של כ- 95 מיליון דולר. להערכת מידרוג ובהתבסס על נתוני החברה, יחסי האיתנות צפויים להלום את הדירוג גם לאחר התפתחויות אלו.

יתר על כן, להערכת מידרוג וכפי שצוין לעיל, איכות, מיקום ומיצוב נכסיה של החברה משפיעים באופן ניכר על יציבות ואיכות של ההון העצמי. לאור האמור, איכות הנכסים עשויה לסייע במקרה הצורך במימוש או במימון מחדש, שכן אזורי הפעילות של החברה מגלמים סחירות גבוהה יותר בהשוואה לשווקים אחרים ולקבוצות נכסים אחרות.

יחסי כיסוי והיקף FFO בולטים הולמים את הדירוג ובייחוד בולט התזרים השוטף מהנכסים הנובע בין היתר ממבנה המימון בחברה. חוזי שכירות חדשים שנחתמו וכן מו"מ לחוזים נוספים יובילו לגידול משמעותי בהיקף התזרים הפרמננטי

נכון ליום 31.12.2014, היקף ה-FFO של החברה עמד על כ-26 מיליון דולר (כולל דיבידנד ממוחזקות והתאמה לריבית ששורתה מהלוואות ליווי) יחס החוב ל-FFO עמד על כ-17 שנים. בטווח הקצר יחסים אלו עלולים להישחק מעט וזאת בעקבות

גידול בהוצאות הריבית עקב מימון מחדש וגיוס האג"ח. עם זאת, כפי שצוין לעיל, לחברה מספר השכרות בהיקף משמעותי אשר צפויים למתן שחיקה זו ואף לשפר את היקף ה-FFO בטווח הקצר ואת יחסי הכיסוי בטווח הבינוני. לפי נתונים שהתקבלו מהחברה ועם תרחישי רגישות של מידרוג, היקף ה-FFO צפוי לגדול משמעותית ולעמוד על בין 40-60 מיליון דולר (כולל איחוד יחסי של חברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני) בשנים הקרובות ואף צפוי גידול משמעותי יותר בטווח הבינוני. יחסי הכיסוי צפויים לעמוד על מתחת ל-20 שנים בטווח הבינוני. כמו כן, כפי שצוין לעיל בעקבות חוזים חדשים ומשמעותיים בנכסים המניבים, שיפור התזרים ממלון W ומימון מחדש שבוצע על ידי החברה במהלך שנת 2015, התזרים השירי מהנכסים המניבים של החברה צפוי לגדול באופן משמעותי. כמו כן, רוב הלוואות החברה הינן לטווח ארוך וכמעט ללא אמורטיזציה שנתית מה שתורם להיקף התזרים מהנכסים המניבים. מעבר לכך יציבות ונראות התזרים ויחסי הכיסוי של החברה נתמכים גם במח"מ שוכרים ארוך (בתחום המסחר ומשרדים), בולט לחיוב לרמת הדירוג אשר עומד על כ-13.4 שנים (חלק חברה) לפי חוזים חתומים. מח"מ החוזים ארוך בכ-4 שנים ממח"מ ההלוואות שהינו ארוך גם כן ועומד על כ-9.3 שנים (חלק חברה). להערכת מידרוג לחברה יחסי כיסוי, היקף FFO ותזרים שירי ההולמים את הדירוג, ביחוד בהתייחס למיקום הנכסים.



ניסיון רב שנים לבעלים, הצוות הניהולי וה- track record שלהם בייזום, השבחה, ניהול ואחזקת נכסים של הקבוצה

ניסיון הבעלים והצוות הניהולי, אשר פועלים בתחומי הנדל"ן השונים למעלה מ-30 שנים, הינו מהותי וכולל התמודדות עם סייקלים שליליים וסיכונים שונים הטמונים בפעילות בתחום הנדל"ן. יש לציין כי לחברה יכולות מוכחות במגוון תחומי נדל"ן שונים, הנפרסים על ייזום נכסי נדל"ן ברחבי ארה"ב, השבחה, ניהול ומכירה של נכסים רבים ואחזקה לטווח ארוך של נכסים



רבים (בעיקר בתחומי הנדל"ן המניב למשרדים ומסחר). מידרוג רואה לחיוב את יכולות הקבוצה המוכחות ואת הניסיון שלה והתרומה לנראות התזרימית, למיצוי הפוטנציאל הגלום בנכסים תוך שמירה על מיצובם וליישום הפרופיל העסקי והאסטרטגיה של החברה לרבות נגישותה למקורות מימון רבים.

פעילות החברה בשוק הנדל"ן בעיר ניו-יורק ובפרט ברובע מנהטן, המאופיין ביציבות, ביקוש רב ועמידות יחסית בפני מחזוריים שליליים תורמת באופן משמעותי לפרופיל הסיכון

כלכלת ארה"ב הינה הכלכלה הגדולה בעולם (מדורגת Aaa באופק יציב במודי"ס). בשנים האחרונות המדינה מתאוששת ממשבר האשראי של 2008-2009, באופן אשר תומך בשוק הדיר במדינה. ההתאוששות באה לידי ביטוי, למשל, בירידה בשיעור האבטלה שהגיע לשיא תקופתי בשנת 2010 ועמד על כ-9.6% וירד בשנת 2015 אל מתחת ל-6%. בהמשך לזאת, גם נתוני התוצר הריאלי לנפש בארה"ב מראים התאוששות מסוימת: לפי מודי"ס בין 2010 ל-2013 שיעור השינוי השנתי בתוצר הריאלי לנפש בארה"ב עלה בממוצע בכ-2.3% והוא אף צפוי להמשיך להתחזק בשנתיים הקרובות.

ניו-יורק הינה העיר בעלת האוכלוסייה הגדולה והצפופה ביותר בארה"ב ומונה כ-8.3 מיליוני אנשים. העיר משמשת כביתן של חברות מרכזיות בכלכלה העולמית במגוון תחומים כגון פיננסים, ביטוח, נדל"ן, ושירותים עסקיים. בשנים האחרונות התחזקו בעיר תעשיות נוספות כאשר הבולטות הן חינוך, בריאות והיי-טק אשר צפויות להמשיך ולהתחזק לאור פיתוחם של מרכזים נוספים להשכלה גבוהה ומתחמי טכנולוגיה, באופן המקטין את תלות העיר בתעשיות הפיננסים והשירותים העסקיים. בדומה לכלל ארה"ב, החל משנת 2011 קיימת מגמת ירידה בשיעורי האבטלה בניו-יורק סיטי, היקף המועסקים בעיר גבוה בכ-3% בהשוואה להיקף המועסקים ערב המשבר. בנוסף, רובע מנהטן נחשב לרובע החזק ביותר בניו-יורק סיטי וממוצע גבוה ביחס לרובעים אחרים בעיר. נכסי החברה ממוקמים באיזורי הביקוש במנהטן דבר אשר תורם לאיתנותם, מיצובם ויציבותם.

9

לחברה גמישות סבירה, הנובעת בעיקר משיעורי LTV נמוכים בנכסיה.

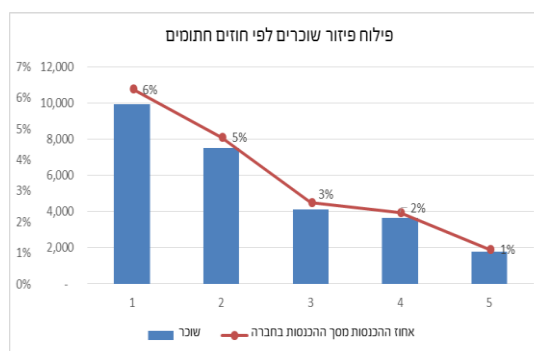
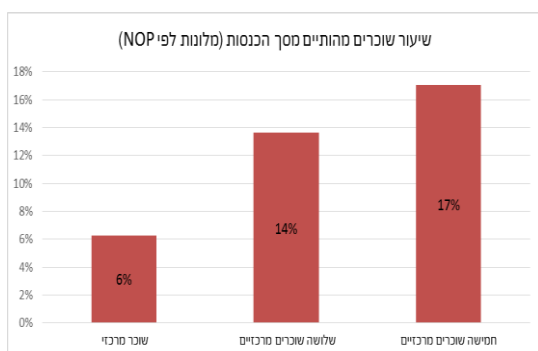
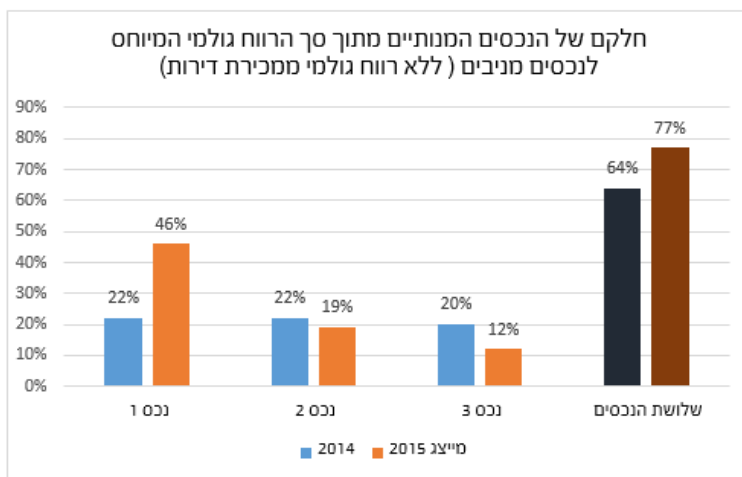
גמישות החברה נובעת בעיקר מיכולת החברה להגדיל את היקפי ההלוואות בנכסיה, אשר מאופיינים ברובם בשיעורי LTV נמוכים. איכות הנכסים המניבים של החברה, יציבות התזרים מהם ואף הגידול בתזרים בשנים הקרובות כפי שצוין לעיל, מגדילים את נראות הגמישות מנכסים אלו באופן אשר עשוי לתרום לשירות האג"ח במידת הצורך. סיום בניית הנכסים בייזום והאכלוס הצפוי של שטחים מסחריים באזור השדרה החמישית עשויים לתרום לגמישות הפיננסית הנגזרת. כמו כן, נכון למועד הדו"ח לחברה קרקע לא משועבדת וקרקע נוספת עם חוב פיננסי נמוך ביחס לשווי המיועדות לייזום שני נכסי מגורים.

סיכונים עסקיים

ריכוזיות תיק נכסים גבוהה יחסית מנגד פיזור ואיכות השוכרים, מח"מ שוכרים ארוך, מיצוב ומיקום הנכסים ממתנים סיכון זה

נכון למועד הדו"ח לחברה 6 נכסים מניבים, שני בתי מלון ו-2 קרקעות לייזום מגורים. הנכס המרכזי של החברה אחראי נכון ליום 31.12.2014 על כ-22% מסך הרווח הגולמי של הנכסים המניבים ושלושת הנכסים המהותיים אחראיים על כ-64%. כפי שצוין לעיל, בתקופה האחרונה נחתמו מספר חוזים עם שוכרים משמעותיים במספר נכסים אשר מגדילים את תלות החברה בנכסים מרכזיים. מנגד, לחברה פיזור שוכרים סביר, נכון למועד הדו"ח לחברה כ-613 שוכרים בנכסיה המניבים. גם לאחר חתימת חוזי שכירות מול שוכרים משמעותיים השוכר המרכזי אחראי על כ-6% מסך הכנסות החברה מנכסיה המניבים ושלושת השוכרים הגדולים אחראים על כ-17%. כמו כן, כפי שצוין לחברה מח"מ שוכרים ארוך אשר עומד על כ-13.4 שנים.

נכסי החברה ובפרט הנכסים המהותיים בה ממוקמים בלב איזורי הביקוש לנדל"ן ובעלי מיצוב גבוה. כל אלו ממתנים במידה רבה את סיכון הריכוזיות בחברה.



תלות בבעל השליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה

מר ג'וזף מויניאן אשר מחזיק ב-100% מזכויות ההצבעה בחברה ומספר נושאי משרה בכירים בקבוצה צפויים לעמוד בראש החברה. כמו כן, ניהול הנכסים של החברה מיועדים להתבצע על ידי גורמים בקבוצת מויניאן. על כן, לקבוצה ולבעל השליטה תפקיד חשוב בהתפתחות החברה ובניהולה השוטף כמו גם בפיתוח העסקי. לחברה תלות בבעל השליטה בפרט, עקב נסיונו הרב והוותק בתחום הנדל"ן באיזורי פעילות החברה, מר מויניאן פועל בתחום הנדל"ן בארה"ב למעלה מ-30 שנים ועתיד לשמש כמנכ"ל ויו"ר דירקטוריון בחברה. מנגד, ניסיונו של מר מויניאן בפרט ושל הקבוצה בכלל תורמים ליכולות החברה באיתור עסקאות, ייזום, השבחה, ניהול ואחזקה של נכסים חדשים וכן נגישות למקורות מימון.

ככל שתחול עלייה בסביבת הריבית לחברה חשיפה מאזנית ותזרימית לירידת שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני; חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול הטבעי של שכ"ד הקיים, חוזים חדשים בהיקף משמעותי שנחתמו נכון למועד הדו"ח, חוזים נוספים בהיקף משמעותי אשר נמצאים בשלב משא ומתן מתקדם ומיקום הנכסים באזורים בעלי ביקוש גבוה וחסימי כניסה גבוהים

בשל סביבת הריבית הנמוכה והצמיחה בכלכלת ארה"ב, % ההיוון ירדו בשנים האחרונות והובילו לעליית שוויים של נכסים מניבים. מדובר % היוון נמוכים היסטורית (אם כי המרווח בין % ההיוון לבין התשואה של אג"ח ממשלת ארה"ב עלה בשנים האחרונות), גם לענף עצמו. שינוי לרעה בסביבת ריבית השוק עלול להשליך לשלילה על שווי הנכסים בטווח הקצר-בינוני, בשל עליית % ההיוון. במסגרת שקלול הנתונים וההשפעות האפשריות, ניתן לציין ירידה בהיקף ההון העצמי של החברה ושחיקה למעשה ביחסי האיתנות, בנוסף לשחיקה מסוימת בתחזית התזרים של החברה, היות והחברה מתבססת, בין היתר, על מחזור חובות בעתיד, שיייתכן ויהיו "יקרים" יותר. עם זאת, לחברה מח"מ הלוואות ארוך שעומד על כ-9 שנים ותזרים שוטף גבוה מנכסיה באופן שמקטין את הצורך במימון מחדש. כמו כן, להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת בטווח הארוך, לאור מספר גורמים, הכוללים, בין היתר, את העובדה כי העלייה בשווי הנכסים איננה נובעת באופן מלא מירידה ב-% ההיוון, אלא בנוסף, בעקבות השבחת הנכסים, החלפת שוכרים במח"מ חוזים ארוך יותר ושכ"ד גבוה יותר ובנוסף איכות השוכרים בחוזים החדשים. כמו כן, עלייה טבעית ב-NOI התורם לעליית שווי הנכסים אשר נובעת בין היתר מעלייה שנתית מובנית של כ-2.5% 3.5% בחלק ניכר מחוזי השכירות (ללא קשר % ההיוון), מח"מ ארוך להלוואות הקיימות, שמרביתן אף נקובות בריבית קבועים, אשר מותירים את החשיפה בעיקר מאזנית. ישנה גם חשיפה מסוימת לגמישות החברה הנגזרת ממימון מחדש בעתיד ולא מהתזרים החופשי שעתידי לנבוע במצב של מכירת נכסים בעתיד. בנוסף, עליית סביבת הריבית בארה"ב, ככל שתתרחש, עשויה לחול בד בבד עם שיפור משמעותי במצב הכלכלי במדינה, אשר צפוי להאיץ את קצב הצמיחה של התזרים וה-NOI.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקפי פעילות החברה באופן התורם לפיזור המקורות לשירות החוב
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות והכיסוי ובהיקף ההון העצמי לאורך זמן
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שחיקה משמעותית בפרמטרים הפיננסיים ואי עמידה בתחזיות שהוצגו למידרוג
- דיבידנד חריג ביחס למה שהוצג למידרוג והשקעות בפעילויות הפוגעות בפרופיל הסיכון של החברה

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך דוח: 22 באפריל 2015

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכולו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2015.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.