משכנות כלל (1982) בע"מ

23 אפריל, 2013

אנליסט אשראי ראשי:

סופיה גרץ', +972-3-7539718 sophia_grach@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

תמר שטיין, +972-3-7539721 tamar_stein@standardandpoors.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

תיאור פעילות החברה

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

מחקר קשור

משכנות כלל (1982) בע"מ

דירוג המנפיק	ilBBB+/Stable

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עיסקי	פרופיל פיננסי
• מעמד עסקי גבוה בענף דיור מוגן יוקרתי בישראל. • יעילות תפעולית נאותה. • חשיפה לסיכוני הקמה של בית דיור מוגן בגני תקווה.	• רמת מינוף צפויה לעלות בשנים הקרובות. • הישענות על תזרים מפיקדונות דיירים, החשוף לסיכוני שוק, כמקור נזילות עיקרי.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי בשנה הקרובה לא צפויה להיות הרעה ביחסים הפיננסיים של החברה ובמעמדה בתחום פעילותה. אנחנו מאמינים כי משכנות כלל תמשיך להשתמש בתזרים המוזמנים שלה מפיקדונות דיירים לפירעון החוב הפיננסי שלה. אנחנו גם לוקחים בחשבון שהשיפור הצפוי ביחסי הכיסוי בשנת 2013 (בעקבות שיפור ברווחיות וירידה בחוב הפיננסי) הינו זמני, עד לגיוס חוב חדש למימון הקמת גני תקווה בשנים 2014-2015.

התרחיש השלילי

אנו נשקול פעולת דירוג שלילית במידה ויחס נזילות, לפי המתודולוגיה שלנו, יירד מתחת ל- 1.2x. להערכתנו, אי עמידה ביחסי נזילות כאמור יכולה להיות תולדה של התפתחויות כגון סטייה מהותית מתוכנית ההשקעות של החברה, או הרעה בתוצאות התפעוליות של הבתים.

התרחיש החיובי

אנו נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג יחס EBITDA להוצאות מימון מעל 2.0x, שיהיה להערכתנו בר קיימא, או שהנזילות תהיה "מספקת", לפי המתודולוגיה שלנו. פעולת דירוג חיובית נראית פחות סבירה בטווח הקרוב לנוכח סיכוני ההקמה של פרויקט גני תקווה וצפי לגיוס חוב חדש למימון ההקמה, שאמור להביא להרעה ביחסים הפיננסיים החל משנת 2014.

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מעריכים כי גידול ב- EBITDA וקיטון בחוב יביאו את החברה בשנת 2013 לשיפור ביחסי הכיסוי, אך שיפור זה לא יהיה בר קיימא, נוכח צפי לגיוס חוב חדש בשנים 2014-2015 למימון הקמת בית דיור מוגן חדש בגני תקווה.

הנחות עיקריות	יחסים עיקריים

- סיום אכלוס נורדיה ב' ושמירה על שיעורי תפוסה גבוהים ברוב הבתים במהלך שנת 2013.
- תחילת הבנייה בגני תקווה במחצית השנייה של 2013.
- שימוש בתזרים המזומנים מהפעילות השוטפת (כולל תזרים נטו מתחלופת הדיירים) להורדת החוב ולשיפור יחסי הכיסוי בשנת 2013.
- גיוס חוב חדש למימון הבניה בשנים 2014-2015.

	2012A	2013E	2014E
מרווח EBITDA	27.5%	28%-30%	28%-30%
חוב/EBITDA	7.4X	6.0X-7.0X	8.0X-9.0X
EBITDA/ריבית	1.5X	1.5X-1.6X	1.5X-1.6X

A-בפועל. E-צפוי.

תיאור פעילות החברה

משכנות כלל הינה בין החברות המובילות בתחום דיור מוגן יוקרתי בישראל. החברה מחזיקה בארבעה בתי דיור מוגן במרכז הארץ ובאזור השרון, ומפעילה אותם תחת מותג "מגדלי הים התיכון". במחצית השנייה של שנת 2013 החברה מתעתדת להתחיל בהקמת הבית החמישי שלה בגני תקווה שתחילת אכלוסו צפוי במחצית השנייה של שנת 2016.

משכנות כלל הינה חברה פרטית שמוחזקת על ידי חברה ציבורית יורופורט בע"מ (שיעור החזקה - 23%, אך 50% מזכויות ההצבעה על פי ההסכם עם שאר בעלי המניות), ביחד עם קרנות המנוף ומשקיעים פרטיים.

הפרופיל העסקי

מעמד תחרותי גבוה והתמודדות עם סיכוני הקמה בשנים הקרובות

פרופיל הסיכון העסקי של החברה מבוסס, לדעתנו, על מעמד גבוה בשוק דיור מוגן יוקרתי בישראל, ועל יעילות תפעולית נאותה, בין היתר, בזכות יתרון לגודל של הרשת המונה ארבעה בתי דיור מוגן. להערכתנו, חוק דיור המוגן (התשע"ב – 2012) שנכנס לתוקף בשנת 2013, אינו מהווה איום על משכנות כלל, אלא צפוי אף לשפר את מצבה על חשבון שחקנים קטנים שעלולים להתקשות לעמוד בדרישות הרגולטוריות.

ענף דיור מוגן לאוכלוסייה מבוגרת חשוף למחירי הדירות, בעיקר באזורי הביקוש, דורש השקעות הוניות גבוהות, ונושא בסיכונים אקטואריים. עם זאת, להערכתנו, סיכוני הענף מתקזזים חלקית על ידי הגורמים כגון גידול בתוחלת החיים של האוכלוסייה, שיפור בתדמיתם של בתי דיור מוגן ,וגידול באמצעים כספיים פנויים של הגמלאים, המגדילים את הביקוש. מנגד, הגידול בהיצע מוגבל על ידי מחסור בחלקות אדמה מתאימות סטטוטורית באזורי הביקוש, ועל ידי מגבלות המימון נוכח סיכוני ההקמה והאכלוס גבוהים מאשר בתחום הבניה למגורים.

משכנות כלל מאופיינת, לדעתנו, ביעילות תפעולית נאותה, כפי שזה מתבטא, בין היתר, במרווח EBITDA גבוה ביחס לחברות בתחום שירותי בריאות וסיעוד המדורגות על ידי Standard & Poor's.

מנגד, בשנים הקרובות עומדים בפני החברה מספר אתגרים תפעוליים: בטווח המיידי, סיום אכלוס נורדיה ב'; ובטווח של השנים הקרובות, השקעות הוניות כבדות בהקמתו של בית חדש בגני תקווה, ושדרוג בתיה הוותיקים על מנת להתאים יחידות הדיור לטעמי קהל היעד שבלעדיו שיעורי התפוסה ייפגעו. נציין כי סיכוני ההקמה מופחתים, במידה מסוימת, על ידי הסכם שיתוף פעולה שנחתם עם מועדון צרכנות גדול בעניין שיווק יחידות הדיור בשלב א' של פרויקט גני תקווה לחברי המועדון ולבני משפחותיהם. מדובר בהישג לא רגיל לענף בו ברוב המקרים לא ניתן לשווק בתי דיור מוגן חדשים לפני סיום ההקמה.

תרחיש S&P תפעולי בסיסי

התרחיש הבסיסי שלנו מניח כי מרווחי EBITDA יעמדו בטווח של 28%-30% בשנים 2013-2014 יחס של EBITDA להוצאות מימון צפוי לשמור על יציבות ברמה של 1.5x-1.6x בשנים 2013-2014, ואילו בשנת 2015 לרדת ל- 1.2x-1.3x.

הנחות היסוד שלנו הן:

- סיום אכלוס נורדיה ב' בשנת 2013 ושמירה על שיעורי תפוסה יציבים בבתים אחרים.
- גידול בהכנסות ב- 5% בשנת 2013 בזכות גידול בהכנסות מנורדיה ב' ובשל התאמת דמי אחזקה לאינפלציה.
- גידול מתון (2.5%-3.5%) בהכנסות בשנים 2014-2015, מונע בעיקר על ידי התאמת דמי האחזקה הקיימים לאינפלציה הצפויה (2% בשנה).
- תחילת הבנייה בגני תקווה במחצית השנייה של 2013 ותחילת האכלוס של שלב א' במחצית השנייה של 2016.

הפרופיל הפיננסי

שיפור בפרופיל הסיכון הפיננסי, עד לגיוס חוב חדש למימון גני תקווה

פרופיל הסיכון הפיננסי של משכנות כלל מושפע ממדיניות הפיתוח החדש של החברה שהובילה אותה לרמת חוב גבוהה יחסית. עם זאת, אנו עדים לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי בשנתיים האחרונות בעקבות אכלוס בתים חדשים ופירעון הלוואות בנקאיות שמימנו את הקמתם. יחס בין חוב ל- EBITDA ירד בהדרגה ל- 7.4x נכון לסוף דצמבר 2012 מ- 9.2x בדצמבר 2011 ומ- 12.4x בדצמבר 2010, זאת בזכות ירידה בחוב וגידול ב- EBITDA, בד בבד עם גידול במספר יחידות הדיור המאוכלסות.

בשנת 2012 החברה יצרה לראשונה, אחרי שנים של השקעות הוניות כבדות, תזרים חופשי חיובי (free operating cash flow), אשר נשען בעיקר על פיקדונות הדיירים נטו. לדעתנו, תזרים מפיקדונות הדיירים חשוף לסיכוני השוק, לפיכך אנחנו רואים את הנזילות של משכנות כלל כ-"פחות ממספקת".

אנחנו מודעים לתוכניות הפיתוח העתידי של משכנות כלל, שכוללים הקמת בית דיור מוגן חדש בגני תקווה בשנים 2013-2016, לפיכך שיפור ביחסי הכיסוי כאמור הינו זמני, להערכתנו, עד לגידול חוזר בחוב בשנים 2014-2015. יחד עם זאת, אנחנו מניחים כי יחסי הכיסוי בשנים 2014-2015 לא יהיו חלשים מיחסי הכיסוי בשנים 2009-2010.

תרחיש S&P בסיסי - תזרימי מזומנים ומבנה הון
לפי התרחיש הבסיסי שלנו, יחס חוב ל- EBITDA יירד מתחת ל- 7.0x בעקבות ירידה בחוב ושיפור צפוי ב- EBITDA. להערכתנו, בשנים 2014-2015 יחס חוב ל- EBITDA יעלה בהדרגה ל- 10.0x-11.0x, אבל במחצית השנייה של 2016 אנחנו צופים ירידה ביחס זה ל- 8.5x-9.0x. הנחות היסוד שלנו הן: • תוכנית הפיתוח בשנים 2013-2016 כוללת הקמת שלב א' של גני תקווה. • רוב ההוצאות ההוניות בגין גני תקווה יהיו בשנים 2014-2016 ואילו בשנת 2013 צפוי להיות גידול מתון ביחס לשנת 2012. • גיוס חוב חדש למימון הקמת גני תקווה החל משנת 2014; פירעון החוב החל ממחצית השנייה של 2016. • עד לסיום ההקמה לא יחולקו דיבידנדים ולא יועמדו הלוואות חדשות לחברת האם. עם זאת, אחרי פירעון אג"ח סדרה א' לא קיימת מגבלה כזו מבחינת החברה.

נזילות: פחות ממספקת

אנו רואים את נזילות החברה כ"פחות ממספקת" לפי המתודולוגיה שלנו, בשל תנודתיותו של תזרים המזומנים מהפיקדונות החדשים, שמהווה את המקור העיקרי לשירות החוב, והחשוף לתנאי השוק. נציין כי בשנת 2012 החברה פרעה את התשלום השנתי של אגרות החוב, עמדה ביחס נזילות (מקורות ושימושים) של 1.94x ושמרה על יתרות המזומנים הגבוהות, זאת בזכות עלייה בפיקדונות נטו והנפקת שטרי הון לצדדים קשורים בסך של 11.7 מיליון ₪.

להערכתנו, בשנת 2013 המקור העיקרי של נזילות תהיה הלוואה חדשה בסך 80 מיליון ₪, אשר תחזק את תזרים המזומנים של החברה, כאשר השימוש העיקרי יהיה הפירעון השנתי של אגרות החוב באוגוסט 2013. לפי התרחיש הבסיסי שלנו, יחס נזילות בשנת 2012 לא צפויה להיות נמוך 1.4x, 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.

מקורות עיקריים בשנים 2013-2014	שימושים עיקריים בשנים 2013-2014
• מזומן ונכסים פיננסים סחירים בהיקף של כ- 34 מיליון ₪ נכון לסוף דצמבר, 2012; • פיקדון משועבד לטובת בעלי אג"ח בסך 24 מיליון ₪; • חוב חדש (כולל חוב למימון בנית גני תקווה שלב א') בסך כ- 150 מיליון ₪ (הסכום עשוי לגדול במקרה של שיעור שיווק גבוה מהצפוי); • תזרים מזומנים מהפעילות השוטפת (כולל תזרים נטו מפיקדונות הדיירים וניכוי הוצאות ריבית) בסך כ- 55 מיליון	• חלויות שוטפות בסך כ- 110 מיליון ₪. • הוצאות הוניות בסך כ- 100 מיליון ₪.

משכנות כלל (1982) בע"מ – חלויות חוב נכון ל- 31 בדצמבר, 2012*				
(מיליון ₪)	2013	2014	2015	2016
חלויות	47	54	29	29

(*) לפני קיזוז פיקדון בנאמנות בסך 24 מיליון ₪

מחקר קשור

- מתודולוגיה: הערכת רמת הנזילות למנפיק", ספטמבר 2011.
- מתודולוגיה: הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי, פברואר 2013.
- מעלות ומגבלות של דירוג אשראי, מאי 2012.

את המאמרים המוזכרים ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot:

http://www.maalot.co.il/publications/ART20120529134904.pdf

פרטים כלליים (נכון ל- 23 לאפריל, 2013)	
משכנות כלל (1982) בע"מ	**ilBBB+/Stable**
אג"ח סדרה א'	ilBBB+
היסטוריית דירוג המנפיק	
17-יולי-2011	ilBBB+/Stable
06-יולי-2011	ilBBB+/Watch Neg
22-יולי-2009	ilBBB+/Stable
09-אוגוסט-2006	ilA-/Stable

אנליסט אשראי ראשי:

סופיה גרץ', +972-3-7539718 sophia_grach@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

תמר שטיין, +972-3-7539721 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.

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.