

מגדלי הים התיכון בע"מ

מעקב | דצמבר 2023

אנשי קשר:

גיל רז

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

מגדלי הים התיכון בע"מ

דירוג סדרות	A2.il	אופק דירוג: יציב
-------------	-------	------------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות ה' ו') שהנפיקה מגדלי הים התיכון בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ה'	1168517	A2.il	יציב	30.06.2029
ו'	1199124	A2.il	יציב	30.06.2032

שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף הדירוג המוגן פונה לפלח אוכלוסיה בחתך גיל ובחתך סוציו אקונומי בינוני-גבוה. אולם הביקוש לדירוג מוגן נתמך לאורך זמן בעלייה בתוחלת החיים יחד עם גידול באוכלוסיית הגיל השלישי לצד גם עלייה במחירי הדירוג שתומכת בביקוש לאיכות חיים גבוהה יותר. זאת בעוד שרמת ההיצע בענף מוגבלת בשל חסמי כניסה גבוהים לענף הכוללים בין היתר הליכי תכנון וייזום ממושכים, היקף השקעות גבוה וניסיון ומוניטין בהפעלת בתי דירוג מוגן. ההאטה בענף הדירוג למגורים היא בעלת השלכה שלילית על ענף הדירוג המוגן, בפרט במודל הפקדונות, מכיוון שההאטה מתבטאת בהתארכות משך זמן המכירה של דירות מגורים בשוק יד שנייה ובלחץ על מחירי המכירה, אשר עלולים להקשות על חלק מהדיירים הפוטנציאליים לעבור לדירוג מוגן, בעיקר אלו שנדרשים למכור את דירתם לשם כך. המאפיינים של אוכלוסיית היעד יחסית לכלל האוכלוסיה ומיקומי הבתים מהווים גורם ממתן.
- הפרופיל העסקי של החברה נתמך במיצובה הבכיר בתחום הדירוג המוגן בישראל ובהיקפי הפעילות שלה ביחס לענף. לחברה ותק רב שנים בתחום ועל פי נתוני החברה, היא חברת הדירוג המוגן השנייה בגודלה בישראל מבחינת היקף יח"ד. נכון ליום 30.09.2023, החברה מחזיקה ומפעילה 7 בתי דירוג מוגן הכוללים כ- 1,644 יח"ד. נכסי החברה מתאפיינים בשיעורי תפוסה גבוהים, כאשר ליום 30.09.2023 שיעור התפוסה המשוקלל בנכסים עומד על כ-94% וב-5 שנים האחרונות, התפוסה הממוצעת בנכסים עומדת על כ-91%, נתון המעיד על יכולת טובה בשיווק היחידות המתפנות במידה התורמת לתזרימי המזומנים. יחד עם זאת, תזרימי המזומנים מפיקדונות הם תנודתיים באופיים ועשויים להציג ירידה בתקופות מסוימות במידה שאינה בשליטתה המלאה של החברה. נכסי החברה מאופיינים בפיזור בינוני, כאשר חלק החברה בשווי הנכס העיקרי, ובשלושת הנכסים העיקריים, מתוך חלקה בשווי כלל נכסי הדירוג המוגן, מהווים כ-24% ו-60%, בהתאמה.
- לחברה בית בהקמה ברחובות המתוכנן לכ- 35 אלף מ"ר וכ- 250 יח"ד, שבנייתו צפויה להסתיים במחצית הראשונה של 2024, ובימים אלו מתחילות עבודות חפירה ודיפון לטובת הקמת פרויקט פארק איילון באור יהודה בהיקף מוערך של 500 יח"ד. מלבד זאת, החברה מחזיקה בקרקע בת"א לבניה של כ-50 יח"ד ובאופציה לרכישת קרקע בחיפה לבניה של עד כ-300 יח"ד. להערכת מידרוג, החברה חותרת לצמוח ולהרחיב את מצבת הבתים בבעלותה, הכרוכים בהשקעות הוניות נכבדות. החברה דיווחה באוגוסט השנה על מו"מ ראשוני עם גוף מוסדי בהסכם שיתוף פעולה והקמת מיזם משותף לייזום ופיתוח של נכסים חדשים בתחום הדירוג המוגן.
- הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך ביחסי איתנות אשר הולמים ביחס לרמת הדירוג. ליום 30.09.2023, יחס חוב מותאם נטו ל-CAP נטו עמד על כ-60%. יודגש כי מידרוג כוללת בחוב הפיננסי המותאם את התחייבויות החברה לפיקדונות דיירים. יחס זה צפוי לעלות בטווח הקצר לטווח של 65%-60%, בהתחשב בתכנית ההשקעות של החברה, גידול נטו בהיקף הפיקדונות עם תחילת האכלוס של הבית ברחובות והמשך חלוקת דיבידנד.

- תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה נשען על תחלופת פיקדונות דיירים, ומאופיין לכן בתנודתיות גבוהה. בין השנים 2018-2022 עמד התזרים נטו מפיקדונות בטווח של 80-200 מ' ש לשנה, תוך תנודתיות הנובעת מהאכלוס של גני תקווה במהלך התקופה ובהשפעות מגפת הקורונה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, FFO כולל תזרים נטו מפיקדונות צפוי לעמוד בשנת 2023 על 10-15 מ' ש, היקף נמוך מאוד יחסית לשנים האחרונות ובכלל, ובשנים 2024-2025 יעמוד בטווח של 150-300 מ' ש לשנה, זאת בזכות אכלוס הבית ברחובות. בשל התנודתיות בתזרים מאכלוס בתים חדשים, מידרוג בוחנת את ממוצע ה- FFO לאורך מספר שנים. זה עמד על כ- 90 מ' ש לשנה בשנים 2021-2023 וצפוי לעמוד על כ- 140 מ' ש לשנה בשנים 2023-2025. יחס הכיסוי חוב נטו מותאם ל- FFO צפוי לעמוד בממוצע על 24 בשנים 2023-2025.

- החברה שומרת לאורך זמן על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לסך המאזן בין היתר לצורך ניהול תחלופת הפיקדונות. מינוף החברה (חוב פיננסי בתוספת התחייבות לדיירים) יחסית יציב בשנים האחרונות, ונע ברמה של 65%-60%. מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה הינה עד כ- 3% מההון העצמי המיוחס לבעלי המניות ובתוספת מיסים נדחים ולהערכת מידרוג יכולה לבוא על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה.

- לחברה גמישות פיננסית מוגבלת, הנובעת בעיקרה מחוסר יכולתה לשעבד את הנכסים בשעבוד מדרגה ראשונה לאור זאת שהנכסים משועבדים בשעבוד ראשון לטובת הדיירים כמתחייב בחוק.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, המשך השקעות החברה בפרויקטים רחובות ופארק איילון יחד עם השקעות שוטפות בנכסיה האחרים, תזרים שוטף נטו חיובי מתחלופת פיקדונות הכולל הנחה גלומה לאכלוס מחדש של יחידות הדיור המתפנות לשמירה על שיעור התחלופה הקיים בחברה בשנים האחרונות ותזרים חיובי מאכלוס יח"ד בפרויקט רחובות החל משנת 2024. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות, בין היתר, לגבי קצב שיווק יחידות הדיור על-ידי החברה, וכן לגבי גובה התזרים שינבע משיווק זה. בנוסף, תרחיש הבסיס כולל חלוקת דיבידנד של 50-60 מיליון ש"ח בשנה בהתאם למדיניות החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את נגישות החברה לפיקדונות הדיירים, כחלק מהמודל העסקי של החברה, אשר תורמים לגמישותה הפיננסית ונזילותה, בד בבד עם הכללתם בחוב המותאם של החברה במסגרת יחס המינוף.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על יציבות שיעורי התפוסה בבתי הדיור המוגן וביחסים הפיננסיים בחברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בכמות הנכסים והפיזור הנכסי תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים.
- שיפורי ביחסי המינוף והכיסוי הכוללים פיקדונות.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי והאיתנות.
- גידול משמעותי בהיקף הייזום של החברה, מעבר לתרחיש הבסיס, באופן שיפגע ביחסים הפיננסיים של החברה.

מגדלי הים התיכון בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023	
4,143	4,197	4,930	5,080	5,519	סך מאזן
290	523	545	279	390	יתרות נזילות
1,980	2,000	2,200	2,402	2,455	התחייבויות לדיירים
60%	61%	57%	60%	60%	חוב נטו מותאם / CAP נטו מותאם (כולל פיקדונות דיירים)
136	42	152.2	105.8	14.4	FFO לתקופה

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020"

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

דמוגרפיה ועלייה ברמת החיים תומכים בביקושים בענף לאורך זמן ומשפיעים לחיוב על סביבת הפעילות של החברה; מנגד, שוק הפעילות קטן יחסית ומשליך על היקף הפעילות ומאפייני ההתרחבות

היקף שוק הדיור המוגן בישראל, המספק פתרונות מגורים וקהילה לבני ובנות הגיל השלישי המצויים בתפקוד עצמאי, מוערך על ידי החברה בכ- 15,000 יח"ד נכון לשנת 2023. ענף הדיור המוגן ניהנה מהתארכות תוחלת החיים של האוכלוסיה ומהעלייה ברמת החיים ובעושר של האוכלוסיה, בייחוד בפלח השוק הגבוה. עפ"י נתוני הלמ"ס¹ בסוף שנת 2022 חיו בישראל כ- 1.2 מיליון תושבים בני 65 ומעלה, שהם 12.4% מתושבי המדינה. אוכלוסיית הגיל השלישי צפויה כמעט להכפיל את עצמה עד שנת 2040 ולכלול כ-2 מיליון תושבים. חרף הצמיחה בענף בעשור האחרון, שוק הדיור המוגן נותר צר יחסית, לאור שוק יעד מצומצם הכולל אוכלוסייה מבוססת בעיקר במרכז הארץ, כאשר חלופת המגורים הפרטית מהווה את החלופה העיקרית למעבר לדיור מוגן.

בד בבד, חסמי הכניסה לענף הדיור המוגן גבוהים יחסית ומקשים על גידול מהיר וחד בהיצע יחידות הדיור, גם בהשוואה לבנייה רגילה למגורים. רמת ההיצע בענף מוגבלת לאור היקף נמוך של קרקעות עם תב"ע לדיור מוגן באזורי הביקוש. בנוסף, השקעה בבית דיור מוגן מאופיינת ביתרון לגודל (בתים גדולים) והקמת בית חדש דורשת חוסן פיננסי גבוה על מנת לתמוך בתקופת ההקמה הממושכת (5-6 שנים), תוך ששיווק הדירות וקבלת כספי הפיקדונות מתבצעים בעיקר לקראת אכלוס הבית לראשונה ולאורך שנות אכלוסו.

ענף הדיור המוגן כפוף לרגולציה (חוק הדיור המוגן) אשר, בין השאר, מחייבת את חברות הדיור המוגן להעמיד בטוחות להחזר כספי הפיקדון לדיירים. בעקבות חוק הדיור המוגן (בפרט בעת בחירה של החברה בחלופה אשר מבטיחה את החזרת כספי הפיקדון לדייר ע"י שעבוד יחידת הדיור) קיימת באופן מובנה גמישות פיננסית מוגבלת בשל קושי בשעבוד של כלל הנכס.

להערכת מידורג, שילוב של ביקוש יציב והיצע מוגבל ימשיכו לתמוך בסביבת הפעילות של החברה כמו גם חסמי כניסה משמעותיים בהתחשב בהיקף ההשקעות הנדרשות בתחום והידע הנדרש להפעלת בית דיור מוגן.

ההאטה בשוק הדיור עלולה לשאת השפעה על תחלופת הדיירים ואכלוס בתים חדשים

פעילות החברה בתחום הדיור המוגן מושפעת בעקיפין מהמגמות בשוק הדירות למגורים שכן במודל הפיקדונות המאפיין חלק גדול מהענף בישראל, והינו המודל הדומיננטי בחברה, הפקדת הפיקדון נסמכת במקרים רבים על מכירת דירת המגורים של הדיירים טרם לכניסתו לבית הדיור המוגן. לפיכך, שווי השוק של דירת מגורים של הדייר לצורך כניסתו לבית הדיור המוגן והיכולת שלו למכרה בזמן סביר, עשויים להשפיע על קצב שיווק יחידות הדיור של החברות בענף ועל מחיר יחידות הדיור (פיקדונות).

החל מינואר 2021, שוק הדיור הישראלי חווה זינוק חריג במחירי הדירות. עפ"י הלמ"ס¹ עד סוף שנת 2021 מחירי הדירות החדשות עלו ב-13.1%, ובשנת 2022 נרשמה עלייה משמעותית יותר של 14.7%. עם זאת, עליית מחירי הדירות החדשה שאפיינה את השנים 2021-2022 נבלמה ברבעון האחרון של שנת 2022 והחל מחודש נובמבר 2022 נרשמה ירידה במדד הלמ"ס למחירי הדירות, של 1.3% במונחים שנתיים עד למדד של חודשים ספטמבר-אוקטובר 2023. לאור התייקרות המשכנתאות בשל עליית הריבית, וכן ברקע עליות חדות במחירי הדירות בשנים האחרונות, בשנת 2022 החלה היחלשות בהיקף העסקאות בשוק המגורים ובתוך כך ירידה במכירה של דירות חדשות בשל הפגיעה ביכולת הקנייה של הרוכשים. עפ"י הכלכלן הראש של משרד האוצר², במהלך 10 החודשים הראשונים של שנת 2023, נמכרו 43,830 יח"ד (יד שנייה וחדשות) לעומת כ-73,161 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד, ירידה של כ-40%.

עליית מחירי הדיור עד לשנה האחרונה תמכה במודל העסקי של החברה ובשיעורי התפוסה הגבוהים בבתי הדיור המוגן. ההאטה בהיקף העסקאות והלחצים על מחירי המכירה בשוק יד שנייה עלולים להחליש את מודל הפיקדונות של החברה ולהשפיע על שיעורי התפוסה ככל שההאטה תימשך לאורך זמן.

1 הלמ"ס "חודש האזרח הוותיק הבין-לאומי 2023".

2 סקירות ענף הנדל"ן למגורים, אגף הכלכלן הראשי, משרד האוצר

מיצוב החברה בתחום הדיור המוגן בישראל בולט לחיוב ותומך בפרופיל העסקי; הפיזור מוגבל אך צפוי להשתפר בטווח הבינוני עם התקדמות הקמתם של שני בתים חדשים

ליום 30.09.2023 לחברה כ- 1,644 יח"ד ב-7 בתי דיור מוגן פעילים הפרוסים באזורי ביקוש בארץ (מרכז, ירושלים והשרון), אשר שווים בספרי החברה נאמד בכ-4.5 מיליארד ₪. מרבית הנכסים מוחזקים ב-100% ע"י החברה, מלבד הבית בגני תקווה (80%) והבית בנורדיה (67%). בנוסף, לחברה בית בהקמה ברחובות המתוכנן לכ-35 אלף מ"ר וכ-250 יח"ד, שבנייתו צפויה להסתיים במחצית הראשונה של 2024 ובימים אלו מתחילות עבודות חפירה ודיפון לטובת הקמת פרויקט פארק איילון באור יהודה בהיקף משוער של עד 500 יח"ד.

פלח השוק אליו פונה החברה הינו ממעמד סוציו אקונומי בינוני-גבוה. החברה מאופיינת בבתי דיור מוגן ברמת גימור גבוהה, המציעים שירותים יוקרתיים לדיירים, בעוד בענף קיימת שונות יחסית ברמת הגימור והשירותים שמציעים הבתים. יצוין, כי בבתי הדיור של החברה (למעט בירושלים) קיימות מחלקות סיעודיות בהיקף כולל של כ-423 מיטות אשר מופעלת ע"י קבלני משנה. שיעור התפוסה המשוקלל בכלל נכסי החברה עומד נכון ליום 30.09.2023 על כ-94% וב-5 שנים האחרונות עומד על כ-91% בממוצע. הנכס העיקרי של החברה הוא הבית בגני תקווה הכולל כ-347 יח"ד ועומד על שיעור תפוסה של כ-98%. לחברה ריכוזיות מסוימת בנכסים, כאשר נכון ל-30.09.2023, חלק החברה בשווי הנכס העיקרי, ושלושת הנכסים העיקריים, מתוך חלקה בשווי כלל נכסי הדיור המוגן (ללא פרויקט רחובות), מהווים כ-24% ו-60%, בהתאמה.

החברה צפויה להגדיל את היקף פעילותה עם תחילת האכלוס של הבית ברחובות במהלך שנת 2024, הכולל 250 יח"ד. מבחינת צבר קרקעות, החברה מחזיקה בקרקע בת"א - לבניה של כ-50 יח"ד ובאופציה לרכישת קרקע בחיפה לבניה של עד כ-300 יח"ד. להערכת מידרוג אסטרטגיית הצמיחה של החברה הינה חיובית בכך שמרחיבה את היקף פעילותה ומשפרת את הפיזור הנכסי של החברה. החברה דיווחה באוגוסט השנה על מו"מ ראשוני עם גוף מוסדי בהסכם שיתוף פעולה והקמת מיזם משותף לייזום ופיתוח של נכסים חדשים בתחום הדיור המוגן.

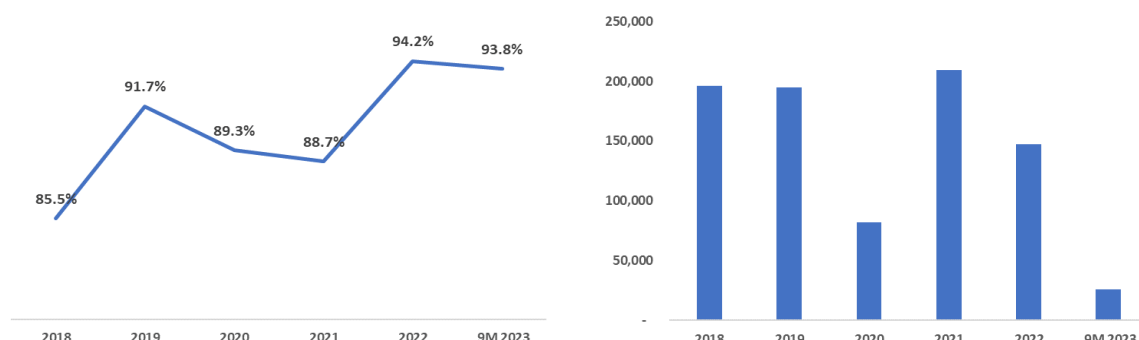
פעילות החברה, כמו בכלל הענף, חשופה במידה גבוהה לסיכון מוניטין בשל החשיבות לביטחון ולבריאות בקרב קהל היעד. מידרוג סבורה כי החברה מציגה טרם רקורד ניהולי חיובי לאורך השנים. הנהלת החברה ותיקה ובעלת עשרות שנות ניסיון בתחום, תוך עמידה טובה בתחזיות ויציבות.

הפרופיל הפיננסי נתמך ביחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג; מידרוג מעריכה שחיקה ביחסי הכיסוי בטווח הקצר בשל פעילות הייזום והתייצבות לרמות הולמות בטווח הבינוני עם אכלוס פרויקט רחובות

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה מבוסס על תחלופת הפיקדונות של דיירי הבתים, קרי יציאת פיקדונות שנתקבלו לפני מספר שנים (כעשור בממוצע) מדיירים וותיקים לרוב בשל פטירתם או מעבר לחלופות דיור סיעודי, בתוספת הצמדה שנתית למדד ובניכוי חלק הפקדון המחולט שנותר בידי החברה, ומנגד כניסת פיקדונות מחוזים חדשים בהינתן שהחברה שיווקה בטווח קצר את היחידות שהתפנו. הגידול נטו בפיקדונות נשען בשנים האחרונות על העלייה במחירי הדיור אשר הגדילה את גובה הפקדון הממוצע בכניסה לבית וכן על יכולת השיווק של הדירות המתפנות על בסיס הגידול באוכלוסיית היעד, באזורים הסובבים את בית הדיור והמוניטין של הבית. בנוסף, אחת למספר שנים החברה זוכה לתזרים נכנס משיווק יח"ד בבתיים חדשים שהיא יוזמת. בהתאם למודל העסקי של החברה, התזרים מתחלופת פיקדונות מהווה את הנדבך העיקרי בתזרים מפעילות שוטפת. בנטרול ההכנסות נטו מפיקדונות לחברה תזרים תפעולי שלילי הנובע מדמי תחזוקה שוטפים בניכוי הוצאות אחזקה, ניהול ומכירה וכן הוצאות מימון.

בין השנים 2018-2022 עמד התזרים נטו מפיקדונות בטווח שבין 200-80 מ' ₪ לשנה. שנת 2020 בלטה לשלילה עם היקף פיקדונות נטו של כ-80 מ' ₪ עקב השפעת הקורונה על קצב שיווק יח"ד שהתפנו וירידה בשיעור התפוסה בבית בסביון, ירידה שפוצתה בהמשך במהלך שנת 2021. בשנים 2018-2021 הושפע תזרים הפיקדונות לחיוב בשל התקדמות האכלוס של הבית בגני תקווה.

איור 1. קבלת פיקדונות מדיירים בניכוי החזר פיקדונות לדיירים
איור 2. שיעור תפוסה ממוצע לסוף תקופה



מקור: דוחות כספיים של החברה ועיבודי מידרוג

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2023 עמד התזרים נטו מפיקדונות על 26 מ' ש בלבד, זאת בהשוואה לתזרים נטו של כ- 143 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד. על פי הערכת מידרוג בתרחיש הבסיס, התזרים נטו מפיקדונות צפוי לנוע בטווח של 40-45 מ' ש בשנת 2023 כולה, זאת בהשוואה לתזרים נטו של כ- 147 מ' ש בשנת 2022. הירידה בתזרים נטו מפיקדונות בשנת 2023 מוסברת בירידה בכניסת פיקדונות בשל תחלופה נמוכה בבתים יחסית לשנה הקודמת, שאופיינה בעלייה חדה יחסית בשיעור התפוסה, וכן בשל ירידה חריגה בשיעורי התפוסה בבתים מסוימים. החל משנת 2024 צפויה החברה להציג תזרימי מזומנים משמעותיים מאכלוס הבית ברחובות. תזרימים אלו צפויים להיפרס על מספר שנים, כתלות גם בקצב השיווק של הבית. יצוין כי על פי רוב פרויקטים של דיור מוגן אין מכירות מוקדמות טרם שהבית הוקם. בהתאם לכך מידרוג צופה תזרים נטו מפיקדונות של 200-350 מ' ש לשנה בשנים 2024-2025.

בהתאם לאמור לעיל, בתרחיש הבסיס של מידרוג היקף ה-FFO הכולל את התזרים השוטף אחרי הוצאות מימון וכן את התזרים מתחלופת הפיקדונות ומשיווק יח"ד חדשות, צפוי לעמוד בשנת 2023 על 10-15 מ' ש ובין 150-300 מ' ש לשנה בשנים 2024-2025 תחת תרחישי רגישות של מידרוג לקצב האכלוס של רחובות. בשל התנודתיות בתזרים מאכלוס בתים חדשים, מידרוג בוחנת את ממוצע ה-FFO לאורך מספר שנים. זה עמד על כ- 90 מ' ש לשנה בשנים 2021-2023 וצפוי לעמוד על כ- 140 מ' ש לשנה בשנים 2023-2025. יחס הכיסוי חוב נטו מותאם ל-FFO צפוי לעמוד בממוצע על 24 בשנים 2023-2025.

החברה שומרת על יציבות ניכרת ביחס המינוף, זאת לאורך זמן, לנוכח שערך הנכסים לשווי הוגן ובניכוי דיבידנדים שמחלקת החברה, בהתאם למדיניות לחלוקה של עד כ-3% מההון העצמי המיוחס לבעלי המניות ובתוספת מיסים נדחים ועלייה מצטברת בהיקף הפיקדונות. החוב הפיננסי ברוטו של החברה ללא פקדונות גדל מעט ביחס לשנים האחרונות, נכון ל-30.09.2023 כ-970 מ' ש. עיקר הגידול נובע מהנפקת אגח חדשה (סדרה ו') שהחברה ביצעה באוגוסט האחרון, בהיקף של 300 מ' ש ערך נקוב, במקביל לפירעון מוקדם שהחברה ביצעה לסדרה ד' בהיקף של 120 מ' ש וגידול בחוב ליווי של הפרויקט ברחובות. להערכת מידרוג, החוב ברוטו ללא פיקדונות צפוי לנוע בטווח התחזית בטווח של 930-1,020 מ' ש, כאשר עיקר הגידול בחוב הפיננסי ברוטו נובע מהגידול בהלוואות ייזום לפרויקטים בבניה ומפירעון קרן אג"ח לפי לוח סילוקין.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס חוב נטו מותאם ל-CAP נטו (כולל התחייבויות לפיקדונות דיירים) צפוי להישחק ולנוע בטווח של 60%-65% בהשוואה לכ-60% ליום 30.09.2023. תרחיש הבסיס כולל, בין היתר, הנחות להמשך פיתוח פרויקט רחובות ופארק איילון, הוצאות Capex על בתי הרשת, חלוקת דיבידנד, מימוש אופציה לרכישת קרקע בחיפה ותרחישי רגישות בהתייחס לקצב שיווק יחידות הדיור של החברה וקבלת פיקדונות בגין אכלוס ראשוני בנכס ברחובות. יודגש כי תחזית יחס המינוף כדלעיל כוללת את הגידול הצפוי בפיקדונות הדיירים, אשר מגדיל מחד את החוב המותאם ומאידך מייצר תזרים חיובי לחברה.

גמישות פיננסית מוגבלת, בשל חוסר יכולת החברה לשעבד נכסים בשעבוד מדרגה ראשונה

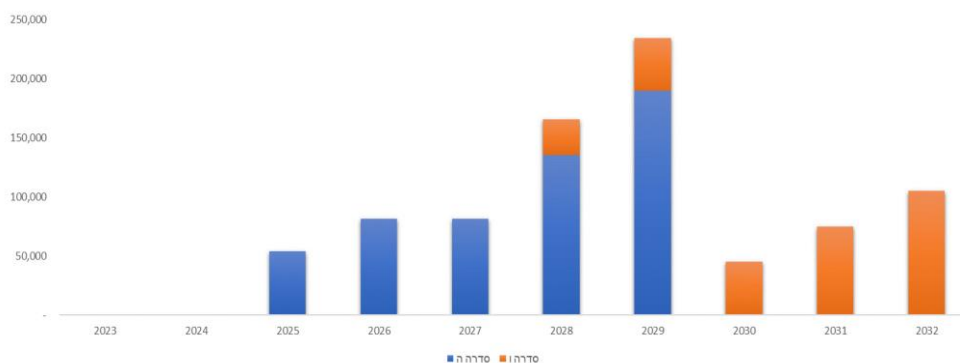
אי-יכולת החברה לשעבד נכסיה בשעבוד מדרגה ראשונה לצורכי מימון, נוכח הצורך ברישום שעבודים לטובת הדיירים בהתאם לחוק הדיור המוגן, מובילה לגמישות פיננסית מוגבלת בענף כולו ובחברה בפרט, זאת ביחס לחברות נדל"ן מניב.

החברה שומרת לאורך זמן על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לסך המאזן. נכון ל-30.09.2023 לחברה יתרות מזומנים ופקדונות לז"ק בסך כ-390 מ' ש, כאשר למול זאת לחברה בעיקר התחייבויות לז"ק לפיקדונות דיירים בסך כ-2.4 מיליארד ש. התחייבויות בגין פיקדונות דיירים מוצגות כהתחייבות שוטפת במאזן החברה מכיוון שהדיירים זכאים לסיים את הסכם ההתקשרות עם החברה ולמשוך את יתרת הפקדון הנותר להם בכל עת (בהתראה של מספר חודשים מראש). למרות זאת, בהתבסס על ניסיונה של החברה ובהערכה אקטוארית המתחשבת בגיל כניסת הדיירים לבתי הרשת, בלוחות תמורתה ובשיעורי העזיבה של הדיירים בפועל, החברה צופה כי תקופה שהייה הצפויה הממוצעת לדייר בבתי הרשת הינה כ-10 שנים וכי היקף הפיקדונות שהחברה תידרש לפרוע ב-12 חודשים עומד על 150-200 מ' ש. פירעון פיקדונות אלו צפוי לנבוע מפיקדונות שיתקבלו מדיירים חדשים על בסיס אכלוס היחידות המתפנות כך שהתזרים נטו מתחלופת הפיקדונות צפוי להיות חיובי, בהתאם גם לתרחיש הבסיס של מידרוג.

בנוסף לכך, לאחר הפירעון המוקדם של אג"ח סדרה ד', לחברה אין חלויות אג"ח בשנים 2023-2024 ובשנת 2025 עומד פירעון של כ-54 מ' ש שאנו מעריכים שיפרעו מתוך תזרים תחלופת הפיקדונות בשנים אלו.

להלן הערכתנו לתחזית המקורות והשימושים של החברה לתקופה שהחל ב-30.09.2023 ועד לסוף שנת 2024 (5 רבעונים): מזומנים בסך 300 מ' ש ופיקדון לז"ק בסך 90 מ' ש ל-30.09.2023; מקורות מפעולות FFO כולל תזרים נטו מכניסת פיקדונות בסך 300-350 מ' ש (בעיקר בעקבות אכלוס הבית ברחובות); השקעות שוטפות בבתי הדיור המוגן ואחרות והשקעות בייזום בית דיור מוגן בסך 200-220 מ' ש; דיבידנד לבעלי המניות בחברה בסך 50-60 מ' ש. תחת הנחות אלו לחברה עודף מקורות על שימושים שינובת לפרעון הלוואת ליווי בנייה ברחובות ולשימור יתרת נזילות הולמת. יש לציין כי מסגרת הליווי לפרויקט רחובות הינה בתוקף עד 30.06.2026.

תרשים 3: לוח סילוקין אג"ח ליום 30.09.2023, באלפי ש



מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	5.7	Aa.il	5.5	סך מאזן (מיליארד ₪)	
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל עסקי
Aa.il	65%-60%	Aa.il	60%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
A.il	140	A.il	90	היקף FFO (מיליון ₪) [2]	פרופיל פיננסי
A.il	24	Baa.il	30	חוב פיננסי נטו / FFO [2]	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	47%	A.il	45%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A2.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.

[2] ממוצע FFO 2021-2023

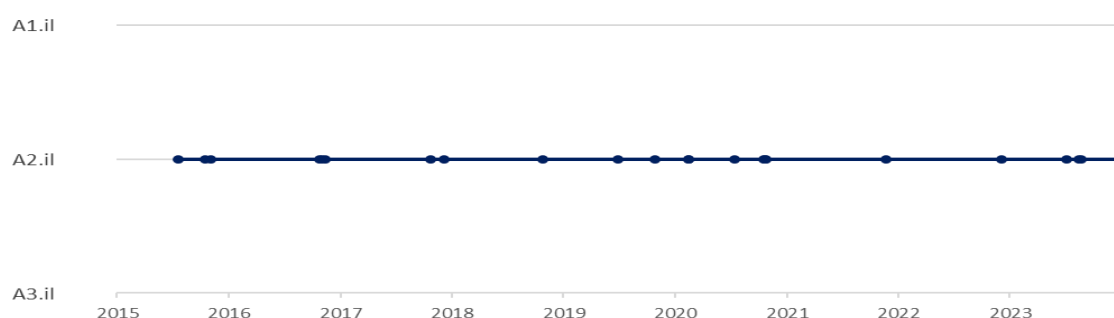
שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים ותאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של מגדלי הים התיכון, שיקולי ESG בעיקר במישור הסיכונים החברתיים נושאים השפעה בינונית על סיכון האשראי של החברה. אלו כוללים להערכת מידרוג סיכונים מוניטין בביטול של קשרי לקוחות, סיכונים בטיחות, וכן מגמות דמוגרפיות ותרבותיות המשפיעות על הביקושים. ענף הדיור המוגן מתבסס על מוניטין רשת בתי הדיור המוגן והחברה המנהלת. לכן על החברה להשקיע ולטפח את המוניטין שלה באמצעות קשרי לקוחות והשקעה של משאבים הוניים ואחרים בשימור רמת שירות לאוכלוסיית הדיירים. מידרוג מעריכה כי רשת בתי הדיור המוגן "מגדלי הים התיכון" נהנית ממוותג חזק וטרק רקורד ממושך הממתנים סיכונים אלו. קיים סיכון של בטיחות בעיקר בתחום הבריאות. לדוגמה בעת מגפת הקורונה, שבמהלכה הושטו מגבלות על אוכלוסיית הגיל השלישי. להערכת החברה, בתקופה מגפת הקורונה החברה עמדה בנהלים מחמירים. על הענף קיימת גם השפעה חיובית מבחינת מגמות דמוגרפיות וחברתיות, שכן הגידול באוכלוסיית הגיל השלישי בישראל תורם לביקושים לשירותי החברה.

אודות החברה

החברה הינה חברה ציבורית שמנייתיה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב החל מפברואר 2014. מאז הקמתה, פועלת החברה בתחום ייזום, החזקה והפעלה של בתי דיור מוגן לאוכלוסיית הגיל השלישי בישראל. גרעין השליטה בחברה עומד על כ- 49.2% וכולל את בעלי השליטה העיקריים מר מרדכי קירשנבאום, מר בוריס לוין ומר פתאל דוד וכן משקיעים נוספים מהווים חלק מדבוקת השליטה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מגדלי הים התיכון בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[השלכות מלחמת "חברות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

31.12.2023	תאריך דוח הדירוג:
27.08.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
23.07.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מגדלי הים התיכון בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מגדלי הים התיכון בע"מ	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 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, בהערכות שאינן 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 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 ביעוץ 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 מזהירים 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 בעיניה לאמינים 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 לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו 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 נזק 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: <http://www.midroog.co.il>.