



ECI BVI Holdings, LTD.

דו"ח דירוג ראשוני | נובמבר 2015

1

אנשי קשר:

גבריאל דרנוב, אנליסט בכיר
gabrieled@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
ranq@midroog.co.il

ECI BVI Holdings, LTD.

אופק דירוג: יציב	(P)A2.il	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----------	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג (P)A2.il באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 400 מיליוני ש"ח. אותה תנפיק חברת ECI BVI Holdings, LTD (להלן: "החברה" או "ECI"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, לרכישת חלקם של שותפים במספר נכסים מניבים, להשקעות עתידיות נוספות ולפעילות השוטפת. בכוונת החברה לבצע גידור לתמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מותנה, (P)-Provisional, כפוף להתקיימות נסיבות כמפורט בדוח להלן, למבנה ההנפקה, וייעוד תמורת ההנפקה, ומתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 08/11/2015. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. כמו-כן, הדירוג הינו כפוף לאמור בתשקיף ההנפקה הידוע, נכון ליום פרסום הדוח, לפיו בעלת השליטה (ראו להלן) התחייבה להעביר לחברה את זכויותיה בתאגידים המפורטים בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2015 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה, על החברה יחולו הוראות חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל אך אגרות החוב שלהן נסחרות בבורסה המקומית).

בעלי המניות העיקריים בחברה, דרך חברה בשם ECI US Holdings, LLC, המחזיקה ב-100% מהון המניות של החברה (לעיל ולהן "בעלת השליטה"), הינם בני משפחת הירש-גרינברג (קרי: סת' גרינברג, ליסה גרינברג, דייוויד הירש ואטה ריי הירש). בהתאם לתשקיף ההנפקה, עם השלמת ההנפקה יועברו לחברה זכויות בתאגידים המחזיקים בנכסי נדל"ן מניב מסוג מקבצי דיור להשכרה ("Multifamily" ו/או "מולטיפמילי"). יצוין כי החברה הינה חלק מקבוצת ECI שנוסדה בשנת 1969 ע"י מר הנרי הירש והיום מנוהלת ע"י מר סת' גרינברג. כיום פעילה הקבוצה במספר תחומים בענפי הנדל"ן, לרבות בנייה, רכישה, השבחה, בעלות וניהול נכסי נדל"ן מסוג מולטיפמילי. נכון ליום הדוח, לחברה אחזקות לחוד ויחד עם שותפים ביותר מ-8 אלף יח"ד דיור להשכרה הפזורות בארה"ב באופן הבא:

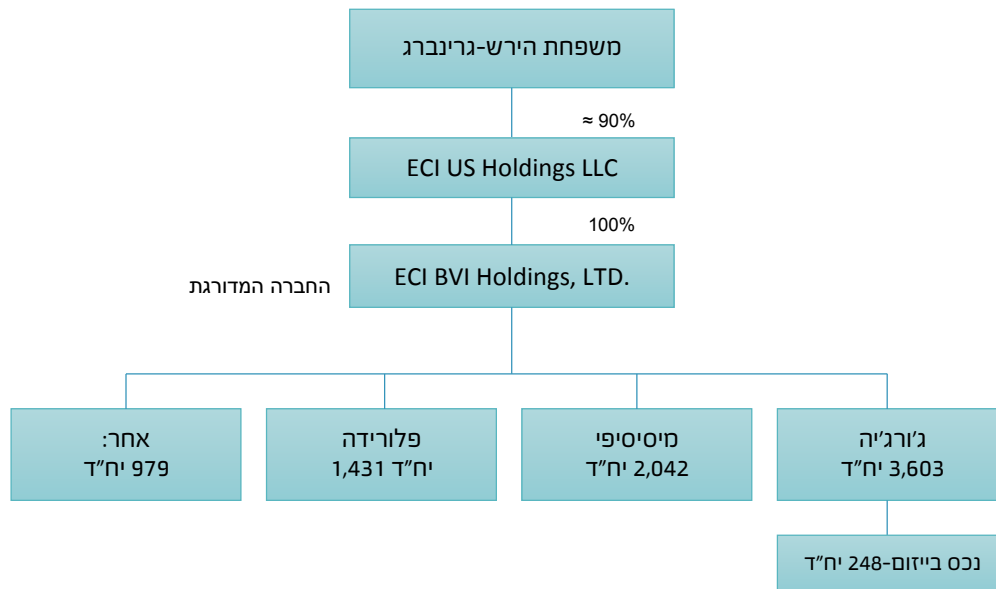
מיקום	יח"ד	נכסים	הערות
ג'ורג'יה	3,603	13	עיקר הנכסים ממוקמים במטרופולין אטלנטה
פלורידה	1,431	5	הנכסים ממוקמים במיאמי ובטמפה
מיסיסיפי	2,042	10	
לואיזיאנה	378	1	
וירג'יניה	301	1	
אלבמה	300	1	
סה"כ	8,055	31	

החברה גם פועלת לייזום נכס נוסף בעיר אטלנטה שצפוי להוסיף לתיק הנכסים המניבים, במהלך 2016, עוד כ-248 יח"ד. נציין כי בחלק משמעותי מתיק הנכסים לחברה הייתה מעורבות בהקמת הנכסים או השבחתם כפי שיפורט בהמשך. מכלול שירותי הניהול העיקריים לפעילות החברה יינתנו ע"י חברות חיצוניות (הנכללות בקבוצת ECI) לרבות שירותי ניהול ופיתוח נכסים.

ECI BVI Holdings, LTD - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי דולר)

31/12/2012*	31/12/2013	31/12/2014	30/06/2015	אלפי דולר ארה"ב
34,720	36,805	39,747	22,255	הכנסות מדמי שכירות
15,934	18,207	20,285	11,944	NOI
46%	49%	51%	54%	שיעור NOI מההכנסות
15,305	17,509	19,753	11,440	EBITDA ללא שערוכים
1,210	1,991	19,957	19,233	חלק החברה ברווחי השקעות הנמדדות על פי שיטת השווי המאזני
22,336	42,182	44,327	43,616	עליית ערך נדל"ן להשקעה
28,254	53,431	72,294	61,872	רווח נקי
199,113	224,829	282,020	331,882	חוב פיננסי
2,621	3,267	6,196	15,337	יתרת נזילות
196,492	221,562	275,824	316,545	חוב פיננסי נטו
291,029	381,844	511,922	623,834	Cap
288,408	378,577	505,726	608,497	Cap נטו
261,054	360,028	482,064	533,480	נדל"ן להשקעה
27,150	29,417	51,762	70,086	השקעות הנמדדות על פי שיטת השווי המאזני
297,459	407,916	550,218	637,352	סך מאזן
78,628	136,200	198,334	253,840	הון עצמי
91,916	157,015	229,902	291,952	הון עצמי וזכויות מיעוט
68%	59%	55%	53%	חוב ל-Cap
68%	59%	55%	52%	חוב נטו ל-Cap נטו
31%	38%	42%	46%	הון וזכויות מיעוט למאזן
6,988	10,477	15,750	7,152	**FFO
28	21	18	23	חוב ל-FFO**
28	21	18	22	חוב נטו ל-FFO**

* נתוני 2012 אינם מבוקרים והתקבלו מהחברה. ** נתוני 2015 ו-2014 מותאמים להוצאות ריבית לא פרמננטיות. יצוין כי חלק מהנתונים הפיננסיים, לרבות היקף ההכנסות משכ"ד, ה-NOI, והחוב, אינם משתקפים בדוחות באופן מלא. זאת בין היתר בשל הצגתם של נכסי ECI - API, LLC לפי שיטת השווי המאזני (ראו הרחבה בהמשך).



אסטרטגיה

התמקדות בתחום המולטיפמילי בדרום מזרח ארה"ב תוך מתן דגש על ניהול, אחזקות ארוכות טווח והשבחה של הפעילות; צמיחה ע"י הגדלת תיק הנכסים בין אם על ידי פיתוח נכסים ובין אם על ידי רכישות.

החברה מתכוונת להמשיך ולהתמקד בתחום המולטיפמילי בדרום מזרח ארה"ב תוך כדי מתן דגש על אחזקות ארוכות טווח ובאזורים בהם צברה ניסיון תפעולי והיכרות עם שוק הנדל"ן המקומי. תמהיל הנכסים של החברה כולל בעיקר נכסים בעלי מאפיינים זהים, המאפשרים לחברה לבנות יתרון תחרותי תוך כדי ניצול יתרונות לגודל (למשל מערכות טכנולוגיות לניהול ההכנסות וההוצאות השוטפות, רכש ועוד). רוב נכסיה משתייכים לקטגוריה של ה-Mid-Market (בעיקר נכסי Class B) הנחשבים לדפנסיביים יחסית ולעיתים בעלי פוטנציאל השבחה. בהקשר זה יצוין כי הקבוצה מפעילה חברת קבלנות (המשמשת כ-General contractor) הפועלת לפיתוח נכסים, שיפוצים ולתחזוקה שוטפת. פעילות זאת באה לידי ביטוי בתיק הנכסים הנוכחי של החברה. לדוגמה, כ-43% מסך יח"ד הוקמו ע"י הקבוצה ועוד כ-16% מיח"ד בתיק הנכסים הוקמו או הושבחו ע"י החברה הקבלנית, כחלק משלב נוסף ממתחם קיים אותו רכשו, יח"ד ששופצו או חודשו לחלוטין. תכניות הצמיחה של החברה כוללות אסטרטגיה של רכישת נכסים ופיתוח נכסים ללא הגדלת הפריסה הגיאוגרפית יתר על המידה, בכדי לשמור על יכולת השליטה בנכסים של ההנהלה הבכירה. בהקשר זה נציין כי כיום לחברה פרויקט אחד לייזום כ-248 יח"ד באטלנטה ובכוונת החברה לפעול לפיתוח שלושה נכסים נוספים בפלורידה ובדרום קרולינה (במרחק קצר מאטלנטה) בטווח הזמן הקצר-בינוני. התזרים שיתקבל מהנפקת האג"ח נועד לתמוך בהמשך התרחבות החברה ומיועד בעיקר למימון רכישת חלקם של מרבית השותפים במספר נכסים. כמו כן, חלק מהתקבולים מיועדים לשמש גם כהון בשלושה פרויקטים נוספים (כפי שיורחב בהמשך).



הנחות המודל - יש לציין כי בניתוח וסקלול כלל הגורמים המשפיעים על הדירוג, מידרוג נשענת על מספר הנחות מרכזיות, כפי ששוקפו על ידי החברה יחד עם תרחישי רגישות. בין היתר, הדירוג לוקח בחשבון את ההנחות הבאות: העברת החזקות בעלת השליטה בכלל הנכסים הקיימים תחת החברה, לאחר קבלת כלל האישורים הנדרשים מהגורמים הרלוונטיים, וזאת תוך פרק זמן סביר ממועד הגיוס; רכישת כל הזכויות של השותף בחברת ECI - API, LLC - חברה המחזיקה בעקיפין ב-10 נכסי מולטיפמילי. בהקשר זה נציין כי בהתאם לנתוני החברה רכישת השותפים כאמור לא תביא לפגיעה בהיקף ההון העצמי; בכונת החברה לשמור על נזילות מינימאלית של שירות חוב אג"ח (קרן וריבית) לפחות שנה אחת מראש ולפעול להורדת יחסי המינוף בטווח הבינוני, כך שהחוב ל-Cap נטו יעמוד על כ-65%, באופן שיהלום את רמת הדירוג בצורה טובה יותר; היקף חלוקה משוער מה-FFO אשר עשוי להגיע עד ל-50% כל עוד החברה עומדת על יתרת נזילות מספקת (כפי שתואר לעיל) ושיעור המינוף לאחר החלוקה הולם את רמת הדירוג; אפשרות לרכישה של קרקעות לייזום נכסי מולטיפמילי נוספים.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מהיקף ופיזור תיק הנכסים המורכב מ-31 נכסי מולטיפמילי בשווי כולל של כ-830 מ' דולר ומאופיין גם בפיזור שוכרים גבוה. בתוך כך, נציין את ממד הפעילות המשמעותי הבא לידי ביטוי בהיקף ה-NOI שצפוי לעמוד על כ-50 מ' דולר בשנת 2016 ועתיד לצמוח בטווח הבינוני-ארוך עם תחילת הפקת הכנסות מנכסים בייזום או לקראת ייזום; מפעילות בענף המולטיפמילי הנחשב לבעל רמת סיכון נמוכה יותר ביחס לענפי הנדל"ן המניב האחרים. תחום זה מאופיין ביציבות ברמת המחירים, בשיעורי התפוסות ועמידות מסוימת למחזוריים כלכליים שליליים; מהתזרים הפרמננטי השירי של החברה (לפני דיבידנד), הבולט לחיוב ביחס לעומס פירעונות האג"ח הצפויים, באופן שתומך ביכולת החברה לעמוד בשירות האג"ח ללא תלות רבה במחזור חוב; ממדיניות החברה, כפי שהוצגה למידרוג, לפיה החברה תפעל לשמירה של כרית נזילות ביחס לפירעון האג"ח שנה מראש ותוך כדי תפעל בדרכים שונות להורדת יחסי המינוף בטווח הבינוני, באופן שיהלום בצורה טובה יותר את רמת הדירוג; מאסטרטגיה השמה דגש על החזקות ארוכות טווח (כך למשל מרבית נכסי החברה נמצאים בבעלות החברה יותר מעשר שנים), חשיפה גדולה יותר לשווקים בהם צברה ניסיון והיכרות עם השוק המקומי, תשומת לב ניהולית ברמת המטה והטמעת מנגנוני שליטה ובקרה מתקדמים שמעניקים לחברה יכולת תפעולית התומכת בתהליך השבחת הנכסים.

דירוג החברה מושפע לשלילה מרמות מינוף יחסית גבוהות שאינן בולטות לטובה ביחס לדירוג. בהתחשב במספר תהליכים שכוללים את גיוס האג"ח, רכישת זכויות שותפים בנכסים, השקעות בייזום והתפתחויות נוספות לאחר תאריך המאזן, מידרוג רואה, בטווח הקצר, יחס חוב נטו ל-Cap נטו בטווח של כ-69%-67%; בטווח הקצר, יחסי הכיסוי ולאחר השלמת גיוס האג"ח, צפויים להיות מעט איטיים ביחס לרמת הדירוג, אולם בהתאם לציפיות הגידול בתזרים, לאור הנבה מלאה של נכסים שטרם התייצבו והפקת הכנסה חלקית עם אכלוס הפרויקטים היזמיים, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר כך שיהלמו בצורה טובה את רמת הדירוג; חשיפה מסוימת לפעילות יזמית בגין תכניות החברה לפעול להקמת ארבעה נכסי מולטיפמילי נוספים (אחד נמצא בהקמה ושלושה בתכנון). פעילות שתביא לשיעור ייזום ממוצע של כ-8%-6% מהמאזן, כך שחשיפת החברה לייזום תגדל בטווח הבינוני; היעדר נכסים מניבים חופשיים משעבוד משליך לשלילה על פרופיל הגמישות; חשיפה מאזנית לירידת שווי הנכסים בטווח הבינוני, ככל שתחול עליה בסביבת הריבית. חשיפה זו מתמנת בשל הגידול הטבעי של שכר הדירה ומרבית הנכסים משוערכים בשיעור היוון בטווח של 7%-6% ויכולים לבלום מעט את השפעה על השווי הנכסי בסביבת ריבית עולה.

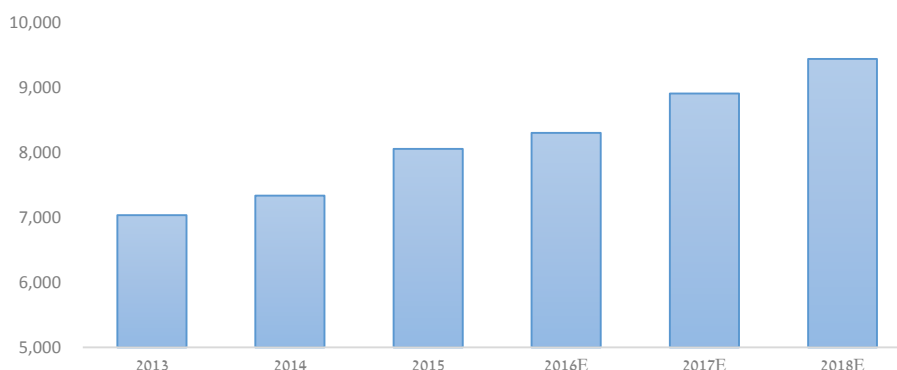
תיק נכסים מניבים בהיקף משמעותי אשר מתאפיין בפיזור ובנתונים פונדמנטליים טובים, משליך לחיוב על הפרופיל העסקי;

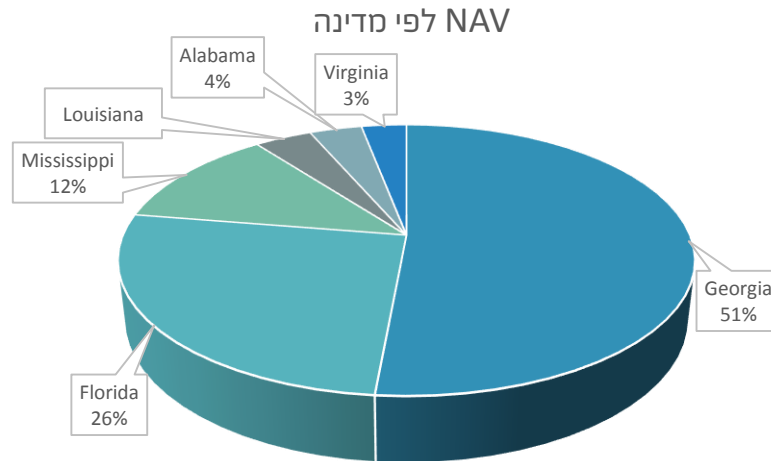
תיק הנכסים המניבים של החברה מורכב כיום מ-31 נכסים הפזורים על פני 6 מדינות בארה"ב, כאשר רוב הנכסים ממוקמים במדינות ג'ורג'יה, פלורידה ומיסיסיפי. כיום לחברה בעלות על יותר מ-8 אלף יח"ד והיקף ה-NOI מנכסים אלו צפוי לעמוד בטווח של כ-48-50 מ' דולר (באיחוד יחסי של חברות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני והנבה במשך תקופה מלאה של שלושה נכסים חדשים. כמו כן, כל עוד לא נאמר אחרת, הנתונים הפיננסיים לוקחים בחשבון את השלמת רכישת הזכויות של השותפים בעשרה נכסים, כפי שתואר לעיל). החברה מציגה שיעורי תפוסה טובים שעומדים בשנת 2015 על כ-95% (בנטרול נכסים שסיימו לאחרונה את שלבי הפיתוח) תוך כדי מגמה של עלייה מ-93% בשנת 2012. לצד פיזור שוכרים גבוה מאוד הנובע מסוג הנכסים, לחברה פיזור נכסי בולט חיוב, הבא לידי ביטוי בכך ששלושת הנכסים המרכזיים אחראיים על כ-26% מה-NOI של החברה. יחד עם זאת, נציין כי הנכס המרכזי של החברה "Shorecrest Club" הממוקם במיאמי וצפוי להניב כ-16% מה-NOI, הינו נכס חדש שטרם צבר Track Record. הנכס כולל 467 יח"ד בשני בניינים סמוכים וכיום מאוכלס בשיעור של כ-70% ולפי הערכות צפוי לעמוד בטווח של 85%-95% עד סוף שנת 2015.

כיום החברה פועלת יחד עם שותף לייזום נכס מניב נוסף בעיר אטלנטה, שיוסיף למצבת הנכסים בשנת 2016 עוד כ-248 יח"ד תוך כדי הגדלת ה-NOI ב-1.5 מ' דולר (חלק החברה). כמו כן, בטווח הבינוני, בכוונת החברה לפעול לייזום שלושה פרויקטים נוספים יחד עם שותפים, שניים בפלורידה ואחד בדרום קרוליינה שצפויים להגדיל את היקף יחידות הדיור של החברה בכ-1,137 יח"ד נוספות. אכלוס הפרויקטים צפוי להתרחש במהלך השנים 2017-2018 ולהביא לגידול ב-NOI השנתי בטווח זמן זה של כ-5-7 מ' דולר (חלק החברה בנכסים לפני אפשרות הגדלת שיעור הבעלות). לצד הגדלת תיק הנכסים המניבים מהשלמת הפרויקטים בייזום, החברה פועלת גם לצמיחה אורגנית ע"י פעולות השבחה במטרה להגדיל את שכ"ד מהנכסים. כך למשל, בין השנים 2012-2015, הכנסות החברה מנכסים זהים גדלו בשיעור של כ-4% בממוצע בשנה.

לאור היקף, תמהיל ופיזור הפעילות, התזרים שהנכסים מייצרים ופעילות ההשבחה של תיק הנכסים, מידרוג מעריכה את הגורמים הללו כתורמים לנראות התזרים הפרמננטי בעתיד הנראה לעין, באופן המשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי.

התפתחות ביחידות הדיור במצבת המניבה





היקף ה-NOI וה-FFO תואמים את השימושים הצפויים בחברה ותומכים ביכולת שירות חוב האג"ח תוך הורדת תלות במחזור; התייצבות תזרימית של הנכסים החדשים והנכסים בייזום תביא לגידול בתזרים תוך כדי שיפור ביחסי הכיסוי.

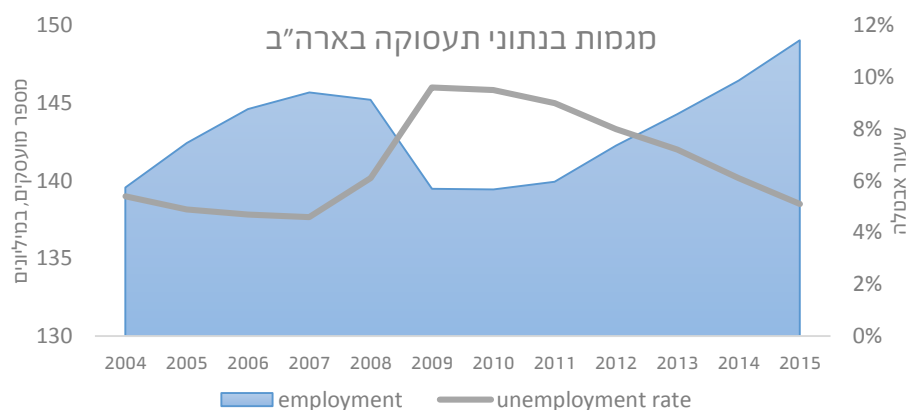
היקף ה-NOI של החברה בשנת 2016 צפוי לעמוד בטווח של כ-48-50 מ' דולר ולעלות בהדרגה ככל שהחברה תאכלס את הנכסים בייזום (כולל חלק החברה בנכסים המוצגים בדוחות לפי שיטת השווי המאזני). יצוין כי נתוני ה-NOI אינם משתקפים באופן מלא בדוחות הכספיים בשל השלמת הייזום של הנכס במיאמי במהלך אוגוסט 2015, יחד עם הנבה חלקית של נכסים חדשים שהוקמו במהלך השנה האחרונה. כמו כן, הדוחות הכספיים מציגים את זכויות החברה בעשרת הנכסים המיועדים להירכש מהשותף לפי שיטת השווי המאזני. בשקלול כלל הגורמים, היקף ה-NOI וה-FFO צפוי להיות משמעותי ולהלום בצורה טובה את השימושים בחברה. בתוך כך, נציין כי עם השלמת גיוס האג"ח, יחסי הכיסוי בשנת 2016 צפויים להישחק מעט, אך ככל שהחברה תמשיך באכלוס הנכסים החדשים וללא הגדלה משמעותית של החוב, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר בטווח הבינוני ולהלום בצורה טובה את רמת הדירוג.

נציין כי מרכיב זכויות המיעוט בחברה אינו משמעותי, באופן התומך ביכולת שירות החוב התאגידי ככל שיגויס, קרי מרבית ה-FFO בחברה יכול לשמש לצורך שירות החוב. בהמשך לכך, נציין לחיוב את התזרים השיווי של החברה לפני דיבידנד, הבולט לחיוב ביחס לדירוג ונובע מהיקף אמורטיזציה נמוך של החוב הבנקאי. היקף זה צפוי להיות גבוה יותר מעומס שירות חוב האג"ח (בהתאם ללוח הסילוקין שהוצג למידרוג) באופן המחזק את יכולת שירות החוב התאגידי מהפעילות השוטפת ומוריד תלות במחזור אג"ח בעתיד.

ענף המולטיפמילי נחשב לסולידי מבין ענפי הנדל"ן ומאופיין ביציבות במחירים ובפרמטרים תפעוליים; הפעילות בענף והשיפור בנתונים הפונדמנטליים שלו, יחד עם ההתחזקות בכלכלת ארה"ב, תורמים משמעותית לשיפור פרופיל הסיכון

כלכלת ארה"ב הינה הכלכלה הגדולה בעולם (מדורגת Aaa באופק יציב במודי'ס). בשנים האחרונות ארה"ב מתאוששת ממשבר האשראי של 2008-2009, באופן אשר תומך בשוק הדיור במדינה. כך לדוגמה, שיעור האבטלה הגיע לשיא תקופתי בשנת 2010 ועמד על כ-9.6% בעוד שנתוני ספטמבר 2015 מורים על כ-5.1%. יתר על כן, לפי נתוני משרד התעסוקה האמריקאי, מספר המועסקים ב-2014 הינו גבוה מהנתונים לפני המשבר ומוערכים בכ-149 מיליון מועסקים ברחבי ארה"ב.

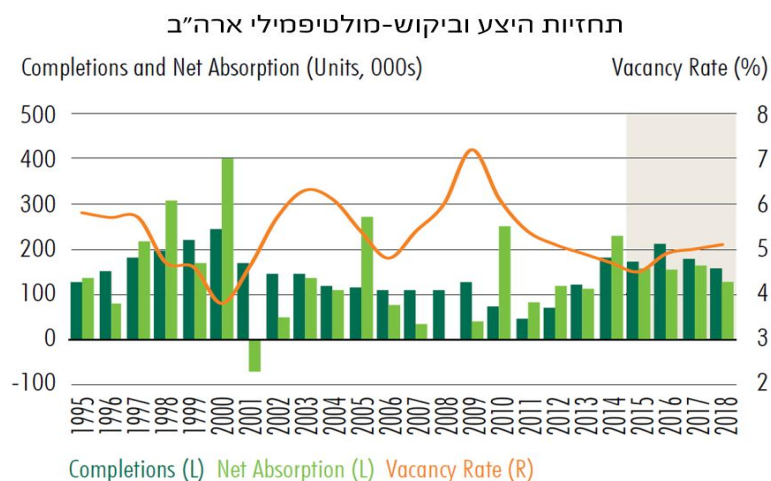
בהמשך לאמור לעיל, גם נתוני התוצר הריאלי לנפש בארה"ב מראים התאוששות איטית: לפי מוד"ס, בין השנים 2010 ל-2014, שיעור השינוי השנתי בתוצר הריאלי לנפש בארה"ב עלה בממוצע בכ-2.2% ואף צפוי להמשיך להתחזק בשנתיים הקרובות.



מקור: עיבוד לנתוני U.S. Bureau of Labor Statistics

בד ובד עם התאוששות בכלכלת ארה"ב, סקטור הדיור התחזק ובין הבולטים הינו ענף המולטיפמילי. לפי CBRE¹, התחזקות הענף מיוחסת לצמיחה בשוק העבודה, עליה בביקוש לדיור להשכרה ולמרות הגידול בהיצע בתקופה האחרונה נתוני האכלוס בולטים לחיוב. גורמים אלה מביאים לכך ששיעורי התפוסה חזרו לנוע בטווחים הממוצעים ההיסטוריים שלהם, כך שכיום עומדים על כ-95% (בתרשים להלן מופיע הנתון המשלים, קרי אי התפוסה) ומחירי השכירות נמצאים במגמת עלייה.

8



מקור: CBRE Econometric Advisors, Q2 2015

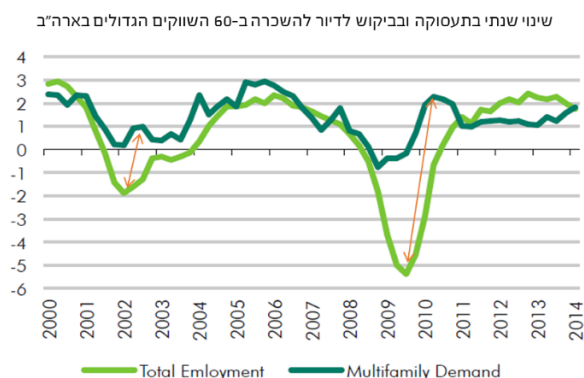
¹ ראו: [CBRE-Q2 2015 U.S. Multifamily MarketView](#)

שווקי הפעילות העיקריים של החברה בתחום המולטיפמילי הינם אטלנטה-ג'ורג'יה, מיאמי וטמפה-פלורידה ופריסה במיסיסיפי. על פי נתוני Census, שיעור הבעלות הממוצע על דירות בשנים 2009-2013 בשווקי הפעילות העיקריים הינו נמוך מהממוצע הארצי, באופן התומך בביקוש מקומי לדיור להשכרה. כך למשל, שיעור הבעלות על דירות במיאמי עומד על כ-33%, באטלנטה על כ-45% ובג'קסון (מיסיסיפי) על כ-52%, זאת לעומת שיעור בעלות ממוצע בארה"ב של כ-64%. נדגיש כי אזורי פעילות אלו, בניגוד לתחום הדיור להשכרה תחת פיקוח בניו-יורק סיטי, אינם מאופיינים ברמה גבוהה של רגולציה, כדוגמת Rent Control או Rent Stabilization, היותר נפוצה במדינת ניו-יורק, כך שתנאי הביקוש וההיצע בשוק משתקפים מהר יותר. בהמשך לשיפור בנתונים הפונדמנטליים של ענף המולטיפמילי ברמת ארה"ב, גם באזורים בהם החברה פעילה נרשמה התאוששות אשר חיזקה את הענף ברמה המקומית. כך לדוגמה, מספר המועסקים באטלנטה, אזור הפעילות העיקרי של החברה, צמח משנת 2011 בממוצע שנתי של כ-1.8%, גם מיאמי הציגה שיעור גידול חיובי במספר המועסקים של כ-3% בעוד ג'קסון ומיסיסיפי הפגינו סטגנציה. באטלנטה ומיאמי, בתקופה האחרונה, היקף סיום הבניה של מתחמי מולטיפמילי היה קטן מהממוצע הארצי וההיסטורי באותה התקופה. הגידול באוכלוסייה ומגמות דמוגרפיות וכלכליות כגון גידול בהכנסה, גרמו לכך שנוצר עודף ביקוש, באופן אשר השפיע לחיוב, בין היתר, על שיעורי התפוסה, רמות שכ"ד וגם חלקית על שיעורי ההיוון. נציין כי שיעורי תפוסה של החברה באזורי הפעילות עולים בקנה אחד עם שיעורי התפוסה הארציים והמקומיים.

עיר	שיעור גידול ממוצע בשכ"ד	שיעור התפוסה 2014
מיאמי	3.75%	96%
אטלנטה	3%	94%
ג'קסון	2.85%	95%

מקור: עיבוד נתונים ל-REIS

גם בתקופות משבר, הנראות והיציבות במקורות התזרימיים של קבוצת נכסי המולטיפמילי בארה"ב בולטת לחיוב. כך לדוגמה שיעור הירידה בשנת 2009 ברמות שכ"ד בשווקי הפעילות העיקריים של החברה נעו בטווח של -1.4% -4%, כאשר מאז דמי השכירות התאוששו אף מעבר למחירים שהיו טרום המשבר (יש לזכור כי נתונים אלו משקפים את הירידה בשכ"ד ולא את הירידה האפקטיבית בהכנסות משכירות שהינה גם פונקציה של שיעורי התפוסה). בנוסף, שיעורי התפוסות באזורי הפעילות של החברה בתקופת המשבר ירדו לטווח של 94%-89% ומאז התייצבו סביב 96%-94%, תגובה מתונה יחסית ביחס למחירי הדירות שטרם התאוששו לגמרי מהשלכות המשבר. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את אופיו הדפנסיבי של השוק בעתות משבר ולמרות הקשר החיובי בין השינוי בתעסוקה לשינוי בביקוש לדיור המולטיפמילי, בתקופות משבר השינוי בביקוש נוטה לעלות בעוד שיעור התעסוקה יורד. להערכת מידרוג, תופעה זו נגרמת, בין היתר, כתוצאה משינויים בהעדפות צרכנים ותגובת יזמי הנדל"ן בשוק הדיור: הקשחת תנאי המשכנתאות וחוסר יכולת בהשגת הון עצמי לרכישת דירה, חשש מהמשך ירידת מחירים וירידה משמעותית בהתחלות הבניה. היציבות שהענף מפגין בעתות משבר, הבא לידי ביטוי בתנודות נמוכות בשכ"ד ותגובה מתונה בשיעורי התפוסות, להערכת מידרוג משפרת את פרופיל הסיכון בחברה.

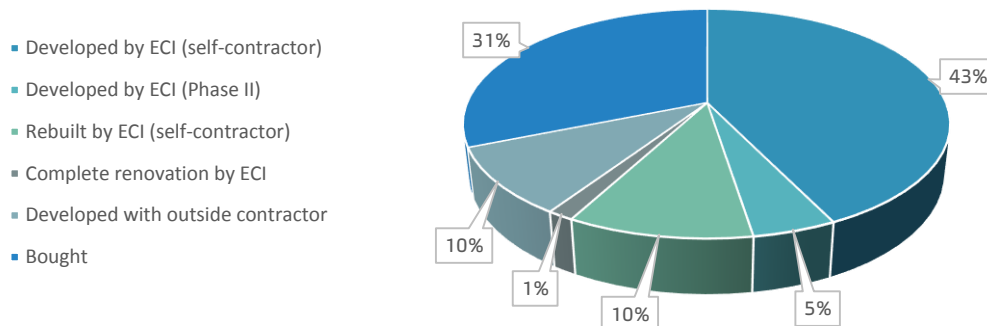


מקור: CBRE

מערך הניהול הוותיק ושייכות לקבוצת ECI משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון בחברה

לקבוצה מערך ניהול ותיק ורחב השם דגש על התמחות מקומית ולמידת שוק הפעילות. מרבית צוות הניהול הבכיר בקבוצה מועסק בחברה תקופה ארוכה, לרבות מנכ"ל החברה, מר סת' גרינברג, המועסק בקבוצה מזה 19 שנים. כך גם מרבית מנהלי החטיבות העיקריות, המועסקים בקבוצה תקופה ארוכה, באופן התומך להערכת מידרוג, ביציבות הפעילות הניהולית והוצאה לפועל של אסטרטגיית החברה. השייכות לקבוצה תורמת ליכולת ההשכחה, פיתוח יתרון תחרותי ויתרונות לגודל במקביל להגדלת מצבת הנכסים. כך למשל, תיק הנכסים הנוכחי כולל מרכיב גדול של נכסים אותם יזמה הקבוצה לאורך השנים (ראו פסקת אסטרטגיה לעיל). בהתאם לכך, מידרוג רואה בתשתית הניהולית, בשייכות לקבוצה והדרך בה אסטרטגיית החברה יוצאת לפועל כגורמים המשפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון בחברה.

הרכב תיק נכסים לפי אופן השגת הנכס על בסיס מספר יח"ד



10

סיכונים עסקיים ופיננסיים

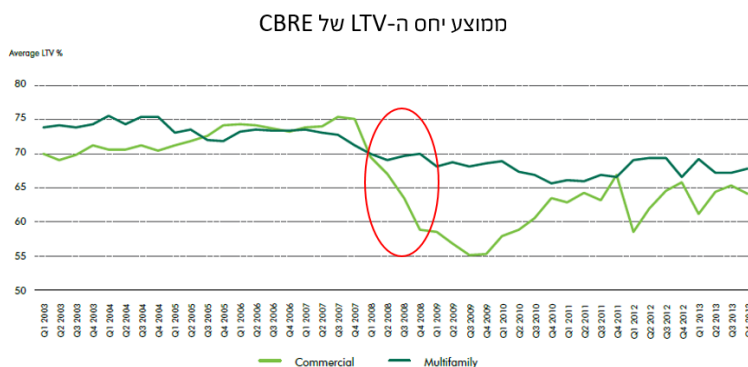
רמות מינוף שאינם בולטות לחיוב ביחס לדירוג; מדיניות החברה להורדת המינוף, היקף התזרים המשמעותי והפעילות בתחום המולטיפמילי ממתנים במידה מסוימת את האמור

למרות היקף הון עצמי משמעותי של כ-253 מ' דולר, יחסי המינוף של החברה מהווים משקולות על הדירוג בטווח הקצר. להערכת מידרוג, בהתחשב בתהליכים הקרובים שכוללים את גיוס האג"ח, רכישת חלקם של השותפים, התפתחויות לאחר תאריך המאזן והשקעות בנכסים, יחס חוב ל-Cap נטו, להערכת מידרוג, יעמוד בקירוב על כ-68%. מנגד בטווח הבינוני, יחסים אלו צפויים להשתפר וזאת בהתחשב בענף פעילות החברה (הנחשב כבעל סיכון נמוך יותר בהשוואה לקטגוריות נכסים אחרות). תזרים משמעותי ומחויבות ההנהלה לפעול להורדת המינוף, באופן שיתאים לרמת הדירוג. כמו כן, נציין כי ה-LTV על כלל הנכסים עומד על כ-60% ואינו חשוף לסיכון ריפיינס משמעותי.

היעדר נכסים מניבים חופשיים משעבוד ביחס להיקף הגיוס הצפוי פוגע בגמישות הפיננסית בחברה; מנגד, פעילות בשוק המולטיפמילי וגמישות למספר גורמים מממנים, תורמים במידה מסוימת לפרופיל הגמישות

לחברה אין נכסים מניבים חופשיים משעבוד והדבר משליך לשלילה על הדירוג. אולם, קיימת גמישות פיננסית מסוימת המיוחסת לרמות ה-LTV הנמוכות של חלק מהנכסים וזאת ביחס למימון הזמין לנכסי המולטיפמילי, למרות שמידרוג רואה גמישות מסוג זו כפחות ודאית. ענף זה מאופיין במימון זמין יחסית ביחס למימון קבוצות נכסי נדל"ן אחרות (משרדים, מסחר

וכדומה), גם בתקופות משבר, כפי שניתן לראות בתרשים להלן. בהתחשב במועדי הפירעון של הקרן, במועד הפירעון הסופי של ההלוואה, ב-LTV על הנכסים ובלוח הסילוקין החזוי של האג"ח, להערכת מידרוג לחברה גמישות מסוימת ביחס לתשלומי האג"ח בעתיד הנראה לעין. כמו כן, לחברה נגישות טובה למקורות מימון באופן התומך ביכולת מחזור החוב הבנקאי (כך למשל לחברה קשרים עסקיים עם 8 גופים שונים, ובין היתר Wells Fargo ו-Capital One / SunTrust).



מקור: CBRE

בטווח הקצר צפויה שחיקה ביחסי הכיסוי המגבירה את רגישות החברה לאירועים בלתי צפויים. סיכון זה מתמתן בשל הפיזור והיקף התזרים והצפי לצמיחתו

עם השלמת הגיוס וניצול כספי האג"ח, יחס החוב נטו ל-FFO בטווח הקצר צפויים להישחק ולעמוד על כ-29-33 שנים (יחסים מעט איטיים ביחס לדירוג). אולם יחסי הכיסוי עתידיים להשתפר בעקבות "ייצוב" ה-NOI מהנכסים החדשים (אשר החוב בגנים כבר מגולם) ומהנכסים בייזום. בטווח הבינוני, אלו צפויים לעמוד להערכת מידרוג, על כ-24-27 שנים, באופן שהולם את הדירוג בצורה טובה יותר. בנוסף, אופי הנכסים של החברה הינו ריאלי בעוד החוב כולו נומינלי וללא שינוי מהותי במצבת הנכסים, בשל הגידול השנתי של שכ"ד, לאורך זמן, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר. כמו כן, נציין כי ההלוואות לפירעון בשנים הקרובות כוללות שיעורי ריבית היסטוריים גבוהים יותר ועם השלמת מחזורי חוב בנקאי בשנים 2015-2016, יתכן שיפור נוסף בתזרים של אותם נכסים.

חשיפה לייזום נכסי מולטיפמילי בטווח הבינוני מעלה את הסיכון היזמי בחברה; ניסון הקבוצה בייזום וכניסה לפרויקטים יחד עם שותפים משפרים במעט חשיפה זאת

בהתאם לתכניות הפיתוח העסקי, החברה פועלת יחד עם שותפים לייזום נכסי מולטיפמילי חדשים באטלנטה, פלורידה ודרום קרוליינה בהיקף כולל של כ-1,385 יח"ד. כיום פרויקט אחד נמצא בשלבי הקמה ושלושת הפרויקטים האחרים צפויים להיכנס לשלב הפיתוח במהלך שנת 2016. לאור האמור, מידרוג רואה שיעור חשיפה יזמי בהיקף ממוצע של כ-6%-8% מהמאזן, אך יכול להגיע גם לכ-10%. להערכת מידרוג, פעילות הייזום חושפת את החברה לתנודתיות בתקופת הביניים ומשליכה לשלילה על פרופיל הסיכון בחברה. מנגד, החברה נכנסה לפרויקטים אלו יחד עם שותפים, באופן המוריד את החשיפה לפרויקט יזמי בודד. בנוסף לחברה Track Record חיובי בפיתוח נכסי מולטיפמילי באופן התומך בפרופיל הסיכון.

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות
- שיפור ביחסי הכיסוי אף מעבר לתחזיות מידרוג
- שיפור בגמישות הפיננסית שתנבע בעיקר מנכסים מניבים חופשיים משעבוד

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- שחיקה ביחסי האיתנות והכיסוי
- אי עמידה בתחזיות החברה כפי שהוצגו למידרוג
- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן שיביא לפגיעה בפרופיל הסיכון

דוחות מתודולוגיים:

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

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים](#) - ספטמבר 2015.

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#) - אוגוסט 2015

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך דוח: 08 בנובמבר 2015

מונחים פיננסיים עיקריים

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

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

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 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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום², בקרת שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

² להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום תהיכחות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נושא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.