מידרוג

All Year Holdings Limited

דוח דירוג ראשוני | נובמבר 2014

מחברים:

גבריאל דרנוב- אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

annaa@midroog.co.il

אורן שרייבר-רו"ח, אנליסט
orans@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

מידרוג

All Year Holdings Limited

דירוג סדרה (Issue)	A2	אופק דירוג: יציב

מידרוג מודיע על מתן דירוג A2 באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 400 מיליוני ₪ ע.נ. אותה תנפיק חברת All Year Holdings Limited (להלן: "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, להשקעות ולפעילות השוטפת. בכוונת החברה לבצע גידור של מרבית תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12/11/2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. כמו-כן, הינו כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה הידוע, נכון ליום פרסום הדוח, לפיו בעל השליטה התחייב להעביר לחברה את הזכויות בתאגידי LLC, כפי שמפורט בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל אך נסחרות בבורסה המקומית). בעל השליטה בחברה הינו מר יואל גולדמן אשר מחזיק את מלוא הון המניות ואת כל זכויות ההצבעה בחברה. עם השלמת ההנפקה, מר גולדמן יעביר את אחזקותיו בתאגידים המחזיקים בנכסי נדל"ן, הכוללים, בין היתר, כ-1,141 יחידות (מתוכן כ-54 יחידות המיועדות למסחר וכולל נכסים בייזום) ב-119 נכסים שונים ברחבי העיר ניו-יורק. החברה עוסקת באחזקה, רכישה וייזום של נכסי דיור להשכרה שיש בהם פוטנציאל להשבחה תוך כדי מיקוד במספר שכונות בברוקלין.

תמהיל הנכסים המניבים של החברה בנוי באופן הבא:

- כ-33% מהשוכרים נמצאים בתוכניות פיקוח שכ"ד (בעיקר Rent Stabilization).
- כ-67% הינם שוכרים בשכירות חופשית.

בנוסף למצבת המניבה הכוללת כ-915 יח"ד וכ-54 יחידות מסחריות, לחברה אחזקות ב-13 נכסים לייזום דירות להשכרה בהיקף של מעל ל-170 יח"ד בברוקלין (בעיקר בשכונות וויליאמסבורג ובושוויק). שלב הייזום של הפרויקטים צפוי להסתיים במהלך החודשים הקרובים, כך שיח"ד הנוספות צפויות להתחיל להניב במהלך שנת 2015. החברה גם נמצאת בתהליכים סופיים של רכישת שלוש קרקעות לייזום דיור להשכרה בברוקלין.

מר גולדמן פעיל בשוק המגורים להשכרה בברוקלין מעל 10 שנים. במהלך תקופה זו צבר ניסיון ברכישה, ייזום והשבחה של נכסים מסוג זה, שינוי תכנוני וקדום זכויות בנייה, פיתוח הנכסים ואכלוסם.

שירותי הניהול לנכסים יינתנו ע"י חברה חיצונית המצויה בשליטתו של בעל השליטה (להלן "חברת הניהול") וזאת בתמורה לסכום מוגדר מכל יחידת דיור (הוצאה זו מגולמת ב-NOI של החברה). הסכמי הניהול כוללים בעיקר שירותי ניהול ותפעול הנכסים, ושירותי אחזקה.

מידרוג

All Year Holdings Limited - נתונים פיננסיים עיקריים (פרופורמות) - דוח מאוחד (אלפי דולר)

אלפי דולר ארה"ב	30.06.2014	31.12.13	30.06.2013	31.12.12	31.12.2011*
הכנסות מדמי שכירות	11,740	19,985	9,308	13,988	9,002
NOI **	9,177	17,037	7,346	11,252	6,739
EBITDA ללא שעורכים	9,085	16,845	7,243	11,095	6,635
שיעור EBITDA מההכנסות	77%	84%	78%	79%	74%
הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה	44,207	60,153	33,340	38,316	46,414
רווח בגין מוחזקות	7,564	3,223	3,807	4,729	-280
רווח נקי	55,927	67,370	38,426	46,433	48,107
חוב פיננסי	217,170	197,327	161,253	128,067	88,513
יתרת נזילות	1,988	2,307	2,422	2,084	904
חוב פיננסי נטו	215,182	195,020	158,831	125,983	87,608
CAP	445,736	356,734	311,463	246,574	159,062
CAP נטו	443,748	354,427	309,041	244,490	158,158
סך מאזן	450,379	359,518	315,985	250,382	162,257
נדל"ן להשקעה כולל מוחזקות	446,201	355,022	312,075	246,526	160,427
הון עצמי מיוחס לבעלי מניות	148,431	100,762	95,755	77,309	43,432
הון עצמי וזכויות מיעוט	228,566	159,407	150,210	118,507	70,550
חוב ל-CAP	49%	55%	52%	52%	56%
חוב נטו ל-CAP נטו	48%	55%	51%	52%	55%
הון למאזן	51%	44%	48%	47%	43%
FFO	5,355	8,821	5,309	5,182	2,595
חוב ל-FFO	20	22	15	25	34
EBITDA לתשלומי ריבית	2.4	2.0	3.7	1.8	1.6

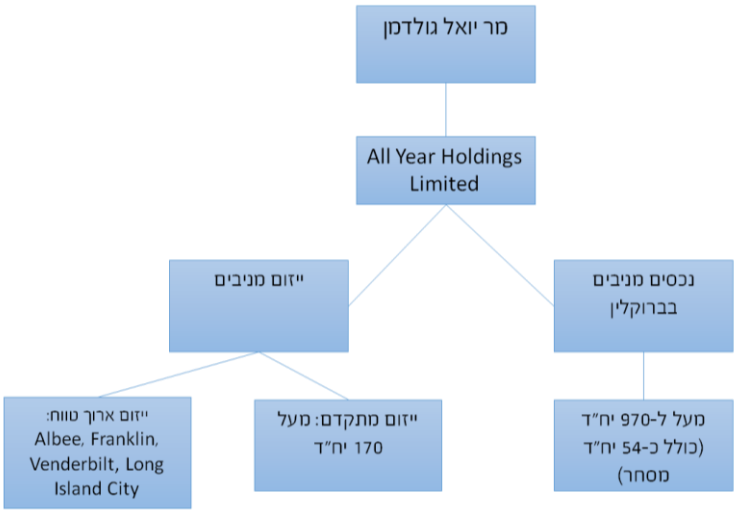
*נתונים מאזניים ליום 31.12.11 התקבלו מהחברה ** בנטרול פחת

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מידרוג

בעלות ותרשים אחזקות החברה המגייסת



אסטרטגיה

מיקוד הפעילות בתחום הדיור להשכרה ברובע ברוקלין בניו-יורק סיטי; הרחבת פעילות החברה דרך השבחת נכסים ורכישות המסתמכות על ההיכרות עם השוק וחוקי התכנון והבנייה המקומיים

החברה מתכוונת להמשיך ולהתמקד בתחום הדיור להשכרה בברוקלין ובעיקר באזורים בהם צברה ניסיון ברכישה, ייזום והשבחה. החברה אינה נוהגת למכור נכסים ובכוונתה להמשיך ולהגדיל את מצבת הנכסים המניבה בתחום הדיור להשכרה בברוקלין, בעיקר ע"י איתור נכסים שיש בהם פוטנציאל להשבחה ולניצול יתרונות הנובעים מהיכרות עם שוק הנדל"ן וחוקי תכנון ובנייה מקומיים. השבחה זו נובעת מפעולות אותן מבצעת החברה לפיתוח הנכסים לאחר הרכישה: בין היתר, מקסום שטח הבנייה המותר ומקסום זכויות הבניה, שינוי גודל הדירות כדי ליצור תמהיל התואם את השינויים הדמוגרפים באזור וביצוע שיפורים בנכסים המזכים בהטבות במיסי נדל"ן תוך תרומה לרווחיות.

בכוונת החברה לשמור על נזילות מינימאלית בהיקף של לפחות שנה אחת של שירות חוב אג"ח.

חלק ניכר מכספי האג"ח מיועדים לתמוך בהמשך הצמיחה של החברה ובין היתר, צפויים לשמש להשלמת רכישת שלוש קרקעות: "Albee Square" (שתי חלקות), "Franklin 608" ו-"Vanderbilt" . החברה עתידה להקים על קרקעות אלו כ-315 יח"ד הצפויות להתאכלס במהלך השנים 2017-2018.

מדיניות דיבידנד

החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג להיקף חלוקה משוער אשר יעמוד על כ-25% מה-FFO המיוחס לחברה. בהתחשב במקורות אל מול השימושים הצפויים, יציבות פעילות החברה והיקף הדיבידנדים של חברות בדירוג דומה, להערכת מידרוג שמירה על היקף זה משפיעה לחיוב על יכולת שירות החוב בחברה.

מידרוג

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב ממצבת נכסי הדיור להשכרה בברוקלין ניו-יורק המתאפיינים בפיזור גבוה (שלושת הנכסים הגדולים אחראיים על כ-16% בלבד מה-NOI) ושיעורי תפוסה גבוהים (98% בממוצע בין השנים 2011-2014). אף על פי כן, מידרוג מתחשבת בחשיפת החברה לאזור פעילות מרכזי -ברוקלין. אם כי, מדובר באזור צומח עם מגמות כלכליות ודמוגרפיות חיוביות, הכולל מעל 2.5 מיליון תושבים; מניסיון החברה באיתור נכסים בעלי פוטנציאל השבחה באופן התורם לגידול בהכנסות ולהשאת ערך; מאיכות המקורות התזרימיים של החברה והצפי לגידול בהכנסות הנובע מהבשלת הפרויקטים בייזום באופן התורם לנראות התזרים הפרמננטי; מפעילות בשוק הדירות להשכרה בניו-יורק, המתאפיינת ביציבות ועמידות יחסית בפני משברים, פיזור שוכרים גבוה, שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, היצע עתידי מוגבל ורמות ביקוש גבוהות; מרמת מינוף טובה ביחס לענף; מיחסי כיסוי מהירים הבולטים לטובה ביחס לדירוג.

דירוג החברה מושפע לשלילה מהסיכון הגלום במרכיב הייזום בחברה אשר צפוי לגדול, אולם ייעוד הייזום וניסיון החברה בייזום ואכלוס נכסים לדיור להשכרה ממתנים סיכון זה; מתלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה; מהעדר נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף משמעותי ביחס להיקף האג"ח הצפוי. האמור, מקוזז חלקית ע"י הגמישות הנגזרת מה-LTV הנמוך של מרבית ההלוואות והנגישות הגבוהה יחסית למחזור חוב בסוג נכסים זה.

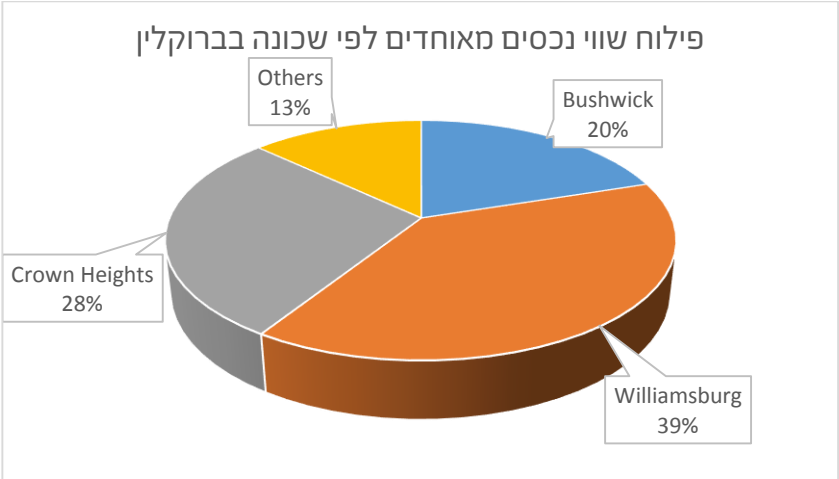
חוזקות

פורטפוליו נכסים איכותי המפגין יציבות תפעולית ותזרימית, המאופיין בפיזור גבוה של נכסים, משפיע לחיוב על הפרופיל העסקי בחברה

מצבת הנכסים המניבים של החברה כוללת דירות להשכרה בברוקלין, הממוקמות בעיקר בשכונות Williamsburg, Bushwic ו-Crown Heights. נכסי החברה מצויים ברמת תפוסה גבוהה ולאורך זמן: כ-98% בממוצע בשנים האחרונות. בנוסף, לחברה היקף משמעותי של יח"ד הנמצאות תחת רגולציה של Rent stabilization (כ-33% מהכנסות החברה נובעות ממגזר זה), באופן התורם במידה מסוימת ליציבות ההכנסות (להרחבה, ראו בהמשך). בנוסף, החברה מציגה שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לענף הדיור להשכרה בניו-יורק, כך ששיעור ה-EBITDA הממוצע בין השנים 2011-2013 עומד על כ-80%. מידרוג מציינת לחיוב את מיקום נכסי החברה הנמצאים באזורים המתאפיינים בעלייה בביקוש המביאה לגידול משמעותי במחירי השכירות ובמשך הזמן הקצר יחסית הנדרש לאכלוס יח"ד שמתפנות. מעבר לפיזור השוכרים הגבוה הנובע מהיקף יח"ד, לחברה פיזור מקורות הכנסה משמעותי: שלושת הנכסים המרכזיים מהווים כ-16% מה-NOI (חלק חברה בנכסים) ועשרת הנכסים המרכזיים כ-34% מה - NOI בלבד. היקף ה-NOI של החברה עתיד לצמוח בטווח הקצר באופן משמעותי בעקבות הגידול בהיקף הנכסים המניבים של החברה עם הבשלת פרויקטים הקרובים לסיום שלב הבינוי (להרחבה ראו בהמשך). לאור הנ"ל, מידרוג רואה בתיק נכסי החברה וביכולות התפעול של חברת הניהול גורמים חיוביים המעניקים לחברה יציבות בהכנסות ונראות תזרימית גבוהה, תוך תרומה משמעותית לפרופיל העסקי של החברה.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S



*לא כולל חברות כלולות ומבוסס על נתונים מתוך הערכות השווי של הנכסים.

היקף הון עצמי ויחסי איתנות טובים ההולמים את הדירוג, גם בהתייחס להיקף הייזום והגיוס הצפוי והשפעתם האפשרית על היקף החוב

מינוף החברה והיקף ההון העצמי (כולל זכויות המיעוט) בולטים לרמת הדירוג. ההון העצמי (כולל זכויות המיעוט) עומד על כ-228 מיליוני דולר (ללא זכויות מיעוט, היקף ההון העצמי עומד על כ-148 מיליוני דולר) וההון העצמי (כולל זכויות המיעוט) למאזן עומד על כ-51%. להערכת מידרוג, לאחר השלמת רכישת קרקעות לייזום והשלמת גיוס האג"ח, צפויה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות כך שההון עצמי (כולל זכויות המיעוט) למאזן יעמוד על טווח של 35%-40%. מנגד, כפי שיפורט בהמשך, חלק מהייזום בשלבי סיום מתקדמים ולקראת אכלוס באופן אשר עשוי למתן את השחיקה ביחסי האיתנות. יתר על כן, להערכת מידרוג, איכות ומיקום נכסיה המניבים של החברה וההון העצמי המורכב ברובו מנכסי דיור להשכרה בברוקלין משפיעים באופן ניכר על יציבותו של ההון העצמי. בהתאם לזאת, איכות הנכסים עשויה לסייע במקרה הצורך במימוש או במימון מחדש, שכן אזורי הפעילות של החברה נזילים יותר בהשוואה לשווקים אחרים ולקבוצות נכסים אחרות, גם בתקופות משבר.

היקף NOI ו-FFO תואמים את השימושים הצפויים בחברה; השלמת בניית ואכלוס הנכסים בייזום תגדיל את היקף התזרים הפרמננטי בטווח הקצר, באופן התורם ליציבות ונראות התזרים תוך שמירה על יחסי כיסוי ההולמים לדירוג

היקף ה-NOI של החברה בשנת 2014 צפוי לעמוד על טווח של כ-21-22 מיליוני דולר (כולל חלק החברה בנכסים המוצגים בדוחות לפי שיטת השווי המאזני). נציין כי חלק מהגידול ב-NOI לשנת 2014 אינו משתקף באופן מלא בדוחות הכספיים בשל השלמת נכס שהיה בייזום, לצד הנבה חלקית של נכסים שנרכשו במהלך השנה. בנוסף, לחברה מעל 170 יח"ד הנמצאות בשלב מתקדם של שיפוץ ובנייה (בהתאם להערכות החברה יח"ד אלו יתחילו להניב הכנסה במהלך 2015) וצפויות להוביל לגידול ב-NOI בכ-6-7 מיליוני דולר (בהתאם למחירי שכירות מקובלים באזור). בשקלול התהליכים המוזכרים לעיל, ה- NOI של שנת 2015 ושל שנת 2016 צפוי להיות גבוה באופן משמעותי מזה של 2014.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

לחברה יחסי כיסוי טובים הבולטים לדירוג-יחס חוב ל-FFO עומד על כ-20 שנים. להערכת מידרוג יחסי הכיסוי צפויים להישחק בטווח הקצר עם השלמת גיוס האג"ח יחד עם תהליכים נוספים בחברה, אך עדין צפויים להלום את הדירוג. נציין כי עיקר השחיקה בשנת 2015 נובעת בשל ייעוד כספי האג"ח להשלמת רכישת קרקעות לבניית דיור להשכרה בברוקלין ללא הכנסות מידיות מרכישות אלו. בהתחשב בהיקף התזרים הקיים, לחברה תלות נמוכה במחזורי חוב וצפי לגידול במקורות התזרימיים העתידיים. להערכת מידרוג לחברה מקורות מספקים לצורך שירות חוב האג"ח בעתיד הנראה לעין.

פעילות החברה בשוק הדיור להשכרה בברוקלין ניו-יורק המאופיין ביציבות, ביקוש רב ועמידות יחסית בפני מחזורים 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 הדיור במדינה. ההתאוששות באה לידי ביטוי, למשל, בירידה בשיעור האבטלה שהגיע לשיא תקופתי בשנת 2010 ועמד על כ-9.6%. נכון לנתונים העדכניים (ספטמבר 2014), עומד שיעור האבטלה על כ-5.9%. יתר על כן, לפי נתוני משרד התעסוקה האמריקאי, מספר המועסקים בשנת 2014 הינו גבוה מהנתונים שלפני המשבר ומוערכים בכ-139 מיליון מועסקים ברחבי ארה"ב. 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 פיתחום 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 ולמרות ששיעור האבטלה טרם הגיע לרמות שלפני המשבר, היקף המועסקים בעיר גבוה בכ-3% בהשוואה להיקף המועסקים ערב המשבר.

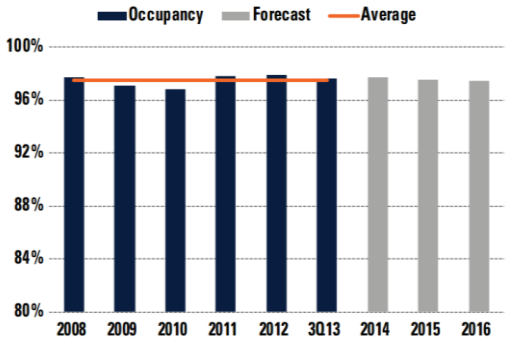
שוק הדירות להשכרה בעיר ניו-יורק נחשב ליציב מאוד וזאת על פני תקופות זמן ארוכות, כך לדוגמה שיעורי התפוסה בעיר נעים בטווח של כ-99%-96% (לרבות דירות אשר אינן נמצאות תחת פיקוח) בהתאם למיקום וסוג הנכסים וזאת תוך כדי צמיחה ברמות שכ"ד לאורך זמן. בנוסף היקף היתרי הבניה ברחבי העיר נחשבים לנמוכים בהשוואה היסטורית, באופן המצמצם משמעותית את הגידול בהיצע יח"ד בעתיד.

במטרה להבטיח דיור בר השגה לאוכלוסיות חלשות ולמעמד הביניים, הדיור להשכרה בניו-יורק מאופיין במעורבות רגולטורית גבוהה אשר לרוב יוצרות פערים משמעותיים במחירי שכ"ד של הדירות תחת רגולציה אל מול דירה מקבילה בשכ"ד חופשי. פערים אלו תורמים עוד יותר ליציבות ההכנסות של חברות המחזיקות בנכסים תחת קטגוריה זו. התוכנית הרווחת בעיר לפיקוח בשכ"ד נקראת Rent Stabilization המגדירה יחסים משפטיים בין בעל הדירה לשוכר (בשנת 2011 כ-45% מסך הדירות להשכרה בעיר היו כפופות לרגולציה מסוג זה). במסגרת זו החוק קובע, בין היתר, כי קיימת הגבלה על שיעור העלאת דמי השכירות ביחס למחיר הקיים וכי ההעלאה כפופה להחלטה של מועצה המתכנסת אחת לשנה (ב-17 השנים האחרונות ההעלאה המותרת בשכ"ד עם חידוש חוזה שכירות שנתי נעה בין 1% ל-4.5% וכ-3.5% בממוצע).

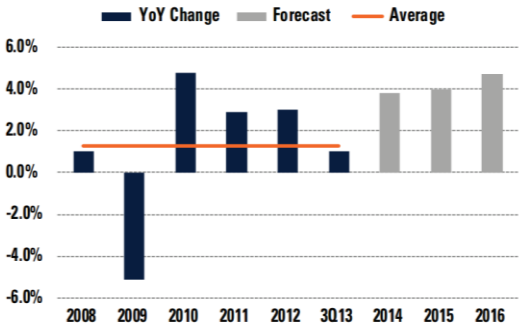
מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מגמות בתפוסות בניו-יורק בדיור להשכרה

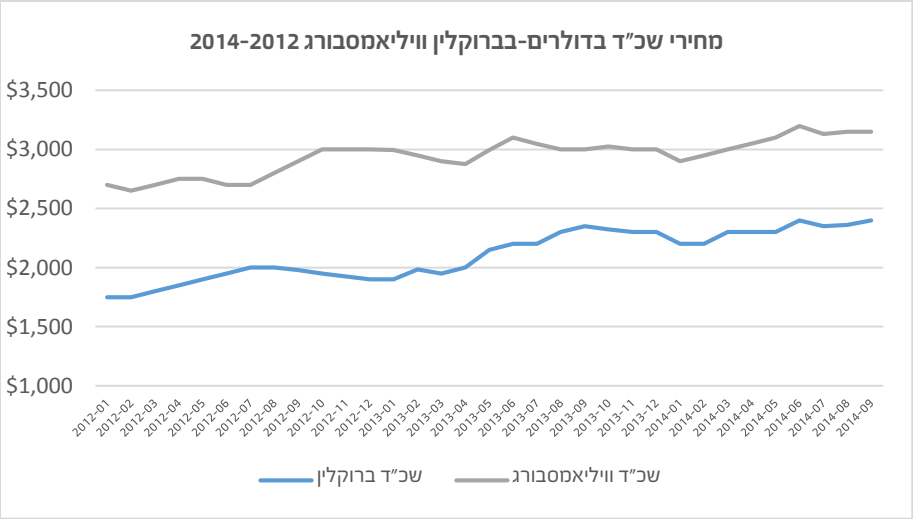


מגמות שכ"ד בניו-יורק בדיור להשכרה



מקור: HFF multi housing pulse

רובע ברוקלין נחשב לרובע הגדול ביותר בעיר ומונה כ-2.6 מ' תושבים ולפי ההערכות, היקף האוכלוסייה עתיד לצמוח בכ-4.7% עד לשנת 2019 בעוד שבכלל ניו-יורק הערכות מצביעות על כ-3.5% באותה תקופת זמן. בין תוכניות הפיתוח נציין את תוכנית Downtown Brooklyn, שם פותח אזור עסקים, מסחר ותיירות בלב שכונות מרכזיות ברובע. כמו כן, עסקים רבים אחרים רואים את הפוטנציאל הגלום בה, כאשר ג'יי.פי. מורגן, למשל, מעבירה את משרדיה (עם 2,000 עובדים) ממנהטן לברוקלין. שיעור הבעלות על דירה באזור ברוקלין עומד על כ-29.8% (בניו יורק סיטי הממוצע הוא 32.3%) והינו נמוך משמעותית משיעור הבעלות ברמת מדינת ניו-יורק (54.5%). גם שיעורי התפוסה מעידים על הביקוש לדיור להשכרה באזור. לדוגמה, בשנה האחרונה ממוצע התפוסה בברוקלין עומד על כ-96.2% (בשכונת ווילאמסבורג ממוצע התפוסה הינו כ-97%). בהתאם לזאת, שיעורי השכירות עלו באופן משמעותי בשנים האחרונות ובמיוחד בשכונות הנגישות למנהטן-כיום רמות השכירות הממוצעת בברוקלין הינה כ-72% משכ"ד במנהטן בהשוואה לכ-62% בלבד בתחילת שנת 2011. יתר על כן, רמות השכירות בשכונת ווילאסבורג הינה כ-95% משכ"ד הממוצע במנהטן.



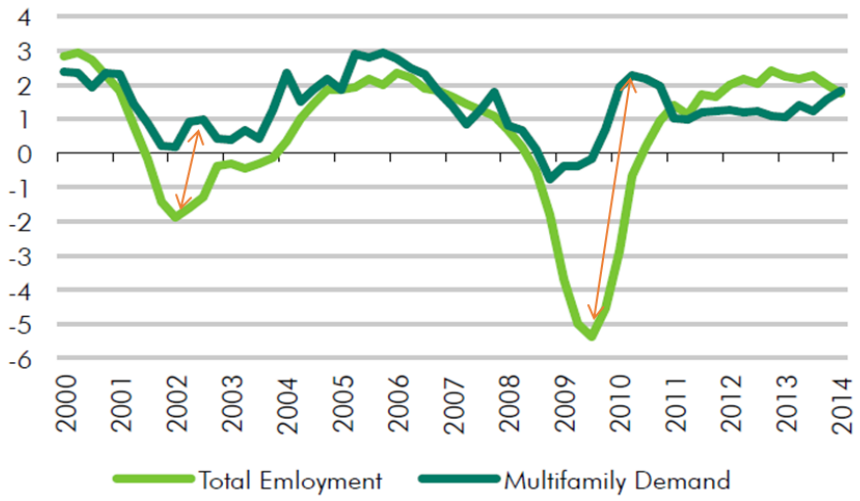
מקור: Zillow

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

גם בתקופות משבר, הנראות והיציבות במקורות התזרימיים של קבוצת נכסי הדיור להשכרה בכלל והדיור המפוקח בפרט בניו-יורק בולטים לחיוב. כך לדוגמה, בתקופת משבר האשראי של 2008-2009, מחירי השכירות בשוק החופשי בניו-יורק ירדו בממוצע בכ-6% ובשוק המפוקח הירידה בשכ"ד הייתה מינורית. גם כאשר בוחנים את השינויים בשיעורי התפוסה רואים תנודות נמוכות בשוק להשכרה. בהקשר זה, מידרוג מצינת לחיוב את אופיו הדפנסיבי של השוק בעתות משבר ולמרות הקשר החיובי בין השינוי בתעסוקה לשינוי בביקוש לדיור להשכרה, בתקופות משבר השינוי בביקוש נוטה לעלות בעוד שיעור התעסוקה יורד. היציבות שהענף מפגין בעתות משבר משתקפת בתנודות נמוכות של שכ"ד ותגובה מתונה של שיעורי התפוסות לצד ההתאוששות המהירה המגיעה לאחר מכן, משפרת את פרופיל הסיכון בחברה ומעניקה לחברה סביבה חיצונית יציבה.

שינוי שנתי בתעסוקה ובביקוש לדיור להשכרה ב-60 השווקים הגדולים בארה"ב



מקור: CBRE

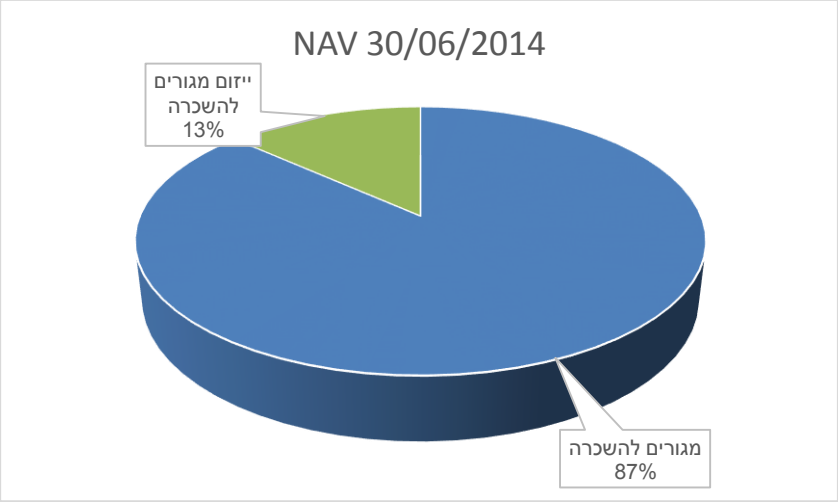
סיכונים עסקיים

חשיפה של החברה לייזום מגדילה את הסיכון העסקי; אולם, סוג הייזום, מאפייניו וניסיון החברה ממתנים סיכון זה

לחברה החזקות יחד עם שותפים בכ- 13 נכסי נדל"ן לייזום מגורים להשכרה בהיקף של מעל ל- 170 יח"ד ברובע ברוקלין בניו-יורק אשר נמצאים בשלבי ייזום מתקדמים. השלמתם של הנכסים הנ"ל צפויה להסתיים במהלך שנת 2015. כמו כן, החברה נמצאת בתהליכים סופיים של רכישת שלוש קרקעות נוספות לייזום נדל"ן בתחום הדיור להשכרה (Albee Sq 340, Venderbilt 140 ו-Franklin 608). השלמת בנייתם של נכסים אלו צפויה להסתיים בשנים 2017-2018. חשוב לציין, כי כלל הנכסים בייזום נמצאים בשכונות צומחות ברובע ברוקלין אשר מאופיינות בביקוש גבוה לדיור להשכרה וכמו כן לחברה יכולת וניסיון מוכח בייזום ואכלוס של נכסי נדל"ן בתחום הדיור להשכרה בעיר ובייחוד באיזור זה. למרות הסיכון האינהרנטי בייזום נדל"ן והתנודתיות הקשורה לפעילות זו, להערכת מידרוג היקף החשיפה מתמתן וזאת בעקבות ייעוד הייזום לדיור להשכרה, בשלותם ומיקומם של רוב הפרויקטים ומשך הזמן הקצר יחסית להשלמתו של פרויקט.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S



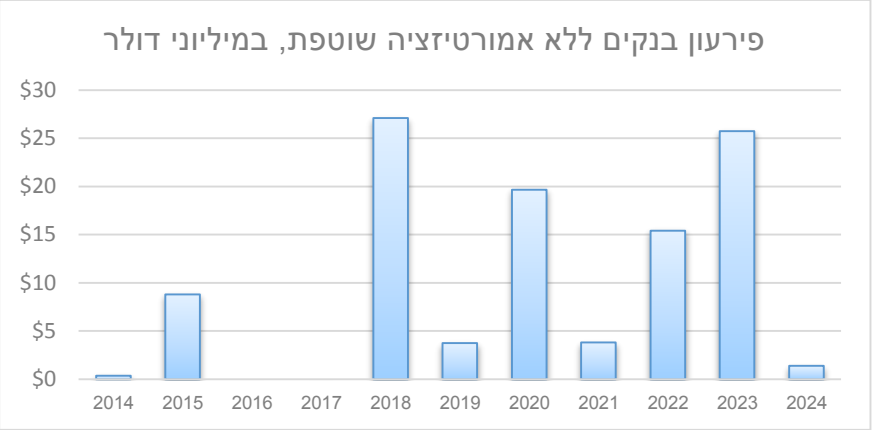
תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה

בראש החברה עומד מר יואל גולדמן, המחזיק ב-100% מזכויות ההצבעה בחברה, אותה הקים, ועתיד לשמש בה כנשיא ויו"ר דירקטוריון. למר גולדמן תפקיד חשוב בהתפתחות החברה ובניהולה השוטף והינו דמות מפתח בפיתוחה העסקי של החברה. על כן, לאור הניסיון והמוניטין שצבר מר גולדמן בתחום הנדל"ן בכלל ובפרט ניסיונו ויכולותיו באיתור והשבחה של נכסים חדשים, מידרוג מעריכה כי לחברה תלות במר גולדמן ובמקרה בו יחדל מלכהן בתפקידיו בחברה, הדבר עלול להשפיע על החברה. אולם היקף חשיפה זה מתמתן עקב האופי המניב של תיק הנכסים הקיים והבשלות של הנכסים בייזום. בנוסף נציין כי בחברה ובחברת הניהול מועסקים כ-20 עובדים אשר צברו ניסיון לאורך השנים בניהול ובתפעול נכסים לדיור להשכרה.

סיכונים פיננסיים

העדר נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף משמעותי משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית; ה-LTV הנמוך וסוג הנכסים תורמים לגמישות הפיננסית ומהווים מקור אפשרי נוסף לשירות האג"ח

לחברה היקף לא מהותי של נכסים לא משועבדים. אולם, קיימת גמישות פיננסית מסוימת המיוחסת לרמת ה-LTV הנמוכה של מצבת הנכסים המניבה וזאת ביחס למימון הזמין של נכסי הדיור להשכרה בניו-יורק, כך שה-LTV הממוצע של הנכסים המניבים עומד על כ-55%. שוק זה מאופיין במימון זמין יחסית, גם בתקופות משבר, ביחס למימון קבוצות נכסי נדל"ן אחרות (משרדים, מסחר וכדומה), באופן המעניק לחברה הגנה מסוימת בפני סיכוני שוק הנובעים מעיתוי מחזורי חוב. בנוסף, נציין כי בהתחשב באיכות המקורות של החברה, יציבות ונראות התזרים, היקף הFFO והאמורטיזציה הנמוכה של ההלוואות הבנקאיות, מידרוג מעריכה כי לחברה מקורות נזילים מספקים לשירות החוב בטווח הנראה לעין ותלות נמוכה יחסית במחזור חובות.



ככל שתחול עלייה בסביבת הריבית לחברה חשיפה מאזנית לירידת שווי הנכסים בטווח הבינוני; חשיפה זו מתמתנת בשל הגידול הטבעי של שכ"ד והאיתנות הפיננסית של החברה

בשל סביבת הריבית הנמוכה, שיעורי ההיוון ירדו בשנים האחרונות והובילו לעליית שווים של נכסים מניבים. מדובר בשיעורי היוון נמוכים היסטורית (אם כי המרווח בין שיעור 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 הבינוני, בשל עליית שיעורי ההיוון. אולם, להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת בטווח הארוך, לאור מספר גורמים, הכוללים, בין היתר, את העלייה ב-NOI התורם לעלית שווי הנכסים (ללא קשר לשיעורי ההיוון), מח"מ ארוך להלוואות וריבית קבועה, אשר מותירים את החשיפה בעיקר מאזנית, למעט צורך שעלול לנבוע למימוש נכסים בנקודת זמן כלשהי. יתרה מכך, האיתנות הפיננסית של החברה מספקת מרווח אשר יגן במידה מסוימת בפני תרחיש זה. 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

- גידול משמעותי לאורך זמן בהיקף התזרים הפרמננטי
- ירידה בחשיפה לייזום
- שיפור בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שחיקה בהיקף ה-FFO והתזרים הפרמננטי
- חלוקת דיבידנד חריגה, אשר יש בה בכדי לפגוע באיתנות החברה
- הרעה בסביבת הפעילות העסקית של החברה והגדלה משמעותית של מרכיב הייזום בחברה

דוחות מתודולוגיים:

ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.

חברות נדל"ן - מתודולוגיה, נובמבר 2008.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג *www.midroog.co.il*

תאריך דוח: 12 בנובמבר 2014

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מונחים פיננסיים עיקריים

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

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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

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

דו"ח מספר: *CRA081114400M*

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 רכושה 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 בייעוץ 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. בו 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.