

# MDG Real Estate Global Limited

מעקב | אוקטובר 2023

## אנשי קשר:

### זועי רביד

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[roy.r@midroog.co.il](mailto:roy.r@midroog.co.il)

### שירן פימא

ראשת צוות, מעריכת דירוג משנית  
[shiranfh@midroog.co.il](mailto:shiranfh@midroog.co.il)

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## MDG Real Estate Global Limited

אופק דירוג: יציב	Baa2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Baa2.il	דירוג סדרות ג', ד'
אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה ה' (מובטחת)
אופק דירוג: יציב	<sup>1</sup> (P) Baa1.il	דירוג סדרה ו' (מובטחת)

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa2.il לאגרות חוב (סדרות ג', ד'), דירוג Baa1.il לאגרות חוב (סדרה ה') ודירוג Baa1.il (P) לאגרות חוב (סדרה ו') שהנפיקה MDG Real Estate Global Limited בע"מ ("החברה"). אופק הדירוג יציב. התנאים להסרת סימון דירוג מותנה P לאגרות החוב (סדרה ו'): מילוי כל התנאים בשטר הנאמנות הקשורים לרישום השעבודים לטובת הסדרה המובטחת.

## אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31/10/2024	יציב	Baa2.il	1142504	אגח ג
15/02/2027	יציב	Baa2.il	1184308	אגח ד
15/02/2025	יציב	Baa1.il	1190529	אגח ה *
15/07/2025	יציב	(P) Baa1.il	1199967	אגח ו *

\* אגרות חוב (סדרות ה', ו') מובטחות בשעבודים קבועים מדרגה ראשונה על נכסי נדל"ן כמפורט בשטרי הנאמנות של אגרות החוב.

## שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג החברה נתמך בפעילות החברה בארה"ב בתחום הנכסים המניבים לבתי אבות סיעודיים ולמגורים ובתחום המלונאות. תחום הדירוג לגיל השלישי בו פועלת החברה באמצעות 55 נכסי בתי אבות סיעודיים שבבעלותה במדינות ניו יורק, אינדיאנה, קנטקי, אוהיו ומישיגן מאופיין במגמות דמוגרפיות התומכות בביקושים, אולם חשוף באופן עקיף לסיכונים התפעוליים של מפעילי הדירוג המוגן והסיעודי, בין היתר בהיתר שהתחום עתיר רגולציה. כל בתי האבות הסיעודיים שבבעלות החברה מושכרים בחוזים מסוג טריפל נט (הסכם שכירות על פיו משלם השוכר למשכיר בנוסף לדמי השכירות גם את כל הוצאות התפעול והניהול של הנכס). תחום המלונאות בו פועלת החברה באמצעות מלון במנהטן שבבעלותה, מוערך על ידי מידרוג ברמת סיכון גבוהה יחסית היות והביקוש לשירותי מלונאות נתון לתנודתיות הנובעת מעונתיות, ממחזוריות כלכלית ומאירועים אקסוגניים המשפיעים על התיירות הבינלאומית לפנאי ולעסקים.
- היקף פעילות החברה בולט לחיוב לרמת הדירוג, עם מאזן בטוח של 1.1-1.2 מיליארד דולר. איכות הנכסים ויציבות הפעילות בולטת לחיוב לרמת הדירוג, ובאה לידי ביטוי בנכסים ברמות גימור בינוניות עד גבוהות בערים מרכזיות, הסכמי שכירות לתקופות בינוניות עד ארוכות ושיעורי תפוסה גבוהים. לחברה פיזור פעילות בולט לחיוב לרמת הדירוג וזאת בשל תמהיל נכסים הכולל נכסי דירוג לגיל השלישי, דירוג להשכרה ומלונאות. התפוסות בנכסים המניבים גבוהות מאוד לאורך זמן עם שיעור תפוסה משוקלל של כ- 99% ליום 30.06.2023. תקופות השכירות הקבועות בהסכמי השכירות הינן לתקופות משתנות בכל נכס, החל משנתיים (עם אופציה להארכה בשנתיים נוספות) ועד 10 שנים (עם אופציה להארכה ב- 5 שנים נוספות), כאשר בהלוואות ה-HUD (המחלקה לדירוג ופיתוח עירוני) תקופות השכירות הינן לרוב למשך 30-35 שנים. בבחינת

<sup>1</sup> (P) - מידרוג מציבה דירוגים מותנים כאשר כניסת הדירוג לתוקפו כפופה להתקיימות נסיבות המפורטות בדו"ח הדירוג, בין היתר, כאשר כניסת הדירוג לתוקף כפופה להשלמות שונות. להגדרת "דירוג מותנה" ראה קישור למסמך סולמות הדירוג של מידרוג בפרק דוחות קשורים.  
<sup>2</sup> כולל פורטפוליו של 17 בתי אבות באינדיאנה המוחזקים על ידי החברה בשיעור של 27.22%.

פיזור השוכרים של החברה, לחברה תלות בשוכר עיקרי בתחום בתי האבות הסיעודיים, אשר ה- NOI מהשכרתם מהווה כ- 62% מסך ה- NOI לחציון הראשון של שנת 2023, מרביתו נובע משוכר יחיד שהינו צד קשור לבעלי החברה.

- לחברה חשיפה לנכס עיקרי - מלון מאריוט קורטיארד במנהטן, ניו יורק, המהווה כ- 28% משווי הנכסים הנקי ליום 30.06.2023. בית המלון חדש יחסית ומאופיין במיקום מרכזי ומיצוב טוב ברשת מאריוט. המלון הציג שיפור עקבי בתוצאותיו התפעוליות מאז סוף מגפת הקורונה. הרווח הגולמי לפני פחת מפעילות המלון הסתכם בסך של כ- 19.8 מיליון דולר ב- 12 החודשים שהסתיימו ביום 30.06.2023, לעומת כ- 16.5 מיליון דולר וכ- 8.2 מיליון דולר בשנים 2022 ו- 2021, בהתאמה.

- להערכת מידרוג, ה- NOI מנכסי החברה צפוי להציג גידול בשנים 2023-2024 בעיקר כתוצאה משיפור בהכנסות בית המלון ומהנבה בשנה מלאה של נכס המשמש כמקלט לחסרי בית שהחל לפעול בחודש מאי 2022. מידרוג מעריכה גידול בהוצאות המימון של החברה לאור עליית הריבית בחלק מההלוואות הקיימות שהינן בריבית משתנה ולאור גיוס הלוואות חדשות בריבית גבוהה יחסית בהתאם לתנאי השוק בעת הנוכחית. בחלק מההלוואות החברה קיים גידור לשיעורי הריבית. מידרוג צופה FFO בטווח של 14-17 מיליון דולר לשנה בשנים 2023-2024, וזאת לעומת כ- 19.1 מיליון דולר בשנת 2022 והיקף FFO זניח בשנת 2021. יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO הציג שיפור ביחס לשנים הקודמות אך צפוי להיותר איטי מאוד בטווח של 45-55.

- רמת המינוף של החברה גבוהה והולמת לרמת הדירוג. יחס חוב נטו ל- CAP נטו ליום 30.06.2023 עמד על כ- 70%, בהשוואה לשיעורים של כ- 70% וכ- 73% ליום 31.12.2022 וליום 31.12.2021 בהתאמה, ולפי תרחיש הבסיס של מידרוג, המניח בין היתר מימון מחדש להלוואות בגין נכסים מסוימים ותרחיש רגישות של ירידת שווי בחלק מהנכסים, יחס זה צפוי לשמור על רמתו בשנים 2023-2024 ולהיותו בטווח של 70%-72%.

- לחברה גמישות פיננסית חלשה, לצד נזילות חלשה ביחס לצרכי החוב הלא מובטח של החברה. כל נכסי החברה משועבדים, למעט נכס אחד שההלוואה בגינו נפרעה במלואה באוקטובר 2023, באופן המקשה על קבלת מימון נוסף לנכסים הקיימים. יתרת הנזילות (שאינה מוגבלת) של החברה נכון ליום 30.06.2023 הינה כ- 6.3 מיליון דולר כאשר בנוסף, ישנם מזומנים מוגבלים המיועדים לתשלומי ריבית, מיסי נדל"ן, ביטוחים ותשלומים אחרים הקשורים לנכסים במהלך העסקים הרגילי ופיקדונות שוכרים בסך כולל של כ- 31 מיליון דולר. תרחיש הנזילות של מידרוג ל- 12 החודשים הקרובים נשען בעיקר על מימון מחדש של הלוואות בגין 4 נכסי בתי אבות, אשר הושלם בחודש אוקטובר 2023 והניב לחברה תזרים עודף בסך של כ- 30 מיליון דולר ועל גביית חוב של שוכר בבתי אבות בסך של כ- 7 מיליון דולר. היקף חלויות החוב הלא מובטח של החברה בין יוני 2023 ליוני 2024 עומד על כ- 20 מיליון דולר, ובין יוני 2024 ליוני 2025 על כ- 27 מיליון דולר.

**תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, תזרים מפעילות שוטפת, מימון מחדש בחלק מהנכסים ומקורות נזילות נוספים שאינם מהפעילות השוטפת של החברה, השקעות שוטפות בנכסים הקיימים, פירעונות קרן וריבית של אגרות חוב ושל הלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות סילוקין ותרחיש רגישות של ירידת שווי בחלק מהנכסים.**

### שיקולים מבניים לדירוג סדרות ה' ו-ו'

לטובת מחזיקי אגרות החוב (סדרה ה') שעבדה החברה בשעבוד קבוע וראשון בדרגה נכס מניב בעיר ניו יורק ברובע קווינס בכתובת LGA Hospitality LLC, 112-16 Astoria Boulevard, East Elmhurst, NY 11369, המוחזק במישרין במלואו על ידי חברת הנכס LGA Hospitality LLC, המוחזקת בשרשרת במלואה על ידי החברה. השטח הכולל של הנכס הינו כ- 88 אלפי SF אשר כולל גם 63 מקומות חניה, והוא ממוקם בפינה הדרום מזרחית של שדרות אסטוריה ורחוב 112, ליד נמל התעופה לה גוארדיה בחלק המזרחי של אלמהרסט ברובע קווינס. 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 בחוזה מסוג דאבל נט שהינו דומה בכל הפרמטרים המהותיים להסכם מסוג טריפל נט, למעט ביחס לכך שהחברה נושאת

בתשלומי מיסי נדל"ן בסך של עד כ- 57 מיליון דולר לשנת מס. ה- NOI מהנכס הינו כ- 4.3 מיליון דולר ושווי הנכס כ- 77.9 מיליון דולר ליום 30.06.2023.

לטובת מחזיקי אגרות החוב (סדרה ו') שעבדה החברה בשעבוד קבוע וראשון בדרגה קרקע בעיר ניו יורק ברובע קווינס בכתובת -242 Douglaston Realty Associates LLC, 22 61<sup>st</sup> Avenue Douglaston, NY 11362, המוחזקת במישרין במלואה על ידי חברת הנכס SF, וייעוד הקרקע למגורים (R4 - Residential). על גבי הקרקע מתוכנן להיבנות פרויקט עירוב שימושים אשר יכלול שטחי מגורים, מרכז רפואי, מתקנים קהילתיים וחניון תת קרקעי, אך הבניה אינה צפויה להתחיל בטווח הקצר, והחברה אינה צפויה לשאת בהקמת הפרויקט. שווי הקרקע הינו כ- 59.9 מיליון דולר ליום 30.06.2023.

מידרוג בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות החוב המגובות בבטוחות (סדרות ה' ו-ו') בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019)<sup>3</sup>. בחינת הסדרות המובטחות כללה הערכה של איכות הבטוחות ושל שיעורי ההשבה של הבטוחה ביחס לחוב המובטח, ובהתחשב בדירוג המנפיק Baa2.il. מידרוג מעריכה את מאפייני הנכס המשועבד לטובת אגרות החוב (סדרה ה') כבטוחה באיכות "גבוהה" לאור התזרים השוטף שהוא מייצר, מיקומו ושווי וכן לנוכח המבנה המשפטי של הבטוחה. מידרוג מעריכה את מאפייני הקרקע המשועבדת לטובת אגרות החוב (סדרה ו') כבטוחה באיכות "בינונית" בעיקר לאור העובדה כי הקרקע אינה מייצרת תזרים שוטף. מידרוג בחנה את שיעורי ההשבה מהנכסים תחת תרחישי רגישות ביחס לשווי ההוגן של הנכסים ליום 30.06.2023 הנע עד כדי 50% משוויים. להערכת מידרוג, תחת תרחישי הרגישות, יחסי ההשבה למחזיקי אגרות החוב (סדרות ה' ו-ו') עולה בסבירות גבוהה על 70%. בהתאם לכך מידרוג העניקה לאגרות החוב (סדרות ה' ו-ו') הטבה דירוגית בגובה נוסף אחד מעל דירוג המנפיק ודירוג החוב הבכיר שאינו מובטח.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג הינו יציב לאור הערכת מידרוג כי החברה צפויה לשמור על ביצועים תפעוליים טובים יחסית של נכסיה ולהצליח לייצר מקורות נזילות לשירות החוב הלא מובטח בשנה-שנתיים הקרובות, תוך התחשבות בכך שצרכי החוב הלא מובטח של החברה פוחתים החל משנת 2025 ואילך.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בשיעור המינוף של החברה ושמירה על יחס חוב נטו ל- CAP נטו מתחת ל- 70% לאורך זמן
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של החברה
- שיפור בנזילות החברה לאורך זמן ושיפור 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

<sup>3</sup> הדוח המתודולוגי מופיע באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

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

31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023	
824	937	941	1,048	1,201	1,171	סך מאזן
529	662	698	757	835	815	חוב פיננסי ברוטו
17	22	14	21	11	6	מזומנים ושווי מזומנים
64%	71%	75%	73%	70%	70%	חוב נטו / CAP נטו
11	שלילי	שלילי	0	19	15	FFO (LTM)
46	-	-	-	43	55	חוב נטו ל- FFO (LTM)

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

**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. להערכת מידרוג, בהשוואה לתחום ההשכרה למגורים, הביקוש לנכסים אלה הינו יציב לאורך זמן בשל מאפייני הדיירים בגיל השלישי ופחות חשוף למחזוריות הכלכלית המאפיינת את שוק המגורים.

על פי סקירת שוק הדירוג לגיל השלישי שפורסמה בדוחות הכספיים של החברה לשנת 2022, 53% ממשקי הבית בניו יורק הם בבעלות תושבים בגילאים 60 עד 69 אשר מוציאים יותר מ- 30% מסך הכנסותיהם על הוצאות שכ"ד, דבר הנובע מדמי השכירות הגבוהים בעיר ומרמת השתכרות נמוכה של בני הגיל השלישי. באינדיאנה ישנם למעלה מ- 6.8 מיליון תושבים, מתוכם כ- 15.4% מעל גיל 65. מספר האנשים בני 65 ומעלה באינדיאנה צפוי לעלות ב- 36% ב- 15 השנים הבאות. כ- 43% ממשקי הבית של האוכלוסייה המבוגרת באינדיאנה מרוויחים פחות מ- 30 אלף דולר בשנה, בעוד ש- 8% מרוויחים יותר מ- 100 אלף דולר בשנה.

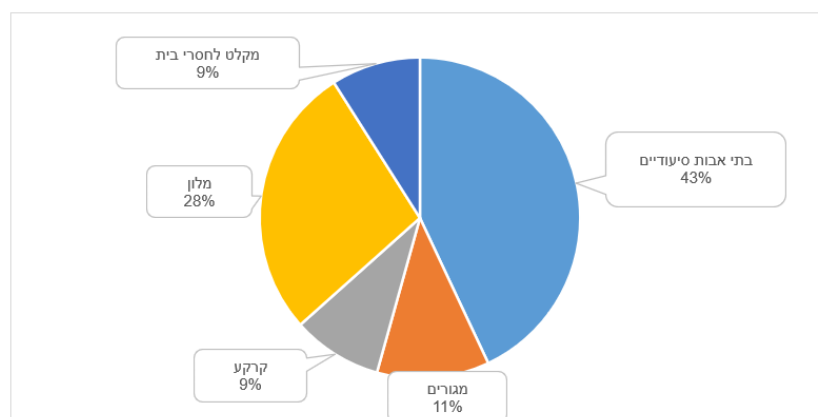
להערכת מידרוג תחום הדירוג לגיל השלישי מושפע לחיוב משינויים דמוגרפיים של גידול בהיקף ובשיעור אוכלוסיית הגיל השלישי - מגמת ההתארכות בתוחלת החיים וכן דור ה"בייבי-בום" המגיע לגיל פרישה במהלך העשור. בנוסף, הגידול העקבי בהוצאה לשירותים רפואיים לנפש והגידול בעלויות האשפוז בבתי חולים תומך אף הוא בתחום הפעילות מאחר והגוף המשלם, בד"כ המדינה או חברות ביטוח רפואי, בוחן אלטרנטיבות חליפיות לאשפוז בבתי חולים.

בצד הרגולציה, אזורי הפעילות העיקריים של החברה בתחום המוסדות הסיעודיים נתמכים רגולטורית לאור המדיניות של מדינת ניו יורק, אשר נוטה שלא להגדיל את מספר הרישיונות החדשים ולפיכך ישנו היצע נמוך באזור, וכן בשל תוכנית UPL באינדיאנה אשר מקנה לחלק מבתי האבות הסיעודיים תשלומים משלמים, על מנת לשמר רמת מחירים נגישה לדירוג מוגן. לצד החוזקות המבניות של נכסי דיור לגיל השלישי, התחום מאופיין בסיכון תפעולי משמעותי, בהיותו עתיר תשומות כ"א והוצאות סיעוד אחרות, ונתון לפיקוח רגולטורי ולסיכון מוניטין.

**לחברה תמהיל פעילות מגוון באופן התורם לפרופיל העסקי לצד חשיפה לנכס מהותי ונכסים המושכרים לשוכר יחיד**

בבעלות החברה 44 נכסים (לא כולל 17 נכסי בתי אבות שמוחזקים על ידי החברה בשיעור בעלות של 27.22%) בשווי של כ- 0.8 מיליארד דולר בהתאם לספרי החברה ליום 30.06.2023 הממוקמים במדינות ניו יורק, אינדיאנה, אהיו, קנטקי ומישיגן וכן נכס מלונאי במנהטן, ניו יורק, בשווי של כ- 0.3 מיליארד דולר ליום 30.06.2023, אותו החברה גם מתפעלת. רמות הגימור הינן בינוניות עד גבוהות ונכסי החברה ממוקמים בערים מרכזיות. להערכת מידרוג, תמהיל הפעילות של החברה מגוון, וכולל נכסים מניבים למגורים, דיור מוגן סיעודי, הן מסוג ALP והן מסוג בתי אבות סיעודיים (Nursing Homes) ובית מלון, באופן התורם לפרופיל העסקי.

**א.מ.ד.ג'י - התפלגות נכסי החברה במונחי שווי נכסי נקי בהתאם לתחומי פעילותה ליום 30.06.2023:**



בתי האבות הסיעודיים שבבעלות החברה, המהווים כ- 43% מהשווי הנכסי הנקי ליום 30.06.2023 וכ- 62% מה- NOI לחציין הראשון של שנת 2023 מושכרים לשוכרים יחידים כאשר מרביתם מושכרים לצד קשור בבעלות בעל השליטה בחברה, באופן החושף את החברה לסיכונים התפעוליים של השוכר. עם זאת, לבעל השליטה ניסיון, מומחיות וקשרים עסקיים שנצברו במשך שנות פעילותו בתחום זה. בהתאם לדיווחי החברה, יחס הכיסוי התפעולי (רווח תפעולי של השוכרים לפני הוצאות שכירות להוצאות שכירות) הממוצע של הנכסים במהלך 12 החודשים האחרונים שהסתיימו ביום 30.06.2023 עמד על כ- 1.82 בהשוואה לכ- 1.72 בתקופה המקבילה אשתקד. התפוסות בנכסים גבוהות מאוד לאורך זמן, ותקופות השכירות משתנות בכל נכס, החל משנתיים (עם אופציה להארכה בשנתיים נוספות) ועד 10 שנים (עם אופציה להארכה ב- 5 שנים נוספות), כאשר בהלוואות של ה- HUD (המחלקה לדיור ופיתוח עירוני) תקופות השכירות הינן לרוב למשך 30-35 שנים.

מלון מריוט קורטיארד הוא נכס מרכזי של החברה המהווה כ- 28% מהשווי הנכסי הנקי ליום 30.06.2023 וכ- 26% מה- NOI לחציין הראשון של שנת 2023, באופן החושף את החברה לתוצאותיו התפעוליות, כאשר להערכת מידרוג הסיכון העסקי בהפעלת בית מלון גבוה בהשוואה לאחזקת נכס מניב למגורים, לאור התנודתיות בענף התיירות הקשורה במחזוריות הכלכלית ובאירועים אקסוגניים וכן חשיפה אינהרנטית לעונתיות. עם התפוגגות השלכות מגפת הקורונה החברה דיווחה על שיעורי תפוסה גבוהים במלון, בשנת 2022 ובחציין הראשון של שנת 2023. ההכנסות מפעילות המלון לחציין הראשון לשנת 2023 הסתכמו בסך של כ- 17.6 מיליון דולר לעומת כ- 13.7 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. בית המלון ממוקם במנהטן בין רחוב 34 ורחוב 35 על השדרה העשירית בסמוך לאזור הידוע בשם האדסון יארדס, בעל 399 חדרים, אשר נפתח במהלך נובמבר 2019. המלון מנוהל ע"י החברה תחת המותג Marriot by Courtyard ואינו משויך לארגון עובדים (Non-Union). אזור האדסון יארדס מצוי בתנופת בניה משמעותית של בנייני משרדים, מגורים, מסחר, מלונאות ושטחים ציבוריים. להערכת מידרוג, המלון מאופיין במיצוב נכסי גבוה בשל מיקומו באזור מרכזי, השתייכותו לרשת בינלאומית והיותו מלון חדש יחסית. בהתאם לדיווחי החברה, החל מחודש מרץ 2021 המלון חווה גידול בשיעורי תפוסה, בין היתר בשל פתיחת מרכז הכנסים Javits Center בסמוך אליו. שיעור התפוסה הממוצע בבית המלון עמד על כ- 89% במהלך הרבעון השני לשנת 2023 ועל כ- 85% במהלך הרבעון הראשון לשנת 2023. התפוסה הממוצעת לשנת 2022 כולה עמדה על כ- 87%. הרווח הגולמי (בנטרול הפחתת רכוש קבוע) מפעילות המלון הסתכם בסך של כ- 19.8 מיליון דולר ב- 12 החודשים שהסתיימו ביום 30.06.2023, לעומת כ- 16.5 מיליון דולר וכ- 8.2 מיליון דולר בשנים 2022 ו- 2021 בהתאמה.

החברה גם פועלת בתחום ההשכרה למגורים המהווה כ- 20% מהשווי הנכסי הנקי ליום 30.06.2023 וכ- 12% מה- NOI לחציין הראשון של שנת 2023 (כולל הנכס המשמש כמקלט לחסרי בית ומושכר במלואו לעיריית ניו יורק בחוזה ל- 9 שנים), ומאופיין בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן.

## יציבות ברמת המינוף הגבוהה של החברה לצד שיפור ב- NOI שאינו מתבטא בשיפור ב- FFO כתוצאה מעלייה בהוצאות המימון; יחסי הכיסוי נותרים איטיים

מידרוג מעריכה כי ה- NOI של החברה צפוי להסתכם בסך של כ- 74 מיליון דולר בשנת 2023 (כ- 36 מיליון דולר נרשמו בחציון הראשון של השנה), זאת בהשוואה לסך של כ- 68 מיליון דולר וכ- 53 מיליון דולר בשנים 2022 ו-2021, בהתאמה. העלייה ב- NOI בשנת 2023 מיוחסת בעיקר לשיפור בביצועי המלון מאריוט קורטיארד במנהטן אשר הציג שיעורי תפוסה גבוהים ושיפור במחיר הממוצע לחדר וכן להגבה בשנה מלאה בנכס הסמוך לשדה התעופה לה-גוארדיה בקווינס שהחל לפעול כמקלט לחסרי בית החל מחודש מאי 2022. מידרוג מעריכה כי ה- NOI צפוי להמשיך להציג שיפור בשנת 2024 ולהסתכם בטווח של 76-78 מיליון דולר, בעיקר לאור עליית דמי שכירות בחלק מהנכסים והמשך שיפור בתוצאות הפעילות של המלון בהתאם לתחזית החברה.

היקף ה- FFO הסתכם בסך של כ- 14.8 מיליון דולר ב- 12 החודשים שהסתיימו ביום 30.06.2023, ועל פי תרחיש הבסיס של מידרוג צפוי להסתכם בטווח של 14-17 מיליון דולר בשנים 2023-2024 כאשר עלייה בהוצאות המימון צפויות למתן את השפעת הגידול ב- NOI. אומדן הוצאות ריבית על פי תחזית מידרוג לשנים 2023-2024 מוערך בטווח של 55-60 מיליון דולר לשנה, בהשוואה לכ- 52 מיליון דולר שנת 2022. יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO צפוי להיותר איטי ביחס לדירוג ולנוע בשנים 2023-2024 בטווח של 45-55 שנים.

יחס חוב נטו ל- CAP נטו הינו כ- 70% ליום 30.06.2023, לעומת כ- 71% ליום 30.06.2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח בין היתר מימון מחדש להלוואות בחלק מהנכסים, השקעות שוטפות בנכסים קיימים, תזרים מפעילות שוטפת, פירעונות קרן וריבית של אגרות חוב והלוואות בנקאיות ותרחיש רגישות של ירידת שווי נכסים, יחס זה צפוי לשמור על רמתו בטווח הבינוני.

### גמישות פיננסית חלשה ויתרת נזילות נמוכה משליכים לשלילה על הפרופיל הפיננסי

נכון ליום 30.06.2023 כל נכסי החברה משועבדים לטובת הלוואות בכירות, ביחס חוב מובטח נדל"ן להשקעה (כולל המלון) בשיעור של כ- 67%. על פי דיווח החברה, ההלוואה בגין אחד הנכסים נפרעה במלואה במסגרת המימון מחדש שהושלם באוקטובר 2023. החברה מדווחת על עמידה באמות מידה פיננסיות בקשר עם ההלוואות המובטחות בנכסים.

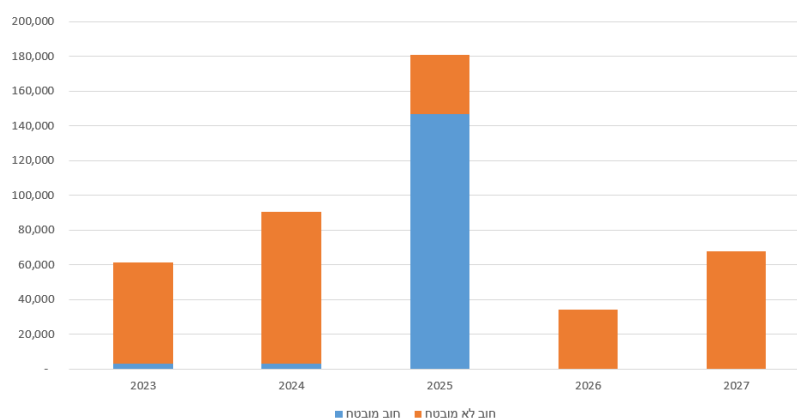
יתרת הנזילות (ללא מזומנים מוגבלים) של החברה ליום 30.06.2023 הינה כ- 6.3 מיליון דולר. להערכת מידרוג, אלו המקורות והשימושים העיקריים הצפויים לחברה ב- 12 החודשים הקרובים, הנשענים במידה רבה על מימון מחדש שהושלם באוקטובר 2023 לצורך עיבוי הנזילות:

- תזרים מקורות מפעולות FFO בטווח של 14-17 מיליון דולר
- מימון מחדש בגין 4 נכסים קיימים אשר הניב לחברה תזרים בסך של כ- 30 מיליון דולר (הושלם בחודש אוקטובר 2023)
- גביית חוב של שוכר בבתי האבות שבבעלות החברה בסך כ- 7 מיליון דולר
- אמורטיזציה שוטפת של קרן החוב המובטח בסך כ- 12 מיליון דולר

המקורות נטו לעיל צפויים ליצר לחברה גידול של כ- 40 מיליון דולר ביתרת הנזילות טרם לפירעון החלויות השוטפות של קרן האג"ח, העומדות על כ- 21 מיליון דולר ב- 12 החודשים הקרובים. יצוין כי מידרוג אינה מניחה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות החברה וכן מידרוג לא הביאה בחשבון בתחשיב זה מימוש נכסים או רכישת נכסים חדשים.

מעבר לכך, לחברה מזומנים מוגבלים בסך כולל של כ- 31 מיליון דולר ל- 30.06.2023 המיועדים לתשלומי ריבית, מיסי נדל"ן, ביטוחים ותשלומים אחרים הקשורים לנכסים במהלך העסקים הרגיל ופיקדונות שוכרים.

באוקטובר 2023 השלימה החברה הנפקת אגרות חוב סדרה ו' בהיקף של כ- 71 מיליון \$ ערך נקוב, מובטחות בשעבוד קבוע ראשון בדרגה על זכויות החברה בקרקע למגורים ברובע קווינס בעיר ניו יורק. תמורת גיוס האג"ח שימשה את החברה לפירעון החלק הארי של החוב הבכיר שמימן את הקרקע, כאשר יתרת ההלוואה נפרעה ממקורות הנזילות של החברה.

**א.מ.ד.ג'י - לוח סילוקין ליתרת קרן האג"ח ליום 30.06.2023, באלפי ש"ח\*:**

\* לא כולל אג"ח סדרה ו' שהונפק בחודש אוקטובר 2023 ועומד לפירעון בתשלום יחיד בחודש יולי 2025

**שיקולים נוספים לדירוג**

דירוג החברה בפועל Ba2.il הינו נמוך בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Baa1.il, זאת לאור פרופיל פיננסי חלש יחסית, המתבטא במינוף גבוה ותזרים תפעולי צר, המובילים ליחסי כיסוי איטיים. כמו כן מידרוג הביאה בחשבון לשלילה תלות גבוהה במחזורי הלואות וביצירת מקורות נוספים שאינם מפעילות שוטפת לצורך שירות החוב, אשר השלמתם עשויה להיות מאתגרת בעת הנוכחית, ואי שמירת יתרות נזילות מספקות לשירות החוב לאורך זמן. עם זאת יש לציין כי החברה השלימה בהצלחה מספר מימונים מחדש בשנת 2023 שהניבו לה תזרימי מזומנים פנויים בהיקפים משמעותיים.

**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 הדיר המוגן בחברה מתבסס על מוניטין בתי הדיר 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 דיר 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 הוכשת ביטוחים לכיסוי נזקים גם כנגד אסונות טבע, ולרבות אובדן הכנסות, וזהו גורם ממתן. סיכונים ממשל תאגידי כוללים ניהול נזילות חלש מידי המקבל ביטוי בדירוג החברה.



מטריצת הדירוג

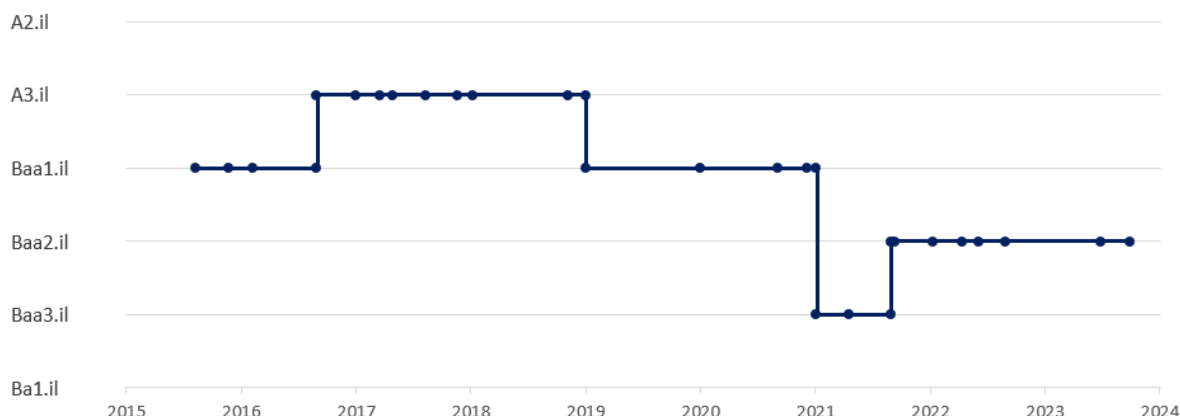
תחזית מידרוג		ליום 30.06.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	1.1-1.2	Aa.il	1.2	סך מאזן (מיליארד דולר)	פרופיל עסקי
A.il-Baa.il	---	A.il-Baa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Baa.il	70%-72%	Baa.il	70%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Baa.il	14-17	Baa.il	14.8	היקף FFO LTM (מיליוני דולר)	פרופיל פיננסי
Ba.il	45-55	Ba.il	54.5	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Baa.il	כ- 70%	Baa.il	67%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	דירוג נגזר
Baa.il	כ- 25%	B.il	13%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>Baa1.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	
<b>Baa2.il</b>					

[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



**דוחות קשורים**

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

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020](#)

[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](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

24.10.2022	תאריך דוח הדירוג:
24.07.2023	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 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").

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 בדבר 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 נירות 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 ביעוץ פיננסי או ביעוץ 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 כשלה 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 מפקיה, 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 נצרו 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 לתקף 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 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 בודדו 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](http://www.midroog.co.il).