12 Abba Hillel Silver Street
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

17 יולי 2011

משכנות כלל (1982)

אשרור דירוג 'ilBBB+' תוך הוצאתו מרשימת CreditWatch בזכות תמיכת בעלי המניות בנזילות וביחסי הכיסוי

אנליסטית אשראי ראשית: סופיה גרץ' sophia_grach@standardandpoors.com
אנליסטית אשראי משנית: אוסנת יגר osnat_jaeger@standardandpoors.com

תמצית

- שינויים לרעה ביחסי כיסוי החוב שחלו בעקבות הפסקת ההכרה בהכנסות מהתאמות פיקדונות לשווים ההוגן אינם משנים את ראייתנו הכלכלית בדבר סיכוני החברה. ההנהלה החדשה נמצאת בעיצומו של מימוש התוכנית להתייעלות תפעולית והשפעותיה הראשוניות ניכרות כבר בתוצאות של 2010.
- אנו רואים את נזילות החברה כפחות ממספקת בעקבות התבססותה, בין היתר, על תזרים מפיקדונות דיירים החשוף לקצב תחלופת דיירים ולתנאי השוק. לפיכך, תמיכת בעלי המניות בנזילות וביחסי הכיסוי חיונית עבור החברה, במיוחד לנוכח אתגרים פיננסיים חדשים הקשורים להקמת בית דיור מוגן בגני תקווה.
- אנו מאשררים דירוג 'ilBBB+' של משכנות כלל (1982) בע"מ, הפועלת בתחום בתי דיור מוגן יוקרתיים בישראל, ובאותה עת מוציאים אותו מ- CreditWatch עם השלכות שליליות.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי לא צפויה להיות הרעה בנזילות של החברה ובמעמדה בתחום פעילותה: ניהול ותפעול בתי דיור מוגן יוקרתיים בישראל.

פעולת הדירוג

ב- 17 ליולי, 2011 Standard & Poor's Maalot אשררה את הדירוג של משכנות כלל (1982) בע"מ הפועלת בתחום בתי דיור מוגן יוקרתיים בישראל והוציאה אותו מ- CreditWatch שבו הוכנס ביום 6 ביולי, 2011 עם השלכות שליליות. תחזית הדירוג היא יציבה.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Abba Hillel Silver Street
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של משכנות כלל משקף בעיקר את רמת המינוף הגבוהה שלה, המתבטאת ביחסי כיסוי חוב חלשים, וחשיפה גבוהה של מקורות הנזילות העיקריים שלה, פיקדונות נטו מהדיירים, לסיכוני השוק. בנוסף לכך, הדירוג משקף את סיכוני ההקמה של בית דיור מוגן בגני תקווה וסיכוני האכלוס של נורדיה ב'.

מבין הגורמים הממתנים את רמת הסיכון של החברה ומייצבים את נזילותה ניתן למנות את כוונת בעלי המניות לתמוך בחברה על ידי הזרמת הון עצמי בסך 20 מיליון ₪ ולהתחייב על שמירת יחסי כיסוי המתאימים לרמת הדירוג הנוכחית; מעמדה הגבוה בשוק הדיור המוגן היוקרתי המאופיין בסיכון נמוך יחסית; יעילות תפעולית נאותה; צעדי ההנהלה החדשה להתייעלות תפעולית וכפועל יוצא מכך לשיפור רווחיות החברה; ומבנה הון מתון.

במחצית השנייה של 2010 נאלצה החברה, בהתאם לעמדת רשות ניירות ערך, לשנות את שיטת ההכרה בנכסיה הקבועים ובפיקדונות מדיירים. לשינויים אלה הייתה השפעה שלילית על דוח רווח והפסד של החברה, בין היתר בשל הקטנת ההכנסות המוכרות ורישום פחת על הנכסים הקבועים. בנוסף השפיע השינוי על המאזן בשל רישום הפיקדונות כהתחייבויות לזמן קצר תוך הפסקת היוונם. כתוצאה מהפסקת ההכרה בהכנסות מהתאמת פיקדונות לשווים ההוגן, שהיה בעבר חלק מהותי מ- EBITDA, עלה יחס בין החוב הפיננסי ל- EBITDA ל- 12.4x בסוף דצמבר 2010. יחס זה חלש משמעותית ביחס לחברות בתחום healthcare המדורגות על ידי Standard & Poor's.

כדי לתמוך ביחסי כיסוי החוב ובנזילות החברה, מתכוונים בעלי המניות להזרים 20 מיליון ₪ הון עצמי תוך 30 יום ולהתחייב להמיר חלק מהלוואתם (עד 25 מיליון ₪) להון במידה ועד אמצע 2012 יחס בין החוב הפיננסי ל- EBITDA לא ירד מתחת ל- 10x. להערכתנו, צעדים אלה מעידים על המחויבות הגדולה של בעלי המניות לחברה ועל אמונתם ביכולת של הנהלת החברה לשפר את רווחיותה כבר בתקופה הקרובה.

להערכתנו, התחייבות החברה לשנים 2010-2014 לא לחלק דיבידנד, לא להעמיד הלוואות לבעלי החברה מעבר למה שהוצג בתוכנית העסקית, ולא להתחיל בהקמת בתי דיור מוגן חדשים מעבר לבית הדיור המוגן בגני תקווה, מהווה גורם ממתן לחשיפת החברה לחברת יורופורט, בעלת השליטה בחברה (בשרשור, דרך זכויות ההצבעה).

נזילות

להערכתו תמיכת בעלי המניות אמורה לשפר את מצב הנזילות של החברה בשנים 2011-2012. הזרמת 20 מיליון ₪ שמתוכננת בתקופה הקרובה יכולה לשמש לשירות החוב או ככרית מזומנים עודפת; ואילו המרת הלוואת הבעלים להון עצמי תקטין עומס שירות החוב החל משנת 2013.

יחד עם זאת, אנו ממשיכים לראות את נזילות החברה כפחות ממספקת, בשל תנודתיותו של התזרים המזומנים מהפיקדונות החדשים, שמהווה את המקור העיקרי לשירות החוב, וחשיפתו לתנאי השוק. נציין כי ב- 2011 יתרת המזומנים שבידי החברה גדלה בשל קבלת הלוואות ע"ס 70 מיליון ₪ מקרנות המנוף. יחד עם זאת, תחילת הקמת גני

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Abba Hillel Silver Street
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

תקווה מעמידה בפני החברה אתגרי מימון חדשים. לפיכך, תמיכת בעלי המניות בנזילות החברה חיונית, במיוחד עבור השנים 2012-2013. אנו מצפים מהחברה לשמור על יחס מקורות נזילות לשימושים (יחס נזילות) שלא יפחת מ-1.2x.

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 בסוף דצמבר 2010 על כ- 41 מיליון ₪.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי לא צפויה להיות הרעה נוספת ביחסים הפיננסיים של החברה ובמעמדה בתחום פעילותה. אנו מצפים מהחברה לשמור על איזון ברמת הפיתוח העתידי שלא יפגע ביחסים הפיננסיים הנוכחיים.

אנו מצפים כי החברה תמשיך לשפר את יחסי כיסוי החוב בהתאם לתחזיות שלה. אנו נשקול העלאת הדירוג אם נראה שיפור משמעותי ביחס חוב ל- EBITDA, בד בבד עם ירידה בסיכוני הקמה של הבתים החדשים ונזילות מספקת להתמודדות עם החזרי פיקדונות גבוהים מהצפוי.

לעומת זאת, האצת הפיתוח של הבתים החדשים והרעת הנתונים התפעוליים של הבתים הוותיקים עלולים לגרום להורדת יחס נזילות מתחת ל- 1.2x, וכפועל יוצא מכך להורדת הדירוג. עם זאת, אנו לא מצפים להתפתחויות אלה בתקופה הקרובה, בין היתר בשל שעורי תפוסה גבוהים בבתים הוותיקים ובשל התחייבות החברה לא להתחיל בהקמת בתי דיור מוגן חדשים מעבר לבית הדיור המוגן בגני תקווה בשנים 2011-2014.

מחקר קשור

- "2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology" שפורסם על ידי Standard & Poors ב- 15 לאפריל 2008.
- 'Methodology And Assumptions: Standard & Poor's Standardizes Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers' שפורסם על ידי Standard & Poors בתאריך 02.07.2010.

את המאמרים המתודולוגיים המוזכרים ניתן למצוא באתר של Standard & Poor's בכתובת www.standardandpoors.com

רשימת דירוגים

	דירוג נוכחי	**מדירוג קודם**
משכנות כלל (1982)	ilBBB+/Stable	ilBBB+/Watch Neg
סדרה א'	ilBBB+	ilBBB+/Watch Neg

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.

STANDARD &POOR'S Maalot

12 Abba Hillel Silver Street
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

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.