

אחוזת בית רעננה- דיור מוגן בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוקטובר 2014

1

מחברים:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

anna@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח, ראש צוות

eylong@midroog.co.il

איש קשר:

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

rang@midroog.co.il

דירוג סדרה (Issue)	Baa1	אופק דירוג: יציב
--------------------	------	------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa1 באופק יציב על הנפקת סדרת אג"ח בסכום של עד 200 מיליון ש"ח ע.ב. אשר תונפק ע"י חברת אחוזת בית רעננה - דיור מוגן בע"מ (להלן: "אחוזת בית" או "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, להחלפת חוב קיים והשקעות שוטפות.

הדירוג מתחשב בכך שהחברה מתחייבת כי המרכז המסחרי יהיה פנוי משעבוד, וככל שישועבד או יימכר, התמורה תשמש לפירעון האג"ח בלבד.

דירוג האג"ח נערך בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.10.2014 ולמידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם לתנאי האג"ח בפועל ונתונים נוספים, במידה ואלו ישתנו.

פרופיל החברה

החברה התאגדה בישראל בשנת 1968 תחת השם דרוקר זכריה בע"מ. בשנת 1987 שונה שמה של החברה למליבו ישראל בע"מ. בשנת 1998 השלימה החברה הצעת רכש מלאה למניותיה והפכה לחברה פרטית וביום 6 באוגוסט 2014 שונה שמה של החברה לשמה הנוכחי (אחוזת בית רעננה - דיור מוגן בע"מ). החברה כיום מוחזקת ב- 100% ע"י מיקג'ודה השקעות ישראל בע"מ, המוחזקת על ידי קרן משפחת שניידר. מאז הקמתה התמקדה החברה בייזום וביצוע בתחום המגורים בישראל וכן עבודות אזרחיות ופיתוח. לאור שינויים מבניים, הכוללים מכירה והעברה של נכסים אשר חלקם כבר בוצעו וחלקם צפויים להתבצע טרום גיוס האג"ח, נכון למועד הדוח, החברה עוסקת בנדל"ן להשקעה תחת שני תחומים עיקריים, ייזום והפעלה של בית דיור מוגן לאוכלוסיית הגיל השלישי והשכרה, ניהול ואחזקה של מרכז מסחרי. בתחום הדיור המוגן החברה מפעילה מתחם הכולל שלושה מבנים בני חמש קומות ומבנה חדש (TOP), בעל תשע קומות (סה"כ 344 דירות), בשווי כולל של כ- 466 מיליון ₪ בהתאם להערכת שווי ליום 30.06.2014. אכלוס בניין TOP החל בשנת 2012 ונכון ליום 30.06.2014, הנכס איננו מאוכלס במלואו. להערכת מידרוג המשך אכלוס הנכס צפוי לתרום להיקף ה FFO וה EBITDA בשנים הקרובות עד לאכלוסו המלא של הנכס. כמו כן, מפעילה החברה כחלק ממתחם הדיור המוגן אגף סיעודי, הכולל שתי מחלקות אשפוז. האגף ממוקם בשתי קומות שכורות (נכון למועד דוח זה, חוזה השכירות תקף עד לשנת 2019 עם אופציה של המשכיר להארכת החוזה בשנתיים נוספות) במבנה סמוך המחובר למתחם הדיור המוגן באמצעות גשר. מלבד מתחם הדיור המוגן, בבעלות החברה מרכז מסחרי הפועל תחת השם "פארק מול" ושווי נאמד בכ- 66 מיליון ₪. המרכז המסחרי ממוקם סמוך למתחם הדיור המוגן ומושכר לכ- 20 עסקים, בשיעור תפוסה ממוצע של כ- 99%. שני הנכסים ממוקמים בחלק המערבי של העיר רעננה, איזור אטרקטיבי לאוכלוסיית היעד של החברה, בין היתר, בשל קרבתו למבני ציבור שונים בסביבתו וכמו כן בשל קרבתו לפארק רעננה אשר נמצא מול הנכס.

נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ש"ח)

נתונים פיננסיים עיקריים אוחדות בית אלפי ש"ח	30.06.2014	31.12.2013	30.06.2013	31.12.2012	31.12.2011
מדידת הכנסות	25,809	50,254	24,685	45,520	41,990
רווח נטלי	8,459	17,171	8,434	14,138	13,118
שיעור סך רווח נטלי	33%	34%	34%	31%	31%
EBITDA בנטרול שיעורים	2,358	3,339	1,718	-401	-3,494
EBITDA בנטרול שיעורים מותאם*	9,858	35,046	17,152	58,669	20,249
**חוב פיננסי	298,228	365,617	436,656	457,166	442,391
יתרות מזילות	2,147	4,156	5,313	15,650	21,926
חוב פיננסי נטו	296,081	361,461	431,343	441,516	420,465
Cap	393,194	456,252	518,398	540,569	617,737
נטו Cap	391,047	452,096	513,085	524,919	595,811
הון עצמי וזכויות מינום	94,966	90,635	79,556	81,672	174,489
סך מאזן	667,874	803,987	790,937	795,091	837,606
הון עצמי לסך מאזן	14%	11%	10%	10%	21%
חוב ל-CAP	76%	80%	84%	85%	72%
חוב נטו ל-CAP נטו	76%	80%	84%	84%	71%
FFO מותאם *	5,078	17,614	8,074	37,345	-9,855
חוב פיננסי ל- FFO מותאם במילום שנתי	29.4	20.8	27.0	12.2	שילי
חוב פיננסי נטו ל- FFO מותאם במילום שנתי	29.2	20.5	26.7	11.8	שילי
חוב ל- EBITDA מותאם במילום שנתי	15.13	10.43	12.73	7.79	21.85
חוב פיננסי נטו ל- EBITDA מותאם במילום שנתי	15.0	10.3	12.6	7.5	20.8
EBITDA/הוצאות מימון, נט	1.0	0.9	0.9	0.5	1.3
חוב מולל פיקדונות ל- CAP במילום שנתי	85%	87%	89%	89%	78%
חוב נטו מולל פיקדונות ל- CAP במילום שנתי	85%	87%	89%	89%	77%
חוב מולל פיקדונות ל- FFO במילום שנתי	53.9	34.3	40.8	17.8	-61.4
חוב מולל פיקדונות נטו ל- FFO במילום שנתי	53.7	34.1	40.5	17.4	-59.2

*היקף ה-EBITDA וה-FFO כוללים את התזרים נטו מפיקדונות מדיירים. FFO חושב לפי רווח גולמי בניכוי הכנסות מחילוט פיקדונות, בניכוי הוצאות מימון תזרימיות נטו ובתוספת של תזרים המזומנים נטו מפיקדונות.

** הירידה בחוב הפיננסי וסך המאזן ב- 30.06.2014 נובעת בעיקר ממכירת נכס נהר הירדן שהיה בבעלות החברה ומפירעון הלוואות שוטף. כמו כן ב- 31.12.2013 וב- 31.12.2011 החוב הפיננסי אינו כולל את החוב בגין הפעילות המופסקת של החברה.

פרפורמות

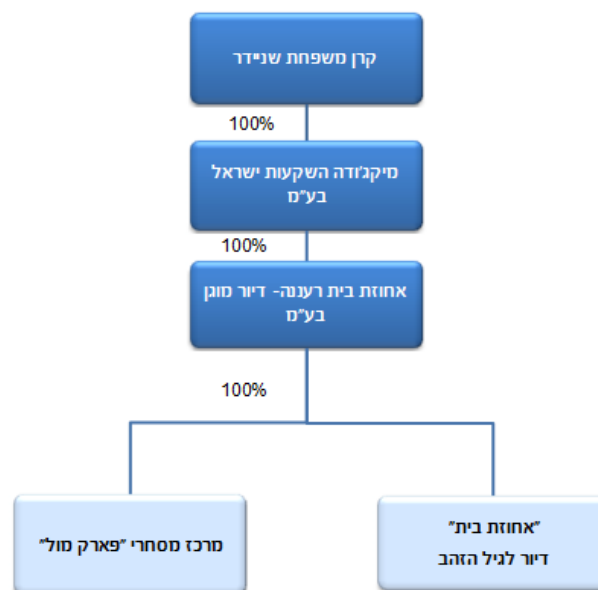
נתונים פיננסיים עיקריים אוחדות בית אלפי ₪	סה"כ	הנפקת אג"ח וסילוק הלוואות קיימות	מימוש פעילויות שאינן בתחום הדיור המוגן	30.06.2014
סה"כ הכנסות				25,809
רווח גולמי				8,459
שיעור סך רווח גולמי				33%
*בנטרול שערוכים מותאם EBITDA				9,858
הוצאות מימון, נטו				10,130
שינוי בשווי ההון של נדל"ן להשקעה				2,243
רווח נקי				830
חוב פיננסי**	200,987	6,935	-104,176	298,228
יתרות נזילות	16,540	6,935	7,458	2,147
חוב פיננסי נטו	184,447	-	-111,634	296,081
Cap	298,455	6,935	-101,674	393,194
נטו Cap	281,915	-	-109,132	391,047
הון עצמי וזכויות מיעוט	97,468	-	2,502	94,966
סך מאזן	570,969	6,935	-103,840	667,874
הון עצמי לסך מאזן	17%	17%	17%	14%
חוב ל-CAP	67%	67%	67%	76%
חוב נטו ל-CAP נטו	65%	65%	65%	76%
חוב כולל פיקדונות ל-CAP בגילום שנתי	82.2%	82.2%	82.0%	85%
חוב נטו כולל פיקדונות ל-CAP בגילום שנתי	81.7%	81.7%	81.7%	85%
FFO מותאם *				5,078
חוב פיננסי ל- FFO מותאם בגילום שנתי				29.4
חוב פיננסי נטו ל- FFO מותאם בגילום שנתי				29.2
חוב ל-EBITDA מותאם בגילום שנתי				15.1
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מותאם בגילום שנתי				15.0

*הפרפורמות לעיל הינם על פי נתונים שהוצגו בפני מידרוג על ידי החברה.

4

כספי האג"ח מיועדים להחלפת חוב קיים בחברה; החברה הינה בתהליך מכירת נכסיה אשר אינם קשורים לפעילות הדיור המוגן והמרכז המסחרי

נכון ליום ה- 30.06.2014 החוב הפיננסי של החברה עומד על כ- 298 מיליון ₪ ללא התחייבות פיקדונות לדיירים (נכון ליום 30.06.2014 התחייבות הפיקדונות לדיירים עומדת על כ- 249 מיליון ₪), מתוכו נפרעו לאחר תאריך המאזן כ- 40 מיליון ₪ בעסקת מוטורולה שהושלמה. אולם, עם גיוס האג"ח החברה צפויה לפרוע את מרבית הלוואות החברה מתוכן כ- 90 מיליון ₪ הן הלוואות מבעלי שליטה, כאשר יתרת הלוואות תעבור לחברות מיקג'ודה השקעות ישראל בע"מ וזאת במסגרת חוזה להפרדת פעילויות העבר של החברה. לאחר גיוס האג"ח ועם השלמת הפרדת הפעילויות, (החוב הפיננסי של החברה צפוי להיות בגובה היקף האג"ח שגויס, בתוספת הלוואה בהיקף של כ- 6.75 מיליון ₪ אשר כנגדה קיימת יתרת תשלומים לקבל בגין נכסים שמומשו ובתוספת הלוואה מגורם פרטי בסך 1.3 מיליון ש"ח. אם כך, להערכת מידרוג ובהתאם לנתוני החברה, יחס ההון העצמי למאזן צפוי לעמוד על כ- 17%. יחס אשר אינו בולט לטובה אולם הינו הולם לרמת הדירוג ביחס למאפייני הנכסים.



* מר יוסף שליג משמש כמגן (Protector) של קרן הנאמנות

אסטרטגיה

החברה תמשיך לעסוק בתחום הדיור המוגן בישראל, בין היתר, דרך הרחבת הפעילות הקיימת ובעתיד אף ייזום, הקמה או רכישה של פרויקטים חדשים

בתחום הפעילות הקיימת, במהלך השנה הקרובה החברה צפויה להמשיך ולהרחיב את תמהיל השירותים הקיים בתחום הדיור המוגן ולהכשיר אגף לדיור מוגן תומך (שלב ביניים בין תפקוד עצמאי לסייעודי). בנוסף, החברה תמשיך לפעול לאיחוד יחידות דיור בנות חדר אחד לדירות בנות 2 ו- 3 חדרים וזאת על מנת להתאים את יחידות הדיור לביקוש בשוק. מלבד הפעילות במבנים הקיימים, הגישה החברה לאחרונה בקשה לשינוי תב"ע, להוספת שלוש קומות מעל המרכז המסחרי "פארק מול" לשימושים שונים במסגרת תחומי פעילות החברה. באופן כללי החברה פועלת באופן שוטף לאיתור קרקעות מתאימות עבור ייזום והקמה של בתי דיור מוגן חדשים באזורי ביקוש של קהל היעד.

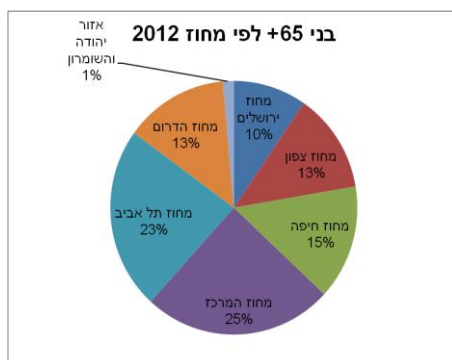
דירוג החברה מושפע לחיוב ממיקום ואיכות המתחם, תמהיל שירותים נרחב שניתנים לדיירים ע"י החברה וביקושים גבוהים לדיר מוגן באזור. החברה הינה בעלת מתחם דיור מוגן איכותי וותיק, אותו היא מפעילה למעלה מ- 20 שנים, הממוקם באזור ביקוש בארץ אשר מאופיין ברמת נגישות גבוהה. פעילות בית הדיור המוגן הינה יציבה לאורך שנים רבות ובעלת ותק משמעותי; לאחרונה אף הרחיבה החברה את בית הדיור המוגן והיה נמצאת בשלבי איכלוס מתקדמים. בנוסף, המרכז המסחרי בבעלות החברה, אשר אף הוא מאופיין בפעילות יציבה לאורך שנים, תורם לפיזור המקורות לשירות החוב והגמישות הפיננסית לצורך שירותו; ניסיון בתחום הדיור המוגן, ותק ההנהלה, Track record ומיצוב טוב בענף תורמים לנראות ויציבות פעילות החברה, שכן החברה הינה מהוותיקות בתחום הדיור המוגן הפרטי בישראל, ופועלת בתחום זה כבר מעל ל-20 שנים; ענף הדיור המוגן הפרטי בישראל התפתח רבות בשנים האחרונות ואף ממשיך לצמוח גם כעת. ענף זה מאופיין ברמות ביקוש גבוהות, ביציבות יחסית בהכנסות ובחסמי כניסה רבים. להערכת מידרוג, ענף הדיור המוגן הוא ענף יציב יחסית וכמו כן המשך התפתחות הענף אף צפויה לתרום לחברה; מדיניות החברה הינה שמירה על רמת נזילות הכוללת סך מזומן של לפחות 10 מיליון ₪ לצורך פירעון האג"ח, לאורך כל חיי האג"ח.

דירוג החברה מושפע לשלילה מהיקף פעילות מוגבל וכן מפיזור פעילות נמוך, הן ברמה הגיאוגרפית והן ברמת כמות הנכסים. החברה חשופה לאיזור אחד ויחיד בישראל על אף היותו איזור ביקוש; חשיפה לשינויים מאקרו-כלכליים ושחיקה במחירי נדל"ן או האטה בשוק עשויים להשפיע על תזרימי המזומנים של החברה; תזרים יחסי כיסוי תנודתיים אשר משליכים לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה. אולם, אף בתרחישי רגישות, יחסים אלו הולמים את הדירוג; יחסי מינוף גבוהים אשר משפיעים לשלילה על פרופיל הסיכון, עם זאת, מבנה לוח הסילוקין וגובה פירעונות האג"ח בשנים הקרובות ממתנים במידה מסוימת סיכון זה.

חוזקות

נכסים איכותיים הממוקמים באזורי ביקוש, תמהיל שירותים רחב וביקושים גבוהים לדיר מוגן באזור משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה

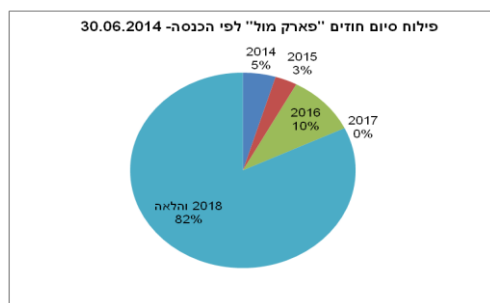
נכון להיום, החברה מחזיקה בשני נכסים, מתחם הדיור המוגן (להלן: "אחוזת בית") ומרכז מסחרי (להלן: "פארק מול"). שני



הנכסים ממוקמים באזור אטרקטיבי לקהל היעד של החברה בחלק המערבי של העיר רעננה, איזור המאופיין במבנים רבים לצורכי ציבור, שטחים פתוחים ("פארק רעננה") וברמת נגישות גבוהה. יש לציין, כי בעתיד רמת הנגישות אף צפויה לגדול שכן, בימים אלה מוקם כביש נוסף (531) אשר יחבר את האזור לעורקי התנועה הראשיים של מרכז הארץ וכמו כן, בעתיד מתוכנן קו רכבת חדש אשר יכלול שתי תחנות רכבת חדשות ברעננה, כאשר אחת מהן בצמוד לנכסי החברה. כמו כן, סביבת הנכסים של החברה מאופיינת בביקוש גבוה לדיר מוגן שכן לפי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (ראו גרף משמאל)

לסוף שנת 2012 כמחצית מאוכלוסיית גיל הזהב¹ (בני 65+) מתגוררת במחוזות המרכז ותל אביב ומתוכם כ- 12% (שהם כ- 46 אלף תושבים) מתגוררים בנפת השרון. מתחם הדיור המוגן כולל ארבעה מבנים (שלושה שהוקמו לפני כ- 21 שנים ואחד שהוקם לפני כשנתיים ואכלוסו החל באפריל 2012) בשטח של כ- 29 אלפי מ"ר אשר כוללים 344 יחידות דיור ושוויים בהתאם להערכת שווי, עומד על כ- 466 מיליון ₪. מלבד המיזם האטרקטיבי, החברה משקיעה רבות בשמירה על איכות בית הדיור המוגן ובפרט על איכות ותמהיל יחידות הדיור והמתקנים הנוספים הקיימים במתחם. בזמן הקרוב אף צפויה השקעה נוספת בשלושת המבנים הוותיקים יותר של החברה לצורך שיפור הנראות ואיכות המתקנים בהם. כמו כן, החברה מציעה בבתי הדיור המוגן תמהיל רחב ומגוון של שירותים כאשר הבולטים ביניהם הם שירותי הרפואה, התרבות והספורט. במתחם הדיור המוגן קיים אגף סיעודי, הכולל שתי מחלקות אשפוז - מחלקה סיעודית ומחלקה לתשושי נפש, המנוהלות באופן עצמאי על ידי החברה בשטח שהחברה שוכרת במבנה סמוך לדיור המוגן. נכון למועד דוח זה, חוזה השכירות תקף עד לשנת 2019 עם אופציה של החברה המשכירה להאריך את החוזה עד לשנת 2021.

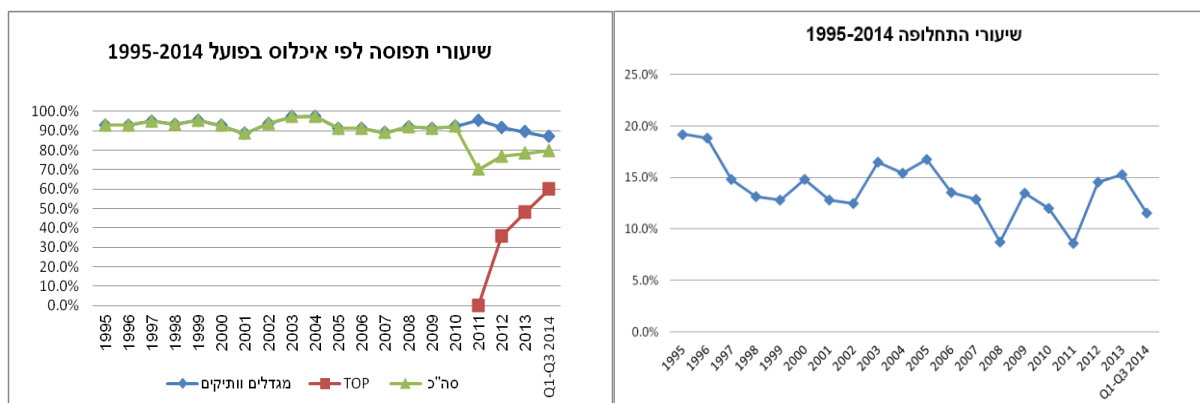
מיקום וסביבת בתי הדיור המוגן, תמהיל השירותים הרחב שמוצע לדיירים, הנגישות הגבוהה לאזור והקרבה למרכז המסחרי ולפארק של העיר רעננה תורמים להגדלת הביקוש, יציבות ההכנסות ולשמירה על אחוזי תפוסה גבוהים, הן בבתי הדיור המוגן והן במרכז המסחרי. נכון לסוף ספטמבר 2014, שיעור התפוסה הממוצע (חוזים חתומים) באחוזת בית עומד על כ- 83%. חשוב לציין שאחוז התפוסה הנמוך יחסית נובע מהקמת הבניין החדש שעדיין נמצא בשלבי איכלוס. שיווק המגדל החדש הוביל לירידה מסוימת במבנים הוותיקים בשל מעבר של דיירים נכון לסוף ספטמבר שיעור התפוסה במבנים הוותיקים עמדה על כ- 90.5% ובמגדל החדש על כ- 63%. טרם הקמת הבניין הנוסף אחוזי התפוסה במשך שנים היו יציבים ועמדו על כ- 90% - 95% המהווים שיעורי תפוסה סבירים לענף. מירב הדירות הריקות, במגדלים הוותיקים, הינן דירות חדר וכיום לאחר שנותרו במלאי דירות בודדות של 2 חדרים, החברה פועלת לאיחוד דירות החדר לדירות שני חדרים. המרכז המסחרי הוקם ומנוהל ע"י החברה החל משנת 1993, שטחו עומד על כ- 8 אלפי מ"ר ושווי נכון ל-30.06.2014 עומד על כ- 66 מיליון ₪. המרכז המסחרי מושכר לכ- 20 שוכרים עם מח"מ חוזים ארוך (ביניהם שוכרי עוגן גדולים כגון רשת פארם, סופר-מארקט ובית קולנוע) בשיעור תפוסה של כ- 99% ומייצר NOI בגילום שנתי של כ- 4.8 מיליון ₪ נכון ליום ה-30.06.2014. מיקומו של המרכז המסחרי וקרבתו לאחוזת בית תורמים ליציבות הכנסות החברה ושיעורי התפוסה הגבוהים לאורך זמן שכן, בין היתר, המרכז המסחרי משמש את דיירי הדיור המוגן לצורכיהם היומיומיים. להערכת מידרוג, אכלוס מלא של המבנה החדש, השקעות נוספות במבנים הוותיקים והגדלת הנגישות לנכסי החברה צפויים לתרום לפרופיל הסיכון של החברה ולנראות התזרים לשירות החוב.



¹ הגיל השלישי מתכוון לגיל הזקנה של אוכלוסייה מסוימת, בישראל על פי הגדרות הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה גיל הזקנה מוגדר כ- 65+, קיימות גם הגדרות אחרות לגיל הזקנה כגון גיל הפרישה ועוד.

ניסיון בתחום הדיור המוגן, ותק ההנהלה, Track record, ומיצוב טוב בענף תורמים לנראות ויציבות החברה

החברה היא אחת החברות הוותיקות בתחום הדיור המוגן הפרטי בישראל, ופועלת בתחום זה כבר מעל ל-20 שנים. לחברה Track record חיובי בתחום, שכן, החברה שומרת על מיצוב ואיכות בית הדיור המוגן לאורך שנים אשר מתבטאת ביציבות שיעורי התפוסה ושיעורי התחלופה. נכון להיום, שיעור התפוסה בבית הדיור המוגן עומד על כ-83% (שיעור נמוך יחסית לממוצע הרב שנתי של החברה, הנובע מאכלוס של מבנה חדש) ושיעור התחלופה הממוצע באחוזות בית במגדלים הוותיקים עומד על כ-13%, שיעור גבוה מעט מהממוצע בענף, העומד על כ-10%). בולטת בעיקר מצבת העובדים הוותיקה שיש בחברה החל מהנהלת החברה, רופאים והצוות הסייעודי וכלה בעובדי המנהלה והניקיון, חלק ניכר מעובדי החברה כולל חלק מהנהלה עובדים בחברה מאז הקמתו של בית הדיור המוגן. החברה משקיעה רבות בהכשרת כלל עובדיה על מנת לספק את השירות המיטבי בתחום ולשמר את ההון האנושי. ניסיון ההנהלה, צוות עובדים איכותי ומיצוב החברה בשוק תורמים רבות ליציבות פעילות החברה.

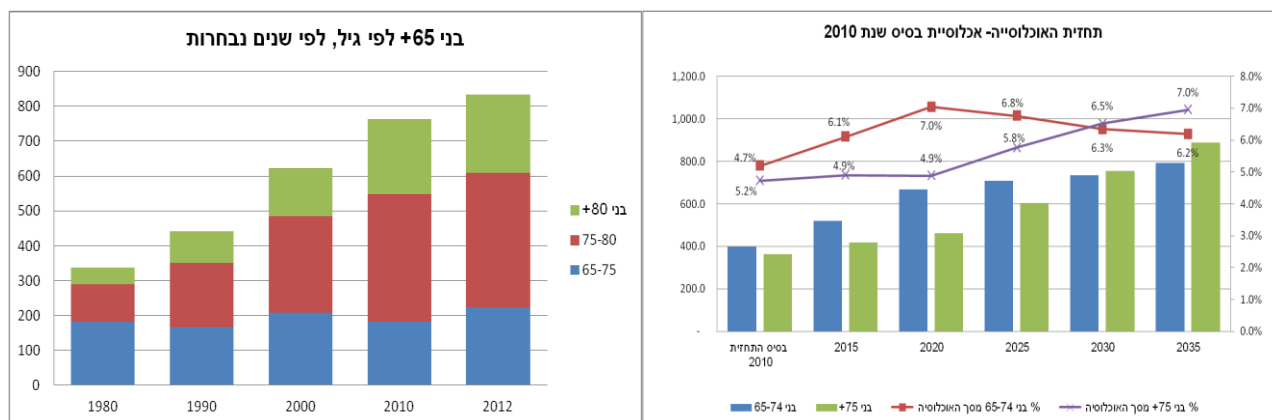


* הנתונים עד לשנת 2011 נכונים עבור שלב א' (שלוש המבנים הראשונים בלבד). שיעורי התחלופה נוגעים רק לשלוש המבנים הראשונים בבתי הדיור המוגן.

צפי ליציבות יחסית בביקושים לענף הדיור המוגן לאור היצע מוגבל בטווח הקצר-בינוני תורמים לפרופיל הסיכון; מנגד, חשיפה לירידת מחירים בשל תנאי מקרו וקורלציה למחירי הדיור למגורים עלולה לחשוף את תוצאות החברה לתנודתיות

ענף הדיור המוגן הפרטי בישראל התפתח רבות בשנים האחרונות ואף ממשיך לצמוח גם כעת. הדיור המוגן הפרטי בישראל פונה לאוכלוסיית המבוגרים בישראל (בני 65+) ממעמד סוציו אקונומי בינוני-גבוה, ומציע לאוכלוסייה זו שירותים רבים בנוסף לסידורי המגורים. בענף הדיור המוגן קיים פן תפעולי הדורש ניסיון וידע רב בתחום, היקף כוח אדם משמעותי ביחס לענפי נדל"ן אחרים (ענף הנדל"ן המניב או ענף הנדל"ן למגורים) ועלויות שוטפות גבוהות- של בעלי מקצוע מתחום הרפואה, שירותים שונים הניתנים לדיירים במסגרת הדיור המוגן, שכר עבודה ואנרגיה. עלויות אלו עשויות להשתנות מעת לעת בשל התייקרות מחירים במשק ובשל צרכי רגולציה נוספים. בהקשר זה יש לציין, כי בהתאם לחוק הדיור המוגן רשאי בית הדיור המוגן לעלות את דמי השימוש של הדיירים ולעדכןם בהתאם להתייקרויות שחלו בפועל דבר המפחית את החשיפה התפעולית. בשל כך, הענף דורש רמת התמחות גבוהה וחשיפה להשקעות בעיקר בשמירה וחידוש הקיים. כאמור, בענף הדיור המוגן חשיפה תפעולית מחד ומאידך, רמות הידע והניסיון הנדרשות בכניסה לענף יוצרות חסמי כניסה רבים. החל משנת 2012 קיים גם חסם כניסה מכוח חוק הדיור המוגן, אשר קובע תנאי סף להקמת והפעלת בתי דיור מוגן.

ענף הדיור המוגן מאופיין ברמות ביקוש גבוהות וביציבות יחסית בהכנסות שכן צריכה של שירותי דיור נחשבת להוצאה בסיסית ואף מהווה חלק נכבד מהוצאות הפרט. אולם, הענף חשוף לאוכלוסיית יעד ממעמד סוציו אקונומי בינוני - גבוה וקיימת קורלציה גבוהה בין מחירי הדיור בישראל לבין סכומי הפיקדונות, אשר נובעת מכך שבחלק מהמקרים קיימת תחלופה מסוימת בין דירה קיימת בבעלות לבין דירה בבית דיור מוגן ועל כן, כאשר מחירי הדיור יורדים, המחיר שיכולים להציע עבור דיור מוגן יורד אף הוא. השניים האחרונים חושפים את החברה להאטה במשק, לשינויים במחירי הדיור ולרמת ההכנסה הפנויה של אוכלוסיית היעד בזמן נתון. על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה רמות הביקוש לדיור מוגן אף צפויות לגדול בשל הגידול באוכלוסיית היעד. אוכלוסיית המבוגרים (בני +65) לסוף שנת 2012 מנתה כ-833 אלפי תושבים, שמהווים כ-10% מכלל תושבי ישראל, כמחצית מהם מעל גיל 75. תוחלת החיים של גברים ונשים בגיל 65 בין השנים 2008-2012 עמדה על כ-18.8 ו-21 שנים בהתאמה, לעומת, 16.4 ו-18.5 בשנים 1999-1995. כמו כן, על פי תחזיות הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בשנת 2020 אוכלוסיית המבוגרים בישראל (בני +65) צפויה להגיע לכ-1,126 אלפי תושבים ואף לכ-1,488 בשנת 2030. לפיכך, שיעור המבוגרים בישראל צפוי לצמוח לכ-12% ולכ-13% מתוך סך האוכלוסייה, בהתאמה (יחס נמוך ביחס למדינות העולם המערבי). מלבד הגידול בביקוש, קיים שינוי בטעמים של אוכלוסייה זו, יחד עם העלייה בתוחלת החיים וברמת החיים בארץ. העדפות הדיור של אוכלוסיית הגיל השלישי משתנות יחד עם העלייה ברמת החיים וצפוי שיותר ויותר מבני הגיל השלישי יפנו לפיתרון הדיור המוגן הפרטי.



*עיבוד לנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

הענף מתאפיין בתחרות בינונית המושפעת ממיקום בית הדיור המוגן ומבתי דיור נוספים בסביבתו וכמו כן מאיכות ומיתוג הנכס. בישראל חלק ניכר מבתי הדיור המוגן נמצאים באזור המרכז והשרון, אך גם כמחצית מאוכלוסיית גיל הזהב בישראל (בני +65) מתגוררים באזורים אלו. גורם נוסף העלול להשפיע על תחרות בענף הוא הקמת מתחמים נוספים של דיור מוגן, אולם קיימת מגבלה מסוימת בשל זמינות נמוכה יחסית של קרקעות מתאימות לדיור מוגן באזורי הביקוש בישראל ובשל ההשקעה ההונית הגבוהה הנדרשת בהקמת מתחם חדש. ביחס לתחומי נדל"ן אחרים, בענף הדיור המוגן קיימים תזרימי מזומנים גבוהים יחסית, הנובעים מקצב תחלופת הדיירים. קצב התחלופה הממוצע בענף, נכון למועד דוח זה, עומד על כ-10%. להערכת מידרוג, ענף הדיור המוגן הוא ענף יציב יחסית וכמו כן, ככל שהמגמות הנוכחיות ביחס להיצע וביקוש בענף ימשיכו, האמור אף צפוי להשפיע לחיוב על החברה.

ריכוזיות והיקף פעילות משפיעים לשלילה על פרופיל הסיכון; מנגד, מספר הדיירים ותמהיל השירותים הנרחב יחסית ממתנים סיכונים אלו במידה מסוימת, לרבות ותק פעילות הדיור המוגן ואיכותו

על אף איכותם ומיקומם של נכסי החברה הם מאופיינים בפיזור גיאוגרפי נמוך ומגדילים את חשיפת החברה לאיזור אחד בלבד. כמו כן, מלבד הפיזור הגיאוגרפי הנמוך, לחברה מספר נכסים מועט שכן מדובר במתחם אחד לדיור מוגן ומרכז מסחרי. באופן המגדיל את חשיפה החברה למחזוריות כלכלית, תנודות בשווקים והאטה במשק. מנגד, מספרן הרב של יחידות הדיור ופיזור הדיירים הגדול בבית הדיור המוגן ממתנים השפעה זו במידה מסוימת, לרבות הותק הרב של פעילות הנכסים המעידה על יציבות אף לאורך תקופות משבר.

חשיפה לשינויים מאקרו-כלכליים ושחיקה במחירי נדל"ן או האטה בשוק עלולים להשפיע על תזרימי המזומנים של החברה מחד ומאידך, יציבות ביצועי החברה גם בתקופות שפל בשוק הנדל"ן בנוסף ליציבות ההכנסות מהמרכז המסחרי, ממתנות סיכון זה

עיקר תזרימי המזומנים השוטף בחברה נובע מקצב תחלופת הדיירים ומהפער שבין החזר הפיקדונות לדיירים אשר סיימו את השימוש בנכס לבין תשלום הפיקדון של דיירים חדשים בתקופה מסוימת. פער זה נובע מכך שפיקדון של דייר מחולט בכ- 3% (לא כולל מע"מ) מדי שנה במשך תקופת השימוש שלו בפועל ועד למקסימום של 10-12 שנים ברוב המקרים, כאשר יתרת הסכום (לאחר ניכוי סכום החילוט) שנותרת בידי החברה מוחזרת לדייר או ליורשיו בעת סיום השהות בנכס, צמודה למדד המחירים לצרכן, בעוד דייר חדש משלם פיקדון של מלוא מחיר יחידת הדיור. יש לציין, שאחוז החילוט ומשך שנות החילוט נקבעים על ידי החברה ותלויים, בין היתר, בגובה הפיקדון ובמסלולי תשלום שונים. קצב תחלופת הדיירים מושפע משינויים מאקרו כלכליים שונים, ביניהם, תוחלת החיים של אוכלוסיית היעד שהולכת ועולה עם השנים, מחירי הדיור בישראל ורמת ההכנסה הפנויה של אוכלוסיית היעד. כל אלו חושפים את החברה לתנודתיות בתזרימי השוטף מהפעילות. מנגד, יש לציין שלאורך שנים החברה שומרת על קצב תחלופה יציב אשר עומד בממוצע על כ-13%. כמו כן, ההכנסות מהמרכז המסחרי יציבות יותר וחשופות לשינויים מאקרו כלכליים שונים ועל כן, ממתנות את החשיפה של החברה לתנודתיות בתזרימי השוטף.

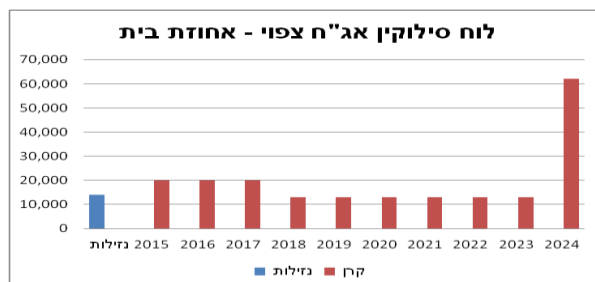
FFO חשוף לשינויים בקצב תחלופת הדיירים ומחירי הנדל"ן; מנגד, גם בתרחישי רגישות לתחזיות החברה, יחסי הכיסוי צפויים להלום את הדירוג

היקף ה- FFO של החברה תלוי בין היתר בהיקף התזרימים נטו של פיקדונות מדיירים אשר תלוי בקצב תחלופת הדיירים. נכון למועד דוח זה, החברה נמצאת בתהליך של אכלוס מבנה חדש אשר תורם להיקף ה-FFO, שכן אכלוסו של הנכס מתבטא בכניסת דיירים חדשים ותשלום מלא של פיקדון, ללא חילוט פיקדונות של דיירים שעזבו. בהתאם לתחזיות החברה, הנכס צפוי להיות מאוכלס במלואו בשלוש השנים הקרובות. עם התייצבות הנכס מידרוג מעריכה ירידה בהיקף ה-FFO. יש לציין, שאין צפי לפגיעה ביחסי הכיסוי של החברה שכן קיים מתאם בין פירעונות האג"ח בלוח הסילוקין, כפי שהוצג בפני

מידרוג ע"י החברה, לבין הקיטון הצפוי בהיקף ה-FFO בהתאם לשלבי האכלוס בנסס. לפי תחזיות החברה, תחת תרחישי רגישות של מידרוג, היקף ה-FFO צפוי לעמוד בממוצע בשנים הקרובות על כ- 22 מיליון ₪ ויחס החוב ל-FFO צפוי לעמוד בממוצע על כ-12 ללא התחייבויות הפיקדונות לדיירים ועל כ-21 כולל הפיקדונות. כמו כן, יש לציין כי יחסי הכיסוי בחציון הראשון של שנת 2014 מושפעים מתזרים נמוך מפיקדונות מדיירים, נטו, אשר עמדו על 7.5 מיליון ₪. יש לציין שברבעון השלישי של שנת 2014 תזרים הפיקדונות נטו עמד בפועל על כ- 16 מיליון ₪. לאור זאת, יחסי הכיסוי שניתן לראות נכון ליום 30.06.2014 אינם מייצגים וצפויים להשתפר באופן משמעותי עד סוף השנה.

גמישות החברה מבוססת על המרכז המסחרי שבבעלותה

רמת הגמישות הפיננסית בחברה נמוכה יותר מחברות נדל"ן מניב באופן מובנה וזאת בשל מתן שעבוד על יחידות הדיור לטובת הדיירים בהתאם לאחת החלופות המוצעות בחוק הדיור המוגן לצורך הבטחת כספי הפיקדון של הדייר (דבר המקשה על שעבוד הנכס לטובת הלואה בעת הצורך). מנגד, סיכון זה מתמתן עקב בעלות החברה במרכז המסחרי אותו תוכל לשעבד במקרה הצורך לטובת פירעון האג"ח. בנוסף, לחברה נזילות סבירה ביחס לפירעונות האג"ח הצפויים. נכון ליום 30.06.2014 יתרות הנזילות של החברה עומדות על כ- 2 מיליון ₪, אולם בעקבות עסקת מכר שהתבצעה לאחר תאריך המאזן ובהתאם לתחזיות החברה יתרות הנזילות בעת גיוס האג"ח חברה צפויות לעמוד על כ- 14 מיליון ₪ וזאת ביחס לעומס פירעונות של כ- 20 מיליון ₪ לשנה ב-3 השנים הקרובות. יש לציין, כי בשנים הקרובות אכלוס הבניין החדש ותחלופה של דיירים קיימים צפויים להפיק תזרים מספק לצורך פירעון האג"ח. מידרוג מעריכה כי לחברה נזילות סבירה התואמת את רמת הדירוג.



*נלקח בחשבון גיוס של כ- 200 מיליון ₪ וזאת בהתאם לתחזיות החברה

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ושיפור בפיזור הגיאוגרפי ובכמות הנכסים תוך שמירה על היחסים הפיננסיים הקיימים.
- גידול משמעותי ב-FFO תוך שיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן.
- שיפור משמעותי ביחסי המינוף.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה משמעותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי והאיתנות כתוצאה משינוי בסביבה העסקית.
- אי שמירה על נזילות מספקת לצורך שירות האג"ח.
- חלוקת דיבידנדים בהיקף אשר יגרע מנזילות ואיתנות החברה.

דוחות מתודולוגיים:

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

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

[ניתוח חברות נדל"ן לדיור מוגן - דוח מתודולוגי](#), אוקטובר 2014

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד דוח: 29 באוקטובר 2014

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 יכללו 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, מהאיכות 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 שאלה 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") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 לסיכונים 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 צריכה 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.

75\0\2486