מידרוג

Spencer Equity Group Limited

דוח דירוג ראשוני | נובמבר 2014

מחברים:

גבריאל דרנוב- אנליסט
gabrieled@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

Spencer Equity Group Limited

דירוג סדרה (Issue)	A2	אופק דירוג: יציב

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2 באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 400 מיליוני ₪ ע.נ. אותה תנפיק חברת Spencer Equity Group 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 30/10/2014. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

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 ג'ואל גלאק אשר מחזיק את מלוא זכויות ההצבעה בחברה ובעלי המניות העיקריים בחברה הינם מר ג'ואל גלאק וכן קרן נאמנות שהנאמנה שלה הינה גב' שרה גלאק (רעייתו של בעל השליטה), אשר יעבירו לחברה עם השלמת ההנפקה את אחזקותיהם בתאגידים המחזיקים בנכסי נדל"ן, הכוללים, בין היתר, כ-1,450 יח"ד ב-15 נכסים שונים ברחבי העיר ניו-יורק. למר גלאק ניסיון של כ-15 שנים בתחום הנדל"ן המניב למגורים בניו-יורק סיטי. החברה עוסקת ברכישה, אחזקה והשבחה של בתי דיור להשכרה, בעיקר בניינים שהינם חלק מתוכנית דיור ממשלתית הנקראת "Section 8 New Construction or Substantial Rehabilitation" (להלן: "HUD"). דיירים הזכאים להשתתף בתוכנית מקבלים סבסוד של רוב שכ"ד (ממוצע החברה עומד על כ-74% לנכסים מסוג זה) המשולם באופן ישיר לחברה ע"י הממשל הפדרלי והיתרה ע"י השוכר.

תמהיל הנכסים המניבים של החברה בנוי באופן הבא:

- כ-76% מהשוכרים הינם שוכרים המוגדרים במעמד של HUD.
- כ-20% מהשוכרים נמצאים בתוכניות פיקוח שכ"ד (בעיקר Rent Stabilization).
- כ-4% הינם שוכרים בשכירות חופשית.

בנוסף, החברה מחזיקה יחד עם שותפים בשני פרויקטים לייזום דירות להשכרה בהיקף של כ-220 יח"ד, כאשר אחד מהפרויקטים נמצא לקראת סיום וצפוי להתחיל להניב במהלך החודשים הראשונים לשנת 2015 (מדובר בחלק ב' של פרויקט הממוקם בשכונת ויליאמסבורג ברובע ברוקלין בעיר ניו יורק (אחד האזורים הצומחים ביותר בעיר), כאשר חלק א' כלל ייזום של 39 יח"ד שהושלמו במחצית השנייה של 2014 ונמצאים כיום בתפוסה של כ-99%). כמו כן, לחברה החזקה של 50% בקרקע בשכונת ויליאמסבורג ברובע ברוקלין בעיר ניו יורק, והחברה יחד עם השותף בנכס, פועלת לשינוי ייעוד הקרקע לצורך הגדלת זכויות הבניה ליותר מ-900 אלף sq.f (בעיקר בתחום המגורים). בנוסף, לחברה אחזקה לא מהותית (10%) במלון המצוי לקראת פתיחה ב-2015.

שירותי הניהול העיקריים לפעילות החברה יינתנו ע"י חברה חיצונית (להלן "חברת הניהול") שהינה בבעלותו של מר גלאק וזאת בתמורה לכ-6% מהכנסות שכ"ד (הוצאה זו מגולמת ב-NOI של החברה). הסכמי הניהול כוללים בעיקר שירותי, ניהול ותפעול הנכסים ושירותי אחזקה.

Spencer Equity Group Limited - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי דולר)

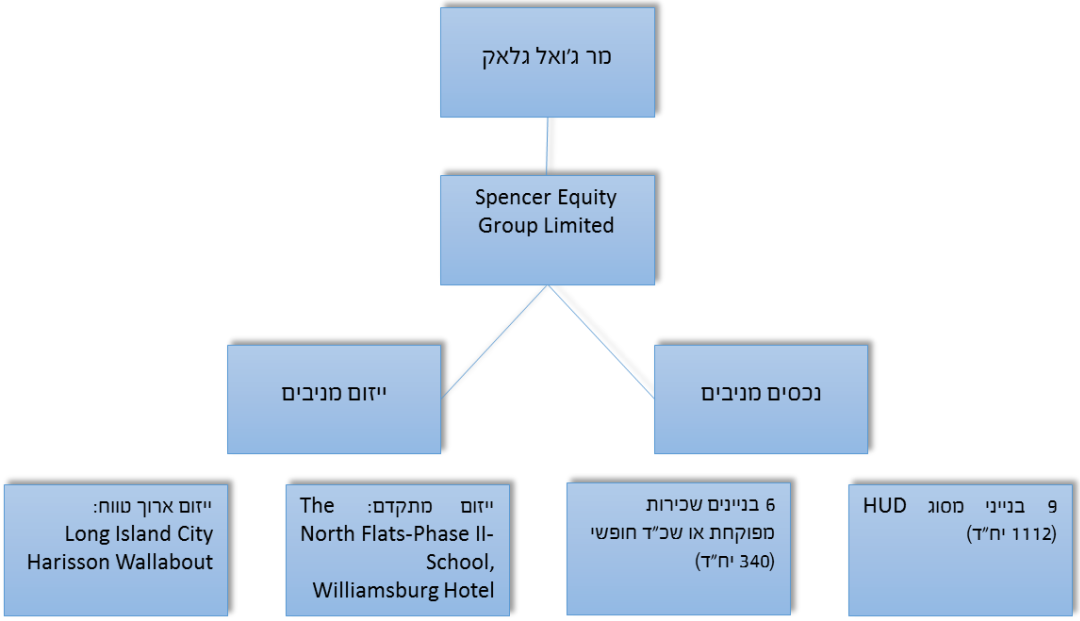
אלפי דולר ארה"ב	30.06.2014	31.12.13	30.06.2013	31.12.12	31.12.2011*
הכנסות מדמי שכירות	10,891	15,438	6,389	10,082	9,827
NOI	5,094	8,612	3,507	5,416	5,113
EBITDA	4,385	6,686	3,155	4,475	4,150
שיעור EBITDA מההכנסות	40%	43%	49%	44%	42%
עליית ערך נדל"ן להשקעה	24,763	63,974	9,640	13,494	10,075
רווח בגין מוחזקות	23,326	17,545	8,331	3,503	-673
רווח נקי	50,167	80,615	19,519	18,809	10,559
חוב פיננסי	93,625	94,419	66,157	61,261	41,801
יתרת נזילות	245	1,331	206	1,467	1,327
חוב פיננסי נטו	93,380	93,088	65,951	59,794	40,474
CAP	366,675	310,243	187,934	168,712	123,704
CAP נטו	366,430	308,912	187,728	167,245	122,377
סך מאזן	370,390	313,667	189,975	170,772	125,618
נדל"ן להשקעה	294,900	269,446	162,317	152,241	119,839
הון עצמי	268,785	211,811	121,777	107,451	81,903
חוב ל-CAP	26%	30%	35%	36%	34%
חוב נטו ל-CAP נטו	25%	30%	35%	36%	33%
הון למאזן	73%	68%	64%	63%	65%
FFO	2,576	4,789	1,907	2,307	2,358
חוב ל-FFO	18	20	17	27	18
EBITDA לתשלומי ריבית	2.4	2.3	2.5	1.8	2.3

*נתונים מאזניים ליום 31.12.11 התקבלו מהחברה

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

A Subsidiary of MOODY'S

בעלות ותרשים אחזקות החברה המגייסת



אסטרטגיה

מיקוד הפעילות בתחום הדיור להשכרה בניו-יורק סיטי תוך כדי גידול הדרגתי בתיק הנכסים המניבים הכוללים נכסי HUD; החשיפה לייזום מצטמצמת בשל אסטרטגית מימון סולידית

החברה מתכוונת להמשיך ולהתמקד בתחום הדיור להשכרה בניו-יורק, תוך מתן דגש על המשך תהליך ההשבחה ומקסום פוטנציאל של ה-NOI מכל נכס. החברה אינה נוהגת לממש נכסים ובכוונתה להמשיך ולהגדיל את המצבת המניבה בתחום הדיור להשכרה בעיר. בהקשר זה נציין כי חלק מכספי האג"ח מיועדים לתמוך בהמשך תהליך הצמיחה של החברה ובין היתר, לדברי החברה, צפויים לשמש לצורך הגדלת שיעור ההחזקה בנכסי ה-HUD הקיימים ו/או רכישתם של נכסים נוספים..

תהליכי הרכישה של נכסי HUD עשויים לקחת מספר חודשים ואף מעבר, אך עם השגת השליטה החברה נוהגת להשביח את הנכס וזאת תוך כדי הורדת עלויות התפעול לצורך הגדלת הרווחיות מהנכס כשבמקביל החברה פועלת להשגת בעלות מלאה ע"י רכישת יתרת חלקם של השותפים.

חלק נוסף מכספי האג"ח מיועד להחלפת הלוואות בנכסים הנמצאים בשלבי ייזום או לצורך השקעות בפרויקטים יחד עם שותפים לייזום יח"ד להשכרה בעיר. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את אסטרטגיית המימון של החברה, הבאה לידי ביטוי בשיעורי מינוף נמוכים ביחס לענף, הן ברמת תיק הנכסים והן ברמת החברה. מדיניות זו מספקת כרית ספיגה ותורמת ליציבות פעילות החברה והינה חלק מהותי בהורדת החשיפה למרכיב הייזום.

מדיניות דיבידנד

החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, מידרוג מתייחסת במסגרת שיקולי הדירוג להיקף חלוקה משוער אשר יעמוד על כ-30% מה-FFO. 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.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מפעילות בשוק הדירות להשכרה בניו-יורק תוך מיקוד בשוכרי ה-HUD וה- Rent Stabilization. הפעילות בשוק זה מתאפיינת בעמידות מפני משברים, פיזור שוכרים גבוה, שמירה על רמות תפוסה גבוהות, היצע עתידי מוגבל, צמיחה עקבית בשכ"ד, תמיכה ממשלתית לחלק משכ"ד ורמות ביקוש גבוהות; מרמות מינוף נמוכות מאוד ביחס לענף והיקף הון עצמי משמעותי, המהווה כרית ספיגה ניכרת; ממצבת נכסי הדיור להשכרה הכוללת כ-1450 יח"ד המתאפיינות בשיעור תפוסה גבוה מאוד (99%), תחלופת שוכרים נמוכה ורשימות המתנה; ממרכיב משמעותי בהכנסות החברה אשר מגיע באופן ישיר מגוף פדרלי, כחלק מתוכנית ה-HUD ובפוטנציאל "רשת הביטחון" שקיים בהסכמי ה-HUD, התורם ליציבות ההכנסות; מניסיון החברה בהטמעה של נכסים, תוך כדי שיפור פרמטרים תפעוליים לצורך הגדלת הרווחיות; מיחסי כיסוי מהירים הבולטים לטובה ביחס לדירוג החברה.

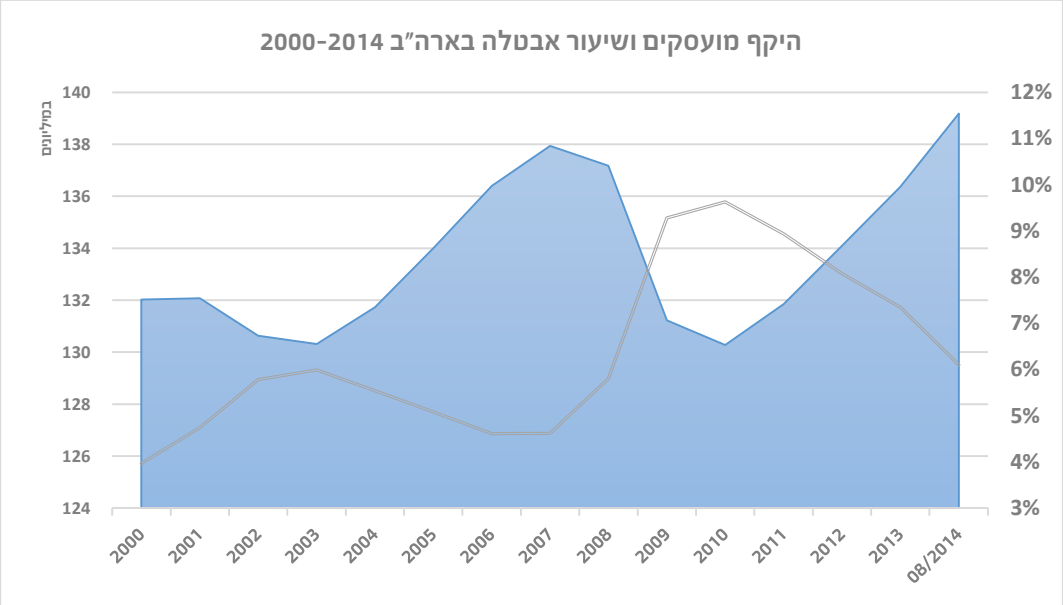
דירוג החברה מושפע לשלילה מהיקף ה-NOI וה-FFO שאינו גבוה ביחס לרמת הדירוג, אולם השפעת גורם זה מתמתנת בשל מאפייני שוק הפעילות של החברה, הפיזור והעמידות בפני משברים וכן הצפי לגידול בהיקף התזרים הפרמננטי כבר בטווח הקצר, בין היתר, בשל נכסים אשר החלו להניב לאחר תאריך המאזן ונכסים נוספים אשר צפויים להתחיל להניב בשנה הקרובה; מתלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה; מהעדר נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף משמעותי ביחס לאג"ח. האמור, מקוזז חלקית ע"י הגמישות הנגזרת מה-LTV הנמוך של מרבית ההלוואות והנגישות הגבוהה יחסית למחזור חוב בסוג נכסים אלו; מהסיכון הגלום במרכיב הייזום, למרות שלהערכת מידרוג סוג הייזום ממתן סיכונים אלו.

חוזקות

פעילות החברה בשוק הדיור להשכרה בניו-יורק המאופיין ביציבות גבוהה, ביקוש רב ועמידות בפני מחזורים שליליים תורמת באופן משמעותי לפרופיל 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 2014 מורים על כ-6.1%. יתר על כן, לפי נתוני משרד התעסוקה האמריקאי, מספר המועסקים ב-2014 הינו גבוה מהנתונים שלפני המשבר ומוערכים ב-139 מיליוני 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.

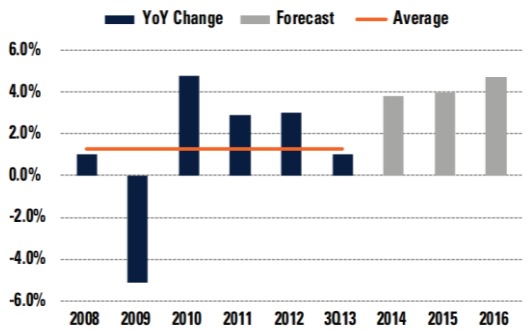
ניו-יורק הינה העיר בעלת האוכלוסייה הגדולה והצפופה ביותר בארה"ב ומונה כ-8.3 מיליוני אנשים. העיר משמשת כביתן של חברות מרכזיות בכלכלה העולמית במגוון תחומים כגון פיננסים, ביטוח, נדל"ן, ושירותים עסקיים. בשנים האחרונות התחזקו בעיר תעשיות נוספות כאשר הבולטות הן חינוך, בריאות והיי-טק אשר צפויות להמשיך ולהתחזק 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.



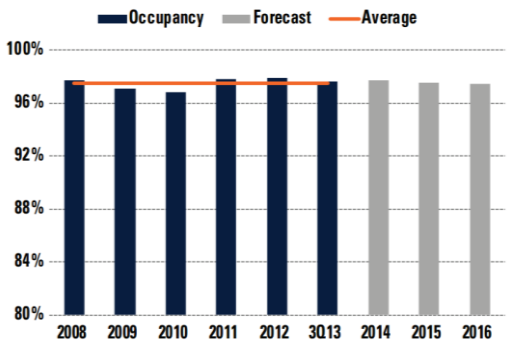
מקור: עיבוד לנתוני U.S. Bureau of Labor Statistics

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.

מגמות שכ"ד בניו-יורק בדיור להשכרה



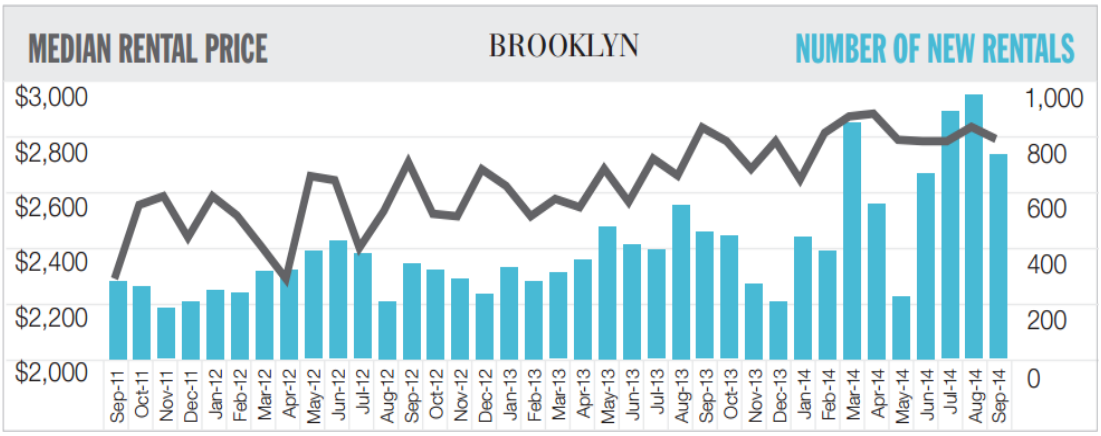
מגמות בתפוסות בניו-יורק בדיור להשכרה



מקור: HFF multi housing pulse

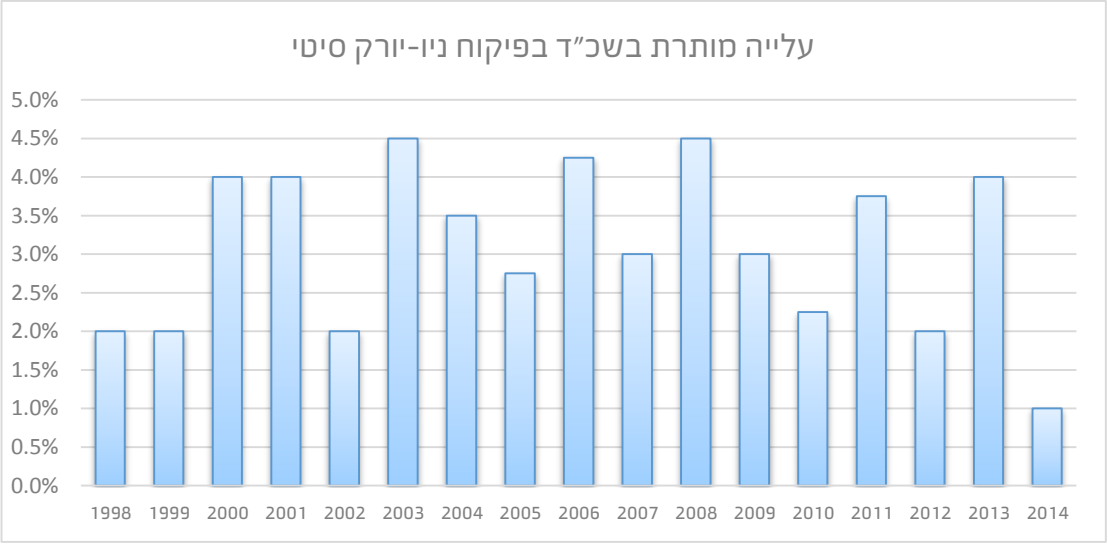
מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S



מקור: Douglas Elliman

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).

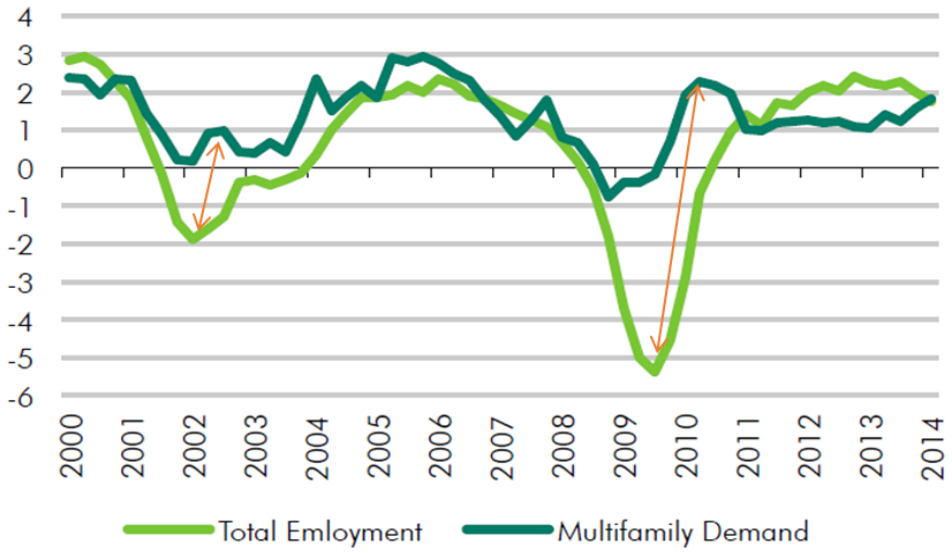


מקור: The City of New York Rent Guidelines Board

בניו-יורק, כמו בערים אחרות בארה"ב, קיימת תוכנית פדרלית לדיור מסובסד המכונה גם HUD. הזכאות להיכלל בתוכנית הינה לרוב לשוכרים אשר הכנסתם השנתית המתואמת (לגודל והרכב המשפחה) אינה עולה על 80% מההכנסה החציונית באזור. שכר הדירה שאותו מקבל בעל הנכס נקבע אחת לתקופה בעת חידוש חוזה עם הגוף הפדרלי האחראי וזאת בהתאם לסקר אזורי בשכונת הנכס. הסיוע בשכ"ד יהיה בדרך כלל ההפרש בין שכר הדירה שנקבע ליחידת דיור לבין הגבוה מבין (א) 30% מההכנסה החודשית המתואמת של המשפחה (ב) 10% מההכנסה החודשית ברוטו של המשפחה. בהתאם לזאת, רוב שכ"ד משולם לבעלי הנכסים באופן ישיר על ידי הגוף הפדרלי. בנוסף לעדכון שכ"ד עם חידוש חוזה, אחת לשנה בעלי נכסי ה-HUD מקבלים פיצוי שנתי בגין העלייה בעלויות התפעול. בשל שיעור ההשתתפות הגבוה של הממשלה בשכ"ד, נכסים אלו מאופיינים ברשימת המתנה ארוכה של שוכרים פוטנציאליים ושיעורי תפוסה השואפים ל-100%. תוכניות אלו מביאות לכך ששיעור תחלופת השוכרים נמוכה מאוד, באופן התומך בנראות התזרימית, לביקוש ולתחרותיות של כל יח"ד.

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. בנוסף, בתקופות משבר, שוק הדיור להשכרה מפגין רמה גבוהה יותר של גמישות, הבאה לידי ביטוי בנכונות גורמים ממנים להעניק הלוואות בשיעור LTV גבוהה יותר בהשוואה לנכסי נדל"ן מסחריים אחרים. 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.

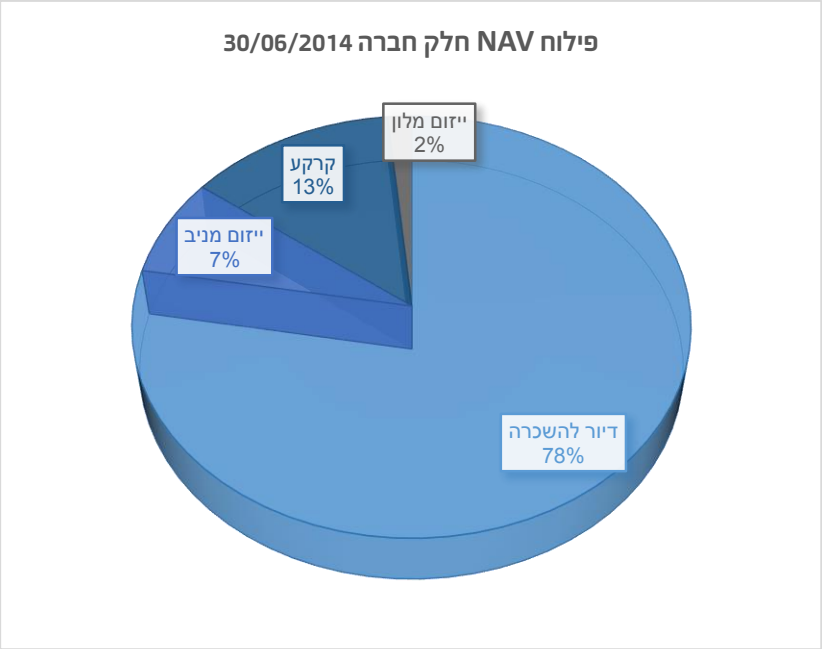
שינוי שנתי בתעסוקה ובביקוש לדיור להשכרה ב-60 השווקים הגדולים בארה"ב



מקור: CBRE

יחסי איתנות בולטים לחיוב ביחס לדירוג, גם לאחר ההתפתחויות הקרובות, תורמים באופן משמעותי ליציבות החברה

מינוף החברה והיקף ההון העצמי בולטים לחיוב, גם ביחס לרמות דירוג גבוהות יותר. ההון העצמי עומד על מעל ל-268 מיליוני דולר וההון העצמי למאזן עומד על כ-73%. להערכת מידרוג, עם השלמת גיוס האג"ח ונטילת חוב בנקאי נוסף, צפויה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות. נציין כי בהתחשב באירועים שהתרחשו לאחר תאריך המאזן והתפתחויות אפשריות נוספות, לרבות גיוס האג"ח, במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחישים אפשריים, לפיהם בתקופות זמן שונות, יחס ההון למאזן יעמוד בטווח של כ-50%-60%. בהמשך לזאת, נציין כי יחסי המינוף עדין צפויים לבלוט לחיוב ביחס לדירוג. יתר על כן, להערכת מידרוג, איכות ומיקום נכסיה המניבים של החברה וההון העצמי המורכב ברובו מנכסי דיור להשכרה בניו-יורק סיטי, משפיעים באופן ניכר על יציבותו של ההון העצמי. בהקשר זה, איכות הנכסים עשויה לסייע במקרה הצורך למימוש/למימון מחדש, שכן אזורי הפעילות של החברה נזילים יותר בהשוואה לשווקים אחרים ולקבוצות נכסים אחרות גם בתקופות משבר.



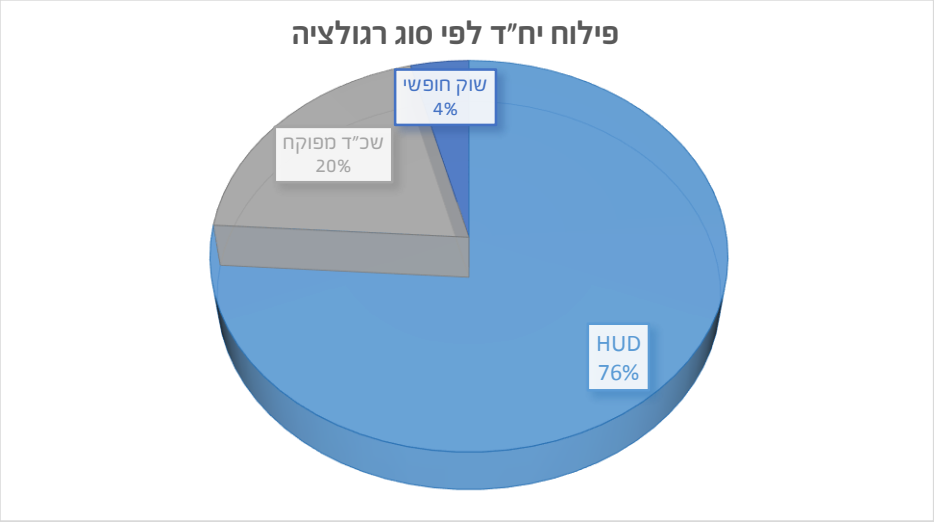
פורטפוליו נכסים איכותי והיקף הכנסה גבוה מממשלת ארה"ב משפרים את הפרופיל העסקי בחברה; יכולת השבחת נכסים מורידה את הסיכון בהטמעת נכסים מניבים חדשים

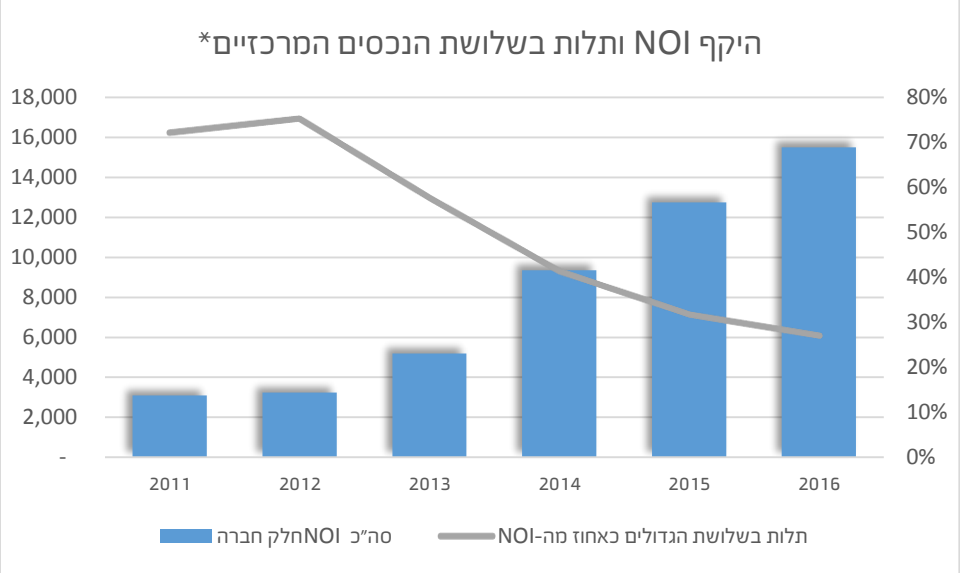
לחברה יותר מ-1450 יח"ד להשכרה בניו-יורק, מתוכן 285 יח"ד בהחזקה עם שותפים, המפוזרות ברובעי ברוקלין, ברוקנס ומנהטן (הארלם). כאמור, לחברה כ-1100 יח"ד המוגדרות HUD- אשר חלק ניכר מההכנסה בגינן מועבר באופן ישיר לחברה ע"י גוף פדרלי של ממשלת ארה"ב ובממוצע כ-74% מהכנסות במגזר זה. שיעור זה צפוי לצמוח בתרחיש בו המשכורת של הדיירים תרד (או מחירי השכירות יעלו, ללא עלייה מקבילה של השכר במשק הבית) ובכך מנגנון הסובסידיה מעניק לחברה מעין "רשת ביטחון" לשמירה על הכנסות שמקורן בממשל הפדרלי מול האפשרות להרעה בשוק העבודה. מנגד, נציין כי לחברה קיימת תלות מסוימת בתוכנית ה-HUD. מעבר לפיזור השוכרים הגבוה הנובע מהיקף יחידות הדיור, לחברה פיזור מקורות הכנסה ההולם לדירוג: שלושת הנכסים המרכזיים צפויים להיות אחראיים על כ-30%-35% מה-NOI (חלק חברה). נכסי החברה מושכרים בתפוסות גבוהות מאוד: שיעור התפוסה המשוקלל עומד על מעל ל-99% ומתאפיין ברמה נמוכה של

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

A Subsidiary of MOODY'S

תחלופת שוכרים ורשימות המתנה. להערכת מידרוג היקף ה-NOI כפי שעולה בדוחות אינו משקף באופן מלא את פוטנציאל הנבתן של הרכישות האחרונות של החברה ותחילת הנבתו של נכס אשר סיים את שלב הייזום (הנמצא כבר בתפוסה של 99%) ונכס נוסף האמור להתאכלס במהלך שנת 2015, כך שה-NOI הכללי של שנת 2015 צפוי להיות גבוה משמעותית בהשוואה לזה של 2014. מידרוג מציינת לחיוב את יכולת החברה בהשבחת נכסים לאורך זמן. הכנסות החברה מנכסים זהים, בין השנים 2012-2013 עלו בכ-8% וה-NOI עלה ביותר מ-20%, בין היתר, אודות להשקעות אשר מטרתן לחסוך בהוצאות התפעול ופיצוי בגין עליית הוצאות התפעול. לאור הנ"ל, מידרוג רואה בתמהיל פעילות החברה גורם חיובי המעניק לחברה יציבות בהכנסות ונראות תזרימית גבוהה, תוך תרומה משמעותית לפרופיל העסקי של החברה.





* בהתאם להשלמת נכסים בייזום והשכרתם לפי הערכות החברה

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

A Subsidiary of MOODY'S

סיכונים עסקיים

תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה

בראש החברה עומד מר ג'ואל גלאק, המחזיק ב-100% מזכויות ההצבעה בחברה, אותה הקים, ועתיד לשמש בה כנשיא ויו"ר דירקטוריון. למר גלאק תפקיד חשוב בהתפתחות החברה ובניהולה השוטף והינו דמות מפתח בפיתוחה העסקי של החברה. על כן, לאור הניסיון והמוניטין שצבר מר גלאק בתחום הנדל"ן בכלל ובתחום ה-HUD בפרט, מידרוג מעריכה כי לחברה תלות במר גלאק ובמקרה בו יחדל מלכהן כבעל השליטה, 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-75 עובדים אשר צברו ניסיון לאורך השנים בניהול ובתפעול נכסי HUD.

מרכיב יזמי מעלה את הסיכון העסקי בחברה; אולם בהתחשב בסוג הייזום ומאפייניו היקף החשיפה מתמתן

לחברה החזקות יחד עם שותפים בשלושה פרויקטים לייזום הנמצאים בשלבים שונים, כאשר שניים מהם הינם פרויקטים לדיור להשכרה בהיקף כולל של 218 יח"ד והשלישי הינו החזקה לא מהותית של 10% במלון הנמצא בשלב מתקדם של ייזום. לחברה גם החזקה יחד עם שותף בקרקע בברוקלין ובנוסף מחזיקה בזכויות לייזום נכסים מניבים נוספים. אחד הפרויקטים לדיור להשכרה- "The North Flats-Phase II-School" צפוי להתחיל להניב כבר במהלך המחצית הראשונה של שנת 2015 ופרויקט נוסף "Long Island City" כבר נמצא בשלב ההכנות לבינוי וצפוי להניב במחצית השנייה של שנת 2016. למרות הסיכון האינהרנטי בייזום נדל"ן והתנודתיות הקשורה לפעילות זו, להערכת מידרוג היקף החשיפה ברמתו הנוכחית אינו משמעותי וזאת לאור הקטנת החשיפה לפרויקט בודד בשל כניסה לפרויקטים יחד עם שותפים, ייעוד הייזום לדיור להשכרה, בשלותם ומיקומם של הפרויקטים ומשך הזמן הקצר להשלמתו של פרויקט.

סיכונים פיננסיים

היקף ה-NOI וה-FFO שאינו גבוה ביחס לחברות בדירוג דומה, עשוי להגדיל את רגישות החברה לתנודתיות ביחסי הכיסוי; אולם היקף זה צפוי לעלות בטווח הקצר- בינוני עם ההנבה מלאה של נכסים בייזום

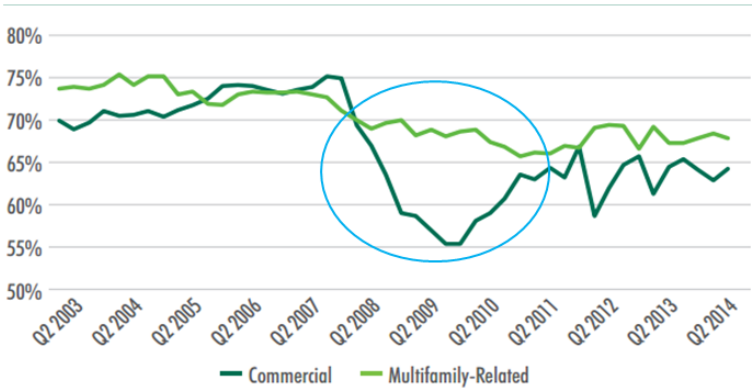
נכסי החברה צפויים להניב NOI בשנת 2014 בהיקף של כ-11-12 מיליוני דולר (כולל חלק החברה בחברות המוצגות בדוחות הכספיים לפי שיטת השווי המאזני). בהתאם לזאת היקף ה-FFO של החברה אינו בולט לטובה. אולם, בהתחשב במיקום הנכסים, יציבות השוק, פיזור השוכרים והנכסים לצד יכולות התפעול בחברה ובחברת הניהול, הסיכון הנובע מהיקף הנ"ל מתמתן. בהמשך לזאת, כבר בטווח הקצר צפויה עלייה משמעותית בהיקפי ה-NOI וה-FFO, הנובעת מהשלמתו של נכס בייזום, גידול בשיעור ההחזקה של נכסי ה-HUD לאחר תאריך המאזן, תהליכי השבחת נכסים והנבה במשך תקופה מלאה של נכסים חדשים הצפויים להצטרף למצבת המניבה. בהתאם לזאת, ה-NOI וה-FFO צפויים לצמוח בטווח הקצר-בינוני. עוד נציין כי יחסי הכיסוי של החברה בולטים לחיוב ולמרות הצפי לשחיקה בטווח הקצר בעקבות גיוס האג"ח, עדין מדובר ביחסים מהירים הבולטים לרמת הדירוג.

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

לחברה אין נכסים מניבים לא משועבדים. אולם, קיימת גמישות פיננסית מסוימת המיוחסת לרמות ה-LTV הנמוכות של מצבת הנכסים המניבה וזאת ביחס למימון הזמין של נכסי הדיור להשכרה בניו-יורק, כך שה-LTV הממוצע של הנכסים

המניבים עומד על כ-40%. 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 וביציבות התזרים, לחברה מקורות נזילים מספקים לשירות החוב בטווח הנראה לעין.

ממוצע יחס LTV לפי סוג נכס



מקור: CBRE

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

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 לעליית שווי הנכסים (ללא קשר לשיעורי ההיוון), מח"מ ארוך להלוואות ושיעור ריבית 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.

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

A Subsidiary of MOODY'S

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול משמעותי לאורך זמן בהיקף התזרים הפרמננטי
- ירידה בחשיפה לייזום
- שיפור משמעותי בהיקף ופיזור פעילות החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שחיקה בהיקף ה-FFO והתזרים הפרמננטי
- חלוקת דיבידנד חריגה, אשר יש 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: 02 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.

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

A Subsidiary of MOODY'S

דו"ח מספר: *CRS081114400M*

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.