

Cornerstone Properties, Ltd

דירוג ראשוני ו דצמבר 2016

1

אנשי קשר:

אורן שרייבר - אנליסט בכיר- מעריך דירוג ראשי
orans@midroog.co.il

רן גולדשטיין - סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

Cornerstone Properties, Ltd

אופק דירוג: יציב	A1.il(P)	דירוג סדרה
------------------	----------	------------

מידרוג קובעת דירוג מותנה (A1.il (Provisional-(P)) באופק יציב להנפקת אגרות חוב בסך של עד 250 מיליון ₪ ע.ג. שבכוונת Cornerstone Properties, Ltd (להלן: "החברה") להנפיק.

דירוג ההנפקה מותנה במילוי התנאים המפורטים להלן בדוח דירוג זה, לרבות בקשר למבנה ההנפקה, העברת מלוא הזכויות והנכסים לידי החברה וייעוד תמורת ההנפקה כאמור בתשקיף ההנפקה הידוע למידרוג.

תמורת ההנפקה תשמש בעיקר לרכישת אחזקותיו של Stuart I. Meyers (להלן: "השותף הקודם"). כמו כן, בכוונת החברה להמשיך לרכוש זכויות נוספות של ה-Limited Partners (להלן: "LP") בנכסים, וכן לטובת מימון פעילות החברה, העוסקת בנדל"ן מניב מתחום דיור בר השגה בפלורידה, ארה"ב, וזאת בהתאם לתשקיף ההנפקה. החברה מסרה למידרוג, כי בכוונתה לבצע גידור של תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר.

אודות החברה

החברה התאגדה בחודש אוגוסט, שנת 2016 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים (בהתאם לתשקיף ההנפקה על החברה יחולו חוק ניירות ערך והתקנות מכוחו על חברות שהתאגדו מחוץ לישראל אך נסחרות בבורסה המקומית). החברה נמנית על קבוצת החברות Cornerstone Group (להלן: "הקבוצה"). הקבוצה פעילה בתחום הנדל"ן המניב למגורים בדגש על דיור בר השגה להשכרה במדינת פלורידה (בעיקר בדרום פלורידה), בשליטת מר ג'ורג' לופז. לפי תשקיף ההנפקה, ממועד הקמתה, בשנת 1993, פיתחה הקבוצה למעלה מ-18,000 יח"ד להשכרה, מתוכן כ-15,000 יח"ד להשכרה בר השגה.

2

פעילות החברה והקבוצה

תיאור החברה

נכסי החברה מצויים בפלורידה, ארה"ב בתחום הדיור להשכרה בר השגה מסוג LIHTC (להלן: "LIHTC - Low Income House Tax Credit") - להרחבה על ענף הפעילות האמור ראו בהמשך. החברה כוללת החזקה ב-20 נכסים מניבים שמרביתם נבנו לאחר שנת 2000 ב-12 מהנכסים מחזיקה החברה בבעלות מלאה וב-8 נכסים הנוספים מחזיקה החברה בבעלות חלקית. יש לציין, כי על פי תשקיף ההנפקה החברה מתעתדת לרכוש את חלק השותפים והמשקיעים בנכסים הללו בטווח הזמן קצר, כאשר על פי עדכון מהחברה, בגין 3 נכסים כבר קיים הסכם לרכישה. כמו כן, בכוונת החברה להמשיך ולרכוש זכויות בנכסים הנוספים במהלך התקופה הקרובה. ניהול הפעילות השוטף של החברה יבוצע על ידי חברת הניהול שהינה למעשה הנהלת הקבוצה. פעילות החברה מבוצעת ב-3 מחוזות עיקריים (בסך הכל ב-7 מחוזות, מרביתם נמצאים בדרום מזרח פלורידה) - Duval, Broward, Miami-Dade, כאשר החברה מפעילה ומשכירה מתחמי דיור להשכרה בר השגה הכוללים מעל 5,830 יח"ד (בממוצע כ-300 יח"ד למתחם).

תיאור הקבוצה

כפי שנמסר למידרוג, הקבוצה מעסיקה כ-450 עובדים, כולל מטה הקבוצה וחברת הניהול, ומנהלת כיום כ-60 מתחמי דיור (כאשר 20 מתחמי דיור מתוך הפורטפוליו נכללים במסגרת החברה המנפיקה). מעבר לנכסים הפעילים הקיימים, לחברה מספר מתחמי דיור בהקמה. בעברה, עסקה החברה בין היתר בייזום למגורים ובניהול והחזקה של יחידות דיור בשכירות חופשית. פעילות הקבוצה מנוהלת על ידי מטה רחב הכולל מספר בעלי תפקידים ייעודיים, כגון סמנכ"ל כספים, סמנכ"ל תפעול, סמנכ"ל שיווק והדרכות ועוד. ניהול הנכסים מבוצע בשרשרת ניהול על ידי העובדים ב"שטח" ובראשם מנהל הנכס, מעליו מופקד מנהל אזורי (האחראי לרוב על כ-6-7 נכסים), המדווח לבסוף למנהל התפעול. ההנהלה הבכירה של הקבוצה הינה עם ניסיון רב בתחום הדיור ועם ותק ארוך יחסית בקבוצה (בממוצע כ-20-15 שנים), כאשר

ההנהלה בדרג הביניים עם ותק משמעותי בקבוצה גם כן (כ-10 שנים בממוצע). כפי שנמסר למדרוג, מעטפת הניהול מקבלת תמיכה במגוון מערכות מידע, החל ממערכת תשלומים ודיווחים, מערכת ניהול פניות של דיירים, מערכת ניהול תשלומים וכספים, מערכות ניטור פעילות אנשי השיווק, מערכת הדרכות ייעודית שנבנתה לטובת הכשרות העובדים וקבלני משנה שונים המבצעים פעילויות לתמיכה ומערכת בחינת הוצאות ועלויות שנושאת החברה בהן, כגון עלויות חשמל, גז, מים וביוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב, בין היתר, מפעילות בענף הדיור להשכרה בר השגה מתחום LIHTC בפלורידה המאופיין בגידול מתמיד בביקוש, יציבות ושיעורי תפוסה גבוהים; מפורטפוליו נכסים מניבים איכותי ויציב, הכולל נכסי מגורים להשכרה ברי השגה, המפגין יציבות לאורך זמן, פיזור נכסי טוב, יחסים תפעוליים שונים טובים ומיצוב טוב בשוק יחד עם שיעורי תפוסה גבוהים ויחס שירות הלוואות (DSCR) גבוה של כ-1.9; מניסיון הקבוצה והוותק של ההנהלה, המתמחה בנכסי דיור להשכרה בר השגה וניסיון בפעילות בתחום הדיור בכלל, יחד עם מטה רחב ומערכות מידע מתקדמות התומכות במגוון תחומי הפעילות וההתנהלות השוטפת של הקבוצה; מיחסים פיננסיים הולמים לרמת הדירוג, כך למשל, יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי לעמוד על 20-22 שנים במהלך השנתיים הקרובות; מאסטרטגיית החברה, כפי שהוצגה למדרוג, אשר הינה לפעול בתחום הדיור להשכרה בר השגה בפלורידה, במסגרת נכסים מניבים, תוך שיפור פעילות הנכסים הקיימים והתרחבות עתידית במסגרת של רכישות נכסים מניבים נוספים בתחום הפעילות האמור, ללא חשיפה לתהליכי יזום משמעותיים.

דירוג החברה מושפע לשלילה, מיחסי איתנות לא בולטים לרמת הדירוג, כך למשל יחס האיתנות של החברה חוב נטו ל-CAP נטו במהלך השנתיים הקרובות צפוי לעמוד בטווח של כ-60%-62% על פי דברי החברה, מינוף החברה לא יחרוג לאורך זמן מ-65% חוב נטו ל-CAP נטו (כאשר באסטרטגיית החברה לפעול לקיטון מינוף זה קרוב ל-60% בטווח הזמן הקצר); מסיכון מימון מחדש בשתי הלוואות הבאות לפירעון בשנת 2018 ו-2021 בשיעורי מינוף גבוהים יחסית של כ-65%-67%; מהיעדר נכסים מניבים לא משועבדים, המשליך לשלילה על רמת הגמישות הפיננסית, אך עם זאת, בהתחשב בשיעור ה-LTV הנמוך על הנכסים המניבים ומועד הפירעון של ההלוואות הבכירות, להערכת מדרוג קיימת גמישות פיננסית מסוימת; מסך שווי הנכסים אשר לא בולט לחיוב לרמת הדירוג.

הנחות המודל - על פי מדיניות החברה ופעילותה עד כה, תרחיש הבסיס של מידרוג כולל הנחות של שמירת פעילות החברה לפי ביצועי 2016, ללא התרחבות משמעותית בשנים הקרובות וכן כולל בחינה של אי צמיחה בהיקף ה-NOI וזאת על אף הצמיחה השנתית הממוצעת של כ-8.3% ב-4 השנים האחרונות ועל אף תכניות לשיפור התזרים על בסיס תהליכי Value-Add ושינוי תמהיל תכנית ה-LIHTC שאמורים להביא לגידול ב-NOI בטווח הקצר-בינוני. מבחינת שימוש בכספי האג"ח, נלקחו בחשבון השימושים הבאים: פירעון חובות של החברה לשותף הקודם בנכסים, Mr. Stuart I. Meyers בהיקף של כ-40 מ' דולר, רכישת זכויות של LP בנכסים מסוימים בהיקף של כ-11 מ' דולר והיתרה, בניכוי עלויות הנפקה, לצורך הפעילות השוטפת של החברה. כמו כן, נלקח בחשבון תרחיש רגישות על הלוואות שנושאות ריבית משתנה, וכן על שיעור הריבית המוערך ביחס לצפי גיוס האג"ח. מבחינת שיעורי והיקפי מינוף החברה, לא נלקחו אירועים משמעותיים מלבד גיוס האג"ח ואמורטיזציה שנתית חזויה, לאור תכניות החברה ויציבות הפעילות, כאשר כן הונח כי החברה תצליח לממן מחדש את ההלוואות הבאות לכדי פירעון במהלך תקופת האג"ח, לפחות בהיקף ההלוואה הנוכחי ולפרוס את לוח הסילוקין; מדיניות פיננסית הכוללת מדיניות דיבידנד אשר, על פי החברה, לא יחרוג ממגבלה של עד 50% מה-FFO השנתי; בהתאם למה שנמסר למדרוג, לוח הסילוקין קרן אג"ח לא יכלול תשלום בולט מעבר ל-50% באופן שיצור עומס פירעונות משמעותי על החברה. בנוסף, על פי מה שנמסר למידרוג, בכוונת החברה לפעול לירידה במינוף החברה בטווח הזמן הקצר, כאשר יש לציין כי שיעורי המינוף הנוכחיים מהווים גורם שלילי לדירוג.

Cornerstone Properties, Ltd - נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי דולר (פרופורמות על בסיס נכסים שיועברו לחברה)

מטבע: אלפי דולר	*30/09/2016	30/06/2016	**31/12/2015	30/06/2015	31/12/2014
סך הכנסות	48,213	32,013	16,092	-	-
NOI	23,924	16,163	8,722	-	-
שיעור NOI	50%	50%	54%		
EBITDA	23,480	15,867	33,420	15,692	30,065
רווח נקי	43,276	38,360	49,450	15,692	30,065
נדל"ן להשקעה	519,300	519,300	489,100	-	-
חוב פיננסי	314,028	310,875	283,856	-	-
יתרת נזילות	5,534	6,798	19,905	-	-
חוב פיננסי נטו	308,494	304,077	263,951	-	-
CAP	516,011	518,367	438,215	73,641	57,412
CAP נטו	510,477	511,569	418,310	73,641	57,412
הון עצמי כולל זכויות מיעוט	201,983	207,492	154,359	73,641	57,412
זכויות מיעוט	44,565	43,501	32,213	-	-
סך מאזן	549,194	549,067	535,993	73,641	57,412
הון למאזן	37%	38%	29%	100%	100%
חוב פיננסי ל-CAP	61%	60%	65%	-	-
חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו	60%	59%	63%	-	-
FFO	16,450	10,035	10,460	2,105	4,789
חוב פיננסי ל-FFO			27.1	-	NR
חוב פיננסי נטו ל-FFO			25.2	-	NR

4

*קיימות 2 פרופורמות למאזנים, כפי שמופיע בתשקיף פרק 7, שמביאות לכדי סיווג חוב פיננסי להון. ראו הרחבה בהמשך לגבי יחסים האיתנות המשתקפים מביצוע הפרופורמות האמורות, אשר צפויים להשתפר במידה מסוימת ביחס לדוחות הכספיים של ה-30/9/16.

** הנתונים מתייחסים לדוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2015. כל נכסי החברה אוחדו לראשונה לאחר רכישת אחזקותיו של Stuart I. Meyers בסוף הרבעון השלישי לשנת 2015, ומכאן שנתוני ההכנסות משקפים את הכנסות החברה לרבעון הרביעי בלבד.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף פעילות הדירוג להשכרה בר השגה בפלורידה שמאופיין בביקוש מתמיד המשליך על יציבות לאורך זמן בענף ותפוסות גבוהות

החברה פועלת בפלורידה, ארה"ב בתחום הדירוג להשכרה בר השגה הבא לידי ביטוי בהחזקה של נכסים מניבים מסוג דירוג של Low Income Housing Tax Credit (להלן: "LIHTC"). תכנית ה-LIHTC הינה התכנית לדירוג בר השגה הנפוצה ביותר בארה"ב ומופעלת על ידי הממשל הפדראלי כבר משנת 1986, כאשר במסגרת תכנית זו הוקמה למעלה מ-2 מיליון יח"ד ברחבי ארה"ב. על בסיס תכנית זו, יזם המעוניין להקים נכס חדש ולא לשפץ באופן משמעותי נכס קיים, אשר לאחר מכן חלק מהיח"ד בנכס, או כולו, יוקצו עבור שוכרים בעלי מצב סוציו-אקונומי נמוך (על פי הגדרות התכנית). יכול להגיש את הפרויקט לאישור במדינת הפעילות של הנכס ולאחר אישור הפרויקט יקבל הקצאה של נקודות זיכוי מס. מטרת הקצאה זו הינה ליצור תמריץ כלכלי ליזם שיאפשר לו להקטין את עלויות המימון שלו ולהגדיל את כדאיות הפרויקט, היות ומבחינת מחיר השכירות שהיזם יוכל לגבות בגין היח"ד שיוקצו לשוכרים הנכללים במסגרת התכנית, קיימת הגבלה מסוימת ולא ניתן לגבות שכר דירה גבוה יותר. על פי המגבלות הקיימות ובמסגרת התכנית, נבחנת עבור כל אזור (לרוב מחוז בתוך מדינה) ההכנסה החציונית (המכונה בשם "Area Median Income - AMI") ולפיה נקבע הכלל

הבא לקבע את "עומס השכירות" שהשוכר יישא לכדי כ-30% מהכנסתו. מכאן נגזר למעשה מחיר השכירות המקסימאלי שמפעיל הנכס יוכל לגבות בגין אותה יח"ד.

תכניות ה-LIHTC כוללות לרוב טווח הכנסה חצינית לדיירים הרלוונטיים של 50%-60% מה-AMI ועל פי הנוסחה שצוינה לעיל, השכירות המקסימאלית שניתן לגבות בגין היח"ד תהיה 30% מאותה הכנסה.

לשם המחשה, אם ה-AMI במחוז מסוים עומד על 60,000 דולר בשנה, תכנית של 50% מה-AMI תגזור שכר דירה חודשי מקסימאלי של 750 דולר ($60,000 \times 50\% \times 30\% \times 1/12 = 750$). יש לציין כי זכאות השוכר ליח"ד במסגרת תכנית ה-LIHTC נבחנת רק בעת כניסתו לדירה ולמעשה, דיירים רבים בתכנית משפרים את מצבם הכלכלי אך עדיין יכולים להמשיך לשכור את אותה הדירה. על מנת לייצר לזים את הכדאיות הכלכלית להקמת נכסים תחת תכנית ה-LIHTC, כפי שצוין לעיל, הוא מקבל נקודות זיכוי מס אשר אותן הוא "מוכר" למשקיעים חיצוניים (LP), המהוות חיסכון בתשלום המס "דולר בדולר", כאשר עם ההון המתקבל ממכירת נקודות אלו, הזים לרוב מממן בין 30%-50% מעלות הקמת הפרויקט. כמו כן, פרויקטים מהסוג האמור זוכים לרוב לסבסוד נוסף בדרך של הלוואות ממדינת הפעילות ואף ממחוז הפעילות, בתנאים נוחים מאוד (בין התנאים האפשריים: לעתים ההלוואות האמורות ניתנות למחילה, אין תשלומי קרן למשך מספר שנים או לאורך כל חיי ההלוואה, משלמים ריבית רק כאשר התזרים מאפשר זאת ועוד). למעשה, ההון העצמי שהזים משקיע בפרויקט נע לרוב סביב 20%-10%, כאשר יתרת המימון מגיעה לרוב מהלוואות תחת תכניות פדראליות שונות כדוגמת הלוואות בערבות HUD, או הלוואות Fannie Mae / Freddie Mac.

על מנת לעמוד ברגולציה הנדרשת ולהביא את הערך המוסף של נקודות הזיכוי ל-LP, מפעיל הנכס נדרש, על פי דרישות פדראליות, לעמוד בדרישות התכנית למשך תקופה של 15 שנים (בין היתר, להשאיר את היח"ד במסגרת התכנית של ה-LIHTC), כאשר במדינות שונות הרשויות של אותן מדינות דורשות לעתים תנאים מחמירים עוד יותר. למשל, בפלורידה, הפרויקטים לרוב נדרשים לעמוד בדרישות למשך תקופה של 30 שנים.

הסכם ממוצע בין יזם ומפעיל הנכס, ה-General Partner (להלן: "GP"), לבין ה-LP, כולל פיצול החזקה של כ-1% על ידי ה-GP וכ-99% על ידי ה-LP וזאת על מנת שה-LP יוכל ליהנות מהטבות המס בצורה מלאה וכן ממגן המס של הוצאות הפחת בגין הנכס. יש לציין כי פיצול החזקה בנכס על בסיס מודל הפעילות שצוין לעיל, בו ה-GP מחזיק בכ-1% מהנכס וה-LP מחזיק בכ-99% מה-LP, לרוב בא לכדי ביטול על ידי רכישת חלקו של ה-LP על ידי ה-GP סביב שנת הפעילות ה-15 במסגרת תכנית ה-LIHTC (כפי שצוין לעיל, הטבות המס ניתנות על פני 10 שנים אך מבחינת רגולציה צריך להחזיק לפחות 15 שנים בנכס כדיור בר השגה), בתום תקופת קבלת הטבות המס מסתיימות עיקר הטבות הכלכליות של ה-LP מהנכס, ובדרך כלל החזקתו של ה-LP נרכשת על ידי ה-GP. על אף שיעור ההחזקה האמור מבחינת הרווחים, ההסכם הממוצע בין ה-GP וה-LP כולל חלוקה שונה ברמת התזרים שעולה מהנכס לבעלים, והוא לרוב נע בין 80%-95% עבור ה-GP ובין 5%-20% עבור ה-LP (לרוב על פי שיעור חלק ה-LP בתזרים גם נקבע מחיר הרכישה של חלקו, כאשר ה-GP משלם גובה של ה-NAV לפי חלק ה-LP בתזרים).

על פי נתונים היסטוריים של ענף הפעילות האמור, בבחינת כלל ארה"ב ופלורידה בפרט, ניתן לציין מספר סממנים אשר מביאים לכדי מסקנה על יציבות הענף ביחס לענפי נדל"ן מניב אחרים, בדגש על תחום דיור להשכרה במחירי שוק, הנחשב כענף מניב יציב בראיית מידרוג. בין הסממנים האמורים, ניתן לציין את שיעורי התפוסה הגבוהים היסטורית, שנעים סביב 97%, עם ירידה של עד 95% בתקופת המשבר (שיעור גבוה יותר מאשר דיור להשכרה במחיר שוק, שנע סביב 95% וירד בממוצע לכ-92% בתקופת המשבר האחרונה)¹. כמו כן, מחירי השכירות במחיר שוק בנכסים מקבילים, שלרוב נעים ברמת גימור B, גבוהים יותר ממחירי השכירות המקסימאלית שניתן לגבות על פי הנוסחה שצוינה לעיל, כך שאוכלוסייה הזכאית לדיור בר השגה תעדיף לשלם שכירות נמוכה יותר, במידה ותוכל למצוא יח"ד פנויה (לשם הדגשה, במחוזות הפעילות המרכזיים של החברה, מחירי שכירות ממוצעת ליח"ד ב-2015 עמדה על כ-1,250-1,350 דולר לחודש, בעוד מחירי השכירות מקסימאליים בנכסי ה-LIHTC במחוזות אלו לא יכולים לעבור את ה-1,000 דולר לחודש לפי המגבלות הרגולטוריות, נתון המבטא כ-25%-35% מחירי שכירות שוק חופשי גבוה יותר).

¹ <http://www.floridahousing.org/PropertyOwnersAndManagers/OccupancyReports>

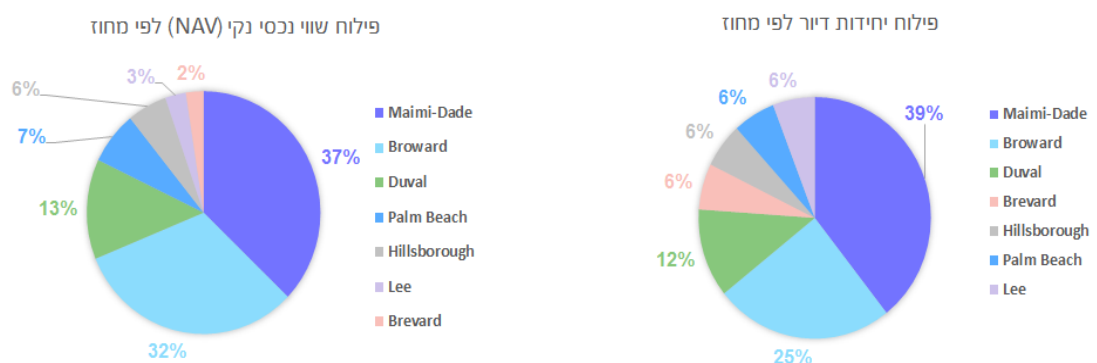
מגמות ביקוש והיצע תומכות משמעותית בשוק הדיור להשכרה בארה"ב ועוד יותר בשוק הדיור להשכרה בר השגה, בהן אוכלוסיית ה-Baby Boomers, אשר משנים במקרים רבים מקומות מגורים וסוג מגורים מבעלות לשכירות ואוכלוסיית ה-Millennials, אשר ניתן לראות כי "מושכים" את תקופת השכירות ועד אשר מקימים משפחות ומעוניינים להגיע לבעלות על יח"ד.

נוסף על האמור, נציין את שיעור הבעלות על יח"ד שנמצא ברמות נמוכות היסטורית וכיום בכלל ארה"ב כ-64% בלבד הינם הבעלים של היח"ד בהן הם חיים (אגב, במחוז Miami-Dade, מחוז הפעילות המרכזי של החברה, השיעור עומד על כ-55%)². תמיכה נוספת במחירי השכירות בשוק חופשי, אשר ככל שידגלו ימשיכו להגדיל את הפער מהשכירות המקסימאלית של הדיור במסגרת תכנית LIHTC ובכך יגדילו את הכדאיות לשכור יח"ד למי שזכאי, נובעת מהתאוששות הכלכלה האמריקאית. יש לציין כי לאור האמור לעיל, ניתן להעריך כי דיור להשכרה בר השגה חשוף ברמה נמוכה יותר למחזורי כלכלה שליליים ביחס לענפי נדל"ן מניב אחרים, וזאת לאור ההערכה כי הביקוש ככל הנראה אף יגדל לאור מיתון כלכלי, פיטורים וקיצוצים בהכנסות של אזרחים, שחלקם יצטרך לצמצם הוצאות או לעבור מבעלות על יח"ד לשכירות של יח"ד.

לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה את ענף הפעילות של נדל"ן מניב מסוג דיור להשכרה בר השגה תחת תכנית ה-LIHTC כענף יציב, התומך בהקטנת פרופיל סיכון הפעילות של החברה, תורם להנחה של יציבות תזרימית עתידית מנכסים מיוצבים ואשר עדיפים על פני ענפי נדל"ן מניב "מסורתיים" אחרים, כדוגמת משרדים, מסחר ומלונאות.

פורטפוליו של נכסים מניבים הכולל נכסי דיור להשכרה בר השגה תחת תכנית LIHTC, המאופיין בפיזור נכסי טוב, בפיזור גיאוגרפי בפלורידה, ביציבות בהכנסות ובשיעורי תפוסה גבוהים, באופן שמשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה

נכון למועד הדוח, תיק הנכסים המניבים של החברה כולל 20 מתחמי דיור בר השגה להשכרה מסוג מולטיפמילי בהיקף של מעל 5,830 יחידות דיור (בממוצע כל מתחם כולל כ-300 יח"ד), הממוקמים בשבעה מחוזות בפלורידה, כאשר עיקר נכסיה מרוכזים בשלושת המחוזות: Miami-Dade, Broward, ו-Duval (עיקר פעילות החברה ממוקמת בדרום פלורידה). לחברה פיזור גיאוגרפי הולם במדינת פלורידה, כאשר בתרשים מטה ניתן לראות כי כ-39% מהיח"ד וכ-37% מה-NAV מרוכז במחוז Miami-Dade, הנחשב למחוז הגדול ביותר בפלורידה, ובו כ-2.8 מ' תושבים (המחוז כולל את העיר Miami במסגרת גבולותיו) ושיעור בעלות הדירות בו מוערך בכ-55% (נמוך מהממוצע בפלורידה ובארה"ב, באופן התומך בשוק הדיור להשכרה).



על פי הנתונים התפעוליים של הנכסים, ניתן לציין כי החברה מציגה שיעורי תפוסה גבוהים מאוד אבסולוטית וביחס לענף הפעילות, עם כ-99% שיעור תפוסה משוקלל ב-2016. בהקשר זה יש לציין כי מנתונים שהתקבלו מהחברה, משנת 2007 ועד שנת 2016, באופן משוקלל, נכסי החברה עמדו על תפוסה משוקללת שנעה בטווח של 96%-99%, כאשר במקביל ההכנסות לא הושפעו באופן מהותי

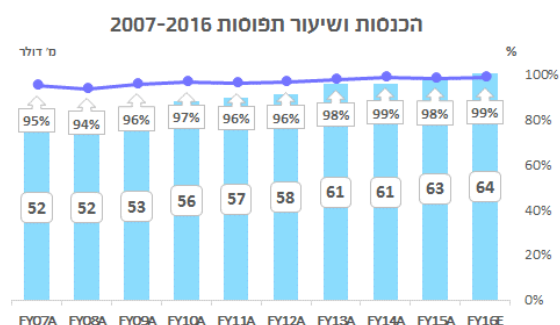
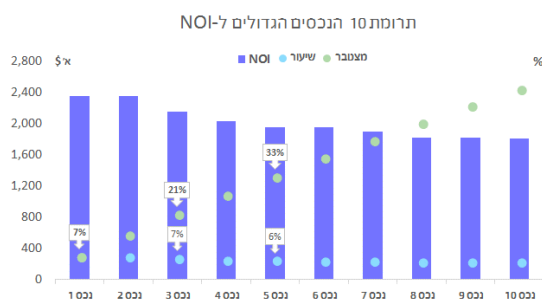
² <http://flhousingdata.shimberg.ufl.edu/>

מהמשבר ואף נמצאים במגמת עלייה מתמדת. נכסי החברה "צעירים" יחסית היות ומרביתם נבנו לאחר שנת 2000, באופן התומך ביציבותם, במיצובם ובמוניטין בשוק יחד עם תחרותיות מול נכסים אחרים באזורי הפעילות של החברה.

נוסף על האמור, הנכסים צפויים להמשיך להראות נתונים יציבים מבחינת תפוסות, הכנסות ו-NOI, וזאת לאור קיומן של רשימות המתנה של דיירים פוטנציאליים במרבית נכסי החברה, שיעור תחלופת דיירים ממוצעת שנתי נמוך יחסית לדיור להשכרה (לפי נתוני החברה עומד על כ-27% בממוצע כלל הנכסים לפי נתוני 2016) ומצבם הסוציו-אקונומי של דיירי החברה, אשר על פי עדכון מהחברה, מרביתם בעלי הכנסה גבוהה מדרישות הזכאות של תכנית ה-LIHTC (יש להזכיר כי עמידה בדרישות ההכנסה בתכנית ה-LIHTC נבחנת בעת הכניסה לדירה בלבד ולכן ישנו תמריץ להמשיך ולהגדיל הכנסות גם לאחר קבלת דירה במסגרת תכנית זו). כמו כן, נציין כי החברה נמצאת ברמת השכירות המקסימאלית שניתן לגבות במחוזות הפעילות בנכסיה.

בחינת נתוני נכסים זהים מעלה עלייה שנתי ממוצעת בהכנסות החברה של כ-2.4% ב-4 השנים האחרונות, כאשר במקביל החברה הגדילה את ה-NOI בכ-8.3% בממוצע, המבטא את יכולות החברה לשמור על יציבות פעילות הנכסים ואף להגדיל רווחיות באופן אורגני על ידי ניהול טוב והתייעלות מבחינת ההוצאות של החברה.

הפיזור הנכסי של החברה הינו טוב וזאת ניתן לראות לפי תרומת הנכסים ל-NOI, כאשר, במצטבר, חמשת הנכסים הגדולים תורמים כ-33% ל-NOI. בתרשימים להלן מוצגים תרומת 10 הנכסים הגדולים ל-NOI וכן שיעור התפוסות וההכנסות החל משנת 2007 (על פי נתונים שהתקבלו מהחברה).



יחסי כיסוי ותזרים פרמננטי בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג, ופריסת התחייבויות נוחה, באופן שתומכים ביציבות התזרים

החברה מייצרת NOI בהיקף שנתי של כ-33 מ' דולר, בהתאם לנתוני הפעילות של חציון 1, 2016, כאשר במקביל, וזאת בין היתר לאור היקף המימון הנמוך יחסית ותנאי ההלוואות הטובים שמקבלת החברה, מתקבלים יחסי שירות הלוואות (DSCR) גבוהים ברמה משוקללת של כ-1.9-2 ברמת החברה. מכאן, ולאחר ניתוחי רגישות מסוימים ועלויות המימון שייגזרו מהנפקת האג"ח המתוכננת, נגזרים יחסי כיסוי הולמים לרמת החברה, העומדים על כ-22-20 שנים ביחס לחוב החברה סך ה-FFO כפי שמשקף בדוחות החברה מסתכם ל-16 מ' דולר (לשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2016) ולהערכת מידרוג, צפוי לנוע בשנים הקרובות בטווח של כ-20-15 מ' דולר ברמה שנתי (לאחר גיוס האג"ח). מרבית הלוואות החברה הינן מסוג Fannie Mae ו-HUD, אשר כוללות פריסת לוח סילוקין נוחה יחסית (עם אמורטיזציה שנעה לרוב בין 30-35 שנים ומועד פירעון שנע בין 10-30 שנים). פריסה זו, בנוסף לעלויות ריבית נמוכות יחסית (בשקלול כלל חובות החברה הנוכחיים הריבית עומדת על כ-4%-3.5%) מחזקת את הנראות התזרימית של החברה ואת יכולת שירות חובותיה מהתזרים השוטף של החברה.

יחסי איתנות שאינם בולטים לטובה לרמת הדירוג

סך ההון העצמי של החברה ליום 30 ביוני, 2016 מסתכם בכ-207 מ' ש, בהתחשב בהמרת הלוואות בעלים להון בהיקף של כ-13 מ' דולר (שעתידה לקבל ביטוי בדוחות 30 בספטמבר, 2016 על פי עדכון החברה), מתוכו כ-186 מ' דולר הון בעלי מניות רוב והשאר זכויות מיעוט. מכאן, מתקבל יחס הון עצמי למאזן של כ-36%, אשר עם השלמת אירועים מתוכננים וניתוחי רגישות מסוימים שנלקחו בחשבון, צפוי לנוע סביב 34%-32% בשנים הקרובות. מנגד, שיעור המינוף של החברה, המתבטא בחוב נטו ל-CAP, צפוי לנוע סביב כ-62% בטווח השנתיים הקרובות. יחסים אלו אינם בולטים לטובה לרמת הדירוג, כאשר מידרוג לוקחת בחשבון גם את אסטרטגיית החברה לירידה בשיעור המינוף לכדי 60% חוב נטו ל-CAP, בנוסף ליציבות ענף הפעילות ולהיקף ההון העצמי של בעלי מניות הרוב ביחס להיקף גיוס האג"ח המתוכנן.

יחסי האיתנות כפי שמוצגים בדוחות הכספיים אינם לוקחים בחשבון מספר פרופורמות ואירועים עתידיים אשר להם השפעה על רמות החוב וההון העצמי (חלק בעלי מניות הרוב), בהן המרה של חוב קיים לצדדים קשורים להון בהיקף של כ-19 מ' דולר והשפעה של קיטון זכויות מיעוט ובמקביל גידול בהון חלק בעלי מניות הרוב עם השלמת רכישה של שותפים בנכסים (3 נכסים שנלקחו בחשבון רכישת השותפים בהם כחלק מתמורת ההנפקה, כפי שמופיע בפרק 6 בתשקיף, זאת על פי הערכות החברה בדבר ההשלכה החשבונאית). יש לציין, כי עם השלמת אירועים אלו, קיים צפי לגידול של ההון העצמי של בעלי מניות הרוב כך שינוע סביב 200-190 מ' דולר ויחסי האיתנות של החברה ינועו בטווח של כ-62%-60% חוב נטו ל-CAP, נטו בטווח הקצר.

8

יתרות נזילות סבירה לצרכיה השוטפים בטווח הקצר וגמישות פיננסית בינונית עד נמוכה המתבטאת ביכולת הגדלת מינוף נכסי החברה

נכון ליום ה-30/06/2016 יתרת הנזילות בחברה עומדת על כ-6 מ' דולר (וזאת ללא יתרות הנזילות הנוספות שהחברה צפויה לייצר ממועד הדוחות הכספיים ועד מועד הנפקת האג"ח, שצפוי להגדיל את יתרות הנזילות בעוד כ-4-6 מ' דולר, וללא עודפים מתמורת ההנפקה, שצפויים להוסיף כ-8-6 מ' דולר נוספים). לחברה קיימים מקורות לשירות החוב במידת הצורך הכוללים תזרים שירי מהנכסים וכן גמישות פיננסית מנכסים ב-LTV נמוך יחסית (יחס LTV על מצבת הנכסים המניבים עומד כיום על כ-57%). לפי תרחיש מדרוג, סך הנזילות העודפת המתקבלת מהגדלת המינוף על הלוואות Fannie Mae ו-HUD מסתכמת לכ-80-60 מ' דולר. לפי מה שנמסר למידרוג, לחברה אופציה בכל רגע נתון, להגדיל את היקף הלוואות מסוג Fannie Mae לכדי שיעור LTV של כ-75%. להערכת מידרוג, על בסיס יתרות הנזילות הקיימות, מדיניות הנזילות שהחברה מתכננת ליישם כפי ששוקפה למידרוג, מקורות הגמישות הפיננסית והתזרים השירי השוטף הגבוה והיציב של החברה, לחברה מקורות מספקים לצורך שירות האג"ח

סיכונים פיננסיים

חשיפה לצורך במימון מחדש בהלוואות אשר מסתיימות בשנים הקרובות

מרבית הנכסים של החברה נושאים כיום הלוואות Fannie Mae, הלוואות המגובות HUD, הלוואות של הרשות הפדראלית בפלורידה (להלן: "FHFC") וכן הלוואות "מחוז" המתקבלות לעתים ממחוזות הפעילות של החברה. הלוואות אלה פרוסות על פי רוב למשך 10-40 שנים, בשיעורי ריבית נוחים העומדים בממוצע על כ-4%-3.5%. מספר הלוואות, בהתאם ללוח הסילוקין ומועדי הסיום שלהן, באות לכדי פירעון סופי במשך תקופת האג"ח. מתוכן, בשנים 2018 ו-2021 קיים תשלום "בולט" הלוואה משוקלל בשיעור מינוף של כ-54% וכ-55%, בהתאמה העומד על כ-43 מ' דולר וכ-72 מ' דולר, בהתאמה. שתי הלוואות מתוך האמורות, אחת בשנת 2018 והשנייה בשנת

2021, נמצאות בשיעור מינוף של תשלום ה"בולט" ביחס לשווי הנכס כיום בשיעורים יחסית גבוהים של כ-67% וכ-65%, בגין הנכסים Doral Terrace-i Mission Bay, בהתאמה.

תחת הנחות מדרוג, קיימת סבירות טובה לממן מחדש את ההלוואות האמורות (אף בשיעור מינוף גבוה יותר במידה ויצטרכו) כפי שהקבוצה מבצעת לאורך ההיסטוריה, כאשר על פי מודל הפעילות של החברה בד"כ מבוצעת בדיקה כחצי שנה מראש לבחינת אפשרויות למימון מחדש בריבית זהה/נמוכה יותר. מידרוג מעריכה סיכון זה במידה סבירה, לאור טיב הנכסים ולאור הניסיון הרב של הקבוצה מול הגופים המממנים ולאור חוזק החברה בשאר הנכסים.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות
- קיטון בשיעור המינוף של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שיש בה בכדי להחליש את יציבות החברה
- פגיעה בהון החברה ובמינופה כתוצאה מפגיעה בשווי הנכסים
- שינוי ענף פעילות החברה
- עלייה בשיעור המינוף של החברה מעבר לחוב ל-CAP של 60% לאורך זמן

דוחות קשורים

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#).

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	06/12/2016
שם יוזם הדירוג:	Cornerstone Properties Limited
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	Cornerstone Properties Limited

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

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.

© 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, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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 סיכויי 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 סיכויי 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 שנבקע 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.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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 ידיה 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 אחרת שהדין אינו 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 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 עובדות ועדת הדירוג שלה.