STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

22.07.2009

משכנות כלל (1982) בע"מ

הורדת דירוג ל-'BBB+' בשל תזרים הנמוך מהצפוי;

תחזית דירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי: סופיה גרץ' sophia_grach@standardandpoors.com
אנליסט אשראי משני: שאול בן שימול shaul_ben_shimol@standardandpoors.com

תמצית

- עיכובים במימוש תוכנית ההשקעות של החברה גורמים לדחייה בתזרימים שאמורים להתקבל מהבתים החדשים וכפועל יוצא מכך לעיכובים בפירעון הלוואות שניתנו לליווי בניה ולהוצאות מימון נוספות.
- אנו מורידים את הדירוג של אגרות החוב (סדרה א') ל-'BBB+' מ-'A-'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי לא צפויה להיות הרעה ביחסים הפיננסיים של החברה ובמעמדה בתחום פעילותה – ניהול ותפעול בתי דיור מוגן יוקרתיים בישראל.

פעולת הדירוג

ביום 22/07/2009 חברת Standard & Poor's Maalot הורידה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהונפקו על ידי משכנות כלל (1982) בע"מ לדירוג 'BBB+' מדירוג 'A-'. תחזית הדירוג היא יציבה (Stable).

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג של משכנות כלל נובעת בעיקר מאי עמידתה המתמשכת של החברה בתחזית תזרים המזומנים שנצפתה במועד הדירוג הראשוני בשל עיכובים בהקמתם של הבתים החדשים (צומת סביון ונורדיה ב') וכפועל יוצא מכך, לעיכובים בפירעון הלוואות ליווי בניה ולהוצאות מימון נוספות המייקרות את עלות הבניה.
רמת המינוף של החברה נשארה גבוהה, גם אחרי הערכה מחדש של הרכוש הקבוע בדצמבר 2008 לפי שוויו ההוגן, בין היתר בשל היקף החוב הפיננסי הגבוה שכמחצית ממנו הינן הלוואות שניתנו למימון בניה או לרכישת קרקעות. יחס חוב פיננסי ל-CAP עמד בדצמבר 2008 על כ-52% ואנו לא מצפים לשינוי ביחס זה בשנים 2009-2010. היחס בין החוב המותאם של החברה (חוב פיננסי ושיעור הפיקדונות אשר צפוי להיות מוחזר על ידי החברה עם תום שהיית הדיירים בבתיה) ל-CAP המותאם עמד בדצמבר 2008 על כ-70% וגם ביחס זה אנו לא צופים שינויים מהותיים

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

בשנים הקרובות. היחס בין החוב הפיננסי ל-EBITDA הינו גבוה יחסית לחברות בתחום Healthcare המדורגות על ידי S&P ועומד על 13x בדצמבר 2008. זאת, בין היתר, בגלל היקף משמעותי של הלוואות ליווי בניה המוחזרות מפיקדונות דיירים חדשים. להערכתנו יחס זה ירד לכ-5x אחרי פירעון מלא של אותן הלוואות וסיום תהליך הפיתוח, אם כי זה לא צפוי לקרות בתקופה הקרובה, בין היתר, בשל תוכניות החברה לפיתוח עתידי.

מבין הגורמים הממתנים את רמת הסיכון של החברה ניתן למנות את מעמדה הגבוה בשוק הדיור המוגן היוקרתי המאופיין בסיכון נמוך יחסית, יעילות תפעולית נאותה וניצול יתרונות לגודל, שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים ברוב הבתים והפוטנציאל הטמון בתחלופת הדיירים בבתים הותיקים של החברה. אנו מעריכים את הניהול העסקי והפיננסי של החברה כמנוסה ומקצועי, כפי שמתבטא בין היתר בהתמקדות בעסקי הליבה של החברה, השבחת הבתים הקיימים והתאמת תוכנית הפיתוח לתנאי השוק.
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-31.12.2008 על כ-94%. שיעור זה משקף עליה לעומת שיעור תפוסה של כ-91% בדצמבר 2007 וכ-85% בשנים 2005-2006, אולם עדיין לא עומד בציפיות החברה (98% אחרי סיום השיפוצים) והוא נמוך יחסית לשאר הבתים. המרכז החדש בצומת סביון טרם הגיע לרמת התפוסה הגבוהה שנצפתה בעת הדירוג הראשוני עקב עיכוב משמעותי בפתיחתו, אך להערכת החברה ניתן להגיע לתחזית התפוסה עד סוף שנת 2010.

נזילות

להערכתו החברה מחזיקה ביתרות מזומנים התואמות לצרכיה העתידיים, הן בהיבט של החזר יתרת הפיקדונות בעת סיום שהייתם של הדיירים והן בהיבט של שדרוג הבתים הקיימים ומימוש תוכנית הפיתוח העתידית.

נציין כי החברה שומרת על 24 מיליון ₪ המופקדים בכרית ייעודית לטובת בעלי אג"ח, בהתאם להתחייבותה בעת הנפקת אגרות החוב. התיק הנזיל הכולל של החברה עמד בדצמבר 2008 על כ- 56 מיליון ₪ שמכסים כ-258 ימי הוצאות שוטפות, כולל הוצאות מימון וללא פחת והפחתות (ימי התיק הנזיל), לעומת כ-297 ימים בדצמבר 2007.
אנו מצפים מהחברה לשמור, בין היתר, על היקף תיק נזיל בסך שלא יפחת מ- 200 ימים.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי לא צפויה להיות הרעה ביחסים הפיננסיים של החברה ובמעמדה בתחום פעילותה. אנו מצפים מהחברה לשמור על איזון ברמת הפיתוח העתידי שלא יפגע ביחסים הפיננסיים הנוכחיים.
סיום הקמתם ואכלוסם של הבתים החדשים צפוי להפחית את אי הוודאות בנוגע לתזרים המזומנים העתידי של החברה ועשוי לגרום לשיפור בדירוגה.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Aba Hillel Silver Rd.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

רשימת אגרות חוב

אגרות חוב	דירוג נוכחי	מדירוג קודם
סדרה א'	ilBBB+/Stable	ilA-/Stable

דירוגי S&P Maalot מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P 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 S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו לS&P 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 קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות לS&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.