



Urbancorp Inc.

דו"ח דירוג ראשוני | נובמבר 2015

1

אנשי קשר:

גבריאל דרנוב, אנליסט בכיר
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



Urbancorp Inc.

דירוג סדרה (Issue), דירוג מנפיק	A3.il (P)	אופק דירוג: יציב
---------------------------------	-----------	------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3.il (P) באופק יציב לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 150 מיליוני ש"ח. אותה תנפיק חברת Urbancorp Inc. (להלן: "החברה" ו/או "Urbancorp"). תמורת ההנפקה תשמש, בעיקר, להחלפת חוב במספר פרויקטים לפיתוח נכסי דיור להשכרה ודיור למכירה.

דירוג ההנפקה מותנה, (P)-Provisional, כפוף להתקיימות נסיבות כמפורט בדוח להלן, למבנה ההנפקה, ייעוד השימוש בכספי ההנפקה ומתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 09/11/2015. 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 בעל השליטה התחייב להעביר לחברה את זכויותיו בתאגידים המפורטים בתשקיף.

פרופיל החברה

החברה הוקמה ונתאגדה במחוז אונטריו, קנדה בחודש יוני, 2015 (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 אלן ססקין (להלן "בעל השליטה") המחזיק ב-100% מהון המניות של החברה. בהתאם לתשקיף ההנפקה, בעל השליטה יעביר לחברה, קודם לרישום למסחר בבורסה של אגרות החוב, את זכויותיו בנכסי נדל"ן מניב ונדל"ן יזמי בעיר טורונטו, קנדה. יצוין כי החברה הינה חלק מקבוצת Urbancorp (להלן "קבוצת Urbancorp או הקבוצה") שנוסדה בשנת 1991 ע"י מר אלן ססקין בה הוא משמש כמנכ"ל (למר ססקין מעל ל-30 שנות ניסיון בתחום הנדל"ן בקנדה). יצוין כי, מרבית פעילות הקבוצה עוברת לחברה ובהתאם לתשקיף ההנפקה, לחברה תהיה זכות סירוב ראשונה לרכישת פרויקטים חדשים בתחום הבנייה למגורים בטורונטו בהיקף של מעל 6 מיליוני דולר הון עצמי. לאורך שנות פעילותה, הקבוצה מסרה מעל ל-5,500 יח"ד ובהתחשב בצבר הקיים, החברה צפויה למסור מעל ל-2,375 יח"ד נוספות במהלך השנים 2016-2018 (כולל דירות המיועדות להשכרה). לחברה שותפויות אסטרטגיות, בחלק מהפרויקטים, עם חברות משמעותיות בקנדה, כגון: חברת First Capital Realty (להלן, "FCR") - אחת מחברות ה-REIT המובילות בקנדה (ואחת החברות בקבוצת "גזית גלוב") וחברת Mattamy Homes - אחת מחברות המגורים הגדולות בקנדה. להלן רשימת הפרויקטים והנכסים המועברים לחברה עם השלמת ההנפקה:

נכסים מניבים בפיתוח ולקראת פיתוח - כיום החברה נמצאת בשלבי ההקמה של נכס משמעותי בטורונטו בשם "Kingsclub" יחד עם חברת FCR (50%). הפרויקט צפוי לכלול 506 יח"ד להשכרה בשלושה בניינים ושטחי מסחר של כ-157 אלף רגל רבוע (ר"ר). להערכת החברה, שלבי האכלוס צפויים לתחילת שנת 2018. בנוסף, בכוונת החברה להתחיל בחודשים הראשונים של שנת 2016 את הקמתם של עוד שני פרויקטים בתחום הדיור להשכרה בטורונטו. האחד, "1071 King" צפוי לכלול כ-300 יח"ד להשכרה ו-21 אלף ר"ר שטחי מסחר (כאשר גם בפרויקט זה השותפה היא FCR) והשני, פרויקט "St. Clair" צפוי לכלול כ-138 יח"ד להשכרה ו-7.8 אלף ר"ר של שטחי מסחר (כאשר השותפה היא חברת Main & Main - חברה בת של FCR). כמו כן, חלק מפרויקט "Downsview" יכלול מרכיב של נכסי דיור להשכרה בהיקף של 113 יח"ד (חלק החברה בפרויקט הוא 51%).

ייזום דיור למכירה ועתודות לייזום עתיד-החברה נמצאת לקראת התחלת עבודות ההקמה של השלב הראשון בפרויקט Downsview. בו צפויה החברה להקים (יחד עם שותף המחזיק ב-49% בפרויקט) כ-491 יח"ד מסוג צמודי קרקע (החברה מכרה בשלב הראשון כ-459 יח"ד המהווה כ-93% ממספר היחידות המוצעות לשיווק בשלב זה). בהקשר זה נציין כי מדובר בשלב הראשון מתוך מספר שלבים לייזום של 1,024 יח"ד למכירה (ועוד 113 יח"ד להשכרה). מועד ההשלמה הסופי לכל השלבים בפרויקט מוערך למחצית 2018. החברה נמצאת בשלבי הקמה של פרויקט "Caledonia" בו 41 צמודי הקרקע צפויים להימסר לקראת סוף 2016 ובמהלך שנת 2017. לחברה עוד 3 עתודות קרקע בטורונטו לייזום 166 צמודי קרקע נוספים. עבודות ההקמה צפויות להתחיל לקראת סוף 2016 ובתחילת החודשים הראשונים של שנת 2017.

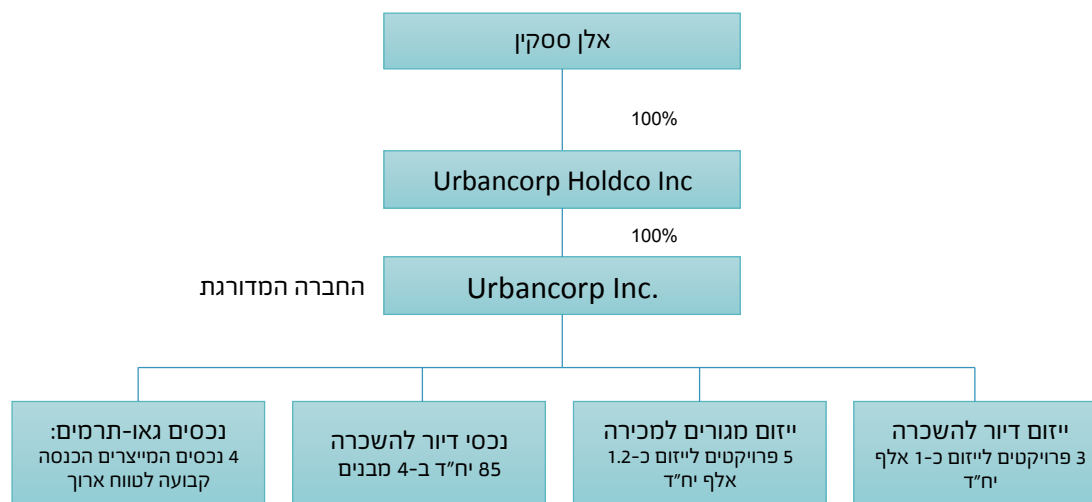
נכסי דיור להשכרה - לחברה 84 יח"ד ושטחי משרדים ומסחר להשכרה ב-4 פרויקטים אותם יזמה בעבר (רוב יחידות הדיור ממקומות בפרויקט Edge). בנוסף, החברה מחזיקה בנכסים גיאותרמיים הממוקמים בתוך הבניינים שנמכרו בעבר. נכסים אלו הינם מערכת משולבת המספקת חימום וקירור לבניין. הכנסות החברה מהנכסים הגיאותרמיים מורכבת מהכנסות שכירות קבועות ושיעור של 50% מעלות החיסכון המיוחסת לשימוש בטכנולוגיה זו. יצוין כי החברה מחזיקה בחוזי שכירות לכ-20 שנים.

מכלול שירותי הניהול העיקריים ופיתוח הנכסים הקשורים לפעילות החברה יינתנו ע"י חברות בקבוצת Urbancorp.

Urbancorp Inc. - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי דולר קנדי)

31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	30/06/2015	אלפי דולר קנדי
30,147	29,744	56,693	44,258	הכנסות ממכירת דירות ושטחי מסחר
33,323	32,889	58,953	47,502	סה"כ הכנסות
4,562	3,826	5,982	6,846	רווח גולמי ממגורים
15%	13%	11%	15%	שיעור רווח גולמי ממגורים
1,741	793	2,606	6,454	EBITDA ללא שיעורים
7,610	-3,203	8,636	-181	עליית ערך נדל"ן להשקעה והערכה מחדש של רכוש קבוע
7,512	18,174	8,108	4,914	סה"כ רווח כולל
149,608	149,905	176,543	140,768	חוב פיננסי
187	449	592	315	יתרת נזילות
73,486	45,063	43,523	4,785	לקוחות- רוכשי דירות
149,421	149,456	175,951	140,453	חוב פיננסי נטו
75,935	104,393	132,428	135,668	חוב פיננסי נטו מתואם*
190,912	222,366	258,843	232,177	Cap
190,724	221,917	258,251	231,862	Cap נטו
224,264	256,443	290,472	272,010	סה"כ מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
26,500	57,387	64,602	74,870	הון עצמי
78%	67%	68%	61%	חוב ל-Cap
78%	67%	68%	61%	חוב נטו ל-Cap נטו
40%	47%	51%	59%	חוב נטו מתואם ל-Cap נטו
12%	22%	22%	28%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
-887	2,277	2,198	6,375	מותאם **FFO
Negative	66	80	11	חוב ל-FFO מותאם **
Negative	66	80	11	חוב נטו ל-FFO מותאם **

* בנטרול תקבולים בגין רוכשי דירות (תקנון בגין סכום שנתקבל עם מסירת הדירות לרוכשים אך הינו מוגבל עד השלמת רישום הדירות על שם הרוכשים). ** מותאם להוצאות ריבית לא פרמנטיות.



אסטרטגיה

אסטרטגיה יזמית המתבססת על יזום דיור למכירה והשכרה בטורונטו; הגדלה משמעותית של מרכיב ההכנסה הקבועה עם השלמת הצבר בפיתוח

החברה התמקדה ומתמקדת כיום בתחום היזום למגורים בטורונטו תוך כדי יצירת הבחנה בין שני מגזרים עיקריים: יזום מבני מגורים להשכרה ויזום מגורים למכירה. לחברה כיום מספר מצומצם של יח"ד להשכרה, אך נמצאת בתהליך להגדלה נרחבת של מצבת הנכסים המניבים. בעקבות תהליכי הפיתוח של מספר פרויקטים (ובעיקר Kingsclub ו-1071 King) החברה צפויה להביא לגידול של מעל ל-1,145 יח"ד להשכרה (רובם בבעלות יחד עם שותפים) זאת בנוסף לשטחי מסחר בתחתית המבנים. בהתאם לתוכניות החברה, המרכיב העיקרי של גידול זה צפוי להתרחש בשנת 2018. רוב נכסי הדיור להשכרה שהחברה מפתחת ובכוונתה לפתח בעתיד, יהיו מסוג "High-Rise" ובאזורים מרכזיים בטורונטו (בהם קיים ביקוש חזק למגורים להשכרה בשל העדר יכולת הרחבה גיאוגרפית של העיר לצד הגירה חיובית, ראו בהמשך). בתחום הדיור למכירה, הפרויקטים הנוכחיים הינם בעיקר מסוג "Low-Rise" ובתמהיל מגוון שכולל בתים ודירות ברי השגה ובתים יוקרתיים יותר. כמקובל בשוק, החברה פועלת במודל של "פריסייל" וקבלת מקדמות של כ-15%-20%. חלקן משמשות לצורך מימון חלק מעלויות הבניה (זאת כחלק מהתנאים להשגת מימון בנקאי לצורך התחלת הבניה בקנדה, הרחבה בהמשך). שיטה זאת תורמת לנראות התזרים העתידי והוצאה לפועל של פרויקטים לאחר עמידה בסף המכירות מראש.

בכוונת החברה להמשיך לצמוח ע"י כניסה לפרויקטים מהמגזרים הנ"ל, תוך השענות על הניסיון שצברה בעבר בתחום היזום (הן בייזום High-Rise להשכרה ו-Low Rise למכירה או השכרה). כמו כן, בכוונת החברה להמשיך לפתח את קשרי הפעולה עם שותפים אסטרטגיים חזקים, כגון FCR, Mattamy Homes ו-CAPREIT. חברות הנחשבות מבין הבולטות בקנדה בתחומי המסחר, בניית בתים צמודי קרקע ותפעול נכסי דיור להשכרה, בהתאמה. בהקשר זה נציין כי, החברה בוחנת באופן קבוע פרויקטים חדשים ופועלת לפי מספר קריטריונים לפני רכישת קרקע. בין היתר, נבחנת יכולת החברה להביא לשינוי האיזור (Re-Zoning) הגדלה של זכויות הבניה ושיעור רווחיות מינימלי לפרויקט.

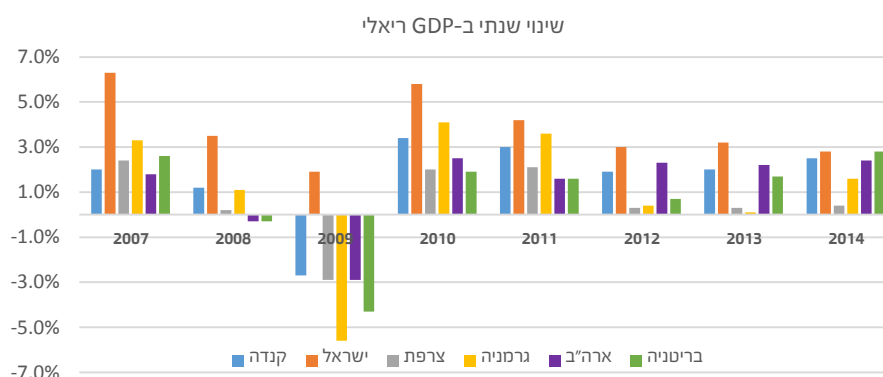
תמורת הגיוס מיועדת להחלפת חוב מזין במספר פרויקטים ושמירה על כרית נזילות לכיסוי הוצאות הריבית.

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 הזכויות של כלל הנכסים המפורטים בתשקיף לחברה, לאחר קבלת כלל האישורים הנדרשים מהגורמים הרלוונטיים. זאת, תוך פרק זמן סביר ממועד הגיוס; שימוש בכספי האג"ח לצורך פירעון חובות מזנין בהתאם לאסטרטגיית החברה; הזרמת הון נוסף במזומן בסך של 12 מ' דולר קנדי מבעל השליטה; המשך פיתוח מצבת הפרויקטים הקיימים ואפשרות לרכישת קרקעות נוספות; החברה טרם פרסמה מדיניות חלוקת דיבידנדים, אך בהתאם למדיניות כפי שהוצגה למידרוג ע"י החברה ניתן לצפות לשיעור חלוקה משוער אשר עשוי להגיע עד ל-50% מהרווח ללא שערוכים (רווח על בסיס תזרים); בכונת החברה לשמור על יחסי איתנות הולמים לדירוג; בהתאם למידע שהוצג ע"י החברה, מידרוג מצפה לשמירת נזילות התואמת את רמת הדירוג, כך שהחברה תפעל שנה מראש לשמירה על מקורות מספקים של שירות חוב אג"ח; הפעילות העתידית בתחום ייזום המגורים של הקבוצה תתבצע באמצעות החברה (בהתחשב במגבלות הקיימות במסגרת זכות הסירוב הראשונה של החברה לפרויקטים חדשים של הקבוצה).

ענף הפעילות

ייזום מגורים למכירה בטורונטו נתמך בביקוש חזק, מערכת רגולטורית ובנקאית יציבה, גורמים הממתנים את הסיכון הגלום בייזום נדל"ן למגורים; ענף המגורים להשכרה מתאפיין בנתונים פונדמנטליים חזקים, על פני תקופות ארוכות, באופן המשליך לחיוב על הסיכון הענפי; מנגד, קיימת האטה בצמיחה וחלק מעליית המחירים בשנים האחרונות נתמכת בסביבת ריבית נמוכה.

לפי נתוני קרן המטבע הבינלאומית, כלכלת קנדה מדורגת במקום ה-11 לפי גודל התוצר ובעלת דירוג אשראי של Aaa באופן יציב במודי'ס. חוסנה הכלכלי בא לידי ביטוי ברמת הכנסה גבוהה לנפש, היקף הפעילות ופיזור תעשיות. יציבות הכלכלה נתמכת במערכת הבנקאית במדינה, המתאפיינת בריכוזיות רבה ודירוגי אשראי בינלאומיים גבוהים (Aa3-Aa1 במודי'ס). למרות הקרבה הגיאוגרפית וקשרי המסחר המשמעותיים עם ארה"ב, משבר 2008-2009 השפיע במידה פחותה ביחס להשפעה על שותפת הסחר הגדולה. גם ביחס למדינות אחרות בקבוצת דירוג דומה, היקף הפגיעה בשנות המשבר נחשב לנמוך יותר (במונחי ירידה בתוצר ומשך זמן התאוששות שוק העבודה). יחד עם זאת, לאחרונה, בעקבות מגמת ירידת מחירי האנרגיה, נתוני הצמיחה האחרונים מורים כי קנדה משלימה בשנת 2015 שני רבעונים רצופים של גידול שלילי בתמ"ג (0.2% ברבעון ראשון ו-0.1% ברבעון שני). בהמשך לכך, קרן המטבע תיקנה את תחזית הצמיחה הריאלית השנתית ל-2015 מכ-2.2% לכ-1%.



מקור: עיבוד נתוני Moody's

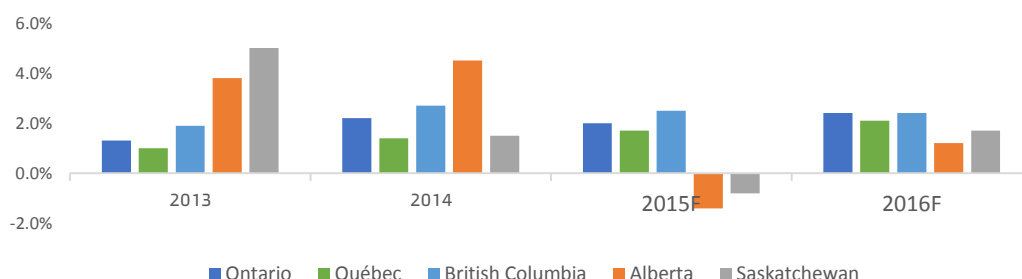
בהתאם למידע כיום, האתגרים העיקריים העומדים בפני כלכלת המדינה הינם העלייה בעומס שירות החוב של משקי הבית ועלויות המחירים של שוק הדיור וזאת בנוסף, לאיומים כללים על הצמיחה העולמית והמקומית בשל חשש להאטה בגוש האירוסין והשינוי במחירי האנרגיה. ביחס לארה"ב, בשנות המשבר האחרון, שוק הדיור בקנדה לא נפגע באופן חמור. יציבות שוק הדיור מיוחסת בעיקר למערכות הבנקאיות והרגולטוריות ששומרות על הגופים הפיננסיים ועל הענף מפני זעזועים, זאת בנוסף למגמות חיוביות של היצע וביקוש. בניגוד לארה"ב על רוכש דירה בקנדה להשלים את הרכישה עם מסירת הדירה (קרי, מחויבות חוזית משפטית- Recourse) ודרישת יכולת שירות החוב ע"י הבנקים הינה גבוהה יותר. כמו כן, בטורונטו הלוואות ליווי לייזום למגורים ניתנות לאחר מכירות מוקדמות של 70% מהדירות ועל כן אין הרבה היצע ספקולטיבי שמגיע לשוק כמלאי לא מכור (פחות מ-5% מהמלאי החדש לאורך השנים).

עומס שירות החוב של משקי הבית במדינה נמצא במגמת עלייה ארוכת טווח. כך לדוגמה, בשנת 2005 שיעור החוב של משקי הבית ביחס לסה"כ ההכנסה הפנויה עמד על כ-125% וכיום השיעור עומד על כ-165%. האמור מעלה את הרגישות של המדינה לאירועים מקרו-כלכליים שיכולים לפגוע בשוק הדיור במדינה ובכך להשפיע על היקף הצריכה של משקי הבית. אולם, בהתחשב במינוף משקי הבית ביחס לשווי הנכסים (פחות מ-50% לאורך זמן) וסביבת הריבית הנמוכה, לצד העלייה בשכר לנפש בשנים האחרונות, יכולת שירות החוב של משקי הבית לא נפגעה באופן ניכר (גם במונחי ההכנסה הפנויה ביחס לתשלומי המשכנתא נותרו סבירים ביחס למקומות אחרים בעולם). אף על פי כן, בהתאם לחששות במקומות רבים ברחבי העולם, לרבות ישראל, קיים חשש כי העלאות ריבית בשנים הבאות ישפיעו לשלילה על מחירי הנדל"ן.

טורונטו רבתי (The Greater Toronto Area-GTA) מונה כ-6 מ' אנשים והינה האזור המאוכלס ביותר בקנדה (והרביעי בכל צפון אמריקה). כלכלת טורונטו נחשבת למגוונת כאשר התעשיות הבולטות הינם ייצור, נדל"ן, שירותים פיננסיים, שירותים עסקיים, קמעונאות וסחר, טכנולוגיות מידע ותקשורת ועוד. שיעור הגידול השנתי באוכלוסיית טורונטו הינו גבוה ועומד על כ-1.6% לשנה. אחד הגורמים העיקריים שמובילים לצמיחה זו היא מדיניות הגירה של קנדה ורצונם של המהגרים להתיישב בטורונטו (כ-50% מהאוכלוסייה בטורונטו נולדו מחוץ לגבולות קנדה).

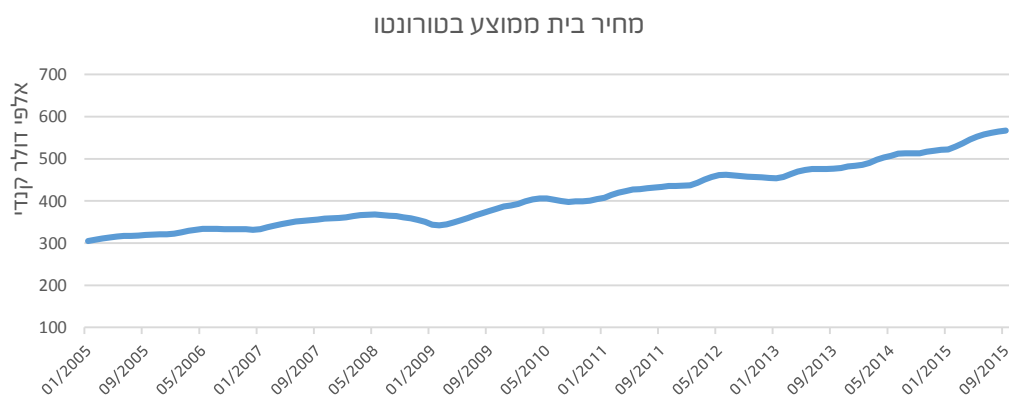
בהמשך לאמור לעיל, בדבר השפעת ירידת מחירי האנרגיה על כלכלת המדינה, ניתן להבחין כי ישנה שונות גאוגרפית בחשיפה של המחוזות השונים למגזר האנרגיה. מחוז אונטריו, בו טורונטו היא העיר המרכזית, נחשב לחשוף במידה פחותה יותר לתעשיות האנרגיה בהשוואה למחוזות אחרים (אם כי התכווצות בפעילות הכלכלית במשק תשפיע גם על כלכלת המחוז). כך למשל, המחוז צפוי להציג גידול בתמ"ג של כ-2% בשנת 2015 וכ-2.4% בשנת 2016 בעוד שנתוני כלל המשק במדינה צפויים לעמוד על כ-1.5% ו-2.1% בהתאמה (לפני נתוני TD Bank).

ציפיות לצמיחת התוצר הריאלי לפי מחוזות נבחרים

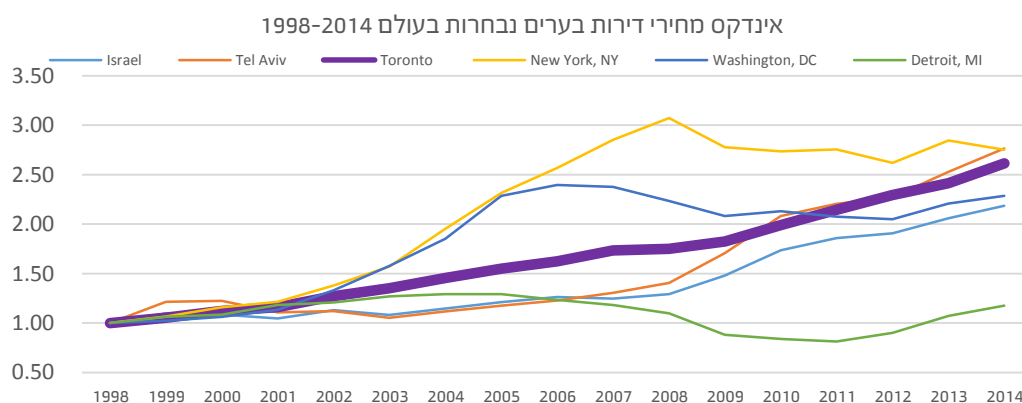


מקור: עיבוד נתוני TD Bank

שוק הדיור למגורים בטורונטו מציג מגמת עליית מחירים ארוכת טווח. אולם, בהשוואה גלובלית טורונטו מציגה תנודתיות נמוכה בשיעור העלייה השנתי. כך לדוגמה, שיעור הגידול הממוצע השנתי במחירי הדיור בטורונטו בין השנים 1998-2014 עמד על כ-6% בשנה, בעוד שבתל אביב ובניו-יורק סיטי הגידול עמד על כ-7%-8% בהתאמה. אך באותה התקופה, טורונטו לא הציגה ירידות מחירים גדולות או תנודות משמעותיות וזאת בניגוד לתל אביב וניו-יורק סיטי. בהקשר זה, נציין את ביצועי הענף בטורונטו בתקופת המשבר של 2008- בעוד ששוק הדיור בארה"ב סבל מהמשבר (גם באזורי המטרופוליטניים הגדולים, כגון ניו-יורק סיטי, בוסטון ושיקגו), מחירי הדיור בטורונטו נשארו בסה"כ יציבים. כך למשל, במחצית שנת 2008 החלו לרדת מחירי הדיור בטורונטו בשיעור של עד לכ-7%, אולם עד מחצית שנת 2009 מחירי הדיור חזרו לרמתם ערב המשבר. גם במשבר "ההיי טק" בתחילת שנות ה-2000, ההשפעה על שוק המגורים בטורונטו הייתה נמוכה יחסית.



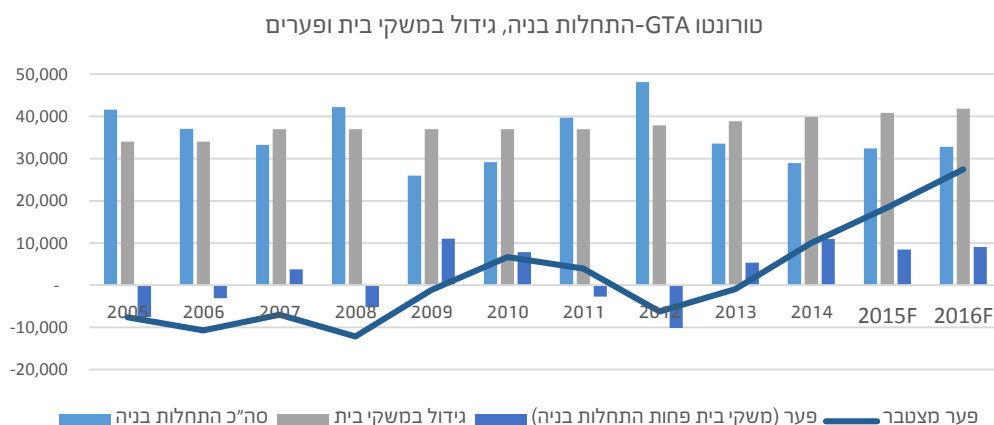
מקור: The MLS HPI data



מקור: Zillow, Canadian Real Estate Association, נתוני הלמ"ס, עיבוד נתוני הלמ"ס

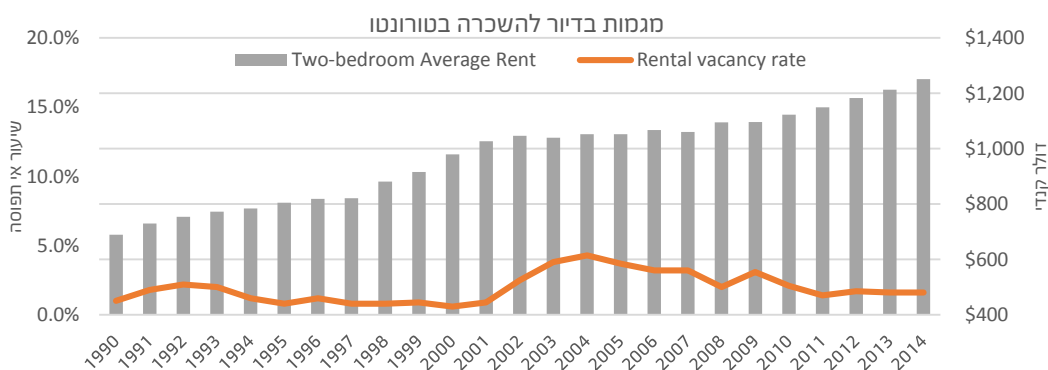
הענף מראה נתונים פונדמנטליים חיוביים שתומכים בשוק הדיור לאורך זמן, כך לדוגמה ב-10 השנים האחרונות סה"כ הגידול במשקי הבית היה גבוה ביחס להתחלות הבניה באזור, באופן שתומך במחירי הדיור. כמו כן, גם בשנים בהם התחלות הבניה עברו את הגידול במשקי הבית, השוק ידע "להתאים את עצמו" בשנים העוקבות ע"י הורדה של התחלות הבניה למומצעים ההיסטוריים וזאת תוך זמן קצר. כך לאורך זמן נוצר פער משמעותי בין היקף משקי הבית החדשים לבין היצע יחידות הדיור והדבר בא לידי ביטוי במחירי המגורים בטורונטו. מאפיין בולט נוסף התומך בשוק הדיור בטורונטו הוא שיעור ייזום יחסית נמוך

של דיור למגורים "ספקולטיבי". בגלל הצורך למכור 70% מהדירות לפני קבלת הלוואת ליווי בנקאית ומשך הזמן הנדרש כדי להשלים את ייזום הפרויקטים, רוב הדירות נמכרות כבר בשלבים התחלתיים. דינמיקה זו מגבילה את ההיצע הזמין למכירה בכל שנה ובכך מגבילה את התנודתיות של מחירי הדיור.



מקור: עיבוד נתוני CMHC

שוק הדיור להשכרה מראה מגמת יציבות ארוכת טווח ואף שיפור בשנים האחרונות. בין השנים 2000 ל-2014 שיעור הגידול השנתי הממוצע במחירי השכירות עומד על כ-2.1%, כאשר בתקופה זו היו רק שנתיים של ירידה בשכ"ד (פחות מ-1% בשתי התקופות). גם שיעורי האי התפוסה בעיר מציגים מגמת יציבות לאורך שנים ונחשבים לנמוכים מאוד בהשוואה עולמית. יצוין כי להערכת מידרוג, ענף הדיור להשכרה נחשב לדפנסיבי יותר ביחס לקבוצות נכסי נדל"ן מניב אחרות. מאפיין אשר תומך בנראות מקורות ההכנסה, בעיקר עם התהפכות מחזורים כלכליים. כך למשל, בשנת 2009 מחירי השכירות בטורונטו נשארו יציבים (עליה מינורית של כ-0.1%) ושיעורי האי תפוסה עלו בנקודת אחוז.



מקור: עיבוד נתוני CHMC



בהתאם לאמור ובהתחשב בתחומי הפעילות של החברה, מידרוג מעריכה כי פעילות החברה בטורונטו, הן בתחום ייזום מגורים למכירה והן בתחום ייזום מגורים להשכרה, ממתנת במידה מסוימת את הסיכון היזמי. מנגד, ישנם אספקטים בהם קיימים גורמי סיכון בשוק זה, כפי שתוארו לעיל.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מתיק הפרויקטים לייזום נכסי דיור להשכרה ומכירה הממוקמים באזורי ביקוש בטורונטו התורמים ליכולת ונראות הפקת התזרים, לרבות שיעורי מכירות גבוהים מראש. לחברה שיתופי פעולה בפרויקטים המרכזיים עם שותפים מהמובילים בתחומם בשוק הקנדי, באופן התומך בפרופיל העסקי; מרמות המינוף הבולטות לחיוב ביחס לדירוג, הבאות לידי ביטוי בחוב ל-Cap שעומד על כ-61% ויחס הון למאזן בנטרול מקדמות שעומד על כ-28%. כמו כן, גיוס האג"ח אינו צפוי להשפיע לרעה על יחסי האיתנות, לאור כוונת החברה להחליף הלוואות על קרקעות בחוב אג"ח. בהמשך לכך, בכוונת בעל השליטה להזרים הון במזומן בהיקף של 12 מ' דולר קנדי עם השלמת הגיוס, באופן שתומך בשמירה על יחסי האיתנות, גם בשקלול אפשרות לגידול בחוב בגין הלוואות ליווי; מוותק הפעילות של החברה בשוק בטורונטו, הבא לידי ביטוי בהיקף מסירות משמעותי של מעל ל-5,500 יח"ד. כמו כן, תמהיל הפרויקטים הנוכחי הולם את הניסיון היזמי של החברה בעבר; מהלימה טובה של מועד קבלת התזרים העתידי ביחס למועד והיקף פירעונות האג"ח, התומך ביכולת החברה לרכוש קרקעות לפיתוח עסקי וכן ממתן תלות במחזור חוב; טורונטו מהווה שוק יחסית מפוזר ובעל מאפייני חוסן לאירועים כלכליים פנימיים וחיצוניים ועל כן מספק לחברה סביבת פעילות נוחה.

דירוג החברה מושפע לשלילה מהסיכון הגלום בפעילות היזמית בחברה המעלה את הרגישות לתנודתיות בתוצאות; מהתלות בבעל השליטה בחברה, שהינו להערכת מידרוג בעל ערך רב לניהול ופיתוח הפעילות; הכניסה לתחום חדש (בעלות על נכסים מניבים עם השלמת שלבי הייזום) בו החברה טרם צברה ניסיון משמעותי משליכה לשלילה על הפרופיל העסקי. מנגד, בהתאם לאסטרטגיית החברה, היא נוהגת לעבוד עם שותפים בעלי ניסיון נרחב בתחומים אלו, התורמים ידע רב להבנת הביקוש והתפעול של נכסים מסוג זה. כמו כן, החברה מתכוונת להמשיך ולפעול בתחום הייזום למגורים; היקף הון עצמי ופעילות בינונית אשר חושף את תוצאות החברה לתנודתיות. יצוין כי פיזור ותמהיל הפרויקטים הולם את הדירוג; מהחששות להאטה בכלכלה הקנדית בעקבות הירידה במחירי הסחורות, הבאה לידי ביטוי בנתוני התוצר האחרונים. יחד עם זאת, גם לאחר עדכון נתוני הצמיחה, הם אינם שונים מהותית מאשר נתוניהן של כלכלות ברמת ה-Aaa. יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיות תנודתיים בטווח הקצר עד ההכרה בהכנסות עם מסירות הפרויקטים בשנים 2017-2018; גמישות פיננסית בינונית בשל היות מרבית נכסי החברה משועבדים.

חוזקות

נראות טובה להפקת תזרים המוזמנים העתידי הנשען על פיתוח נכסים מניבים באזורי ביקוש מרכזיים וייזום דיור למכירה בעל שיעור מכירות מראש גבוה מאוד

ייזום המגורים להשכרה - לחברה פרויקט משמעותי בשם Kingsclub, הנמצא בשלבי הקמה ועוד שני פרויקטים, 1071 King ו-St. Clair, הנמצאים בשלבים האחרונים לפני תחילת עבודות ההקמה (הצפויות להתחיל במחצית שנת 2016). בנוסף לפרויקטים אלו, חלק מפרויקט "Downsview" צפוי לכלול גם מרכיב של דירות להשכרה. להערכת החברה, תחילת אכלוס הפרויקטים צפוי להתרחש לקראת סוף 2017 ובמהלך שנת 2018. עם סיום תקופת אכלוס יח"ד והשטחים המסחריים, מרכיב הכנסה הקבועה בחברה יגדל בצורה ניכרת, באופן התומך ביציבות ונראות ההכנסות העתידיות. פרויקטים אלו צפויים להביא



לגידול בהיקף ה-NOI בסכום של כ-7 עד 10 מ' דולר קנדי (חלק יחסי של ה-NOI בהתאם לשיעור ההחזקה בפרויקט). כמו כן, החברה לפני "קלזינג" של קרקע נוספת ("Avenue Road 121") להקמת 91 יח"ד כאשר ה-NOI הצפוי לאחר השלמת הפרויקט מוערך על כ-2 מ' דולר קנדי נוספים. בתוך כך, נציין כי נתונים אלו לוקחים בחשבון קיטון בשכ"ד הפוטנציאלי בשל מכירה מראש שליש מהזכויות במרכיב המגורים ב-Kingsclub לחברת "הריט" הקנדית CAPREIT וכן את האפשרות שיש בידי FCR לרכוש את כל הזכויות של החלק המסחרי בפרויקט. יצוין כי, מכיוון שמדובר בתחום הדיור להשכרה בטורונטו, ענף המפגין ביקושים גבוהים לאורך זמן, סיכון האכלוס של פרויקטים אלו הינו נמוך מאשר ייזום ספקולטיבי של סוגי נדל"ן מניב אחרים.

ייזום מגורים למכירה - החברה היום נמצאת בשלבי ההקמה של פרויקט Caledonia בו מכרה מראש את כל יחידות הדיור. בנוסף בתקופה הקרובה, החברה תחל יחד עם שותף (Mattamy Homes המחזיק ב-49% מהזכויות בפרויקט) בעבודות ההקמה של השלב הראשון ב-Downsview. החברה מציגה שיעורי מכירות מראש בולטים לחיוב. בטרם תחילת עבודות ההקמה של השלב הראשון, כבר נמכרו מראש 459 יח"ד המהוות כ-93% מסך יחידות הדיור בשלב זה וכ-44% מסך הדירות הצפויות לקום בכל השלבים בפרויקט (בשני השלבים הנוספים החברה טרם התחילה את "הפרייסייל"). להערכת החברה, מסירת הדירות בשני הפרויקטים הנ"ל צפויה להתרחש במהלך 2016 ו-2017 ומסירות של הדירות בשלבים הנוספים ב-Downsview צפויות להתרחש במהלך 2017 ו-2018.

עתודות קרקע לקראת פיתוח - לחברה עתודות להקמת עוד שלושה פרויקטים: "Lawrence", "Mallow" ו-"Patricia" (בהם לחברה שיעור בעלות של 100%) להקמת 166 צמודי קרקע (זאת לא כולל את העתודות הנוספות בהיקף של עוד כ-533 יח"ד בגין שני שלבים נוספים ב-Downsview). בהקשר זה יצוין כי החברה פועלת מול הרשויות הרלוונטיות לצורך הגדלת זכויות הבניה. שיעור המכירות בשני הפרויקטים הראשונים עומד על כ-40% כאשר החברה צפויה להתחיל בקרוב בשלבי הפרייסייל של הפרויקט השלישי. הפרויקטים צפויים להיכנס לפיתוח בשנים 2016 ובחודשים הראשונים של 2017 ולמרות היקף יחסית נמוך של יח"ד, צפויים להביא לרווח גולמי ולתזרים מזומנים ניכר בהתבסס על מחירי הבתים לפי החוזים החתומים.

הכנסה קבועה - בנוסף לפרויקטים היזמיים, לחברה 84 יח"ד להשכרה ב-4 נכסים אשר צפויים לייצר NOI בהיקף של כחצי מ' דולר קנדי (עם התייבבות הפעילות בהמשך השנה או תחילת השנה הבאה). כמו כן, ככל שהחברה תבחר להמשיך להחזיק בשטחי המשרדים בפרויקט Edge ולפעול לאכלוסם, היקף ה-NOI עשוי לעלות בעוד כחצי מ' דולר. כמו כן, במסגרת מכירת נכסי "הקונדו" מפרויקטים קודמים, החברה שמרה בבעלותה על מערכות וויסות הטמפרטורה באותם המבנים הנקראים גם "נכסים גאותרמיים". הכנסות החברה מהנכסים הגיאותרמיים מורכבת מהכנסות שכירות קבועות ושיעור של 50% מעלות החיסכון המיוחסת לשימוש בטכנולוגיה זו. לחברה ארבעה חוזי שכירות מסוג Triple Net החתומים ל-20 שנים וצפויים להניב כ-1.4 מ' דולר קנדי בשנה (לא כולל הצמדות שונות).

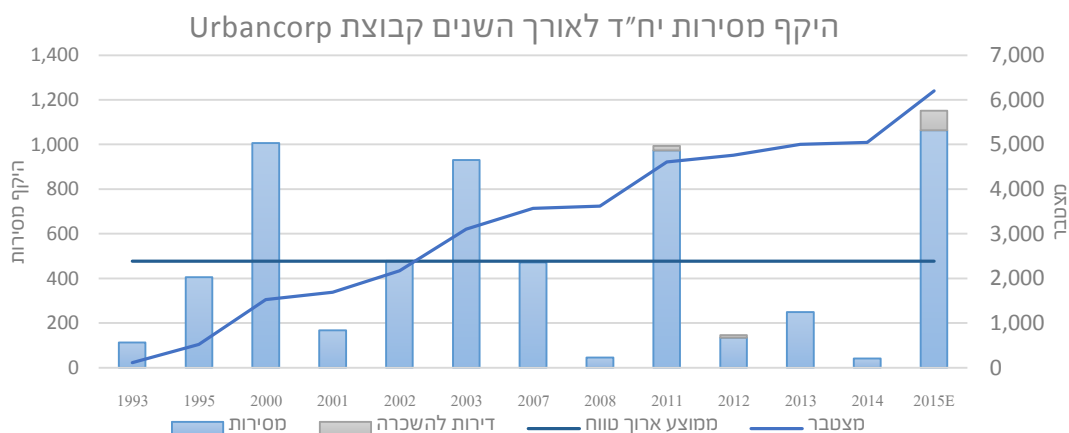
בהתחשב בתמהיל הפרויקטים בפיתוח והקרובים לפיתוח, שיעורי המכירות מראש ופרופיל השותפים בפרויקטים בנוסף למרכיב ההכנסה הקבועה בחברה, להערכת מידרוג, בעתיד הנראה לעין קיימת נראות תזרימית טובה, באופן שתומך בפרופיל העסקי וביכולות שירות החוב.

רמות המינוף בולטות לחיוב ביחס לרמת הדירוג; גיוס האג"ח אינו צפוי לשחוק את יחסי האיתנות; מידרוג מציין לחיוב את נכונות בעל השליטה, בהתאם לתשקיף ההנפקה, להזרים הון נוסף במזומן בהיקף של כ-12 מיליון דולר קנדי

יחסי האיתנות של החברה טובים ביחס לרמת הדירוג. כך לדוגמה, יחס ההון העצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות עומד על כ-28% ויחס חוב ל-Cap עומד כ-61%. יחסי האיתנות אינם צפויים להישחק באופן משמעותי בעקבות גיוס האג"ח, שכן כמעט כל התקבולים מיועדים להחלפת חוב "מזנין" בסכום דומה. נציין כי, גם בהתחשב באירועים קרובים, כגון נטילת חוב בנקאי נוסף לצורך מימון הקמת הפרויקטים ובהתבסס על נתוני החברה, יחסי האיתנות צפויים עדין לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. זאת בהתייחס גם להתחייבות בעל השליטה להזרמת הון במזומן בהיקף של כ-12 מיליון דולר קנדי עם השלמת גיוס האג"ח. למרות הכניסה למספר פרויקטים משמעותיים בטווח הקצר, החוב בגין הפרויקטים צפוי לצמוח באופן מדורג. זאת בשל תמהיל הדירות, היקף המקדמות ושיטת מסירת הדירות. כך למשל, בפרויקט Downstview החברה צפויה למסור את צמודי הקרקע מהשלב הראשון עוד במהלך עבודות ההקמה של צמודי קרקע נוספים בשלב זה. שיטה זאת מאפשרת לגלגל את ההכנסות בגין המסירות לצורך מימון השלבים הנוספים, מבלי לטול חוב בנקאי בהיקף נרחב, באופן התומך ביחסי המינוף בעתיד.

וوتק בפעילות הייזום למגורים בטורונטו, הן בתחום הבנייה הרוויה והן בתחום צמודי הקרקע, הולם את תמהיל הפרויקטים הנוכחי

לקבוצה ולבעל השליטה וותק בענף הייזום למגורים בטורונטו, אשר בא לידי ביטוי בהיקף מסירות משמעותי לאורך השנים האחרונות. בתקופת פעילותה הקבוצה מסרה מעל ל-5,500 יח"ד, כאשר חלק משמעותי ממסירות אלו התבצע בין השנים 2011-2015. לאורך שנות פעילותה, הקבוצה השלימה פרויקטים רבים וצברה ניסיון בייזום מסוג Low Rise והן מבנים מסוג High Rise, באופן שהולם את תמהיל הפרויקטים הנוכחי בחברה. בהקשר זה נציין כי החברה מראה Track Record של פרויקטים מוצלחים לאורך שנות פעילותה והצליחה להוציא לפועל פרויקטים גם בתקופת המשבר העולמי. לקבוצה מטה ניהולי הכולל מעל ל-50 עובדים בעלי וותק בארגון, הממלאים תפקידים מגוונים במספר מחלקות כגון רכש, מימון, שיווק, משפטי, ניהול והקמת פרויקטים, עיצוב, חשבות, שירות לקוחות ועוד. בנוסף, החברה השכילה במהלך השנים לזהות שכונות המצויות בצמיחה ושיפור במיצוב ואף הגיעה לדומיננטיות יחסית באותם אזורים. להערכת מידרוג, ניסיון זה בשוק הדיור בטורונטו ושייכות לקבוצת Urbancorp תומכת בפרופיל העסקי של החברה.

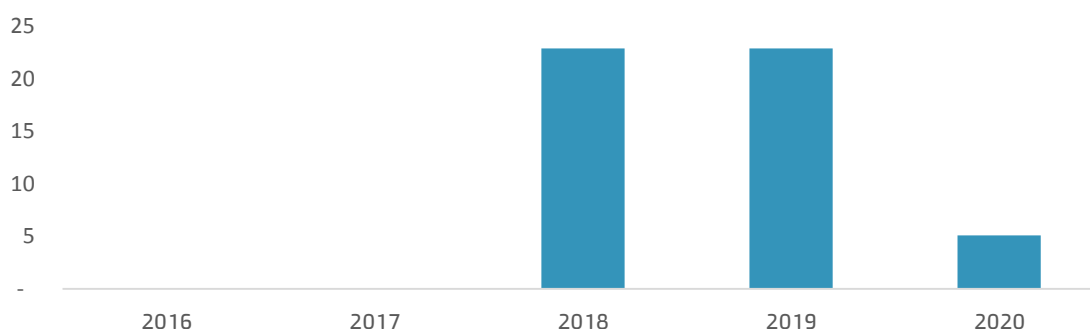


נתוני 2015 כוללים גם את הצפי למסירות עד סוף השנה עם השלמת פרויקטים.

מועד תקבולי התזרים מהפרויקטים הולמים את מועד הפירעון של האג"ח

בהתייחס לפרויקטים במגזר הייזום למכירה, החברה צפויה ליצר תזרים מזומנים משמעותי בהיקף של מעל ל-100 מ' דולר קנדי, כאשר חלק ניכר מסכום זה צפוי להתקבל בשנת 2018, בעיקר בעקבות הצפי להשלמת הפרויקטים הבאים: Patricia-i Mallow, Lawrence, Downsview. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, חלק מהכספים יושקעו מחדש כהון עצמי לצורך רכישת קרקעות נוספות. בנוסף למקורות הנ"ל, בשנים 2018-2019 הפרויקטים לייזום דיור להשכרה צפויים לייצר הכנסה קבועה ועל כן להגדיל את התזרים השיורי השנתי ובמקביל יתרמו להורדת התנודתיות בהכנסות. בהתייחס לעומס שירות החוב, כפי שהוצג למידרוג, בבשלות הפרויקטים, שיעורי המכירות מראש ובמועדים לקבלת התזרים, להערכת מידרוג קיימת הלימות טובה בין עומס שירות החוב לבין מועדי קבלת תזרימי המזומנים. העיתוי של קבלת תזרימי המזומנים מול מועדי פירעון האג"ח מצמצם את התלות במימון מחדש של החוב, גם בהתחשב בצורכי רכישת קרקעות נוספות. יצוין כי האמור מתבסס על תחשיבי החברה לעלויות השלמות הפרויקטים, לרבות עלויות המימון, התקורה והשייווק.

לוח סילוקין צפוי עם השלמת ההנפקה, במ' דולר קנדי



לוח הסילוקין הצפוי כפי שהוצג למידרוג

12

סיכונים פיננסיים

אסטרטגיה יזמית מביאה לחשיפה לסיכונים אינהרנטיים בייזום נדל"ן; ניהול הסיכונים בא לידי ביטוי בהורדת החשיפה לפרויקטים יזמיים בודדים

להערכת מידרוג האופי היזמי של החברה הכולל, בין היתר, רכישת קרקעות, ייזום נדל"ן למגורים וייזום נדל"ן מניב הינו בעל רמת סיכון גבוהה יחסית. זאת נוכח החשיפה לסיכונים אינהרנטיים שונים אליהם חשופה החברה במסגרת פעילות זו. עקב כך תוצאות החברה חשופות יותר לתנודתיות. בין היתר, בשל משך השלמת הפרויקט מיום רכישת הקרקע, תלות במקורות מימון, חשיפה למחזורי עסקים שליליים ותפעול הנכסים המניבים עם השלמת שלב הייזום. כמו כן, לחברה תלות ברכישת קרקעות מפעם לפעם כדי לשמור על היקף פעילותה. במטרה למתן את ההשפעה של חשיפה לפרויקט יזמי בודד, הבטחת יכולת עמידה בצבר הפרויקטים והשגת ההון העצמי הנדרש להוציא לפועל פרויקטים משמעותיים, החברה נוהגת לפעול לייזום יחד עם שותפים. כך למשל, ב-Downsview החברה הכניסה כשותפה לפרויקט את Mattamy Homes (אחת מהחברות הבניה הפרטיות הגדולות בצפון אמריקה) ובפרויקטים נוספים כגון 1071 King ו-Kingsclub לחברה שותפות עם FCR. מהלכים אלו ממתנים את חשיפת החברה לפרויקט יזמי בודד, תורמים לפיזור מקורות ההכנסה ומשליכים לחיוב על מדיניות ניהול הסיכונים בחברה.

תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה

בראש החברה עומד מר אלן ססקין המחזיק ב-100% מהון המניות בחברה אותה הקים ומשמש בה מנכ"ל. למר ססקין ניסיון וותק בתחום הייזום למגורים בטורונטו, הן כמייסד ומנכ"ל קבוצת Urbancorp והן בתפקידים אחרים. למר ססקין מעורבות במרכיבים חשובים לפעילות החברה, כגון רכישת קרקעות, השגת מימון, ניתוח הסביבה העסקית של החברה. בנוסף, מר ססקין העמיד ערבויות אישיות בחלק מהסכמי המימון אשר החברה היא צד בהן. לאור זאת, מידרוג מעריכה כי לחברה תלות במר ססקין ובמקרה בו יחדל מלכהן כבעל השליטה בחברה, הדבר עשוי להשפיע באופן מהותי על פרופיל הסיכון.

כניסה לתחום חדש בו החברה טרם צברה ניסיון; הסיכון מתמתן במידה מסוימת לאור שותפות אסטרטגית עם FCR ועם

CAPREIT להן ניסיון בניהול נכסים מסוג זה

בהתאם למהלך האסטרטגי שיקלול בעלות על נכסים מניבים בהיקף משמעותי ביחס לפעילות המניבה כיום (גידול ע"י שמירה על זכויות החברה בפרויקטים לייזום נכסי דיור להשכרה), החברה נכנסת לתחום בו טרם צברה ניסיון. האמור עשוי להביא למספר אתגרים, לפחות בשנות התפעול הראשונות של הנכסים המניבים, באופן היוצר תלות בצדדים נוספים עד פיתוח והטמעה של מערכות ניהול ותפעול. יחד עם זאת, נציין לחיוב את הגופים השותפים של החברה שתורמים לפוטנציאל הצלחת הפרויקט. כמו כן, בזכות הבעלות המשותפת על הפרויקטים קיימים אינטרסים משותפים. כך למשל בפרויקט Kingsclub חברת FCR וחברת CAPREIT הינם שותפות של החברה, הן במרכיב המגורים והן במרכיב המסחרי (ל-CAPREIT החזקה שתכנס לתוקף לקראת השלמת הפרויקט). לחברות אלו ניסיון משמעותי בתפעול ובעלות נכסים מסחריים ונכסי דיור להשכרה. לדוגמה, CAPREIT מנהלת כ-42 אלף יח"ד בקנדה. כמו כן, החברה צפויה להמשיך לפעול בתחומי הליבה שלה, באופן התומך בפרופיל העסקי וממתן את ההשפעה שיש בכניסה לתחום חדש.

13

חשיפה למספר פרויקטים מרכזיים ובאזור גיאוגרפי אחד משפיעה לרעה על פיזור מקורות ההכנסה, אף על פי שהנ"ל הולם

חברות בדירוג דומה; מאפייני השוק בטורונטו ושיעורי המכירות ממתנים את ההשפעה על פרופיל הסיכון

כל נכסי החברה מרוכזים באזור גיאוגרפי אחד, באופן החושף את החברה לאירועים כלכליים נקודתיים בטורונטו. אולם, בהתבסס על האמור לעיל, השוק בטורונטו הינו מגוון ובעל היקף אוכלוסייה נרחב (לא הרבה פחות מכלל אוכלוסיית ישראל) ומראה נתונים פונדמנטליים חזקים, הן לביקוש לדיור למכירה והן לביקוש דיור להשכרה, באופן הממתן את ההשפעה של הריכוזיות הגיאוגרפית. בהמשך לכך, לחברה גם חשיפה למספר מועט של פרויקטים מרכזיים. לדוגמה, בתחום הדיור למכירה, היקף התזרים מפרויקט Downsview ביחס לכלל התזרים הצפוי מייזום דיור למכירה עומד על כ-40% (בהתחשב בכל השלבים בפרויקט) ומרביתו צפוי להתקבל במהלך השנים 2017-2018. בתחום ייזום הדיור להשכרה, פרויקט Kingsclub צפוי להיות אחראי על כ-25% מההיקף ה-NOI מהנכסים המניבים עם התייצבות פעילות זאת. יחד עם זאת, בשני פרויקטים אלו, החברה פועלת עם שותפים מובילים בשוק הקנדי באופן הממתן את השפעת הריכוזיות. כמו כן, בפרויקט המגורים היקף המכירות בשלב הראשון עומד כבר על כ-93% ובכל הפרויקט על כ-45%, באופן התומך בפרופיל הסיכון.

סיכונים פיננסיים

היקף ההון עצמי אינו גבוה ביחס לרמת הדירוג אך צפוי לצמוח בהתחשב בהזרמת הון הבעלים ואירועים לאחר תאריך המאזן

היקף ההון העצמי עומד על כ-74 מ' דולר קנדי ואינו בולט ביחס לקבוצת הדירוג. אולם, בהתחשב באירועים קרובים, ההון צפוי לצמוח לכ-87 מ' דולר קנדי. זאת בשל הזרמת הון במזומן לחברה בסך של כ-12 מ' דולר קנדי מבעל השליטה שתתבצע עם השלמת ההנפקה ומימוש פרויקט Queen 952 ברווח. כמו כן, קיים שווי נוסף בחברה שעדיין אינו בא לביטוי בהון העצמי.



בפרויקט Kingsclub לדוגמה, קיים שווי עודף של עוד כ-8 מ' דולר שאינו מגולם בדוחות הכספיים בשל סיווג חשבונאי של אחד מהמבנים בהקמה (2 מתוך 3 מבני המגורים באותו הפרויקט מוצגים לפי שווי הוגן בעוד שמבנה אחד מוצג לפי שיטת העלות). כך גם, קיים שווי נוסף גלום בחלק המסחרי של פרויקט Edge: לחברה החזקה בשטחי מסחר ומשרדים המוצגים לפי עלות, אך בפועל ישמשו כנדל"ן מניב או צפויים להימכר ברווח משמעותי. בהתחשב באמור ובהיקף האג"ח הצפוי, להערכת מידרוג היקף ההון העצמי הולם את רמת הדירוג.

יחסי הכיסוי צפויים להיות תנודתיים בשנים הקרובות לאור מועד השלמת הפרויקטים

לאור היקף ותמהיל הפרויקטים, מידרוג מעריכה כי היקף ה-FFO ויחסי הכיסוי יהיו תנודתיים יחסית בטווח הקצר. זאת בשל כניסה לביצוע של מספר פרויקטים בתקופה הקרובה, הצפויים להניב רווחים בעוד מספר שנים. עם השלמת הפרויקטים המניבים והפקת הכנסות פרמננטיות, יחסי הכיסוי צפויים להיות יציבים יותר ביחס לטווח הקצר. אף על פי כן, בממוצע, על פני התקופה יחסי הכיסוי צפויים להיות הולמים לדירוג.

גמישות פיננסית מוגבלת הנובעת משיעור נמוך של נכסים מניבים חופשיים משעבוד ביחס להיקף האג"ח: לחברה מלאי דירות

ונכסים גאותרמיים הניתנים לשעבוד

העדר נכסים מניבים בהיקף משמעותי משליך לשלילה על פרופיל הגמישות בחברה. אולם קיימת גמישות פיננסית מסוימת הנובעת ממלאי הדירות להשכרה אשר ניתן למימוש או לשעבוד באופן יחסית מהיר (חלקו משועבד ברמות LTV נמוכות יחסית) בשווי של כ-14 מ' דולר (זאת בהנחה שהחברה תפעל לפירעון החוב הבנקאי בגין אותם הדירות לאחר השלמת גיוס האג"ח). כמו כן לחברה נכסים גיאותרמיים הניתנים לשעבוד (צורה חזקה פחות). כך גם, בהתחשב בקשרי החברה עם גורמי מימון מקומיים, להערכת מידרוג, קיימת לחברה גמישות מסוימת לנטילת חוב מזנין. אולם מקור זה נחשב לפחות חזק, במיוחד בתקופות משבר.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- גידול בהיקף ההון העצמי אף מעבר לתחזיות מידרוג, תוך שמירה על יחסי האיתנות הנוכחיים
- התייצבות הפעילות המניבה ועמידה בתחזיות החברה
- שיפור בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה ובעיקר דחיה ועיקובים של פרויקטים, באופן שישיע על מועד קבלת התזרים
- כניסה לפרויקטים יזמיים משמעותיים בעלי פרופיל סיכון גבוה יותר
- שינוי משמעותי לרעה בסביבת הפעילות הכלכלית של החברה
- שחיקה של יחסי האיתנות מעבר לתרחישי הרגישות של מידרוג

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012.

[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: 10 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 לפגום¹, 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.

¹ 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 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 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.