



דירוג חברות דיור מוגן בישראל

דו"ח מתודולוגי | אוקטובר 2014

אנשי קשר:

אנה אייזנברג בן לולו - אנליסטית
anna@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

דירוג חברות דירוג מוגן בישראל

הקדמה

מטרת דו"ח זה הינה להסביר את מתודולוגיית מידרוג בבואה להעריך את רמת הסיכון של חברות הפועלות בענף הדירוג המוגן. הדו"ח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים אשר משפיעים על הדירוג ויכול לשמש ככלי עזר למנפיקים, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון.

יש להדגיש, כי דוח זה מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי, ללא שיקולים של תמיכה חיצונית וסדר קדימויות של סוגי חוב שונים. במסגרת תהליך הדירוג נבחנים מאפיינים פרטניים של כל אחד ואחד מהמנפיקים בהתאם לפעילותו. לפיכך, דירוג של מנפיק מסוים יכול שיושפע מפרמטרים נוספים הייחודיים לפעילותו.

הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. הדירוג מושפע מציפיותינו לביצועים עתידיים של המנפיק המדורג והשפעתם על נתוני הפיננסיים. הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוסי פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה מול מנפיקים אחרים בקבוצת ההשוואה. תחזיותינו מושפעות, בין היתר, מביצועי העבר, מגמות בענף, פעולותיהם של מנפיקים מתחרים ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים שינויים בסביבה המאקרו-כלכלית, בסביבת המימון, אירועי קיצון, סביבת התחרות, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון-קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

מרכיבי הדירוג העיקריים



בבואנו לבחון את איכות האשראי של מנפיק אנו בוחנים את מאפייני הענף בו הוא פועל ואת הסיכונים הגלומים בו, כגון תנודתיות בסביבת הפעילות, רמת התחרות, חסמי כניסה, רגולציה והתפתחויות טכנולוגיות. מרכיב נוסף המשפיע על הדירוג הינו הפרופיל הפרטני של המנפיק מבחינת גודל, גיוון עסקי ומיצוב בענף הפעילות.

הערכת פרופיל המנפיק נועדה לאמוד את יכולתו להסתגל ולצלוח תנודתיות ומשברים בסביבת הפעילות באמצעות יתרונותיו התחרותיים.

הדירוג מעניק חשיבות גבוהה למיצוב הפיננסי של הגוף המנפיק, הכולל את רמת המינוף, רווחיות, יחסי הכיסוי, איכות מקורות התזרים וכמובן נזילותו וגמישותו הפיננסית. המיצוב הפיננסי מושפע במידה רבה מהאסטרטגיה העסקית של הגוף המנפיק. מעבר לכך, ישנה חשיבות למדיניות הפיננסית בה בוחרת הנהלת המנפיק. ממדיניות זו נגזרים יחסי המינוף, הגמישות העסקית והפיננסית ורמת הנזילות, המשפיעים רבות על דרגת סיכון האשראי. קיימים שיקולים נוספים אשר יכול וישפיעו על הדירוג, בהם הערכת איכות הניהול, הבקרה הפיננסית, פוטנציאל לאירוע סיכון (Event Risk) וכן סיכונים אחרים אשר עלולים לפגוע ביכולת הגוף המנפיק להוציא לפועל את תכניתו (Execution Risk).

הדיור המוגן הפרטי בישראל פונה לאוכלוסיית המבוגרים בישראל (בני 65+) ממעמד סוציו אקונומי בינוני-גבוה ומציע לאוכלוסייה זו שירותים רבים בנוסף לסידורי המגורים. חברות הדיור המוגן פועלות בכמה היבטים, מחד, ייצום או רכישה של נכסי הדיור המוגן ומאידך, תפעול שוטף של כלל מערך השירותים הניתנים באותם נכסים. ענף זה מאופיין בחסמי כניסה רבים. לצורך הקמה של דיור מוגן קיים צורך בקרקעות זמינות, הן בגודל והן במיקום מתאים. בנוסף, רכישה של בית דיור מוגן כרוכה בעלויות ובהשקעות הוניות רבות. כמו כן, לצורך הקמת בית דיור מוגן נדרש ידע וניסיון רב בתחום הפעלת מרכזי מגורים הפונים לאוכלוסיית הגיל השלישי¹. החל משנת 2012 קיים גם חסם כניסה מכוח חוק הדיור המוגן אשר קובע תנאי סף להקמת והפעלת בתי דיור מוגן כפי שיפורט בהמשך.

בתי הדיור המוגן הפרטיים הם פיתרון דיור אחד מבין פתרונות הדיור הרבים הקיימים לבני הגיל השלישי בישראל, הנחלקים לציבוריים ופרטיים. ההבדל ביניהם נובע, בין היתר, מסל השירותים הנלווים המוצעים, באיכות המבנה ויחידות הדיור ומקהל היעד. מרבית פתרונות הדיור לבני הגיל השלישי בשוק הציבורי פונים לאוכלוסיית יעד ממעמד סוציו אקונומי נמוך יותר ומספקים תמהיל שירותים בסיסיים וסביבה טיפולית שונה. החלופות במקרים אלו כוללות, בין היתר, יח"ד של עמידר או עמיגור (מקבצי דיור), בתי אבות ציבוריים ומחלקות טיפוליות בדרגות שונות. לעומת זאת, שוק הדיור המוגן הפרטי פונה לאוכלוסיית המבוגרים המבוססת כלכלית ומתאפיין במבנים ברמה גבוהה יחד עם שטחים ציבוריים נרחבים וסל שירותים מגוון ורחב. הדיור המוגן הפרטי מאפשר לאוכלוסיית בני הגיל השלישי לשמור על אורח חיים עצמאי ופרטי, יחד עם כלל השירותים העונים על צרכיה של אוכלוסייה זו. בין השירותים הנ"ל ניתן למצוא, בין היתר, ספא, חדרי כושר, בריכת שחיה, פעילויות תרבות שונות, שירותים רפואיים, ארוחות וכדומה. התפתחות בתי הדיור המוגן נובעת בין היתר, מעלייה בתוחלת החיים בישראל.

חברות הדיור המוגן פועלות לרוב על פי מודל בו החברה רוכשת או יוזמת את הנכס על ידי מימון בנקאי והון עצמי ומתחילה לרוב את שיווק יחידות הדיור רק כאשר בתי הדיור המוגן מוכנים לאכלוס או בסמוך לכך. התשלום עבור יחידות הדיור נעשה במסלולים שונים כאשר הנפוץ ביותר הוא מסלול הפיקדון. במסלול הפיקדון הדייר משלם לחברה על ה"זכות" להתגורר באחת מיחידות הדיור בנכס (להלן: "הפיקדון"). נכון למועד כתיבת הדוח, סכום הפיקדון נקבע על ידי החברה ומשתנה בין סוגי יחידות דיור שונות ובין מסלולי תשלום שונים כפי שיפורט בהמשך. הפיקדון מושפע, בין היתר, ממחירי הדיור בישראל. הפיקדון מחולט במספר אחוזים מדי שנה (לרוב במשך 10-12 שנים), כאשר הסכום שנותר בידי החברה מוחזר לדייר או ליורשיו בעת סיום השהות בנכס, צמוד למדד המחירים לצרכן (להלן: "יתרת סכום הפיקדון"). במקרים רבים החילוט לא יכול לרדת מתחת לשיעור מסוים ללא קשר למשך תקופת השהות ביחידת הדיור. יש לציין כי אחוז החילוט ותקופתו נקבעים על ידי החברה בהתאם לגובה הפיקדון ולמסלולי התשלום השונים. לדוגמא אם סכום הפיקדון עבור יחידת דיור עומד על 1 מיליון ₪ וגובה החילוט עומד על 3% במשך 10 שנים, בעת סיום השימוש בנכס 70% מהפיקדון (שהם 700 אלפי ₪) יוחזרו לדייר או ליורשיו בצמוד למדד המחירים לצרכן.

מלבד תשלום הפיקדון, הדייר משלם דמי אחזקה חודשיים לצורך מימון השירותים הנלווים הניתנים לדייר, ביניהם, שירותים רפואיים, חוגים שונים, בריכת שחייה, ארוחות ועוד. מלבד מסלול הפיקדון קיימים מסלולים נוספים כגון מסלול פיקדון חלקי. מסלול זה מיועד לאוכלוסייה אשר אין ברשותה סכום התחלתי גבוה דיו לתשלום הפיקדון המלא ולכן סכום הפיקדון ההתחלתי מופחת אך בו זמנית דמי האחזקה החודשיים עולים. מסלול נוסף הוא מסלול דמי השכירות בו

¹ הגיל השלישי מתכוון לגיל הזקנה של אוכלוסייה מסוימת, בישראל על פי הגדרות הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה גיל הזקנה מוגדר כ- 65+, קיימות גם הגדרות אחרות לגיל הזקנה כגון גיל הפרישה ועוד.



לא קיים פיקדון כלל והתשלום נעשה על בסיס דמי שכירות חודשיים הנקבעים על פי המדיניות בכל מוסד. בקצה השני קיים מסלול פיקדון מוגדל, במסלול זה משלם הדייר פיקדון הגבוה בכ- 30%-40% מהפיקדון הרגיל, כאשר במקרה זה לא נעשה חילוט של הפיקדון לאורך השנים ומלוא הסכום צמוד למדד המחירים לצרכן מוחזר לדייר או יורשיו בעת סיום השימוש בנכס.

המסלול הנפוץ בחלק ניכר מחברות הדיור המוגן הינו מסלול הפיקדון והפער שבין תשלום הפיקדון המלא של הדיירים הנכנסים לבין החזר הפיקדון המופחת לדיירים העוזבים (להלן: "תזרים נטו מפיקדונות") מהווה את החלק העיקרי מתזרים המזומנים השוטף של החברה. עם סיום השימוש בנכס על ידי הדייר, בעקבות פטירה או בעקבות עזיבה, על החברה להחזיר את סכום הפיקדון המופחת לדייר או יורשיו. דייר חדש שייכנס לנכס ישלם פיקדון מלא, בדרך כלל גבוה יותר ומכאן נגזר חלק מתזרים המזומנים השוטף לחברה. התזרים נטו מפיקדונות מושפע בעיקר מקצב תחלופת הדיירים ומחירי הדיור בישראל שכן, מחיר הפיקדון הוא נגזרת של מחירי דירות דומות בשוק. קצב תחלופת הדיירים בבתי הדיור המוגן בישראל עומד בממוצע על כ- 10% (על פי סקירות שוק והערכות שווי של בתי דיור מוגן) לאורך שנים מה שמראה על יציבות יחסית בהכנסות בענף. עם זאת, קיימות השפעות אנדוגניות ואקסוגניות רבות שעלולות להשפיע על קצב תחלופת הדיירים ועל סכום הפיקדון, כפי שיפורט בהמשך.

רגולציה - בשנת 2012 נחקק חוק הדיור המוגן (להלן: "החוק"), אשר מקנה מסגרת לרגולציה של הענף. לשון החוק מסבירה, בין היתר, את האישורים הנדרשים לשם הפעלת נכס של דיור מוגן ואת סעיפי ההתקשרות שבין החברה לדייר. בנוסף לכך, החוק נועד להבטיח את כספי פיקדונות הדיירים במצב של חדלות פרעון וחוסר יכולת של החברה להשיב לדיירים את כספי הפיקדון. בהתאם לחוק, לחברת הדיור המוגן קיימת בחירה מבין 4 חלופות לצורך העמדת בטוחה להחזרת דמי הפיקדון:

1. מתן ערבות בנקאית בגובה סכום הפיקדון
2. ביטוח כספי הדייר, כאשר הדייר יצוין כמוטב בלתי חוזר בחוזה הביטוח ודמי הביטוח ישולמו מראש
3. הפקדה של 40% מהפיקדון אצל נאמן
4. רישום משכנתא בדרגה ראשונה על המקרקעין (בגין יחידת הדיור) לטובת הדייר.

העלויות הכרוכות במתן הבטוחה יתחלקו בין החברה לבין הדייר, כאשר החברה תישא בשיעור של 20% והדייר בשיעור של 80%. יש לציין שחלק מהסעיפים בחוק חלים כבר כיום וחלקם כגון סעיף הבטוחות להחזר כספי הפיקדון, ייכנסו לתוקף החל מיוני 2015 (סעיף זה יחול על החברה גם עבור דיירים חדשים וגם עבור דיירים קיימים). בנוסף, לאור צמיחת ענף הדיור המוגן, עשויה להתפתח רגולציה נוספת.

דירוג הענף

קבוצות הענפים מחולקות לפי סוגי הפעילות, רמת המורכבות של הפעילות והסיכון הכרוך בהן. ענף הדיור המוגן נחשב כבעל סיכון בינוני, זאת בין היתר, בשל הגורמים הבאים:

- **סיכון תפעולי** - בענף הדיור המוגן קיים פן תפעולי הדורש ניסיון וידע רב בתחום, היקף כוח אדם משמעותי ביחס לענפי נדל"ן אחרים (ענף הנדל"ן המניב או ענף הנדל"ן למגורים) ועלויות שוטפות גבוהות של בעלי מקצוע מתחום הרפואה, שירותים שונים הניתנים לדיירים במסגרת הדיור המוגן, שכר עבודה ואנרגיה, עלויות אלו עשויות להשתנות מעת לעת בשל עליית המחירים במשק ובשל צרכי רגולציה נוספים. בשל כך, הענף דורש רמת



התמחות גבוהה וחשיפה להשקעות בעיקר בשמירה וחדוש הקיים. כאמור, בענף הדיור המוגן חשיפה תפעולית מחד ומאידך, רמות הידע והניסיון הנדרשות בכניסה לענף יוצרות חסמי כניסה רבים.

- **ביקוש** - ענף הדיור המוגן מאופיין ברמות ביקוש גבוהות וביציבות יחסית בהכנסות שכן צריכה של שירותי דיור נחשבת להוצאה בסיסית ואף מהווה חלק נכבד מהוצאות הפרט. אולם, הענף חשוף לאוכלוסיית יעד ממעמד סוציו אקונומי בינוני - גבוה וקיימת קורלציה גבוהה בין מחירי הדיור בישראל לבין סכומי הפיקדונות אשר נובעת מכך שבחלק מהמקרים קיימת תחלופה מסוימת בין דירה קיימת בבעלות לבין דירה בבית דיור מוגן ועל כן, כאשר מחירי הדיור יורדים המחיר שדיירים פוטנציאליים של דיור מוגן יוכלו להציע עבור יחידת דיור יורד אף הוא. ירידה בהכנסה הפנויה ובמחירי הדיור חושפים את החברות בענף להאטה במשק.
- **תזרים מפיקדונות** - בחלק ניכר מחברות הדיור המוגן, עיקר תזרים המזומנים השוטף נובע מקצב תחלופת הדיירים ומהפער שבין החזר הפיקדונות לדיירים אשר סיימו את השימוש בנכס לבין תשלום הפיקדון על ידי דיירים חדשים בתקופה נתונה. קצב תחלופת הדיירים מושפע, בין היתר, מתוחלת החיים של אוכלוסיית היעד שהולכת ועולה עם השנים, ממחירי הדיור בישראל ומרמת ההכנסה הפנויה של אוכלוסיית היעד. כל אלו חושפים את החברה לתנודתיות בתזרים השוטף מהפעילות. יצוין כי בשנים הראשונות שלאחר הקמת מבנה חדש, התזרים מפיקדונות הינו משמעותי יותר מכיוון שמדובר בעיקר בקבלת פיקדונות מדיירים חדשים ומעט החזרי פיקדונות לדיירים שעזבו.
- **תחרות** - הענף מתאפיין בתחרות ברמה בינונית המושפעת מסיקום בית הדיור המוגן ומבתי דיור נוספים בסביבתו וכן מאיכות ומיתוג הנכס. בישראל חלק ניכר מבתי הדיור המוגן נמצאים באזור המרכז והשרון, אך גם כמחצית מאוכלוסיית גיל הזהב בישראל (בני 65+) מתגוררים באזורים אלו. גורם נוסף העלול להשפיע על תחרות בענף הינו הקמת מתחמים נוספים של דיור מוגן, אולם קיימת מגבלה מסוימת בשל זמינות נמוכה יחסית של קרקעות מתאימות למתחמי דיור מוגן באיזורי הביקוש בישראל.
- **סיכון מימוני** - בשונה מענפי נדל"ן אחרים, שלב אכלוס הנכס בענף הדיור המוגן מתבצע רק לאחר סיום בניית הנכס ברמת גמר כך שחברות הדיור המוגן נושאות בכל הוצאות התפעול הקבועות עד לאכלוס הנכס במלואו. מאידך, חשוב לציין שברוב המקרים אכלוס מלא של הנכס מאפשר לחברה לכסות את ההלוואה שנלקחה לצורך בניית הנכס וכמו כן למשוך חזרה חלק מההון העצמי אשר הושקע בנכס.
- **רגולציה** - הענף כפוף לרגולציה (חוק הדיור המוגן) אשר, בין השאר, מחייבת את חברות הדיור המוגן להעמיד בטוחות להחזר כספי הפיקדון לדיירים וכמו כן מחייבת הפעלה של מחלקות סיעודיות המאופיינות בעלויות תפעול גבוהות בבתי דיור מוגן בהם מעל ל- 250 יח"ד. בעקבות חוק הדיור המוגן (בפרט בעת בחירה של החברה בחלופה אשר מבטיחה את החזרת כספי הפיקדון לדייר ע"י שעבוד יחידת הדיור) קיימת באופן מובנה גמישות פיננסית מוגבלת בשל קושי בשעבוד של כלל הנכס, כפי שיפורט בהמשך.
- **סיכון שווי נכסים** - בשונה משווי הנכסים בנדל"ן מניב (משרדים או מסחר) אשר מושפע משיעורי ההיוון המקובלים במשק ומשכר הדירה, שווי הנכסים בבתי דיור מוגן מושפע, בין היתר, מגובה הפיקדונות מהדיירים ומשיעורי התחלופה הממוצעים בענף ובנכס.
- **סיכון תזרימי** - תזרים המזומנים העיקרי בבתי דיור מוגן נובע מתזרים הפיקדונות נטו מדיירים. בעוד שבנדל"ן מניב בתחום המשרדים או המסחר תזרים החברה מהנכס מעוגן בחוזה לטווח ידוע מראש, התזרים בבתי דיור מוגן מושפע באופן משמעותי מקצב תחלופת הדיירים. חשוב לציין שבשני המקרים השפעות מאקרו כלכליות עלולות לפגוע בתזרים החברה.



יש לציין כי למדינות הפעילות של החברה ישנה השפעה על הסיכון הענפי, שכן לגורמים המפורטים לעיל עשויה להיות השפעה ודינאמיקה אחרת בין מדינות שונות.

דירוג החברה ומאפייניה

בחינת החברה נעשית באופן השוואתי לחברות אחרות ולאורך זמן. דירוג החברה לוקח בחשבון ובפרט בתחום הדיור המוגן את הוותק והניסיון של החברה בתחום הדיור המוגן ואת איכות וטיב הנכס. בנוסף, הדירוג לוקח בחשבון את גודל החברה והיקף הפעילות יחסית לחברות אחרות, מידת הריכוזיות או הפיזור של פעילותה על פני אזורים גיאוגרפיים, מגזרי פעילות שונים וגיוון עסקאות, את קשריה עם שווקי הפעילות, המתבטאים בנגישות החברה למימון ולהון ונגישותה לעסקאות חדשות, כגון יכולת רכישה/הקמה של בתי דיור מוגן חדשים, יכולת שיווק של בית הדיור המוגן, גישה למאגרי לקוחות חדשים או שיתופי פעולה אסטרטגיים בשווקים בהם היא פועלת ובשווקים חדשים ועוד.

חברה בעלת מוניטין גבוה נתפסת כחזקה יותר בעיני לקוחות, משקיעים, שותפים וספקים כאחד, עובדה המקלה עליה בנגישותה לעסקאות ולפיתוח החברה בכל המישורים, החל מהעסקת צוות איכותי ומקצועי, שכאמור מהווה גורם משמעותי בתפקוד חברות בענף, וכלה בקבלת מימון ממשקיעים או מוסדות פיננסיים לעסקאות חדשות. חברות גדולות יכולות להגיע לכדי הובלת שוק ולהכתיב מגמות.

- **איכות הנכסים** - בחברות דיור מוגן נבחנת איכות הנכסים, בין היתר, על פי הקריטריונים הבאים: מיקום הנכסים, סביבת הנכסים והשטחים הציבוריים הנמצאים בה, גודל הנכסים, וותק הנכסים, ההשקעה ביחידות הדיור, תמהיל יחידות הדיור, אחוזי התפוסה בנכסים ואיכות ותמהיל השירותים הניתנים בו.
- **רמת הפיזור** - נבחנת על פי הפיזור הגיאוגרפי של בתי הדיור למגורים בחברות בהן מספר נכסים וכמות יחידות הדיור בנכס בודד. ככל שרמת הפיזור הגיאוגרפית גבוהה יותר ותמהיל הפעילות מגוון יותר, כך רמת הסיכון העסקי נמוכה יותר וכך בהתאם קטנה גם התלות באיזור פעילות ספציפי או בדירוג בינלאומי של מדינה ככל שמדובר בבתי דיור מוגן במדינות אחרות.
- **וותק וניסיון (Track Record)** - ככל שלחברה קיימת יכולת מוכחת רבה יותר באזורי ובתחומי פעילותה הרי שרמת הסיכון העסקי קטנה. חדשות תחומי ואזורי פעילות חדשים הינם בעלי רמת סיכון עסקי גבוה יותר. ותק וניסיון באים לידי ביטוי ביציבות ההנהלה ושיעור התחלופה בעמדות המפתח, במידת המקצועיות שלה בהבנת השוק והענף וביכולת התפעול והניהול של בתי הדיור המוגן. כמו כן, נבחנת יכולת החברה להתמודד עם משברים, המדיניות הפיננסית של החברה ועמידה ביעדים שהציבה לעצמה, ויכולת החברה לחזות את תוצאותיה הכספיות בין תקופות ואת תוצאות פעילויות חדשות והשקעות חדשות. באם לחברה מספר מגזרי פעילות הוותק והניסיון ייבחנו בכל מגזר בנפרד.
- **היקף הפעילות** - הקריטריונים למבחן בענף הדיור המוגן הם לרוב מספר בתי הדיור המוגן או מספר יחידות הדיור המנוהלות על ידי החברה, היקף המאזן והיקף ההון העצמי, כמו גם היקף תזרימי המזומנים בדגש על תזרים המזומנים מפיקדונות נטו וההכנסות הנובעים מפעילותה. ככל שהיקף הפעילות משמעותי, הוא מהווה כרית לחברה לעמידה בפני תקופות קשות והקצאת משאבים לצרכים שונים (לדוגמה, שיווק ומיתוג החברה, שירותים נוספים ויוקרתיים יותר ועוד). בנוסף, נבחן מהו נתח השוק של החברה בענף, האם החברה מהווה גורם משמעותי בשוק והאם קיימים לה יתרונות לגודל או יתרונות יחסיים אחרים.

בנוסף, נבחנת אסטרטגיית החברה ומדיניותה הפיננסית על מאפייניה: האם היא מוטת צמיחה או שמא שומרת על רמת פעילות יציבה או צימצום פעילות. מחד, אסטרטגיית צמיחה הינה חיובית בכך שמרחיבה את היקף הפעילות ומקטינה



את התלות בנכס ספציפי, אך מנגד, לעיתים התרחבות אגרסיבית בפעילות באה על חשבון היציבות הפיננסית ורמות המינוף, ככל שהיא מלווה ברכישת או הקמת בתי דיור מוגן חדשים וככל שגדלות הוצאות החברה לפני התייצבות ההכנסות מהפעילות. נבחן האם אסטרטגיית הפעילות עקבית בכל הקשור למאפייני הפעילות ואופן הצמיחה, ומובא בחשבון תיאבון החברה לסיכון או מדיניות השקעות מתונה ואסטרטגיית המימון הכוללת את את המינוף הכללי של החברה ומינוף ספציפי של נכסים. באותו אופן, נבחנת גם גישת החברה בעומדה בפני הזדמנויות השקעה חדשות- באיזו מידה נבחנת כל השקעה והתאמתה לפרופיל הפעילות של החברה, והאם החברה ריאלית לגבי יכולת הניהול של השקעות חדשות אליהן היא ניגשת.

בהקשר זה מידרוג בוחנת גם את יחסי הגומלין בין החברה ובעלי המניות שלה: האם החברה נדרשת לתמוך פיננסית בבעלי המניות או לחלוקת דיבידנדים גבוהה מסיבות אחרות, עד כמה בעלי המניות מעורבים בפעילות השוטפת ומתמצאים בעסקי החברה והאם הם מהווים מוקד של ידע, קשרים עסקיים ותמיכה מקצועית לחברה.

מיצוב פיננסי

המיצוב הפיננסי של החברה מתאר את המבנה המימוני של החברה וגוזר את כושר החזר החוב שלה ביחס לתזרימי המזומנים ממקורות פנימיים וחיצוניים. המיצוב הפיננסי תלוי ברווחיות וביעילות של פעילות החברה, ובמדיניות הפיננסית שמובילה הנהלת החברה. שני אלו קובעים לאורך זמן את שיעור המינוף של החברה, יחסי הכיסוי וכן את הגמישות הפיננסית ומידת הנזילות. גורמים אלו נבחנים ביחס לצרכי החברה הנובעים מערוצי המימון, מגבלות פיננסיות, עומסי פירעונות, חלוקת דיבידנדים, צרכי CAPEX וצרכים שוטפים אחרים.

מידרוג בוחנת את היקף, תמהיל ומבנה החוב הפיננסי וצרכיו, צרכי ההשקעה ברכוש הקבוע/הון חוזר ואופן המימון של רכישות פעילויות חדשות. המיצוב הפיננסי נמדד על בסיס הערכות מידרוג לטיב הביצועים ואופי המדיניות הפיננסית אשר מייצגים את החברה המדורגת, על פי ניסיון העבר ועל פי נתונים וגישת הפעילות שמציגה החברה. כמו כן, מידרוג בוחנת את הרווחיות והתזרים של החברה. על מנת לצמצם את התנודתיות בדירוג, מידרוג עושה שימוש במידע היסטורי ונתונים השוואתיים מחברות שונות בענף, ומתחשבת גם בתחזית עתידית של החברה ותרחישים במידות סבירות שונות, כפי שמידרוג רואה לנגד עיניה, אשר משקפים את מיצובה הפיננסי של החברה בענף ולאורך זמן.

● **רמת רווחיות** – ההכנסות בחברת דיור מוגן נחלקות בדרך כלל, להכנסות שוטפות מדמי האחזקה החודשיים ולהכנסות מחילוט הפיקדונות אשר נגזרות באופן ישיר מגובה הפיקדונות בחברה. כמו כן, ישנן הכנסות נוספות כגון השכרת שטחים למחלקות ייעודיות לחברה אחרת ו/או הכנסות מהשכרת שטחים בנכס לנותני שירותי חיצוניים (מספרה, קוסמטיקה ועוד). רמת הרווחיות של חברות הדיור המוגן נמדדת בשני היבטים:

● ההיבט הראשון שנמדד הינו הרווח של החברה מפעילותה השוטפת אשר בא לידי ביטוי ברמת ה-

EBITDA בנטרול שערך של נדל"ן להשקעה וההכנסות מחילוט הפיקדונות. שיעור ה- EBITDA

בנטרול חילוט פיקדונות מסך הכנסות החברה בנטרול חילוט פיקדונות מודד את יעילות תפעול בתי

הדיור המוגן של החברה ומסייע לבחון מהי מידת התלות של החברה בתזרים נטו מפיקדונות, אשר הינו

תנודתי יותר. מדדים נוספים שנמדדים בכדי לבחון את רווחיות החברה הם בין היתר, יחס ה- EBITDA

להוצאות ריבית, יחס ה- EBITDA להוצאות מימון, ROE ו ROA. כמו כן, נבחן היקף הוצאות ההנהלה

וכלליות ביחס לסך ההכנסה כדי לאמוד את יעילות המטה.



- במדידת רמת הרווחיות של חברות דיור מוגן, מידרוג שמה דגש על ההיבט השני אשר נמדד והוא הרווח התזרימי של החברה. בחלק ניכר מהחברות רווח זה בא לידי ביטוי בפער שבין תשלום הפיקדון המלא של הדיירים הנכנסים לבין החזר הפיקדון המופחת לדיירים העוזבים (לעיל ולהלן): **"תזרים נטו מפיקדונות"**. סכום זה מושפע בין השאר, ממחירי יחידות הדיור בבית הדיור המוגן (סכום הפיקדון), אחוז החילוט של פיקדונות של דיירים קיימים, מחירי הדירות בשוק הנדל"ן בישראל, המצב החברתי/ כלכלי במשק, תחלופת הדיירים בתקופה מסוימת ועוד. תזרים זה עלול להיות תנודתי יותר מיתר הפעילות של מפעיל בית דיור מוגן שכן הוא מושפע מגורמים חיצוניים מלבד פעילות החברה. בעת אכלוס של נכס חדש של חברה, נצפה לתזרים מפיקדונות נטו גבוה יותר עד לאכלוס מלא של הנכס והתייצבות שיעור התחלופה, חשוב לציין שאכלוס של בית דיור מוגן עשוי לקחת תקופה ארוכה הנמשכת לעתים מספר שנים ותלוי בין השאר, בכמות יחידות הדיור בנכס והביקושים באזור.

- **תזרימים יחסי כיסוי חוב** - יחסי כיסוי החוב העיקריים המשמשים את מידרוג בבחינת סיכוני האשראי הינם חוב פיננסי ל- FFO, ובמידה ולחברה מדיניות סדורה לשמירה על יתרות מזומנים, גם היחס חוב נטו ל- FFO. יחס זה מבטא את מספר שנות החזר החוב מהרווח התזרימי הפרמננטי מפעילות החברה. תזרים ה- FFO בחברות נדל"ן בתחומים שונים מחושב כתזרים מפעילות שוטפת בנטרול השינויים בהון החוזר, בנטרול תוצאות חד פעמיות ובנטרול התאמות נוספות לתזרים הנובעות מפערי עיתוי (כגון מסים נדחים או הוצאות מימון שאינן במזומן). בחברות נדל"ן של דיור מוגן ההון החוזר לא מנוטרל במלואו, סעיף התזרים מפיקדונות נטו איננו מנוטרל ומחושב כחלק מה- FFO, שכן תחלופת הדיירים והתזרים שנובע מפיקדונות הדיירים הוא חלק עיקרי בפעילות השוטפת והפרמננטית של החברה. יש לציין כי ביחס החוב ל- FFO, היחס נבחן גם בתרחיש לפיו ההתייבות בגין הפיקדונות מהדיירים מתווסף לחוב הפיננסי. בבחינת תזרים החברה נלקחת בחשבון גם מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה. התזרים של חברה המחלקת שיעור נכבד מה- FFO שלה באופן שנתי ייחשב חזק פחות מחברה בעלת מדיניות חלוקה סולידית או צרכי חלוקת דיבידנד מועטים של בעלי השליטה.

לאור היות ענף הדיור המוגן עתיר בתפעול, בניתוח הפיננסי מושם דגש גם על תזרים ה- EBITDA בנטרול חילוט הפיקדונות ויחס כיסוי חוב ל- EBITDA בנטרול הפיקדונות. יחס זה בוחן את יכולת החברה לכסות את חובה מתוך הרווח השוטף שלה ואינו מושפע בהכרח מתחלופת הדיירים ומשינויים עיתיים כגון השפעות מיסים ומועדי תשלום ריבית.

בבחינת הפרמטרים התזרימיים יש לשים לב שבחברות דיור מוגן, בין השאר, יש צורך מעת לעת בהשקעות בשיפוצים ובחידוש יחידות הדיור בכדי שאלו יעמדו בסטנדרטים הנהוגים בשוק. כמו כן, בעיתות של הקמה/רכישה של בית דיור מוגן חדש ועד לשלב האכלוס הסופי נצפה לתזרים גבוה מהרגיל עד להתייצבות תחלופת הדיירים.

- **יחסי איתנות** - מידרוג בוחנת את רמת האיתנות הפיננסית של חברות באמצעות מספר יחסים אשר העיקריים שבהם הינם, הון עצמי למאזן וחוב ל- CAP (ה- CAP מחושב כהון העצמי, בתוספת החוב הפיננסי והמיסים הנדחים). יחסי האיתנות הם פרמטר לבחינת שיעורי המינוף של החברה ומבנה ההון שלה, ויכולתה לגייס הון זר נוסף בעת הצורך. רמת המינוף של חברה היא לרוב עניין של קביעת מדיניות, וכך על ידי בחינת יחסי האיתנות של



החברה לאורך זמן, נמדדת מדיניות החברה לגבי שיעורי המינוף שלה ותיאבונה לסיכון. בנוסף, נמדדים יחסי האיתנות והכיסוי נטו מיתרות נזילות, בכדי לאמוד את מדיניות החברה בשמירת יתרות נזילות מספיקות לשירות החוב, לצרכיה השוטפים של החברה, צרכיה בהשקעות נוספות ועמידה בתנאים קיצוניים הדורשים הוצאת מזומנים. ככלל, ככל שרמת המינוף של חברה היא גבוהה יותר גדל הסיכון הפיננסי של החברה.

בחברות דיור מוגן קיימת התחייבות של החברה כלפי דייריה בדמות סכום הפיקדונות ששולמו בעת תחילת השימוש בנכס וכפי שצוין קודם לכן, סכום הפיקדון מחולט בגובה של כ- 3.5%-3% בכל שנה למשך 10-12 שנים. חשוב לציין שלהתחייבות זו אין לוח סילוקין קבוע או מועד קבוע לתשלום הפיקדון שכן, החרד הפיקדון מוחזר לדייר או ליורשיו בעת סיום השימוש בנכס. בחברות בתחומי הנדל"ן השונים החוב הפיננסי כולל לרוב את החוב המוסדי והבנקאי לזמן ארוך וקצר, חלויות שוטפות של הלוואות ואת האג"ח שיש בידי החברה. החוב הפיננסי בחברות לא כולל התחייבויות אחרות כגון ספקים או זכאים.

● **נזילות וגמישות פיננסית** - הגמישות הפיננסית, בנוסף לנזילות החברה, הינה נדבך חשוב ביכולת החברה לספוג מהמורות בסביבה העסקית והפיננסית הנובעות ממחזוריות כלכלית, תנודות בשווקים, זמינות האשראי, תחרות בענף הפעילות ועוד. הגמישות הפיננסית מושפעת במידה רבה מרמת המינוף של החברה ביחס לתזרימי המזומנים שהיא מייצרת, כפי שמתבטאת ביחסי הכיסוי התזרימיים, בפרט בתקופות של תנודתיות ברווחיות ובתזרימים.

רמת הנזילות נמדדת בהיקף יתרות המזומנים ותיק ההשקעות הסחיר של החברה, ביחס לצרכיה השוטפים, החלויות השוטפות של יתרות החוב של החברה וצרכי כיסוי עלויות החוב השנתיים שלה. רמת הגמישות הפיננסית נבחנת על בסיס היקף ואיכות מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות והנכסים הבלתי משועבדים שבבעלות החברה. הנכסים העיקריים שנכללים בחברת דיור מוגן הם מבני דיור מוגן שבבעלותה ובנוסף, באם לחברה בעלות על נכסי נדל"ן מניב אחרים נכללים גם הם. יש לציין כי רמת הגמישות הפיננסית בחברות דיור מוגן יכולה להיות נמוכה יותר מחברות נדל"ן מניב באופן מובנה וזאת במקרים בהם חברת הדיור המוגן נותנת שעבוד לטובת הדיירים, דבר המקשה על שעבוד הנכס לטובת הלוואה. מנגד, סכום הפיקדונות בשלבים ההתחלתיים של אכלוס של נכס חדש לרוב מכסים את הלוואות ליווי הבניה בחברות אלו.

ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכה. מידרוג שמה דגש על שמירה על נזילות בהיקף מסוים, בייחוד בחברות דיור מוגן שכן, בעוד שלרוב שיעור תחלופת הדיירים והתזרים מהפיקדונות נטו שנגזר ממנו הוא יציב, הוא נתון להשפעות חיצוניות העלולות לגרום לתנודתיות בתזרים החברה ובכך לפגוע בנזילות שלה. כמו כן, נבחנות אמות המידה הפיננסיות ביחס להיקפי החוב ורווחיות הפעילות.

בסקירת השיקולים לדירוג עד כה לא נכללו פרמטרים איכותיים אשר רלוונטיים לכל חברה, כגון איכות ניהול ומקצועיות צוות ההנהלה, עמדת ההנהלה כלפי סיכונים תפעוליים, מאקרו כלכליים או ענפיים, ניהול גידורים פיננסיים, מדיניות תמריצים להנהלה ולבעלי המניות ועוד. הערכת פרמטרים אלו הינה סובייקטיבית ומשתנה לאורך זמן ולפי מודל הפעילות. ישנם גם איזוני כוחות בין פשטות המודל הפיננסי ושיקופות הנתונים אל מול מורכבות התורמת לדיוק. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כוח אדם, סיכונים רגולטוריים וסיכוני מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר אך הינם סובייקטיביים לכל חברה ושוק.

לצורך קבלת הבנה מקסימלית בנושאים אלו, מידרוג נפגשת תקופתית עם הנהלת החברה (דרג ניהולי ודירקטוריון המייצג את בעלי המניות) על מנת לקבל מידע לפי השקפת עולמה של החברה באשר לאסטרטגיה והמדיניות העסקית שלה, ניסיון, כישורים ותיאבון לסיכון של ההנהלה, המקבלים משקל בדירוג האשראי. בהקשר זה מידרוג בוחנת את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכללם מדיניות גידורים, אופי ההשקעות הפיננסיות, הערכות ההנהלה לפעילות החברה בעתיד ומצב השווקים ועוד. נבחנת התמצאות ההנהלה בשווקים וכישר ניצול הזדמנויות עסקיות. כאשר מדובר בהנהלה יציבה אשר נבחנה תחת מצבי שוק שונים, ניתן להעריך את דפוס פעילותה לעתיד תחת תרחישים שונים. במידה וקיימת עקביות לאורך זמן ניתן לצפות את תגובת ההנהלה בתרחישים שונים. איכות ההנהלה והחברה נבחנת גם בהיבטים של עמידה בתחזיות ואיכות ניהול המידע והנתונים.



דו"ח מספר: CFRM091014000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.