**תאריך: 28.01.2008**

# הודעה לעיתונות

## משכנות כלל (1982) בע"מ

Standard & Poor's Maalot מודיעה בזאת על מתן תוקף לדירוג Stable/(A-) שניתן לאגרות החוב סדרה א' שהונפקו על ידי משכנות כלל (1982) בע"מ (להלן: "משכנות כלל" או "החברה").

הדירוג מסתמך, בין היתר, על מדיניותה העסקית והפיננסית של החברה כמפורט בשיקולים העיקריים לדירוג.

"האם אתה משקיע בקרנות נאמנות ? מעוניין בדירוגי קרנות ? מידע עדכני ניתן למצוא באתר Standard& Poor's Maalot דירוג קרנות נאמנות www.maalot-funds.co.il"



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

STANDARD &POOR'S Maalot

# דוח מעקב

# משכנות כלל (1982) בע"מ

## ינואר 2008


## סופיה גרץ'

## אלעד לוי


**דירוג:**

| סדרה | דירוג |
|---|---|
| סדרה א' | (A-)/Stable |


**דירוגי Standard & Poor's Maalot, מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים של Standard & Poor's Maalot יש יסוד להניח כי הם מהימנים. Standard & Poor's Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.**

**מובהר בזאת כי דירוג Standard & Poor's Maalot, אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי-נכונות או אי-דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח Standard & Poor's Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל Standard & Poor's Maalot, כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.**

**הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות.**

**אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני.**

**אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קנייה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.**

**© כל הזכויות שמורות לStandard & Poor's Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת Standard & Poor's Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באיגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת איגרת החוב האמורה.**





בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

## 1. אג"ח במחזור

| הסדרה | תאריך הנפקה | דירוג | ערך במאזן ליום 31.12.2007 (א' ש"ח) | הצמדה | ריבית נקובה | מועדי פירעון קרן |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **סדרה א'** | 13/08/2006 | **(A-)/Stable** | 155,046 | מדד המחירים לצרכן | 6.8% | 2011-2014 |

הדירוג מתבסס, בין היתר, על התחייבות החברה לשמור על היקף תיק נזיל בסך של 24 מיליון שקל, המשקף כ-200 ימי תיק נזיל[1], נכון למועד הדירוג הראשוני.

החברה העבירה 24 מיליון ₪ מתמורת ההנפקה לכרית הייעודית המוחזקת בנאמנות עבור בעלי אג"ח. הכרית תשוחרר לצורך התשלום האחרון של הקרן והריבית או לתשלום בעת פירעון מיידי של אגרות החוב.

בנוסף התחייבה החברה, בין היתר, כלפי בעלי אג"ח כדלקמן:

- סך כל הרכוש הקבוע לא יעלה על 1.5 מיליארד ₪.
- לא להעניק במישרין או בעקיפין הלוואות לצדדים קשורים, למעט הלוואות לרכישת רכוש קבוע, לא לשלם דיבידנד במשך שנתיים ובתום שנתיים תחת הגבלה של 50% מתזרים המזומנים שלה מהפעילות השוטפת.

## 2. כללי

משכנות כלל הנה מהמובילות[2] בתחום ניהול ותפעול בתי דיור מוגן בישראל ובעלת מוניטין מבוסס בכל הקשור לטיפול בגמלאי ובקשיש. החברה נהנית ממיצוב עסקי גבוה ומובילה בתחום הדיור המוגן היוקרתי (5 כוכבים) מבחינת גודל, וותק, ניסיון תפעולי ושם המותג. משכנות כלל נוסדה בשנת 1982 ומוחזקת בשיעור של 100% ע"י קבוצת ריט[3].

משכנות כלל יוזמת, מתכננת, מקימה, משווקת ומפעילה בתי דיור מוגן יוקרתיים. החברה מפעילה ומנהלת תחת שם המותג "מגדלי הים התיכון" שלושה מרכזי דיור מוגן בהיקף כולל של 785 יח"ד. המרכזים נמצאים בבת-ים, בכפר סבא ובנורדיה. בנוסף ליחידות הדיור, בבעלות החברה כ- 282 מיטות סיעודיות המושכרות למפעילים חיצוניים. בימים אלו, נפתח מרכז חדש בצומת סביון אשר מכיל 137 יח"ד (המחלקה הסיעודית ל- 157 מיטות נפתחה באפריל 2007).

הקונספט העומד מאחורי מרכזי המגורים של החברה הינו "LIFE CARE COMMUNITY", לפיו מעניק המרכז לדייריו את כלל השירותים החיוניים לכל תקופת חייהם. המגורים במרכזים מעניקים איכות חיים גבוהה בשילוב עם פעילויות חברתיות ותרבותיות ומתן בטחון רפואי וסוציאלי.

[1] היחס בין התיק הנזיל לבין עלות הפעילות נטו במונחי ימים

[2] לפי דירוג דאן אנד ברדסטריט 2007

[3] חברה בינלאומית אשר פועלת בתחום הנדל"ן המניב ונמצאת בשליטת איש העסקים ליאו נואי



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

## 3. שיקולים עיקריים לדירוג

**Standard & Poor's Maalot מעריכה כי ענף הדיור המוגן בישראל מתאפיין ברמת סיכון נמוכה מן הממוצע.**

נקודות המשפיעות לחיוב על הפעילות בענף: ביקוש גבוה ושיעורי תפוסה גבוהים בבתי הדיור המוגן הפועלים בענף; שיעור צמיחה גבוה מן הממוצע וצפי לגידול בביקושים בשנים הקרובות; חסמי כניסה גבוהים עקב הצורך בהשקעות הון גבוהות, קרקעות גדולות באתרים אטרקטיביים, דרישת רמת ניהול ותפעול גבוהה וחשיבות המוניטין; מבנה הענף הבנוי ממספר שחקנים גדולים; אופי התחרות (בעיקר סביב מיקום והיצע השירותים); זמינות גבוהה של התשומות; נגישות טובה למקורות מימון (בעיקר של השחקנים הגדולים, בשל אופן התשלום המקובל בענף והנגישות למערכת הבנקאית); פיזור לקוחות וגבייה מובטחת מלקוחות (תשלום סכום הוני מראש והעמדת ביטחונות לתשלום דמי אחזקה); תנודתיות נמוכה יחסית בענף.

אתגרים בפעילות הענף: גמישות תפעולית נמוכה מן הממוצע (שיעור גבוה של הוצאות קבועות, בעיקר שכר); השקעות גבוהות בשירותים ובתשתיות בהתאם לשינוי בטעמי הדיירים ועלייה ברמת החיים; יכולת החזר השקעה נמוכה יחסית; חשיפה לשינויים אקטואריים; השפעה של ענף הנדל"ן למגורים (מקור מימון עיקרי לדיירים) על הביקוש לשירותי הדיור המוגן; חשיפה לעלויות גבוהות של טיפולים רפואיים (בעיקר בטיפול הסיעודי).

**להערכת Standard & Poor's Maalot, לחברה מיצוב עסקי גבוה ביחס לממוצע**. הנקודות המשפיעות לחיוב על מיצובה העסקי: החברה השנייה בגודלה בענף (אחרי רשת משען); פיזור ופריסה גיאוגרפית (פיזור סיכון ויכולת ניוד לקוחות); ניצול יתרונות לגודל; סל שירותים רחב (דיור מוגן, דיור משלים ותמיכה בתשושים ובסיעודיים); גמישות פיננסית כלפי לקוחות (מספר מסלולי התקשרות לבחירה, התאמה אישית לפי מקורות תשלום); פוטנציאל השבחה של הנכסים (הענף מתאפיין בעליית מחירי השירותים ולכן תחלופת דיירים מתבטאת בגידול בהכנסות); ודאות גבוהה בחיזוי ובתכנון עסקי (בהתבסס על אקטוארית עבר); מוניטין מבוסס ושם המותג "מגדלי הים התיכון".

אתגרים בפעילות החברה: תכנית הפיתוח האגרסיבית של מרכזים חדשים; חשיפה לחקיקה עתידית בנוגע לפיקדונות הדיירים; השקעות גבוהות הנדרשות לתחזוקת המרכזים הקיימים.

לקוחות החברה הם אנשים פרטיים מאוכלוסיית הקשישים בישראל, בגילאי 65 ומעלה, לרוב מהעשירונים 8-10 באוכלוסיה ומרביתם יהודים ממוצא אשכנזי. החברה פונה בעיקר לקשישים עצמאיים, אולם המרכז בבת ים כולל גם פתרונות המשך במחלקות הדיור המשלים בעבור קשישים עצמאיים למחצה, אשר זקוקים לעזרה מסוימת בפעילויות היום- יום. במרבית מרכזי החברה נמצאות מחלקות תשושים וסיעודיים למקרים בהם מתדרדר מצבו התפקודי של הקשיש (במיקור חוץ). אורך החיים הממוצע של לקוחות בבתי דיור מוגן של משכנות כלל הוא כ-10 שנים.

שיעורי התפוסה במרכזי הדיור המוגן של משכנות כלל בנורדיה ובכפר סבא גבוהים מאוד. בנוסף קיימת רשימת המתנה אשר משקפת ביקוש גבוה לדירות במרכזים אלה. שיעור התפוסה ביחידות דיור לעצמאיים בבת-ים עומד ב-31.12.2007 על כ-92%. שיעור זה משקף עליה לעומת שיעור תפוסה של כ-85% בשנים 2005-2006, אולם עדיין לא עומד בציפיות החברה (98% אחרי סיום השיפוצים) והוא נמוך יחסית לשאר הבתים.



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

דייר במרכזי הדיור המוגן של משכנות כלל יכול לבחור באחד מחמישה מסלולי התקשרות בהתאם לתקציבו ולדרישותיו המיוחדות: מסלול פיקדון מחולט (הסכום נשחק בשיעור שנתי של 2.5%-6% במשך תקופת שהיית הדייר במרכז או במשך 10-12 שנים לכל היותר ובתום תקופת השהייה היתרה מוחזרת לדייר או לשאריו); מסלול פיקדון מחולט מופחת (סכום הפיקדון נמוך בכ-30% מהפיקדון הרגיל ואילו דמי אחזקה שוטפים גבוהים ב-30%-50% מדמי אחזקה רגילים, בהתאם לגודל הדירה); מסלול פיקדון לא מחולט (סכום הפיקדון גבוה בכ-30% מהפיקדון הרגיל, הפיקדון לא נשחק ומוחזר במלואו לדייר או לשאריו בתום תקופת השהייה במרכז); מסלול דמי כניסה (הסכום נשחק במלואו תוך 3-5 שנים); מסלול שכירות חודשית (תשלומים חודשיים גבוהים פי 2-3 מדמי אחזקה רגילים, בהתאם לגודל הדירה, ומגלמים בתוכם גם דמי אחזקה שוטפים וגם תשלום שכר דירה). מהניסיון שנצבר בחברה עולה כי מרבית הדיירים מעדיפים את המסלול של פיקדון מחולט, שהוא גם הנפוץ ביותר בענף. מסלול דמי כניסה שהיה פופולארי בעבר, כיום כמעט אינו בשימוש. יחד עם זאת, דיירים במחלקת דיור משלים בוחרים בדרך כלל במסלול דמי שכירות.

במוסדות של משכנות כלל מועסקים כיום כ-296 עובדים. לדברי הנהלת החברה, על אף שמעל ל-40% מעובדי החברה מועסקים באמצעות חברות כוח אדם, שיעור התחלופה של העובדים נמוך ביותר. בנוסף, לדברי הנהלת החברה, כדי שתוכל לשמר את מוטת השליטה שלה ולפקח על איכות העבודה של עובדי חברות כוח האדם ועל יעילותה, החברה מקפידה להציב בעמדות ניהול בכל מחלקה עובד של החברה עצמה.

חברת משכנות כלל פועלת בהיקף גדול באמצעות שירותי מיקור חוץ בפעילויות שאינן שייכות לליבה העסקית של החברה. כיום מופעלות בשירותי מיקור חוץ פעילויות כגון: מִספרות, מכבסות ומינימרקטים. לאחרונה, קיבלה החברה החלטה אסטרטגית לא להפעיל את המחלקה הסיעודית בצומת סביון באופן עצמאי ולא להעביר בהדרגה את המחלקות הסיעודיות האחרות לניהולה, אלא להשאיר את תפעול המחלקות הסיעודיות במיקור חוץ ולקבל דמי שכירות קבועים מראש. לטענת החברה, ההכנסות מהפעלה עצמית של המחלקה הסיעודית, אינן מפצות על הסיכונים הכרוכים בפעילות זו. Standard & Poor's Maalot רואה בחיוב את החלטת החברה להתמקד בליבה העסקית שלה תוך הפניית פעילויות שאינן חלק מהליבה העסקית למיקור חוץ.

Standard & Poor's Maalot מעריכה את הניהול העסקי והפיננסי של החברה כמנוסה ומקצועי, כפי שמתבטא בין היתר בהתמקדות בעסקי הליבה של החברה ובהתמקדות בבניית בתי דיור מוגן באזורי ביקוש. האסטרטגיה של משכנות כלל מתמקדת בשמירת הדומיננטיות בשוק הדיור המוגן היוקרתי הן מבחינת גודל והן מבחינת איכות המוצר והשירות שהיא מספקת לדיירים. כדי לשמור על מעמד זה החברה עומדת בשנים הקרובות בפני כניסה לפרויקטים חדשים בהיקפים נרחבים, אשר ימוצבו על פי הסטנדרטים הגבוהים של החברה, ובהם: שלב ב' בפרויקט נורדיה, בית דיור מוגן בגני תקווה, כפר גמלאים באלונים, בית דיור מוגן בחיפה ופרויקטים נוספים שנמצאים בשלבי תכנון. Standard & Poor's Maalot רואה בחיוב את רצון הנהלת החברה לשמור על מעמדה המוביל באמצעות המשך התרחבותה. יחד עם זאת, Standard & Poor's Maalot מעריכה כי היקף הייזום הצפוי ביחס לגודלה הנוכחי אינו שמרני ועלול להשפיע בטווח הזמן הקצר עד הבינוני על הסיכון הפיננסי של החברה (בין היתר, עקב הצרכים התזרימיים של הפרויקטים שבהקמה).



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

**<u>להערכת Standard & Poor's Maalot, רמת הסיכון הפיננסי של החברה דומה לממוצע</u>**, כפועל יוצא מרמת הרווחיות הגבוהה במעט מהמקובל בענף, איתנות פיננסית הדומה לממוצע ונזילות ברמה הדומה לממוצע. מנגד, להערכת Standard & Poor's Maalot יחסי כיסוי החוב הפיננסי על ידי תזרים המזומנים נמוכים מהממוצע. במסגרת הדירוג התחייבה החברה לשמור על תיק נזיל בסך של 24 מיליון שקל.

Standard & Poor's Maalot מצפה מחברות הפועלות בענף ברמת דירוג דומה לשמור, בין היתר, על היקף תיק נזיל בסך של 200 ימי הוצאות תפעוליות (למעט פחת והפחתות והוצאות מימון).

**רווחיות**

מחזור הפעילות הכולל של משכנות כלל כולל הכנסות מתשלום דמי אחזקה שוטפים על ידי הדיירים והכנסות הנובעות מהפחתת הפיקדון או דמי הכניסה המופקדים על ידם בשיעור שנקבע בהתאם למצוין לעיל ולשיטת התשלום שבה בחר הדייר.

בשנת 2006 עלו מעט הכנסות החברה ועמדו על 69.9 מיליון ₪, עלייה של 1% לעומת שנת 2005. במחצית הראשונה של שנת 2007 נשמרה היציבות כאשר שיעור הגידול בהכנסות מגיע ל- 1.5% לעומת התקופה המקבילה בשנת 2006. שיעורי התפוסה שמרו גם הם על יציבות בשנת 2006, כאשר במחצית הראשונה של שנת 2007 ישנה עלייה בשיעורי התפוסה במרכז בבת- ים אשר לא באה לידי ביטוי בהכנסות.

שיעור עלות הפעילות נטו (עלות הפעילות הכוללת בנטרול פחת) עלה בשנת 2006 לשיעור של 106.6% מההכנסות לעומת 94% בשנת 2005, בין היתר עקב רישום לראשונה של הוצאות CAPEX בדוח רווח והפסד בהתאם לתקינה הבינלאומית, גידול בהוצאות שכר עבודה כתוצאה מעליית שכר המינימום ועלייה בהוצאות מכירה ושיווק כתוצאה משיווק מספר פרויקטים בהקמה. במחצית הראשונה של שנת 2007 עמד שיעור זה על 104.4%. Standard & Poor's Maalot בדקה את הרווחיות התפעולית של הבתים בנטרול הוצאות CAPEX והוצאות מכירה ושיווק של פרויקטים בהקמה. שיעור עלות הפעילות נטו בנטרול הוצאות אלו עומד בשנת 2006 על 94.6% ובמחצית הראשונה של שנת 2007 על 90.9%. להערכת Standard & Poor's Maalot, המשך השקעות מאסיביות בשיפוץ הבתים יפגע ברווחיות החברה בטווח הקצר אולם בטווח הבינוני ישפר את מעמדם העסקי של המרכזים (כפי שקרה במרכז בבת ים) ויעלה את שיעורי התפוסה.

למרות ההשקעות של הצוות הניהולי בהתרחבות הרשת, שומרת החברה על יציבות בהוצאות הנהלה וכלליות שעמדו על 5.5% מההכנסות במחצית הראשונה של שנת 2007, לעומת כ-5.8% בשנת 2006 וכ-5.4% בשנת 2005.

לאורך שנים, היו לחברה הכנסות מימון שנבעו בעיקר משערוך פיקדונות (צמודים בעיקר לדולר) והכנסות ריבית בגין הלוואות לבעלי המניות, מלבד השנים 2001 ו-2005, בהן נרשמה עלייה חדה בפיקדונות הדיירים כתוצאה מפיחות שקל מול דולר ארה"ב. בשנת 2005, הוצאות המימון בגין שחיקת פיקדונות ע"ס כ- 40 מיליון ₪ התקזזו בחלקן ע"י שערוך עסקאות הגנה עם בעלי שליטה והכנסות מימון בגין הלוואות לבעלי המניות. החברה רשמה בשנת 2005 הוצאות מימון נטו ע"ס כ- 25 מיליון ₪ שהביאו אותה להפסד חשבונאי נקי של 15 מיליון ₪. בשנת 2006, מגמת הדולר הייתה הפוכה ונרשמו הכנסות מימון נטו ע"ס כ- 2 מיליון ₪, כאשר הכנסות משחיקת הפיקדונות התקזזו בחלקן ע"י הפסד מעסקה עתידית. במחצית הראשונה של 2007 שוב חל פיחות שקל מול דולר וזה גרם להוצאות מימון חריגות ע"ס כ-10.7 מיליון



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

₪. היות ובמחצית השנייה של 2007 מגמת הדולר השתנתה, החברה צפויה לרשום חשבונאית הכנסות מימון בשנת 2007.

**איתנות פיננסית**

החוב הפיננסי של משכנות כלל אשר שימש לחישוב שיעור המנוף הפיננסי כולל שיעור מפיקדונות דיירי החברה, אשר צפוי להיות מוחזר לדיירים עם תום שהייתם בדיור המוגן של משכנות כלל. החל משנת 2006 (כולל 2005 רטרואקטיבית), החברה נוהגת להוון סכום הפיקדונות הצפויים להיות מוחזרים לדיירים בהתאם לחישובים האקטואריים אודות משך שהיית הלקוח בדיור המוגן של משכנות כלל. ההפרש בין ערך הפיקדונות הלא מחולטים בפועל לבין ערך הפיקדונות המהוונים שויך ליתרת זכות נדחית. כל תקופה חשבונאית החברה תהוון מחדש את התחייבויותיה לדיירים, כאשר כל שינוי ייזקף להוצאות/ הכנסות מימון.

בשנת 2006, עלה החוב הפיננסי כולל התחייבויות לדיירים לשיעור של 73.8% מהמאזן לעומת שיעור של 69% בשנת 2005. לעלייה זו תרם בעיקר גיוס החוב של החברה באוגוסט 2006. עלייה זו קוזזה על ידי ירידה בהתחייבויות החברה לדיירים שנבעה מירידה בשער הדולר. במחצית הראשונה של 2007, עלה שיעור החוב ל- 79.9% מהמאזן כתוצאה מקבלת פיקדונות מדיירים חדשים ומעלייה בהתחייבויות לבנקים. התחייבויות החברה לדיירים מוצגות בניכוי יתרת זכות נדחית[4]. נכון ל- 30.06.2007, קטנה יתרת הזכות הנדחית כתוצאה מקבלת מקדמות[5] מדיירים טרם אכלוס הדירות בפרויקטים חדשים ולכן מבחינה חשבונאית עלו התחייבויות הדיירים. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2007, קיבלה החברה פיקדונות חדשים נטו בסכום של 18.2 מיליון ₪.

יחס חוב ל-CAP עלה במחצית הראשונה של 2007 לכ- 93.4% לעומת כ-92.4% בדצמבר 2006 וכ-90.1% בשנת 2005. עם זאת, עלייה זאת נובעת מיישום תוכנית ההשקעות על ידי החברה ותואמת את התחזית שניתנה על ידי החברה במועד הדירוג הראשוני.

Standard & Poor's Maalot בחנה בנוסף את שיעור החוב ל- CAP המותאם, הכולל הוספה להון העצמי של ההכנסות הנדחות, הנובעות מחילוט עתידי של פיקדונות הדיירים. חוב זה עלה משיעור של 71% בשנת 2005 ל- 77.5% בשנת 2006 כתוצאה מגיוס חוב. במחצית הראשונה של שנת 2007, עלה שיעור החוב ל- 83.3% בעיקר כתוצאה מעלייה בהתחייבויות לדיירים שבגינם טרם נרשמה יתרת זכות נדחית (בדירות שטרם אוכלסו). מצב זה הינו זמני מכיוון שבתחילת שנת 2008 יאכלסו הדיירים את הדירות בצומת סביון ובחלק מפרויקט נורדיה ב' והחברה תכיר בהכנסה העתידית הנגזרת מהפיקדונות החדשים.

**נזילות ונגישות למקורות מימון**

להערכת Standard & Poor's Maalot, כיום היקף התיק הנזיל של החברה הינו גבוה מהממוצע ואינו מייצג עבור השנים הבאות. התיק הנזיל עמד בסוף שנת 2006 על 98.8 מיליון ₪ ונבע מגיוס חוב ונטילת אשראי מהבנקים. במחצית

[4] יתרת זכות נדחית – ההכנסה הצפויה מחילוט פיקדונות הדיירים המחושבת לפי תקופת שהייה של 10 שנים.

[5] החברה אינה נוהגת להכיר ביתרת זכות נדחית כל עוד הדייר לא אכלס את הדירה



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

הראשונה של שנת 2007 ירד התיק הנזיל ל- 79 מיליון ₪. מתוך התיק הנזיל של החברה, 24 מיליון ₪ מופקדים בכרית הייעודית לטובת בעלי האג"ח ואינם נכללים במסגרת התיק הנזיל של החברה.

Standard & Poor's Maalot בחנה את נזילות החברה בין היתר על פי "ימי התיק הנזיל" (על פי היחס בין התיק הנזיל לסך הוצאות החברה). בסוף שנת 2006 היו לחברה 585 ימי תיק נזיל. במחצית הראשונה של שנת 2007, ירדו ימי התיק הנזיל ל- 433 ימים המשקפים את הירידה בתיק הנזיל. במסגרת הדירוג התחייבה החברה לשמור על תיק נזיל בסך של 24 מיליון שקל.

נציין כי Standard & Poor's Maalot מצפה מחברות הפועלות בענף ברמת דירוג דומה לשמור, בין היתר, על היקף תיק נזיל בסך של 200 ימי הוצאות (למעט פחת והפחתות והוצאות מימון).

**תזרים מזומנים ויחסי כיסוי**

Standard & Poor's Maalot מעריכה כי תזרים המזומנים הוא פרמטר מרכזי בהערכת חברות דיור מוגן. תזרים המזומנים כולל תזרים מקבלת/החזר פיקדונות, תזרים מדמי כניסה ותזרים מפעילות האחזקה. ההבדל בין תזרים המזומנים לרווח הנקי נובע בעיקר מהפער בין הפחת החשבונאי להיקף ההוצאות השוטפות הדרוש להפעלת נכסי הדיור המוגן וכן משיעור הדיירים במסלול הפיקדון לעומת דיירים במסלול דמי הכניסה. כמו-כן, שינוי במחירי השירותים בענף (כפי שהיה בשנים האחרונות) משפיע בצורה חדה יותר על תזרים המזומנים של החברות בענף (בשל הפער בין גובה הפיקדונות המוחזרים לפיקדונות החדשים המתקבלים) בהשוואה להשפעת השינוי על דוח הרווח והפסד, בו מושפעות ההכנסות מתשלום ממוצע של הדיירים, אשר תקופת שהייתם במוסד הדיור המוגן הנה כאמור כ- 10 שנים בממוצע.

בשנת 2006 מסתכם התזרים המייצג מפעילות[6] ב- 24.7 מיליון ₪ לעומת תזרים שלילי של 8.7 מיליון ₪ בשנת 2005. העלייה המשמעותית בתזרים המייצג נובעת מגידול חד בקבלת פיקדונות דיירים לעומת שנת 2005, בה קבלת פיקדונות נטו (קבלה בניכוי החזרה) הייתה שלילית. עלייה זו קוזזה במעט על ידי גידול של 7 מיליון ₪ בעלות הפעילות בשנת 2006. במחצית הראשונה של שנת 2007, מסתכם התזרים ב- 17.2 מיליון ₪ לעומת 16.7 מיליון ₪ בתקופה המקבילה בשנת 2006.

כאשר מנתחים את התזרים לפי בתים, ניתן לראות כי השיפוצים שנערכו בבת ים תרמו להעלאת שיעורי התפוסה ובכך העלו את התזרים השוטף בעיקר כתוצאה מקבלת פיקדונות חדשים. בנורדיה עם אכלוס שלב ב' הצפוי להיות על פני שנת 2008, יגדל באופן חד פעמי התזרים השוטף עם קבלת כל פיקדונות הדיירים הנכנסים.

התזרים נטו לשירות חוב[7] של החברה משמש לבדיקת יחס הכיסוי בין החוב הפיננסי לבין התזרים. בסוף שנת 2006 עמד יחס כיסוי החוב על ידי התזרים נטו לשירות החוב על 31.9 ובסוף המחצית הראשונה של 2007 על 19.2. יחס כיסוי החוב הפיננסי המנוכה על ידי התזרים נטו לשירות חוב מושפע בין השאר מרמת הייזום של החברה. ניתן לצפות כי החוב הפיננסי של חברה יזמית יהיה גבוה יחסית לתזרים משום תקופת הביניים שעוברת עד להשלמת הפרויקט וקבלת תזרים שוטף מהבתים.

[6] תזרים מייצג מפעילות - הכנסות מדמי אחזקה ושכירות בתוספת קבלת פיקדונות בניכוי החזר פיקדונות, הוצ' שוטפות ללא פחת והוצ' מכירה ושיווק.

[7] תזרים נטו לשירות חוב – תזרים מייצג מפעילות בתוספת הכנסות/הוצאות מימון והוצאות הנהלה וכלליות.



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il

Standard & Poor's Maalot בדקה בנוסף את יחס גלגול החוב של החברה. יחס זה, בין החוב הפיננסי המנוכה של החברה לבין התזרים נטו לשירות חוב מותאם[8] משמש לבדיקת יכולת החברה למחזר את החוב השוטף לדיירים ולמוסדות פיננסיים על ידי קבלת פיקדונות חדשים ותזרים מפעילות שוטפת. לדעת Standard & Poor's Maalot, במסגרת יחס גלגול החוב יש להתחשב ברמת הייזום של החברה אשר משפיעה בטווח הקצר על התזרים השוטף ועל החוב הפיננסי. יחס גלגול החוב של החברה עמד בסוף שנת 2006 על 10.3 ובסוף המחצית הראשונה של שנת 2007 על 9.2.

**Standard & Poor's Maalot מצפה, כי החברה תשמור על יחס גלגול חוב שלא יעלה על 12, בהתאם לרמת הדירוג והייזום הנוכחיים.**

**תחזית דירוג: יציב (Outlook: Stable)**

תחזית הדירוג היציבה ניתנה לחברה על בסיס פעילותה האינטגרטיבית וכן בהתבסס על הערכת Standard & Poor's Maalot כי החברה תמשיך לשמור על מעמדה העסקי המוביל בתחומי פעילותה. כמו כן, Standard & Poor's Maalot מעריכה שהחברה תשמור על מיצובה הפיננסי ותעמוד ביעדים הפיננסים שהונחו בבסיס הדירוג. דירוג החברה יהיה תלוי בעתיד בהיקף הייזום שאותו תבצע החברה ביחס לפרויקטים קיימים ובעמידתה בתוכניות העסקיות לגבי המרכזים החדשים.

[8] תזרים נטו לשירות חוב מותאם – תזרים נטו לשירות חוב בנטרול החזר פיקדונות (התחשבות בקבלת פיקדונות בלבד)



בית איילון ביטוח, רחוב אבא הלל סילבר 12, רמת-גן, 52506, טל: 03-7539700, פקס: 03-7539710, www.maalot.co.il