



MDG Real Estate Global Limited

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2015

1

אנשי קשר:

גבריאל דרנוב- אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - ראש צוות בכיר
eylong@midroog.co.il

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

MDG Real Estate Global Limited

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

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa1 באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בהיקף של עד 200 מיליוני ש"ח. אותה תנפיק חברת MDG Real Estate Global Limited (להלן: "החברה"). תמורת ההנפקה תשמש, בין היתר, להשקעות ולפעילות השוטפת. בכונת החברה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 11/08/2015. 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 בעל השליטה התחייב להעביר לחברה את הזכויות בחברות המועברות, כפי שמפורט בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית המאגדת 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 דויד מרקס אשר מחזיק את מלוא הון המניות ואת כל זכויות ההצבעה בחברה. עם השלמת ההנפקה, מר מרקס יעביר את אחזקותיו בתאגידים המחזיקים ב-13 נכסי נדל"ן שונים (המוחזקים ע"י 12 חברות שונות) הפזורים ברחבי העיר ניו-יורק הכוללים, בין היתר, נכסי דיור להשכרה, נכסים המיועדים למרכזים סיעודיים, נכסים המיועדים לדיור מוגן (אחד בשלבי ייזום מתקדמים), בית משרדים, מלון בייזום וקרקעות לייזום נכסים מניבים.

תמהיל הנכסים המניבים של החברה בנוי באופן הבא:

- מגורים להשכרה - ארבעה נכסים המיועדים לדיור להשכרה הממוקמים ברובע קווינס וכוללים כ-276 יח"ד (כשני שלישי מהשוכרים נמצאים בתוכניות פיקוח שכ"ד והשאר בשכירות חופשית).
- דיור מוגן - נכס הממוקם ברובע קווינס ומכיל כ-204 יח"ד ומאכלס מפעיל ייעודי של דיור מוגן¹.
- מרכזים סיעודיים - שלושה נכסים הממוקמים באזורים קווינס, מדפורד וברוקלין בניו יורק, בהיקף מצטבר של כ-784 מיטות ומאכלסים מפעילים ייעודיים של מרכזים סיעודיים².
- בנין משרדים - נכס הממוקם בברוקלין בשטח של כ-73 אלף ר"ר.

בנוסף למצבת המניבה, לחברה אחזקות בשני נכסים בשלבי ייזום שונים, כאשר הבולט מבניהם הינו ייזום מלון של כ-399 חדרים בקרבת ה-"Hudson Yards", מנהטן. יציין כי עבודות הבניה במלון החלו ומועד השלמת הפרויקט צפוי למחצית שנת 2017 (בהתאם להערכות החברה). בנוסף החברה נמצאת בשלב מתקדם של ייזום נכס לדיור מוגן ("Louisiana Purchase") שמושכר כולו מראש למפעיל ייעודי שהינו חברה בבעלות בעל השליטה או אחד מבני משפחתו. כמו כן, לחברה שתי קרקעות נוספות לייזום נכסים מניבים בעתיד.

¹ בית הדיור המוגן מופעל ע"י חברה בבעלות אמו של בעל השליטה.

² החברה אינה מתפעלת את המרכזים הסיעודיים והדיור המוגן בעצמה ונכסים אלו מושכרים לזמן ארוך לשוכרים המתפעלים את הנכסים.

למר מרקס עסקים נוספים הכוללים החזקה בבנק Rockhall Financing Corp.³, המעניק מימון מיוחד לנכסי דיור מוגן ומרכזים סיעודיים זכאים. כמו כן, מחזיק מרקס ב-Regional Center, שהינו מרכז אזורי (מכוח רישיון מדינתי) לארגון הלוואות מסוג EB-5⁴.

שירותי הניהול לנכסים יינתנו ע"י חברות חיצוניות המצויות בשליטתו של בעל השליטה (להלן "חברות הניהול"), כאשר ההוצאות הללו מגולמות ב-NOI של החברה. הסכמי הניהול כוללים בעיקר שירותי ניהול ותפעול הנכסים ושירותי אחזקה.

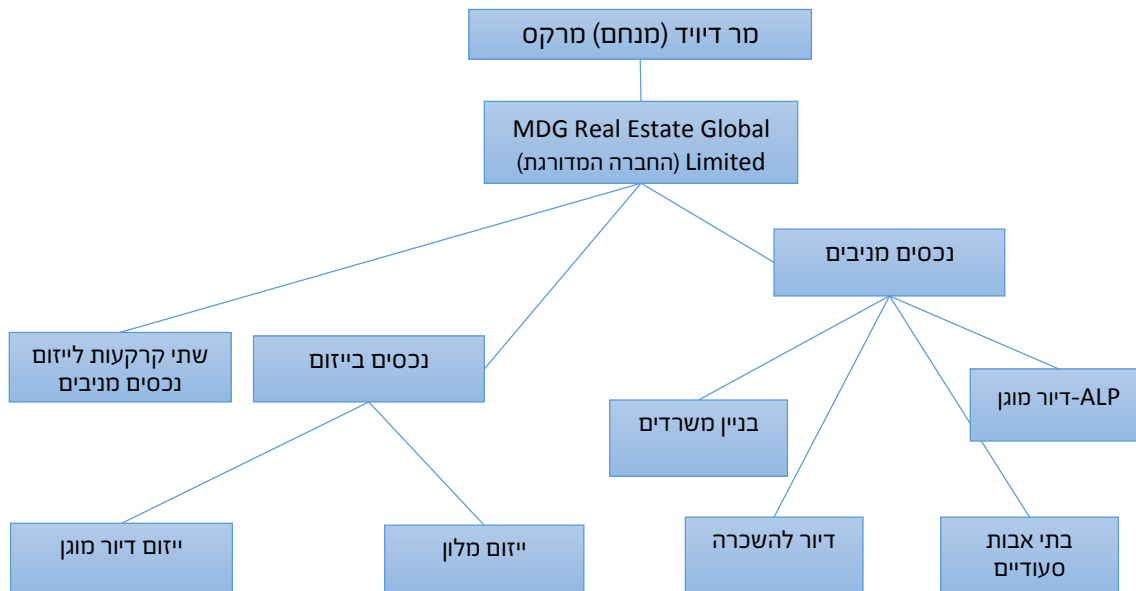
MDG Real Estate Global Limited - נתונים פיננסיים עיקריים (פרפורמות) - דוח מאוחד (אלפי דולר)

אלפי דולר ארה"ב	31.03.2015	31.12.2014	31.03.2014	31.12.2013	31.12.2012*
הכנסות מדמי שכירות	6,341	24,424	5,944	21,765	21,814
NOI	5,466	20,108	4,837	17,819	18,268
EBITDA ללא שערורים	5,453	20,008	4,793	17,680	18,182
שיעור EBITDA	86%	82%	81%	81%	83%
שינוי שווי הוגן נדל"ן להשקעה	-1,627	15,639	-1,846	13,985	6,334
רווח כולל (שערך המלונות ר"ק)	949	59,623	-1,029	26,113	16,062
חוב פיננסי	273,197	269,536	253,166	251,278	226,136
יתרת נזילות	1,757	3,802	1,187	2,413	3,052
חוב פיננסי נטו	271,440	265,734	251,979	248,865	223,084
Cap	499,596	493,177	418,312	420,103	372,985
Cap נטו	497,839	489,375	417,125	417,690	369,933
סך מאזן	513,685	507,711	433,933	431,992	389,903
הון עצמי וזכויות מיעוט	226,399	223,641	165,146	168,825	146,849
חוב ל-Cap	55%	55%	61%	60%	61%
חוב נטו ל-Cap נטו	55%	54%	60%	60%	60%
הון וזכויות מיעוט למאזן	44%	44%	38%	39%	38%
FFO	2,827	3,978	1,210	1,865	1,982
חוב ל-FFO	24	68	52	135	114
EBITDA לתשלומי ריבית	2.1	1.2	1.3	1.1	1.1

*נתונים מאזניים ליום 31.12.12 התקבלו מהחברה

³ יצוין כי בשלושה נכסים מניבים Rockhall Financing Corp. הינה הישות המלווה.

⁴ תוכנית לאומית שתכליתה למשוך משקיעים זרים בתחומים היוצרים מקומות עבודה בתמורה ל-"גרין קארד" וזאת באמצעות מתן הלוואות.



אסטרטגיה

פעילות ייזום המשלבת החזקה בפורטפוליו של נכסים מניבים במספר סגמנטים בניו-יורק סיטי; מנוע צמיחה המתבסס בעיקר על ייזום מלון באזור ה-Hudson Yards במנהטן

החברה ממקדת את פעילותה בתחום ייזום והחזקת נכסי נדל"ן מניב בעיר ניו-יורק. בכוונה החברה להגדיל את תיק הנכסים ע"י ניצול יכולות הייזום בקבוצה הכוללת עובדים עם ניסיון בתחומי תכנון, אדריכלות, אכלוס והשכרת נכסים מניבים. בהקשר זה נציין כי לקבוצה Track record בייזום וקידום נכסים מניבים בניו-יורק וכי הפורטפוליו הקיים מורכב מנכסים שאותם יזמה החברה. הגידול במצבת המניבה בטווח הבינוני צפוי לנבוע בעיקר מפיתוח נכס מלונאי ונכס לדיור מוגן בניו-יורק. בהקשר זה, נציין כי חלק מכספי האג"ח מיועדים לתמוך בצמיחת החברה וצפויים לממן חלק מעלויות הקמת המלון.

מדיניות דיבידנד - החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים. מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג להיקף חלוקה משוער שיעמוד על כ-25% מה-FFO המיוחס לחברה. להערכת מידרוג, בהתחשב במקורות אל מול השימושים הצפויים, שמירה על היקף זה הינה סבירה ביחס לרמת הדירוג.

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: תחילת הנבנתו של Louisiana Purchase בשנת 2016. השקעה של חלק מכספי האג"ח בבניית המלון. תרחישי רגישות לגבי השווי של המלון בסיום ההקמה והיקף ההכנסות ממנו בשנות ההפעלה הראשונות. אפשרות לרכישה של קרקעות לייזום נכסים מניבים, העברת כלל הנכסים הקיימים תחת החברה, לאחר קבלת כלל האישורים הנדרשים מהגורמים הרלוונטיים, וזאת תוך פרק זמן סביר ממועד הגיוס; שמירה על יחסי איתנות שהולמים את רמת הדירוג.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב ממצבת נכסי החברה המתאפיינים ביציבות הכנסות, שיעורי תפוסה גבוהים מאוד וחוזים ארוכי טווח. נציין, כי בטווח הארוך קיים צפי לגידול משמעותי בתזרים הפרמננטי, כך שעם השלמת ייזום הנכסים המוזכרים לעיל, היקף ה-EBITDA עשוי לצמוח ביותר מ-50% עד שנת 2018; היקף הון עצמי יחסי איתנות טובים לרמת הדירוג-היקף ההון העצמי וזכויות המיעוט עומדים על כ-226 מ' דולר וההון וזכויות המיעוט למאזן עומדים על כ-44% (לחברה זכויות מיעוט בהיקף זניח). באופן המספק כרית ספיגה מפני התפתחויות שליליות. למרות הצפי לשחיקה ביחסי האיתנות עם קידום תוכניות הייזום וגיוס האג"ח, יחסי האיתנות עדיין צפויים לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג; פעילות בענף הנכסים המניבים בניו-יורק, המאופיין ביציבות הכנסות, שיעורי תפוסה גבוהים ומגמות חיוביות של היצע וביקוש, באופן המשליך לחיוב על פרופיל הסיכון בחברה.

דירוג החברה מושפע לשלילה מהסיכון הגלום במרכיב הייזום בחברה שעומד על כ-33% מהמאזן וצפוי לגדול במידה מסוימת בשנתיים הקרובות עם התקדמות בייזום המלון, שהינו בעלי מאפיינים ספקולטיביים יותר בהשוואה לייזום נכסים מניבים אחרים. יחד עם זאת, מיקום הנכס בייזום (בסמוך למתחם ה-Hudson Yards) והצפי לפיתוח אזורי במתחם ממתנים את הסיכון; מחשיפה לתנאי המימון הבנקאי ו/או החוץ בנקאי למימון נכסים מחדש (מחזור חוב או החלפת הלוואת הליווי בהלוואה פרמננטית) בעיקר בשנים הראשונות של פירעון קרן האג"ח. זאת, במקביל לחוסר הוודאות לגבי משך זמן התייצבות ההכנסות מהמלון, באופן המשליך לשלילה על הפרופיל הפיננסי; מיחסי הכיסוי האיטיים הצפויים בשנים הקרובות, אם כי בטווח הבינוני והארוך צפויים להשתפר משמעותית. יצוין כי הדירוג משקלל את דברי החברה כי הריבית בגין הפרויקטים היזמיים ממומנת באמצעות מסגרת הליווי בלבד; מהחשיפה למספר קבוצות נכסי נדל"ן מניב, אשר להערכת מידרוג, מקשה על השגת יתרון תחרותי בענף ספציפי; כנגד החברה ישנה תביעה בהיקף של כ-31 מיליון דולר בגין ערעור על הסכם פשרה בגין תביעת עבר בהיקף של כ-13 מיליון דולר. בהתאם לדברי החברה ולחוות דעת של עו"ד מטעם החברה, סיכויי התביעה הינם נמוכים.

חוזקות

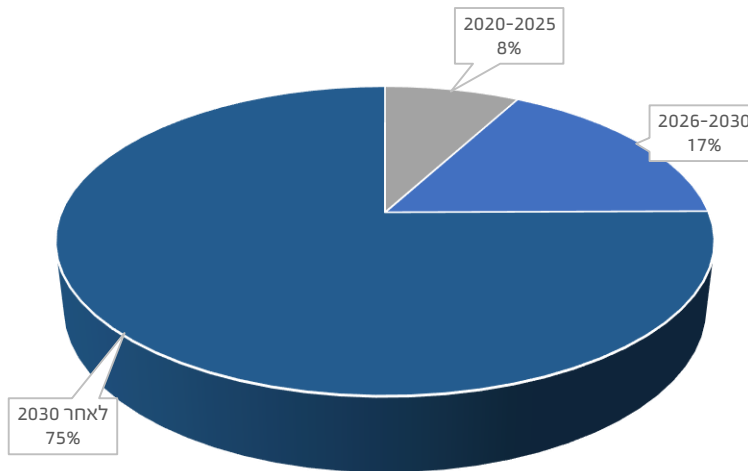
פורטפוליו נכסים מניבים המפגין יציבות תפעולית ותזרימית, משפיע לחיוב על הפרופיל העסקי בחברה; ככל שהחברה תעמוד בתוכניות הייזום, צפוי גידול משמעותי בתזרים הפרמננטי

מצבת הנכסים המניבים של החברה כוללת חשיפה למספר סוגי נכסים בעיר ניו-יורק, בעיקר ברובעים קווינס וברוקלין. היקף ה-NOI לשנת 2014 על אותם הנכסים עמד על כ-20 מיליון דולר וצפוי לצמוח בשנת 2015 בשל הגבה לאורך תקופה מלאה של בית המשרדים בברוקלין (כפי שעולה מהמגמה ב-NOI ברבעון הראשון). בנוסף, בשנת 2016 החברה צפויה ליהנות מדמי השכירות בגין נכס נוסף שבנייתו מצויה לקראת השלמה (ראו להלן). החברה מציגה שיעורי תפוסה טובים הנעים בין 97%-99% בשנים האחרונות ונובעים, בין היתר, מאופי הסכמי השכירות של נכסי המרכזים הסיעודיים והדיור המוגן שהינם חוזי "Triple Net" לשוכר יחיד (בכל נכס) וכן משיעורי התפוסה הגבוהים המאפיינים את נכסי הדיור להשכרה בניו-יורק. בהתאם לכך, החברה מציגה שיעורי רווח טובים (ההולמים את אופי הפעילות), כפי שעולה משיעור ה-EBITDA הממוצע בין השנים 2012-2014, שעומד על כ-82% וברבעון הראשון של 2015 עומד על כ-85%. בנוסף, נציין את התפלגות סיום החוזים הבולטת לטובה של החברה, כך שכל הסכמי השכירות מסתמיים לאחר שנת 2020 וכ-75% מחוזי השכירות מסתיימים בשנת 2030 ואילך (בנטרול מגזר המגורים בו הסכמי השכירות הינם בדרך כלל לתקופות קצרות). מנגד, לחברה תלות מסוימת במספר

בודד של שוכרים (כ-58% מה-NOI נובע משלושה שוכרים). עם זאת, הנכסים מייצרים רווח תפעולי עודף למפעילים, כאשר חלק ניכר ממנו נובע מתשלום מהמדינה, בהתאם לתוכניות התומכות באוכלוסיות זכאיות (בבתי הדיור המוגן ובמרכזים הסינדרטיים). בנוסף, בגלל נטל העלות על המדינה אין הרבה רישיונות חדשים לנכסים מתחרים, באופן המחזק את המעמד התחרותי של החברה. עוד נציין, כי לטענת החברה, גם במצב בו לא יחודש חוזה ניתן יהיה לשנות את ייעוד הנכסים למגורים להשכרה. לאור האמור, מידרוג מציינת לחיוב את תיק נכסיה המניבים של החברה, המפגין יציבות תוך תרומה לנראות התזרים הפרמננטי, באופן המשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי בחברה. כמו כן, השווי נטו של הפעילות המניבה (ללא הפעילות היזמית) עומד על כ-157 מ' דולר (בהתחשב בשווי הצפוי והיקף החוב החדש עם השלמת Louisiana Purchase) סכום הגבוה באופן ניכר מסך חוב האג"ח הצפוי באופן המהווה כרית ספיגה מפני ירידות שווי או התפתחויות שליליות אחרות.

החברה מקדמת את הקמתם של שני נכסים בניו-יורק, באופן אשר צפוי להביא לגידול ניכר בהיקף ההכנסות בטווח הבינוני-ארוך. האחד, הקמתו של בית מלון באזור ה-Hudson Yards שלפי תחזיות החברה צפוי להתחיל לייצר הכנסות ברבעון הראשון או השני של שנת 2017. כך שבהתאם להערכות החברה ומעריכי השווי, בשנים הראשונות להפעלתו צפוי ה-NOI של החברה לגדול ביותר מ-15 מ' דולר. השני, פרויקט לייזום נכס מניב מסוג דיור מוגן הנמצא בשלבים מתקדמים של הקמה. בנכס זה כל השטחים מושכרים מראש לשוכר ובהתאם לחוזה, הנכס צפוי לייצר NOI של מעל ל-3.5 מ' דולר בשנה. בהתחשב באמור, למרות הסיכון הגלום בייזום, השלמת שני בפרויקטים הנ"ל צפויה להביא לגידול ניכר בהיקף התזרים הפרמננטי תוך כדי שיפור ביחסי הכיסוי.

פילוח NOI לפי סיום מועד חוזי שכירות*



* בנטרול חוזי שכירות למגורים



היקף הון עצמי ויחסי איתנות טובים לרמת הדירוג מעניקים לחברה כרית ספיגה בגין פעילות הייזום; גם בהתייחס להיקף הייזום והגיוס הצפוי, הנ"ל צפוי לבלוט לחיוב ביחס לדירוג

מינוף החברה והיקף ההון העצמי טובים לרמת הדירוג. ההון העצמי וזכויות המיעוט עומדים על כ-226 מיליוני דולר והחוב ל-Cap עומד על כ-55%. יצוין כי זכויות המיעוט בחברה הן זניחות ועומדות על כ-2 מ' דולר בלבד. כמו כן, בהתחשב בהיקף האג"ח המתוכנן, יחס ההון העצמי לאג"ח עומד על מעל ל-4.4. יחסים אלו עשויים לספק כרית ספיגה במקרה של התפתחויות שליליות בענפי הפעילות של החברה ומשפיעים לחיוב על הפרופיל הפיננסי, במיוחד לאור מרכיב הייזום בחברה. להערכת מידרוג, לאחר השלמת גיוס האג"ח ונטילת חוב בנקאי נוסף (הן ממימון מחדש והן מהלוואות ליווי) צפויה שחיקה ביחסי המינוף, אולם יחסים אלו עדין צפויים להיוותר טובים ביחס לרמת הדירוג. כמו כן, להערכת מידרוג, איכות ומיקום נכסיה המניבים של החברה והרכב ההון העצמי, תורמים באופן חיובי לפרופיל הפיננסי.

פעילות החברה במספר סגמנטים של נדל"ן מניב בעיר ניו-יורק המאופיין ביציבות, ביקוש ונזילות משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון בחברה

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 לנתוני יוני 2015 עומד שיעור האבטלה על כ-5.3%. 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-2014 שיעור השינוי השנתי בתוצר הריאלי לנפש בארה"ב עלה במוצע בכ-2.5% 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 פיתחם 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.

לחברה פעילות בשווקים הבאים בניו-יורק סיטי:

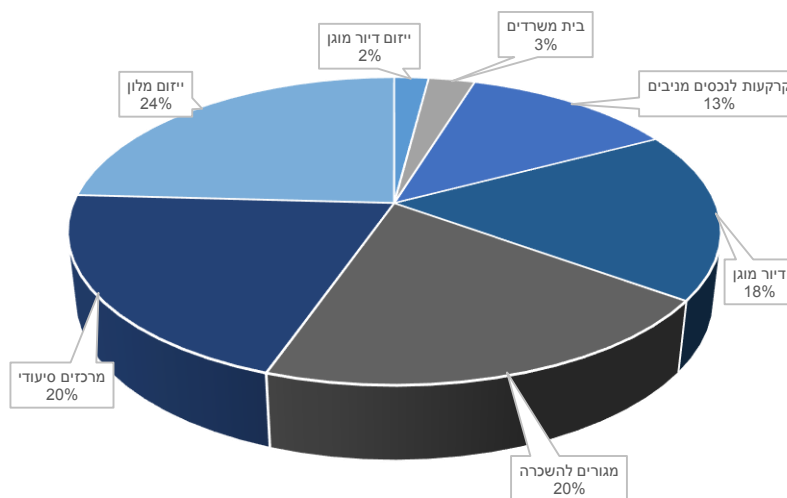
- דיור להשכרה
- משרדים
- דיור מוגן
- מרכזים סיעודיים
- קרקעות לייזום נכסים מניבים וייזום מלון תפעולי

שווקי הנדל"ן המניב בעיר ניו-יורק מראים חוסן, לאורך זמן, ביחס לאזורים אחרים בארה"ב באופן הבא לידי ביטוי בשמירה על שיעורי תפוסה גבוהים, צמיחה בשכ"ד והיקף נזילות גבוה יחסית. בנוסף, השוק בניו-יורק מפגין עמידות גדולה יותר בפני מחזוריים עסקיים שליליים ומשברים ביחס לשווקים אחרים בארה"ב. לאור מאפייני שווקי הפעילויות של החברה ולמרות הסיכון הגלום בייזום בתי מלון, מידרוג רואה בענף הפעילות גורם המשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון בחברה.

חשיפה לייזום מגדילה את הסיכון העסקי וחושפת את החברה לתנודתיות בטווח הקצר והבינוני; מיקום הנכסים בייזום עוזר למתן במידה מסוימת את הסיכון העסקי

לחברה מרכיב יזמי משמעותי כך שכמעט 33% מהמאזן ליום 31/03/2015 מיוחס ל-4 פרויקטים יזמיים, אחד הנמצא בשלבי השלמה, אחד בשלבי ביצוע ושניים לטווח ארוך יותר. להערכת מידרוג, החשיפה לייזום אף צפויה לצמוח עם נטילת חוב בנקאי נוסף לצורך השלמתו של המלון. את עיקר הגידול בייזום מרכז הפרויקט המלונאי - "Marriott Courtyard" שימוקם ברחוב 34 על השדרה העשירית ועתיד לכלול כ-399 חדרים. להערכת מידרוג, הסיכון היזמי בחברה, המיוחס לייזום נכסים מניבים, כגון הנכסים המיועדים לדיור להשכרה בטווח הארוך יותר "Utopia&Mays" - קבוצת נכסים המאופיינת ברמות ביקוש גבוהות ומשך זמן קצר יחסית עד להתייצבות ההכנסות או ייזום בית הדיור המוגן "Louisiana Purchase" כאשר לחברה חוזה עם שוכר ל-100% מהנכס מראש, הינו נמוך יותר מאשר ייזום בית מלון. האמור נובע הן מהחשיפה ביחס לכלל היקף הפעילות והן למרכיב הספקולטיבי הגבוה באופן משמעותי במלון, באופן המשליך לשלילה על פרופיל הסיכון. אולם, מיקום הפרויקט והפיתוח האזורי במתחם ממתנים במידה מסוימת את הסיכון העסקי ועשויים לתרום לביקוש. הפרויקט האמור גובל במתחם ה-Hudson Yards במנהטן- פרויקט נדל"ני רחב היקף הצפוי לכלול בשלב הראשון כ-11.2 מיליוני ר"ר של שטחי משרדים, ריטייל, מסעדות, מגורים, מלון, פארקים ושטחי פנאי, כאשר כל שלבי הבנייה של המתחם צפויים להסתיים במהלך שנת 2018. בנוסף חברות גדולות הודיעו כי יפתחו משרדים או חנויות במתחם, ביניהן ניתן למנות כבר שוכרים כגון Time Warner, Coach (אשר מעבירים את המטה לאחד ממגדלי המשרדים) L'Oreal, SAP ו-Neiman Marcus. כמו כן, באזור קיים פיתוח משמעותי של קווי תחבורה ובעיקר ניתן לציין את תחנת המטרו החדשה באזור (Subway Extension). למרות זאת, עדיין מדובר בשלבים יחסית מוקדמים לקביעת הצלחת המתחם, בעיקר בשנים הראשונות לפעילותו, באופן היוצר אי-וודאות מסוימת לגבי התזרים מהפרויקט לפחות בתחילת דרכו.

פילוח NAV לפי סוג פעילות





מקורות שירות החוב בחברה כוללים, בין היתר, הפקת תזרים פרמננטי מהנכסים ומהנכסים בייזום לצד מחזורי חוב עתידיים באופן החושף את יכולת שירות החוב בחברה לפרויקט בייזום ולתנאי שוק המימון בשנות הפירעון של קרן האג"ח

לפי הערכות החברה קרן האג"ח תפרע בארבעה תשלומים בין השנים 2018-2021, כאשר התשלום הראשון צפוי לעמוד על כ-5 מיליוני דולר ושלושת התשלומים האחרים צפויים לעמוד על כ-15 מיליוני דולר. מקורות החברה לשירות החוב כוללים, בין היתר, את התזרים הפרמננטי מהנכסים המניבים וכן את התזרים הצפוי מהנכסים בייזום. בהקשר זה נציין כי בטווח הקצר-בינוני היקף ה-FFO צפוי להיות יחסית נמוך ביחס לסך החוב ולהוביל ליחסי כיסוי איטיים, שיגיעו עד 50 שנים. אולם, מקורות החברה בטווח זה צפויים להלוו את השימושים. בטווח הבינוני והארוך, לצורך שירות האג"ח, מידרוג מעריכה כי קיימת תלות בהגדלת הלוואות הנכס של חלק ממצבת הנכסים המניבים (לחברה אין נכסים מניבים חופשיים משעבוד) לצד חשיפה ליכולת החלפת הלוואת הליווי לייזום המלון בהלוואה פרמננטית ובסכום גבוה יותר (לאחר גילום עליית הערך הצפויה עם השלמת הייזום), באופן היוצר לחברה תזרים מימון חיובי. בהקשר זה, נציין כי במסגרת הדירוג, מידרוג לוקחת בחשבון גם תרחישים שונים וביניהם עיכוב בפתיחת המלון ו/או משך התייצבות ארוך יותר מהצפוי, יחד עם שחיקה בגמישות הפיננסית של הנכסים המניבים. בהתאם לאמור, מידרוג מעריכה כי קיימת תלות מסוימת במחזורי חוב ובהחלפת הלוואות הליווי בהלוואות פרמננטיות באופן החושף את החברה לתנאי המימון בשוק בעתיד, אך איכות, מיקום ונראות מקורות החברה לשירות החוב הולמים את הדירוג, בין היתר, בשל ההיקף הנמוך יחסית של האג"ח ביחס למקורות השונים.

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 לעליות שווי 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. נציין כי שיעור ההיוון המשוקלל של החברה (לפי שווי הנכסים) עומד על כ-7% ונובע בעיקר מטווח שיעורי ההיוון הגבוה יותר של נכסי המרכזים הסייעודיים והדירוג המוגן (כאשר בנכסים אלו שיעור ההיוון המשוקלל עומד על כ-8%). להערכת מידרוג החשיפה הינה בעיקר מאזנית, למעט צורך שעלול לנבוע למימוש נכסים בנקודת זמן כלשהי. נציין כי האיתנות הפיננסית של החברה מספקת מרווח אשר יכול להגן, 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 בהכנסות בחלק מנכסי החברה.

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול משמעותי לאורך זמן בהיקף התזרים הפרמננטי, אף מעבר לתחזיות מידרוג.
- התקדמות חיובית בפרויקטים לייזום, לרבות הפיתוח האזורי.
- ירידת חשיפת החברה לפרויקטים יזמיים.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- סטייה משמעותית מתחזיות החברה, ובעיקר בדבר מועד השלמת הנכסים בייזום, היקף הייזום או היקף החוב המתוכנן.
- התפתחויות שליליות בהליכים משפטיים מהותיים.
- 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.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך דו"ח: 11 באוגוסט, 2015

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים
	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 מאד.
	<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 שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, 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 ולסיכונים 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 נכונותם 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 התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהיא 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, הדירקטורים 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 ופרדים 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.