

# מגדלי הים התיכון בע"מ

דוח דירוג ראשוני | יולי 2015

1

אנשי קשר:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

[annaa@midroog.co.il](mailto:annaa@midroog.co.il)

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

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## מגדלי הים התיכון בע"מ

|                  |    |                    |
|------------------|----|--------------------|
| אופק דירוג: יציב | A2 | דירוג סדרה (Issue) |
|------------------|----|--------------------|

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2 באופק יציב לסדרת אג"ח א' שבמחזור של חברת מגדלי הים התיכון בע"מ (להלן: "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

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

### 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) ויורופורט בע"מ (13.22%). מאז הקמתה, פועלת החברה בעצמה ובאמצעות חברות בשליטתה, בתחום ייזום והפעלה של בתי דיור מוגן לאוכלוסיית הגיל השלישי<sup>1</sup>. נכון למועד הדו"ח, בבעלות החברה (חלקם יחד עם שותפים) חמישה בתי דיור מוגן פעילים הפרוסים בחמש ערים בישראל: בת ים, רמה"ש, סביון, נורדיה וכפר-סבא (סה"כ 1191 יח"ד). כמו כן, בחודש פברואר 2014 רכשה החברה בית דיור מוגן נוסף בירושלים (116 יח"ד סה"כ), כאשר נכס זה נמצא נכון למועד הדו"ח בשלבי אכלוס ראשוניים (נכון למועד הדו"ח אוכלסו כ-20 יח"ד). בנוסף, החברה נמצאת בתהליך הקמה של בית דיור מוגן בגני תקווה (ההקמה מתוכננת בשני שלבים הכוללים יחד 325 יח"ד נוספות). בסך הכל, נכון ליום 31.03.2015, לחברה בתי דיור מוגן פעילים ובהקמה בשווי כולל של כ-2.4 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, אכלוס הנכס בירושלים וסיום הקמה ואכלוס גני תקווה צפויים לתרום בצורה ניכרת להיקף ה-FFO - (אשר לוקח בחשבון את התזרים נטו מפיקדונות דיירים) בשנים הקרובות. יש לציין, כי נכון למועד הדו"ח בנכס בגני תקווה שווקו כ-50% מיחידות הדיור בשלב א' וכ-33% מיחידות הדיור בשלב ב'. היקף שיווק זה תורם לנראות התזרים העתידי מפיקדונות מדיירים אשר רובו צפוי להתקבל בשנים 2016-2017 ועומד על למעלה מ-200 מיליון ₪ נטו לשני השלבים, על פי נתוני החברה. נכון למועד הדו"ח, החברה קיבלה אישור לשינוי תב"ע ל-24 יח"ד נוספות בגני תקווה ונמצאת בתהליכים לקבלת היתר בניה ל-24 היחידות הנוספות. כמו כן, במסגרת בתי הדיור המוגן לחברה הכנסות משוכרי משנה אשר נובעות בעיקרן מהמחלקות הסיעודיות במרבית מבתי הדיור המוגן של הרשת. יש לציין, כי החברה איננה חשופה לתפעול המחלקות הסיעודיות אלא רק משכירה שטחים למפעיל חיצוני.

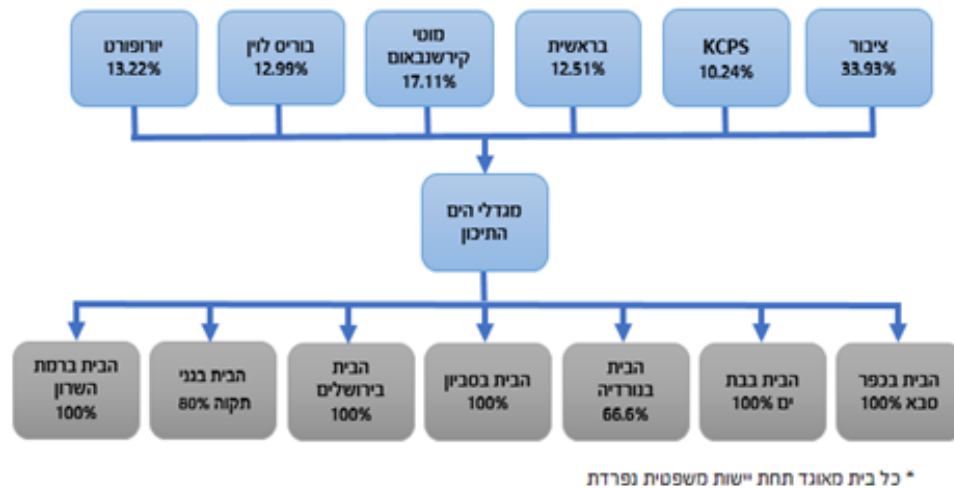
2

<sup>1</sup> 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.

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

| 31.12.2012     | 31.12.2013     | 31.03.2014     | 31.12.2014     | 31.03.2015     | נתונים פיננסיים עיקריים אוחדות בית אלפי ש  |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--------------------------------------------|
| 115,189        | 116,259        | 29,688         | 119,907        | 30,220         | סה"כ הכנסות                                |
| 51,858         | 52,088         | 12,533         | 49,426         | 13,208         | רווח גולמי                                 |
| 45%            | 45%            | 42%            | 41%            | 44%            | שיעור רווח גולמי                           |
| 29,498         | 23,884         | 6,282          | 18,923         | 4,539          | EBITDA בנטרול שערכים                       |
| 65,801         | 95,424         | 29,722         | 90,401         | 21,441         | EBITDA בנטרול שערכים מותאם*                |
| <b>272,471</b> | <b>249,806</b> | <b>404,023</b> | <b>392,753</b> | <b>359,688</b> | חוב פיננסי                                 |
| 39,006         | 44,152         | 277,092        | 153,765        | 104,253        | יתרות נזילות                               |
| 233,465        | 205,654        | 126,931        | 238,988        | 255,435        | חוב פיננסי נטו                             |
| 880,473        | 1,017,000      | 1,257,870      | 1,280,628      | 1,289,752      | Cap                                        |
| 841,467        | 972,848        | 980,778        | 1,126,863      | 1,185,499      | Cap נטו                                    |
| 421,157        | 532,215        | 612,072        | 620,066        | 647,791        | **הון עצמי וזכויות מיעוט                   |
| 1,956,181      | 2,199,197      | 2,496,490      | 2,534,661      | 2,543,482      | סך מאזן                                    |
| 22%            | 24%            | 25%            | 24.5%          | 25.5%          | הון עצמי לסך מאזן                          |
| 31%            | 25%            | 32%            | 31%            | 28%            | חוב ל-CAP                                  |
| 28%            | 21%            | 13%            | 21%            | 22%            | חוב נטו ל-CAP נטו                          |
| 42,640         | 65,366         | 10,354         | 76,645         | 14,874         | * מותאם FFO                                |
| 6              | 4              | 10             | 5              | 6              | חוב פיננסי ל- FFO מותאם                    |
| 5              | 3              | 3              | 3              | 4              | חוב פיננסי נטו ל- FFO מותאם                |
| 4              | 3              | 3              | 4              | 4              | חוב ל- EBITDA מותאם בגילום שנתי            |
| 4              | 2              | 1              | 3              | 3              | חוב פיננסי נטו ל- EBITDA מותאם בגילום שנתי |
| 68%            | 64%            | 64%            | 64%            | 62%            | חוב כולל פיקדונות ל-CAP                    |
| 68%            | 63%            | 60%            | 62%            | 61%            | חוב נטו כולל פיקדונות ל-CAP נטו            |
| 31             | 21             | 37             | 21             | 26             | חוב כולל פיקדונות ל- FFO מותאם             |
| 30             | 20             | 30             | 19             | 24             | חוב כולל פיקדונות נטו ל- FFO מותאם         |

\* EBITDA בנטרול שערכים 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 תקוה ואשר הינה בעלת מאפיינים של זכויות מיעוט.



#### אסטרטגיה

**מיקוד הפעילות בתחום הדיור המוגן בישראל; הרחבת הפעילות הקיימת באמצעות ייזום ו/או רכישה של בתי דיור מוגן נוספים באזורי ביקוש של קהל היעד**

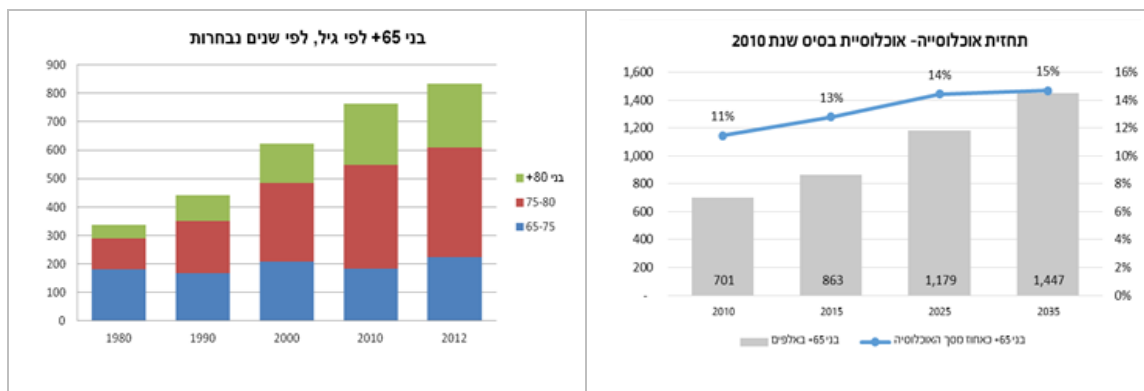
בתחום הפעילות הקיים, החברה תמשיך להפעיל ולהשביח את בתי הדיור המוגן הקיימים ותמשיך בייזום הנכס בגני תקווה. בנוסף, נכון למועד הדו"ח, החברה קיבלה אישור לשינוי תב"ע וזאת על מנת להגדיל את מספר יחידות הדיור בבית הדיור המוגן בגני תקווה ב-24 יחידות דיור נוספות (שלב ג') מעבר ליחידות הדיור שאושרו, נכון למועד הדו"ח החברה פועלת לצורך קבלת היתר בניה ליח"ד הנוספות. כמו כן, החברה פועלת באופן שוטף לאיתור קרקעות מתאימות לייזום בתי דיור מוגן חדשים ובוחנת אפשרויות שונות להתרחבות על ידי רכישה או מיזוג עם רשתות/בתים קיימים, תוך שימת דגש על פריסה גיאוגרפית רחבה יותר ויתרונות לגודל.

#### מדיניות דיבידנד

בכל שנה, ייבחנו החברה ודירקטוריון החברה, את התוצאות הכספיות של פעילותה ובין היתר, תזרים המזומנים הצפוי תוך התחשבות בתוכניות העתידיות, וזאת על מנת לבחון את יכולת חלוקת הדיבידנדים לבעלי המניות. ככל שהנתונים הכספיים של החברה יאפשרו זאת, היא תשאף לחלק דיבידנד בסכום שישקף 2% מההון העצמי של החברה (ההון העצמי המיוחס לבעלי החברה בתוספת מיסים נדחים) בהתאם לדוחות הכספיים השנתיים האחרונים למועד ההחלטה. על פי החברה, דירקטוריון החברה יהיה רשאי לפי שיקול דעתו הבלעדי להחליט כי לא יחולק דיבידנד בשנה מסוימת. דירקטוריון החברה יהיה רשאי בכל עת, לשנות את מדיניות הדיבידנד הנ"ל. כמו כן, על פי התשקיף של החברה אשר פורסם לציבור, החברה לא תחלק דיבידנד העולה על 50% מהרווחים הראויים לחלוקה והינה מתחייבת שלא לבצע חלוקה במקרה ולאחר חלוקת הדיבידנד, ההון עצמי של החברה יפחת מ-400 מיליון ₪.

ענף הדיור המוגן הפרטי בישראל מוגדר על ידי מידרוג כענף בעל רמת סיכון בינונית. מדובר בענף אשר התפתח רבות בשנים האחרונות ואף ממשיך לצמוח גם כעת. הדיור המוגן הפרטי בישראל פונה לאוכלוסיית המבוגרים בישראל (בני 65+) ממעמד סוציו אקונומי בינוני-גבוה, ומציע לאוכלוסייה זו שירותים רבים בנוסף לסידורי המגורים. בענף הדיור המוגן קיים פן תפעולי הדורש ניסיון וידע רב בתחום, היקף כוח אדם משמעותי ביחס לענפי נדל"ן אחרים (ענף הנדל"ן המניב או ענף הנדל"ן למגורים) ועלויות שוטפות גבוהות- של בעלי מקצוע מתחום הרפואה (בפרט בבתי דיור אשר מתפעלים מחלקות סיעודיות), שירותים שונים הניתנים לדיירים במסגרת הדיור המוגן, שכר עבודה ואנרגיה. עלויות אלו עשויות להשתנות מעת לעת בשל התייקרות מחירים במשק ובשל צרכי רגולציה נוספים. בהקשר זה יש לציין, כי בהתאם לחוק הדיור המוגן רשאי בית הדיור המוגן לעלות את דמי השימוש של הדיירים ולעדכןם בהתאם להתייקרויות שחלו בפועל דבר המפחית את החשיפה התפעולית. בשל כך, הענף דורש רמת התמחות גבוהה וחשיפה להשקעות בעיקר בשמירה וחיידוש הקיים. כאמור, בענף הדיור המוגן חשיפה תפעולית מחד ומאידך, רמות הידע והניסיון הנדרשות בכניסה לענף יוצרות חסמי כניסה רבים. החל משנת 2012 קיים גם חסם כניסה מכוח חוק הדיור המוגן, אשר קובע תנאי סף להקמת והפעלת בתי דיור מוגן.

ענף הדיור המוגן מאופיין ברמות ביקוש גבוהות וביציבות יחסית בהכנסות שכן צריכה של שירותי דיור נחשבת להוצאה בסיסית ואף מהווה חלק נכבד מהוצאות הפרט. אולם, הענף חשוף לאוכלוסיית יעד ממעמד סוציו אקונומי בינוני - גבוה וקיימת קורלציה גבוהה בין מחירי הדיור בישראל לבין סכומי הפיקדונות. בחלק מהמקרים קיימת תחלופה מסוימת בין דירה קיימת בבעלות לבין דירה בבית דיור מוגן ועל כן, כאשר מחירי הדיור יורדים, המחיר שיכולים להציע עבור דיור מוגן יורד אף הוא. השניים האחרונים חושפים את החברה להאטה במשק, לשינויים במחירי הדיור ולרמת ההכנסה הפנויה של אוכלוסיית היעד בזמן נתון. על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה רמות הביקוש לדיור מוגן אף צפויות לגדול בשל הגידול באוכלוסיית היעד. אוכלוסיית המבוגרים (בני 65+) לסוף שנת 2013 מנתה כ-778 אלפי תושבים (קבוצת אוכלוסיה - יהודים ואחרים), שמהווים כ-12% מכלל תושבי ישראל, בקבוצת אוכלוסייה זו. כמחצית מהם מעל גיל 75. תוחלת החיים של גברים ונשים בגיל 65 בין השנים 2008-2012 עמדה על כ-18.8 ו-21 שנים בהתאמה, לעומת, 16.4 ו-18.5 בשנים 1995-1999. כמו כן, על פי תחזיות הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בשנת 2025 אוכלוסיית המבוגרים בישראל (בני 65+) צפויה להגיע לכ-1,179 אלפי תושבים ואף לכ-1,447 אלפי תושבים בשנת 2030. לפיכך, שיעור המבוגרים בישראל צפוי לצמוח לכ-14% ולכ-15% מתוך סך האוכלוסייה, בהתאמה (יחס נמוך ביחס למדינות העולם המערבי). מלבד הגידול בביקוש, קיים שינוי בטעמים של אוכלוסייה זו, יחד עם העלייה בתוחלת החיים וברמת החיים בארץ. העדפות הדיור של אוכלוסיית הגיל השלישי משתנות יחד עם העלייה ברמת החיים וצפוי שיותר ויותר מבני הגיל השלישי יפנו לפיתרון הדיור המוגן הפרטי.



\*עיבוד לנתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

הענף מתאפיין בתחרות בינונית המושפעת ממיקום בית הדיור המוגן ומבתי דיור נוספים בסביבתו וכמו כן מאיכות ומיתוג הנכס. בישראל חלק ניכר מבתי הדיור המוגן נמצאים באזור המרכז והשרון, אך גם כמחצית מאוכלוסיית גיל הזהב בישראל (בני 65+) מתגוררים באזורים אלו. גורם נוסף העלול להשפיע על תחרות בענף הוא הקמת מתחמים נוספים של דיור מוגן. אולם, קיימת מגבלה מסוימת בשל זמינות נמוכה יחסית של קרקעות מתאימות למתחמי דיור מוגן באזורי הביקוש בישראל ובשל ההשקעה ההונית הגבוהה הנדרשת בהקמת מתחם חדש. ביחס לתחומי נדל"ן אחרים, בענף הדיור המוגן קיימים תזרימי מזומנים גבוהים יחסית, הנובעים מקצב תחלופת הדיירים. קצב התחלופה הממוצע בענף, נכון למועד דוח זה, עומד על כ- 10%. להערכת מידרוג, ענף הדיור המוגן הוא ענף יציב יחסית וכמו כן, ככל שהמגמות הנוכחיות ביחס להיצע וביקוש בענף ימשיכו, האמור אף צפוי להשפיע לחיוב על החברה.

6

## שיקולים עיקריים לדירוג

**דירוג החברה מושפע לחיוב** ממיצובה בתחום הדיור המוגן וניסיון בענף, החברה הינה אחת החברות הגדולות הפועלות בתחום הדיור המוגן בישראל. נתח השוק של החברה לפי כמות יחידות דיור מהווה כ- 13% 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 באזורים 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- 1,632 יח"ד בשווי כולל של כ- 2.4 מיליארד ₪ נכון ליום 31.03.2015; מתזרים גבוה מתחלופת דיירים בבתי הדיור המוגן הפעילים ומתזרים מפיקדונות 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 השלמת אכלוס הנכסים החדשים, יחסי הכיסוי של החברה צפויים להישחק אך עדיין להלום

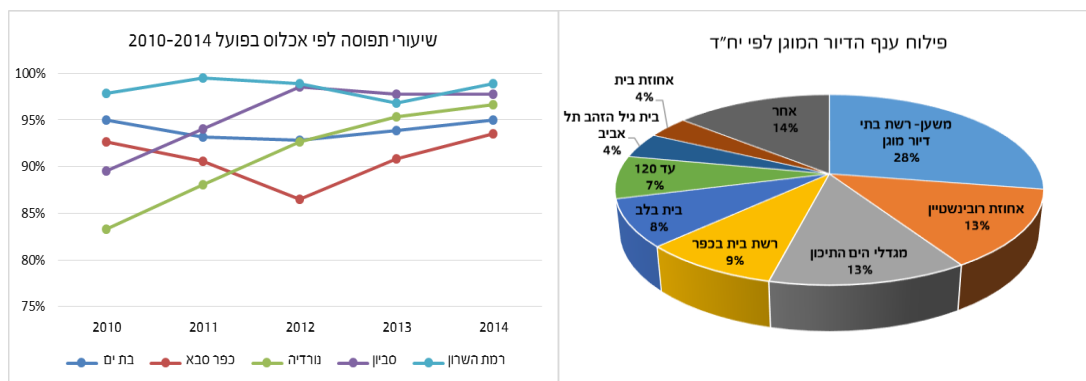
את רמת הדירוג; ענף הדירוג המוגן הפרטי בישראל מאופיין ברמות ביקוש גבוהות, ביציבות יחסית בהכנסות ובחסמי כניסה רבים. להערכת מידרוג, ענף הדירוג המוגן הוא ענף יציב יחסית וכמו כן המשך התפתחות הענף אף צפויה לתרום לחברה.

**דירוג החברה מושפע לשלילה** מחשיפה לשינויים מאקרו-כלכליים ושחיקה במחירי נדל"ן או האטה בשוק, העשויים להשפיע על תזרימי המזומנים של החברה; ריכוזיות הן ברמה הגיאוגרפית והן ברמת הנכסים (כ- 26% מהכנסות החברה נובעות מנכס מרכזי וכ- 69% מההכנסות נובעות משלושת הנכסים המרכזיים). עם זאת, איכות הנכסים ומיקומם ממתנים 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 הדירוג המוגן לאור מתן שעבוד על יחידות הדירוג לטובת הדיירים. עם זאת, בעקבות מבנה החברה ישנה אפשרות שהחברה תוכל לשעבד את נכסיה בעתיד.

## חוזקות

### מיצוב החברה בתחום הדירוג המוגן, *Track record* וניסיון בענף תורמים לנראות ויציבות החברה

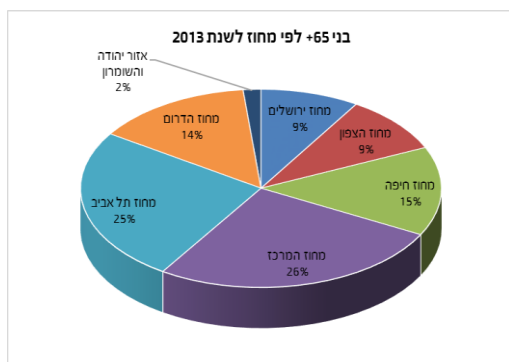
החברה הינה אחת החברות הגדולות הפועלות בתחום הדירוג המוגן בישראל. נתח השוק של החברה לפי יחידות דירוג מהווה כ- 13% מהענף. עד לשנת 2010 בבעלות החברה היה בית דירוג מוגן אחד אותו יזמה ברמת השרון. בשנת 2010 רכשה החברה את חברת משכנות כלל בע"מ אשר בבעלותה היו ארבעה בתי דירוג מוגן פעילים. נכון למועד הדו"ח החברה מפעילה חמישה בתי דירוג מוגן פעילים (1191 יח"ד), בית דירוג מוגן נוסף בירושלים בשלבי אכלוס (116 יח"ד) ובית דירוג מוגן בהקמה בגני תקוה (325 יח"ד). עם השלמת הייזום בגני תקוה ואכלוס מלא בירושלים פעילות החברה אף צפויה לגדול ביחס לחברות אחרות בענף. לחברה *Track record* חיובי בתחום, החל משנת 2010 פועלת החברה כרשת תחת המותג "מגדלי הים התיכון", ופועלת רבות לשמירה על מיצוב ואיכות בתי הדירוג המוגן כמו-גם על איכות השירותים הניתנים לדיירים. פעילות החברה מתבטאת ביציבות שיעורי התפוסה ואף רשימות המתנה במספר בתי דירוג מוגן. נכון למועד הדו"ח, שיעור התפוסה המשווקלל בבתי הדירוג המוגן הפעילים (לא כולל ירושלים) עומד על כ- 94%. חשוב לציין, כי החל משנת 2010 שיעור התפוסה בבתי הדירוג המוגן בחברה הפעילים באופן יציב עומד על מעל ל-90%. החברה משקיעה רבות באיכות הנכסים ואיכות השירות בבתי הדירוג המוגן בפרט. כמו כן, לחברה מטה ותיק ובעל ניסיון בתחום הדירוג המוגן אשר כולל את מנהלי הבתים. ניסיון ההנהלה, צוות עובדים איכותי ומיצוב החברה בשוק תורמים רבות ליציבות פעילות החברה.



\*עיבוד לנתוני דירוג דירוג מוגן של DUN'S 2014.

**נכסים איכותיים הממוקמים באזורי ביקוש, תמהיל שירותים רחב וביקושים גבוהים לדיור מוגן באזור משפיעים 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 תקווה (סה"כ כ- 1,632 יח"ד בשווי כולל של כ- 2.4 מיליארד ₪ נכון ליום 31.03.2015). כלל הנכסים



ממוקמים באזורי ביקוש בארץ ואטרקטיביים לקהל היעד של החברה. כמו כן, סביבת הנכסים של החברה מאופיינת בביקוש גבוה לדיור מוגן שכן לפי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (ראו גרף משמאל) לסוף שנת 2013 כמחצית מאוכלוסיית גיל הזהב (בני 65+) מתגוררת במחוזות המרכז ותל אביב בהם ממוקמים מרבית בתי הדיור המוגן של החברה. מלבד המיקום האטרקטיבי, החברה משקיעה רבות בשמירה על איכות בבתי הדיור המוגן ובפרט על איכות ותמהיל יחידות הדיור והמתקנים הנוספים הקיימים בהם. כמו כן, החברה מציעה בבתי הדיור המוגן

תמהיל רחב ומגוון של שירותים, כאשר הבולטים ביניהם הם שירותי הספורט, התרבות והרפואה. כחלק מהשירות שניתן לדיירים, בחלק מבתי הדיור המוגן קיימות גם מחלקות סיעודיות אשר מנהלות על ידי מפעיל חיצוני ומקנות לחברה הכנסות נוספות. מיקום וסביבת בתי הדיור המוגן, תמהיל השירותים הרחב שמוצע לדיירים ומיצוב ואיכות הנכסים תורמים להגדלת הביקוש, יציבות ההכנסות ולשמירה על אחוזי תפוסה גבוהים.

**תזרים גבוה מתחלופת דיירים בבתי הדיור המוגן הפעילים ומאכלוס לראשונה של יחידות דיור בירושלים וגני תקווה תורמים ליכולת שירות החוב וליחסי כיסוי בולטים לרמת הדיור, אולם, לאחר אכלוס מלא וייצוב של הנכסים החדשים צפויה שחיקה ביחסי הכיסוי של החברה אשר צפויים עדיין להלום את הדיור**

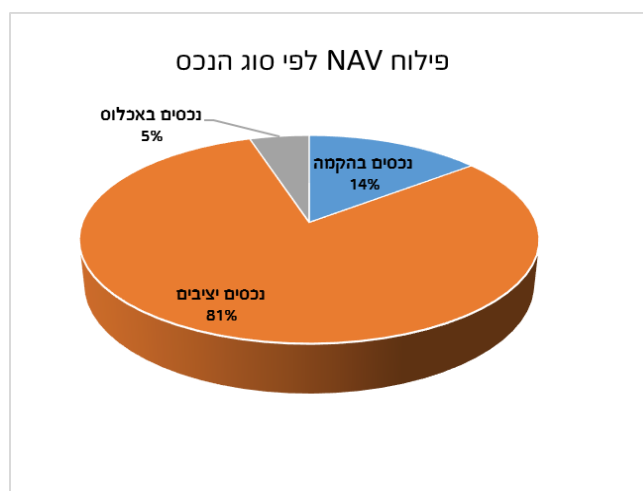
עיקר תזרים החברה נובע מסכום הפיקדון נטו<sup>2</sup> בעת תחלופת דיירים בבתי דיור מוגן פעילים ומסכום הפיקדון בגין אכלוס לראשונה של יחידות דיור בבתי דיור מוגן באכלוס ובהקמה. נכון ליום 31.03.2015, תזרים מפיקדונות נטו מדיירים בגילום שנתי עמד על כ- 95 מיליון ₪ (כולל תזרים מפיקדונות הנובעים מאכלוס ראשוני של דירות בירושלים וגני תקווה ולכן תיתכן בו תנודתיות במהלך השנים). סכום זה אף צפוי לגדול בשנים הקרובות בעקבות אכלוס בית הדיור המוגן בירושלים והשלמת ייזום ואכלוס בית הדיור המוגן בגני תקווה. בחודש פברואר 2015 החל אכלוס בית הדיור המוגן בירושלים, כאשר לפי נתוני החברה אכלוס מלא של הבית צפוי לתרום מעל ל-100 מיליון ₪ נטו לתזרים החברה בשנים 2015-2016 (נכון למועד הדו"ח נמכרו כ- 17% מיחידות הדיור). כמו כן, כפי שצוין לעיל, לחברה בית דיור מוגן נוסף בייזום בגני תקווה, השלמת הייזום ותחילת אכלוס בנכס זה צפויה להיות באמצע שנת 2016. נכון למועד הדו"ח, שיעור שיווק היח"ד בשלב א' עומד על כ- 50% ושיעור השיווק בשלב ב' עומד על כ- 33%, שיעור שיווק גבוה בנכס בייזום ביחס לענף. לפי נתוני החברה, התזרים נטו שצפוי לנבוע לחברה מאכלוס מלא של הנכס בשנים הקרובות עומד על מעל ל-200 מיליון ₪ בחישוב ה-FFO של החברה, מידרוג לוקחת בחשבון את התזרים נטו מפיקדונות דיירים אשר כולל גם את התזרים מפיקדונות מאכלוס לראשונה של יח"ד בנכסים חדשים. לכן, צפויה תנודתיות בהיקף ה-FFO וביחסי הכיסוי של החברה בדוחות הכספיים בשנים הקרובות ועד

<sup>2</sup> ההפרש שבין סכום הפיקדון המחולט שמוחזר לדייר שעזב לבין סכום הפיקדון המשולם על ידי דייר חדש.

לייצוב ואכלוס מלא של הנכסים. להערכת מידרוג לחברה תזרים בולט ביחס לרמת הדירוג ולצורך שירות החוב בשנים הקרובות. יש לציין כי מידרוג ביצעה תרחישי רגישות שונים למחירים ולעיתוי קבלת התזרים. מלבד התזרים מפיקדונות נטו, לחברה הכנסות נוספות מדמי אחזקה חודשיים, הכנסות מחילוט פיקדונות והכנסות משוכרי משנה כגון מחלקות סיעודיות שמופעלות על ידי מפעיל חיצוני. הכנסות אלו מספקות את ההוצאות השוטפות של החברה כפי שבא לידי ביטוי ב-EBITDA (בנטרול שערוכים ובגילום שנתי) של כ- 18 מיליון, נכון ליום 31.03.2015.

#### סיכונים עסקיים ופיננסיים

**חשיפת החברה לייזום משפיעה באופן שלילי על פרופיל הסיכון, מנגד, שיעור שיווק גבוה בנכס בייזום ממתן סיכון זה.** כפי שצוין לעיל, לחברה נכס בייזום בגני תקווה וכמו כן, לפי אסטרטגיית החברה היא צפויה ליזום פרויקטים נוספים בעתיד. להערכת מידרוג, פעילות הייזום בענף הדיור המוגן הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך והזמן הרב הנדרש לרכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם, ביחס להשקעות הון עצמי גבוהות יחסית. אולם, שיעור השיווק הגבוה בפרויקט בגני תקווה ממתן את חשיפת החברה לסיכונים הכרוכים בפעילות הייזום. היקף הייזום עומד על כ-14% מה-NAV של החברה.

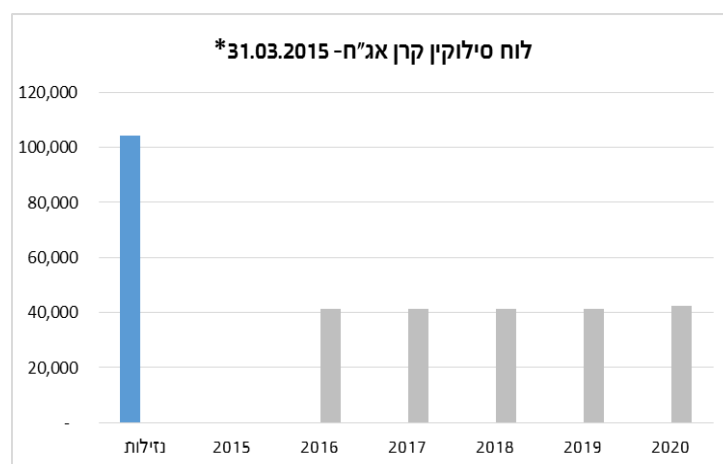


#### ריכוזיות יחסית של החברה הן ברמה הגיאוגרפית והן ברמת הנכסים

למרות היקף הנכסים הניכר, כמעט כל נכסיה של החברה מתרכזים באזור גיאוגרפי אחד, אך לאור איכות הנכסים ומיקומם באזורים המרכזיים באזורי ביקוש, להערכת מידרוג, הסיכון בהעדר פיזור גיאוגרפי הינו פחות משמעותי. אולם, לחברה ריכוזיות יחסית בהיקף הפעילות ברמת הנכסים ביחס לחברות מדורגות אחרות, כפי שצוין לעיל לחברה חמישה נכסים פעילים בלבד, הנ"ל מגדיל את החשיפה של החברה לכל אחד מהנכסים. מנגד, כפי שצוין לעיל התחרות בענף הינה מוגבלת וקיימים בענף חסמי כניסה רבים, ביניהם השקעה הונית התחלתית גבוהה ורגולציה.

**גמישות פיננסית מוגבלת בשל חוסר היכולת של החברה לשעבד את בתי הדיור המוגן בעקבות מתן שעבוד על יחידות הדיור לטובת הדיירים, עם זאת, בעקבות מבנה החברה ישנה אפשרות שהחברה תוכל לשעבד את נכסיה בעתיד.**

רמת הגמישות הפיננסית בחברה נמוכה יותר מחברות נדל"ן מניב באופן מובנה וזאת בשל מתן שעבוד על יחידות הדיור לטובת הדיירים, בהתאם לאחת החלופות המוצעות בחוק הדיור המוגן לצורך הבטחת כספי הפיקדון של הדייר (דבר המקשה על שעבוד הנכס לטובת הלוואה בעת הצורך). מנגד, כל אחד מהנכסים בחברה רשום תחת חברת נכס ולכן קיימת אפשרות שהחברה תוכל ליטול הלוואה נוספת ברמת חברת הנכס על ידי שיעבוד מניות חברת הנכס או כנגד שעבוד שני של הנכס ככל שיתאפשר. בנוסף, לחברה נזילות בולטת לטובה ביחס לפירעונות האג"ח הצפויים. נכון ליום 31.03.2015 יתרות הנזילות של החברה עומדות על כ- 104 מיליון וזאת ביחס לעומס פירעונות של כ- 41.5 מיליון ₪ לשנה בשנים 2016-2017. יש לציין, כי בשנים הקרובות תזרים מאכלוס הבית בירושלים ומאכלוס גני תקווה אף יותר ממספק לשירות החוב של החברה. מידרוג מעריכה כי לחברה נזילות בולטת לחיוב לרמת הדירוג.



\*בחודש מרץ 2015 פרעה החברה כ- 41.5 מיליון ₪ מאג"ח א'.

**חשיפה לשינויים מאקרו-כלכליים ושחיקה במחירי נדל"ן או האטה בשוק עלולים להשפיע על תזרימי המזומנים של חברות בענף**

עיקר תזרימי המזומנים השוטף בחברות בענף הדיור המוגן נובע מקצב תחלופת הדיירים ומהפער שבין החזר הפיקדונות לדיירים אשר סיימו את השימוש בנכס לבין תשלום הפיקדון של דיירים חדשים בתקופה מסוימת. פער זה נובע מכך שפיקדון של דייר מחולט בשיעור של כ- 3% (לא כולל מע"מ) מדי שנה במשך תקופת השימוש שלו בפועל ועד למקסימום של 10-12 שנים ברוב המקרים, כאשר יתרת הסכום (לאחר ניכוי סכום החילוט) שנותרת בידי החברה מוחזרת לדייר או ליורשיו בעת סיום השהות בנכס, צמודה למדד המחירים לצרכן, בעוד דייר חדש משלם פיקדון של מלוא מחיר יחידת הדיור. יש לציין, שאחוז החילוט ומשך שנות החילוט נקבעים על ידי החברה ותלויים, בין היתר, בגובה הפיקדון ובמסלולי תשלום שונים. קצב תחלופת הדיירים מושפע משינויים מאקרו כלכליים שונים, ביניהם, תוחלת החיים של אוכלוסיית היעד שהולכת ועולה עם השנים, מחירי הדיור בישראל ורמת ההכנסה הפנויה של אוכלוסיית היעד. כל אלו חושפים את חברות אלו לתנודתיות בתזרימי השוטף מהפעילות.

**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.

**דוחות מתודולוגיים:**

---

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

[ניתוח חברות נדל"ן לדיור מוגן - דוח מתודולוגי](#), אוקטובר 2014

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

תאריך דוח: 23 ביולי 2015

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

|                       |            |                                                                                                                                                                 |
|-----------------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 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 מאוד.                                                   |
|                       | <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 מאוד.                                                 |
|                       | <i>Ca</i>  | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדין 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 לפדין של 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 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.

© 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 לגבי 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 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.