24 מאי, 2012

משכנות כלל (1982) בע"מ

אנליסט אשראי ראשי:

סופיה גרץ', תל אביב 3-753-9724 (972), sophia_grach @standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

תמר שטיין, תל אביב 3-753-9721 (972), tamar_stein @standardandpoors.com

Standard & Poor's Maalot

רחוב אבא הלל סילבר 12

רמת גן, 52506

טל: 03-7539700

פקס: 03-7539710

www.maalot.co.il

תוכן עניינים

חוזקות וחולשות

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית דירוג

נתונים פיננסיים התאמות והשוואות

מחקר קשור

The McGraw-Hill Companies

משכנות כלל (1982) בע"מ

דירוג המנפיק
ilBBB+/Stable

חוזקות וחולשות

חוזקות:

- מעמד עסקי גבוה בענף דיור מוגן יוקרתי בישראל שמאופיין, לדעתנו, בסיכון נמוך יחסית.
- יעילות תפעולית נאותה.

חולשות:

- רמת מינוף גבוהה.
- הישענות על תזרים מפיקדונות דיירים, החשוף לסיכוני שוק, כמקור נזילות עיקרי.
- חשיפה לסיכוני הקמה של בית דיור מוגן בגני תקווה.

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג של משכנות כלל (1982) בע"מ, הפועלת בתחום בתי דיור מוגן יוקרתיים בישראל, מושפע מהפרופיל הפיננסי החלש שלה, כפי שבא לידי ביטוי ביחסי כיסוי חוב, ומרמת נזילות "פחות ממספקת", לדעתנו, עקב הישענותה על תזרים מפיקדונות דיירים החשוף לסיכוני שוק. בנוסף, הדירוג משקף את סיכוני ההקמה של בית דיור מוגן בגני תקווה וסיכוני אכלוס של פרויקט נורדיה ב'.

מנגד, הפרופיל העסקי של החברה מהווה גורם ממתן את רמת הסיכון הכללי שלה. למשכנות כלל מעמד גבוה בשוק דיור מוגן יוקרתי המאופיין, לדעתנו, בסיכון נמוך יחסית. יעילות תפעולית של משכנות כלל נאותה, להערכתנו, כפי שזה מתבטא, בין היתר, במרווח EBITDA גבוה ביחס לחברות בתחום שירותי בריאות וסיעוד המדורגות על ידי Standard & Poor's, והיא אף נמצאת במגמת שיפור לאור צעדי ההנהלה להתייעלות תפעולית. מבנה ההון של החברה מתון, להערכתנו, אבל יש לציין כי החברה מציגה את נדל"ן המשמש כבתי דיור מוגן ונדל"ן המיועד לבניית בתי דיור מוגן לפי מודל הערכה מחדש לפי שווי הוגן שנקבע על סמך הערכת שמאי.

להערכתנו, התחייבות החברה שעד שנת 2014 היא לא תחלק דיבידנד, לא תעמיד הלוואות לבעלי החברה מעבר למה שהוצג בתוכנית העסקית, ולא תתחיל בהקמת בתי דיור מוגן חדשים מעבר לפרויקט גני תקווה, כמו כן עדות מוחשית לתמיכת בעלי המניות בחברה (הנפקת שטרי הון ע"ס 20 מיליון ₪ בשנת 2011), מהווים גורמים הממתנים את מצב הנזילות שלה.

תרחיש S&P תפעולי בסיסי

אנו מניחים כי בשנתיים הקרובות משכנות כלל תסיים את אכלוסה של נורדיה ב' ותשמור על שיעורי תפוסה יציבים בבתיה האחרים. כמו כן, להערכתנו, אי וודאות בענף נדל"ן למגורים, שהשפעתה השלילית גרמה להאטה מסוימת בקצב השיווק של יחידות דיור בשנת

S&P Maalot. All rights reserved. No reprint or dissemination without S&P Maalot's permission. See Terms of Use/Disclaimer on the last page.

2011, גם אם תימשך במהלך 2012, לא תפגע משמעותית בתוצאות התפעוליות של החברה בשל ביקוש גבוה של האוכלוסייה המבוגרת בישראל לפתרונות דיור מוגן יוקרתי.

להערכתנו, הכנסות החברה יגדלו בשנה הקרובה בכ- 5%, בעיקר בשל גידול בהכנסות מנורדיה ב', אך גם בשל התאמת התעריפים לאינפלציה, בדומה לשנת 2011, כאשר ההכנסות גדלו ב- 5.6%. אנחנו מניחים שלאחר סיום אכלוס נורדיה ב', ועד לאכלוס פרויקט גני תקווה, קצב הגידול בהכנסות יהיה מתון יותר, קרוב לציפיות האינפלציה השנתית.

אנחנו מניחים המשך עלייה במרווח EBITDA בשנתיים הקרובות בשל שיפור רווחיות בנורדיה ב' והמשך צעדי התייעלות של ההנהלה. לדעתנו, מרווח EBITDA יכול לעלות בשנים הקרובות ל- 31%-30%, אחרי שהוא עלה בשנת 2011 ל- 29% מ- 23% בשנת 2010.

יחסי כיסוי הוצאות ריבית על ידי EBITDA של משכנות כלל נמוכים מחברות אחרות בתחום שירותי בריאות וסיעוד המדורגות על ידי Standard & Poor's בשל המינוף הגבוה שלה. עם זאת, אנו מעריכים שיחס זה יהיה גבוה מ- 1.0x בשנים 2012-2013, בדומה לשנת 2011, ואף יכול להיות דומה לחברות אחרות בתחום, אך זה תלוי, בין היתר, בעיתוי וקצב גיוס חוב חדש למימון הקמת גני תקווה.

תרחיש S&P בסיסי - תזרימי מזומנים ומבנה הון

לפי התרחיש הבסיסי שלנו, בשנים 2012-2013 מימון הקמת גני תקווה לא צפוי לגרום לגידול מהותי בחוב. להערכתנו, הגידול המהותי בחוב והרעה ביחסי כיסוי החוב, צפויים להיות בשנים 2014-2015, בד בבד עם התקדמות בתהליך ההקמה. עם זאת, יתכן ובפועל תהליך ההקמה וגיוס חוב חדש, בהתאם, יהיו יותר מהירים מההנחות שלנו, מה שיגרום לגידול בחוב ולהרעה ביחסים הפיננסיים כבר בשנתיים הקרובות.

לאור שיפור משמעותי ביחס בין החוב הפיננסי ל- EBITDA בשנת 2011 וצפי לשיפור נוסף ב- 2012, בזכות המשך מגמת הגידול ב- EBITDA וירידה צפויה בחוב, אנו מאמינים כי עד אמצע 2012 יחס זה יישאר נמוך מ- 10x, לפיכך בעלי המניות לא יצטרכו לקיים את התחייבותם להמרת חלק מההלוואות שלהם (עד 25 מיליון ₪) להון. נכון ל-31 בדצמבר 2011 עמד היחס בין החוב הפיננסי ל- EBITDA ב- 9.3x. כאמור, אנחנו רואים בזה שיפור זמני עד לגידול חוזר בחוב

נזילות

אנו רואים את נזילות החברה כ"פחות ממספקת", בשל תנודתיותו של תזרים המזומנים מהפיקדונות החדשים, שמהווה את המקור העיקרי לשירות החוב, והחשוף לתנאי השוק. נציין כי בשנת 2011 גדלו יתרות המזומנים שבידי החברה בזכות קבלת הלוואות ע"ס 70 מיליון ₪ מקרנות המנוף והזרמת שטרי הון של בעלי המניות ע"ס 20 מיליון ₪. מקורות נזילות אלה אפשרו למשכנות כלל לפרוע, בנוסף לתשלום שנתי של אגרות החוב, גם הלוואות ליווי בנייה בצומת סביון ובנורדיה ב' ולעמוד ביחס נזילות (מקורות לשימושים) של 1.25x, זאת למרות ההאטה בקבלת פיקדונות חדשים.

להערכתנו, בשנת 2012 המקור העיקרי של נזילות יהיה תזרים המזומנים מפיקדונות חדשים, הנובע מאכלוס נורדיה ב' ומתחלופת דיירים, כאשר השימוש העיקרי בנזילות יהיה הפירעון השנתי של אגרות החוב באוגוסט 2012. לפי התרחיש הבסיסי שלנו, יחס נזילות בשנת 2012 לא צפויה להיות נמוך מ- 1.3x, אם כי הוא חשוף, כאמור, לתנועת הדיירים בפועל.

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 2011 על כ- 58 מיליון ₪.

S&P Maalot. All rights reserved. No reprint or dissemination without S&P Maalot's permission. See Terms of Use/Disclaimer on the last page.

תחזית דירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי במשך השנתיים הקרובות לא צפויה להיות הרעה ביחסים הפיננסיים של החברה ובמעמדה בתחום פעילותה. אנחנו מאמינים כי משכנות כלל תמשיך להשתמש בתזרים המזומנים שלה מפיקדונות דיירים לפירעון החוב הפיננסי שלה. כמו כן, עד להאצת גיוס חוב חדש למימון הקמת גני תקווה, אנו רואים המשך מגמת השיפור ביחס חוב ל-EBITDA, שעמד ב- 31 לדצמבר 2011 ב- 9.3x.

התפתחויות כגון סטייה מהותית מתוכנית ההשקעות של החברה, האטה באכלוס נורדיה ב' והרעת הנתונים התפעוליים של הבתים הוותיקים, עלולים, ביחד ולחוד, לגרום להורדת יחס נזילות מתחת ל- 1.2x, וכפועל יוצא מכך להורדת הדירוג. עם זאת, לפי התרחיש הבסיסי שלנו, זה לא אמור לקרות בשנתיים הקרובות.

לאור סיכוני ההקמה של גני תקווה וצפי לגיוס חוב חדש למימון ההקמה כאמור, שאמור להביא להרעה ביחסים הפיננסיים בשנת 2014, העלאת הדירוג אינה נשקלת בתקופה הקרובה. יחסי חוב ל- EBITDA אומנם צפויים לרדת בשנים 2012-2013 בד בבד עם שיפור ברווחיות וירידה בחוב, אך אנחנו רואים בזה שיפור זמני עד לגידול חוזר בחוב בשנים 2014-2015.

מחקר קשור

- "Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Issuers' שפורסם על ידי Standard & Poor's ב- 28 לספטמבר 2011.

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

- "2008 Corporate Criteria: Analytical Methodology" שפורסם על ידי Standard & Poor's ב- 15 לאפריל 2008.

S&P Maalot. All rights reserved. No reprint or dissemination without S&P Maalot's permission. See Terms of Use/Disclaimer on the last page.

פרטים כלליים (נכון ל- 24 במאי, 2012)	
משכנות כלל (1982) בע"מ	**ilBBB+/Stable**
סדרה א	ilBBB+

היסטוריית דירוג המנפיק	
17-יולי-2011	ilBBB+/Stable
6-יולי-2011	ilBBB+/Watch Negative
26-מאי-2010	ilBBB+/Stable
22-יולי-2009	ilBBB+/Stable
09- אוגוסט-2006	ilA-/Stable

חלויות חוב (מיליוני ₪)	
נכון ל- 31 דצמבר, 2011:	
2012:	46.8
2013:	52.4
2014:	52.4*
2015:	26.6
2016 ואילך:	26.6

* לפני קיזוז פיקדון בנאמנות בסך 24 מיליון ₪

אנליסט אשראי ראשי:

סופיה גרץ', תל אביב 3-753-9724 (972), sophia_grach @standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

תמר שטיין, תל אביב 3-753-9721 (972), tamar_stein @standardandpoors.com

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובלים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

S&P Maalot. All rights reserved. No reprint or dissemination without S&P Maalot's permission. See Terms of Use/Disclaimer on the last page.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

©כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.

S&P Maalot. All rights reserved. No reprint or dissemination without S&P Maalot's permission. See Terms of Use/Disclaimer on the last page.