



מגדלי הים התיכון בע"מ

דוח פעולת דירוג | אוקטובר 2015

1

אנשי קשר:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

anna@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי, סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

ran@midroog.co.il

מגדלי הים התיכון בע"מ

דירוג סדרות (Issue)	A2.il	אופק דירוג: יציב
---------------------	-------	------------------

מידרוג מאשרת דירוג A2.il באופק יציב לסדרת אג"ח א' שבמחזור של חברת מגדלי הים התיכון בע"מ (להלן: "החברה"). כמון כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד 100 מיליון ש"ח ע.ג. תמורת הגיוס תשמש למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 20/10/2015 אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שנית.

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.2015 אלפי ₪	יתרת שנות פידעון האג"ח
אג"ח א'	1131531	מרץ-14	3.55%	לא צמוד	208,500	2016-2020

2

דירוג החברה נסמך, בין היתר, ממיצובה בתחום הדיור המוגן וניסיון בענף, החברה הינה אחת החברות הגדולות והוותיקות ביותר מבין החברות הפועלות בתחום הדיור המוגן הפרטי בישראל. נתח השוק של החברה לפי כמות יחידות דיור מהווה מעל ל-10% מהענף. לחברה Track Record חיובי בתחום, כאשר החל משנת 2010 פועלת החברה כרשת תחת המותג "מגדלי הים התיכון" ופועלת רבות לשמירה על מיצוב ואיכות בתי הדיור המוגן כמו גם על איכות השירותים הניתנים לדיירים; פעילות החברה מתבטאת ביציבות שיעורי התפוסה ואף רשימות המתנה במספר בתי דיור מוגן. נכון למועד הדו"ח, שיעור התפוסה המשוקלל בבתי הדיור המוגן הפעילים (לא כולל ירושלים) עומד על כ-94%; מנכסים איכותיים הממוקמים באזורי ביקוש, תמהיל שירותים רחב וביקושים גבוהים לדיור מוגן באיזורים אלו, המשפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה. נכון למועד הדו"ח, החברה מחזיקה ב-5 בתי דיור מוגן פעילים, בית דיור מוגן בירושלים אשר נמצא בשלבי אכלוס ובית דיור מוגן בהקמה בגני תקוה סה"כ כ-1,631 יח"ד (כולל גני תקוה) בשווי כולל של כ-2.5 מיליארד ₪ נכון ליום 30.06.2015; מתזרים גבוה מתחלופת דיירים בבתי הדיור המוגן הפעילים ומתזרים מפיקדות הנובעים מאכלוס לראשונה של יחידות דיור בירושלים וגני תקוה, אשר לפי נתונים שנמסרו לנו מהחברה צפוי לעמוד על מעל ל-300 מיליון ₪ סה"כ (נטו), התורמים ליכולת שירות החוב וליחסי כיסוי בולטים לרמת הדירוג בטווח הקצר והבינוני. אולם, עם גיוס האג"ח והשלמת אכלוס הנכסים החדשים, יחסי הכיסוי של החברה צפויים להישחק אך עדיין להלום את רמת הדירוג; ענף הדיור המוגן הפרטי בישראל מאופיין ברמות ביקוש גבוהות, ביציבות יחסית בהכנסות ובחסמי כניסה רבים. להערכת מידרוג, ענף הדיור המוגן הוא ענף יציב יחסית וכמו כן המשך התפתחות הענף אף צפויה לתרום לחברה.

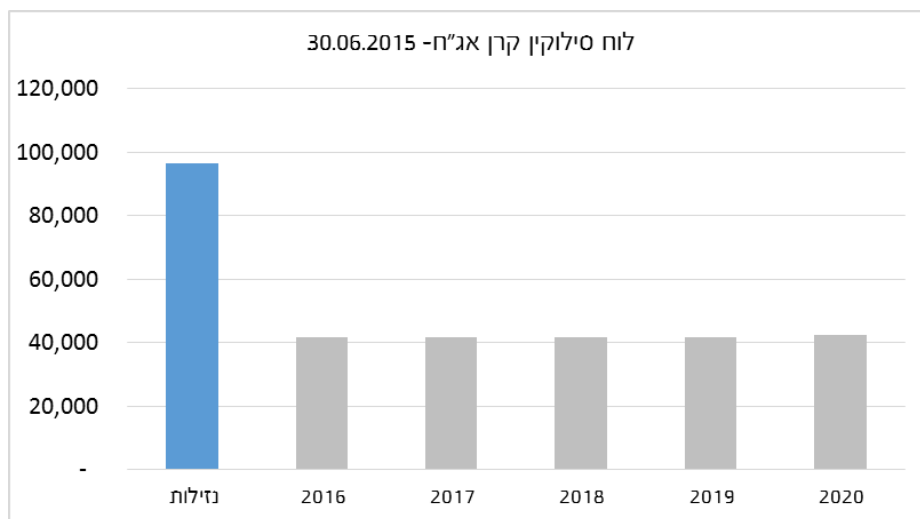
מנגד, פעילות החברה חושפת אותה לשינויים מאקרו-כלכליים ושחיקה במחירי נדל"ן או האטה בשוק, העשויים להשפיע על תזרימי המזומנים של החברה; ריכוזיות הן ברמה הגיאוגרפית והן ברמת הנכסים ביחס לחברות מדורגות. עם זאת, איכות הנכסים ומיקומם ממתינים את הסיכון לתלות באיזור גיאוגרפי וכן, השלמת האכלוס והייזום בירושלים וגני תקוה צפויים להפחית את תלות החברה בנכסים מרכזיים; יחסי איתנות אינם בולטים ביחס לדירוג; גמישות פיננסית מוגבלת בשל חוסר היכולת של החברה לשעבד את בתי הדיור המוגן לאור מתן שעבוד על יחידות הדיור לטובת הדיירים. עם זאת, בעקבות מבנה החברה ישנה אפשרות שהחברה תוכל לשעבד את נכסיה בעתיד

נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ש"ח)

31.12.2012	31.12.2013	30.06.2014	31.12.2014	30.06.2015	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
115,189	116,259	59,430	119,907	60,517	סה"כ הכנסות
45%	45%	42%	41%	42%	שיעור רווח גולמי
29,498	23,884	12,002	18,923	7,953	EBITDA בנטרול שערות
65,801	95,424	46,176	90,401	38,885	EBITDA בנטרול שערות מותאם*
272,471	249,806	326,151	392,753	372,895	חוב פיננסי
39,006	44,152	181,810	153,765	96,394	יתרות נזילות
233,465	205,654	144,341	238,988	276,501	חוב פיננסי נטו
880,473	1,017,000	1,196,390	1,280,628	1,309,835	Cap
841,467	972,848	1,014,580	1,126,863	1,213,441	Cap נטו
421,157	532,215	622,132	620,066	651,651	**הון עצמי וזכויות מיעוט
1,956,181	2,199,197	2,409,377	2,534,661	2,582,300	סך מאזן
22%	24%	26%	24%	25%	הון עצמי לסך מאזן
31%	25%	27%	31%	28%	חוב ל-CAP
28%	21%	14%	21%	23%	חוב נטו ל-CAP נטו
42,640	65,366	41,039	76,645	30,075	* מותאם FFO
6	4	4	5	6	חוב פיננסי ל- FFO מותאם
5	3	2	3	5	חוב פיננסי נטו ל- FFO מותאם
4	3	4	4	5	חוב ל- EBITDA מותאם בגילום שנתי
4	2	2	3	4	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA מותאם בגילום שנתי
68%	64%	63%	64%	63%	חוב כולל פיקדונות ל-CAP
68%	63%	60%	62%	61%	חוב נטו כולל פיקדונות ל-CAP נטו
31	21	18	21	26	חוב כולל פיקדונות ל- FFO מותאם
30	20	16	19	25	חוב כולל פיקדונות נטו ל- FFO מותאם

* EBITDA בנטרול שערות מותאם כוללת את התזרים נטו מפיקדונות דיירים בניכוי הכנסות מחילוט ו- FFO מותאם כולל את התזרים נטו מפיקדונות מדיירים.

** סעיף ההון העצמי וזכויות מיעוט כולל הלוואת בעלים שניתנה ע"י השותף כהשקעה בפרויקט גני תקווה ואשר הינה בעלת מאפיינים של זכויות מיעוט.



* בחודש מרץ 2015 פערה החברה כ- 41.5 מיליון ₪ מסדרה אג"ח א'.

להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדו"ח הדירוג הראשוני מחודש יולי 2015¹

אופק הדירוג:

4

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ושיפור בפיזור הגיאוגרפי ובכמות הנכסים תוך שיפור ביחסי האיתנות (בשימת דגש על היקף ההון העצמי).
- גידול משמעותי ב-FFO תוך שמירה על יחסי הכיסוי.
- שיפור משמעותי ביחסי המינוף.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה משמעותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי והאיתנות כתוצאה משינוי בסביבה העסקית.
- גידול משמעותי בהיקף הייזום של החברה באופן שיפגע בפרופיל העסקי של החברה וביכולתה הפיננסית לשרת את החוב.
- חלוקת דיבידנדים בהיקף אשר יגרע מנזילות ואיתנות החברה.

¹ הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

היסטוריית הדירוג



פרופיל החברה

החברה הוקמה והתאגדה בישראל בשנת 1998, כחברה פרטית מוגבלת במניות בשם מג'יקפיצ'ר בע"מ ובחודש נובמבר 2013 שינתה את שמה לשמה הנוכחי. בחודש פברואר 2014 הנפיקה החברה את מניותיה לציבור ומאז נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב. נכון למועד הדו"ח, החברה מוחזקת על ידי מר מוטי קירשנבאום (17.11%), מר בוריס לוין (12.99%), הציבור (33.93%), קרנות המנוף בראשית ו-KCPS (12.51% ו-10.24% בהתאמה) ויורפורט בע"מ (13.22%). מאז הקמתה, פועלת החברה בעצמה ובאמצעות חברות בשליטתה, בתחום ייזום והפעלה של בתי דיור מוגן לאוכלוסיית הגיל השלישי².

5

מחקרים מתודולוגיים

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

דוח קודם: יולי 2015

תאריך דוח: 20 באוקטובר 2015

² הגיל השלישי מתכוון לגיל הזקנה של אוכלוסייה מסוימת, בישראל על פי הגדרות הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה גיל הזקנה מוגדר כ- 65+, קיימות גם הגדרות אחרות לגיל הזקנה כגון גיל הפרישה ועוד.

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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 לפגום³, בקרות 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.

³ 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 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 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 התייחסות 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, 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 נשוא 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.