



דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים

דו"ח מתודולוגי | פברואר 2016

אנשי קשר:

אורן שרייבר-רו"ח, אנליסט
orans@midroog.co.il

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

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

הקדמה

מטרת דוח זה הינה להסביר את גישת מידרוג להערכת סיכוני אשראי הגלומים במכשירי חוב המונפקים ע"י חברות בענף נדל"ן למגורים. הדוח נועד לשקף את המאפיינים האיכותיים והכמותיים העיקריים המשפיעים על דירוג חברות בענף הנדל"ן למגורים ויכול לשמש ככלי עזר לחברות, משקיעים ובעלי עניין אחרים בשוק ההון בהבנה כיצד גורמים כמותיים ואיכותיים עשויים להשפיע על דירוגי החברות בענף. הדוח לא מכיל דיון ממצה בכל הגורמים הגלומים בדירוג, אלא נועד לאפשר לקורא להבין את השיקולים האיכותיים והמידע והיחסים הפיננסיים שהינם בדרך כלל המשמעותיים והחשובים ביותר בקביעת הדירוגים בענף זה. מתודולוגיה זו מחליפה את המתודולוגיה שפורסמה 2012 ופרסומה נועד לחדד לפרט את הפרמטרים העיקריים המשמשים בדירוג. יש להדגיש כי דוח זה מתייחס לדירוג יכולת פירעון כוללת של מנפיק על בסיס סיכון אשראי עצמאי וללא 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 אשר לא ניתן לחזותם מראש.

הניתוח הפיננסי בתהליך הדירוג מבוסס על נתונים היסטוריים ותחזיות. הדירוג מושפע מציפויותנו לביצועים עתידיים של החברה המדורגת והשפעתם על נתוניה הפיננסיים. הנתונים ההיסטוריים מאפשרים לנו לזהות דפוס פעילות ומגמות וכן לערוך השוואה עם חברות אחרות בקבוצת השוואה. תחזיותינו מושפעות, בין היתר, מביצועי העבר של החברה, מגמות בענף הפעילות ומדינות הפעילות, פעולותיהן של חברות מתחרות ועוד. גורמים בלתי צפויים אשר עלולים לפגום באיכות התחזית כוללים, בין היתר, שינויים שיתרחשו בסביבה המאקרו-כלכלית ו/או בסביבת המימון, התרחשות אירועי קיצון, שינויים בסביבת התחרות, חידושים טכנולוגיים, סכסוכים עסקיים ומשפטיים, רגולציה ותיאבון ההנהלה לסיכון - קרי מיזוגים ורכישות וכן חלוקות הון.

אין בפרסום מתודולוגיה זו משום שינוי ביחס למתודולוגיה שפעלנו לפיה בקביעת הדירוגים עד כה ואין בפרסומה בכדי לגרום לשינוי הדירוגים הקיימים.

מרכיבי הדירוג העיקריים



בבואנו לבחון את איכות האשראי של חברה אנו בוחנים את מאפייני הענף בו היא פועלת ואת הסיכונים הגלומים בו, כגון תנודתיות בסביבת הפעילות, רמת התחרות, חסמי כניסה, רגולציה והתפתחויות טכנולוגיות. מרכיב נוסף המשפיע על הדירוג הינו, הפרופיל הפרטני של החברה מבחינת גודל, גיוון עסקי ומיצוב בענף הפעילות. הערכת פרופיל החברה נועדה לאמוד את יכולתה

להסתגל ולצלוח תנודתיות ומשברים בסביבת הפעילות, באמצעות יתרונותיה התחרותיים.

הדירוג מעניק חשיבות גבוהה למיצוב הפיננסי של החברה, הכולל את רמת המינוף, הרווחיות, יחסי הכיסוי, איכות מקורות התזרים וכן נזילותה וגמישותה הפיננסית. המיצוב הפיננסי מושפע במידה רבה מהאסטרטגיה העסקית של החברה ומהמדיניות הפיננסית בה בוחרת הנהלת החברה. ממדיניות זו נגזרים יחסי המינוף, הגמישות העסקית והפיננסית ורמת הנזילות, המשפיעים רבות על דרגת סיכון האשראי. קיימים שיקולים נוספים שייתכן וישפיעו על הדירוג, בהם הערכת

איכות הניהול, הבקרה הפיננסית, פוטנציאל לאירוע סיכון (Event Risk) וכן סיכונים אחרים אשר עלולים לפגוע ביכולת החברה להוציא לפועל את תכניתיה (Execution Risk).

ענף הנדל"ן למגורים

ענף הנדל"ן יזום למגורים מאופיין בחברות אשר ליבת הפעילות שלהן כוללת רכישת קרקעות ויזום ובנייה של פרויקטים המיועדים לתחום המגורים, כאשר הפעילות כוללת קידום תב"ע ושינוי זכויות בנייה, הקמת הפרויקט באופן עצמאי ו/או באמצעות קבלני משנה וזאת במקביל לשיווק ומכירת הפרויקט לרוכשים פוטנציאליים. ענף זה מאופיין בפיזור שחקנים גבוה, בפיזור הקרקעות הקיימות במלאי והפרויקטים הנמצאים בשלבי ביצוע שונים, מגוון אפשרויות המימון ועוד. הפרויקטים בענף זה נבדלים ברמת המיצוב שלהם, במיקומם, בקהל היעד הפוטנציאלי לו ישווקו הפרויקטים, בהיקף יחידות הדיור המתוכננות, בתשתיות והשירותים שיוצעו במסגרת הפרויקט, במבנה המשפטי של הפרויקט (הכולל בישראל לדוגמה, בין היתר, בעלות על הקרקע, עסקת קומבינציה, פרויקט תמ"א 38, פרויקט פיננו-בינו) ועוד.

תחום הפעילות מתבטא בפעילות עסקית בדרך של מחזוריות פרויקטאלית והתזרים הנגזר מאופי פעילות זה, באופן שבו חברות נמצאות בשלבי יזום שונים של הפרויקטים וכאשר מסתיים פרויקט מסוים, החברה נמצאת לרוב בשלבים התחלתיים או מתקדמים של פרויקטים נוספים. על כן, קיים דגש מהותי על קיומו של מלאי קרקעות להמשך בנייה עתידית באופן שתומך בפעילות החברה העתידית ועל קיומן של פעולות ועסקאות הנמצאות בתהליך לצורך הגדלה עתידית של היקף יחידות הדיור ופיזור הפרויקטים והפיזור הגיאוגרפי של החברות.

הסיכון הענפי בתחומי הפעילות בענף הנדל"ן מבוסס על מאפייני הפעילות של הסוגים השונים, בדגש על יציבות הפעילות, מחזוריות הפעילות, חשיפה לסביבה המיקרו-כלכלית והמאקרו-כלכלית של החברה ועוד.

על פי הערכת מידרוג, תחום פעילות הנדל"ן למגורים הינו בעל רמת סיכון בינונית ביחס לענפי הנדל"ן השונים. כמו כן, כאשר בוחנים את רמת הסיכון בתוך תחום פעילות זה, קיימים מספר פרמטרים המרכיבים את הסיכון הגלום, בהם ההשקעות הגבוהות הנדרשות ברכישת קרקעות ובקידום וביצוע פרויקטים לבנייה, שיוצרים לחברה חשיפה כספית משמעותית ואי ווודאות בנוגע להקמת והשלמת הפרויקט לרבות שיווק. רמת החשיפה נגזרת גם ממשך הפרויקטים, שמורכב משלב רכישת הקרקע, דרך שלב התכנון ועד לגמר הביצוע, כאשר תוך כדי לרוב מבוצע שיווק הפרויקט. רמת הסיכון הגלומה בענף הנדל"ן למגורים, להערכת מידרוג, הינה נמוכה ביחס לרמת הסיכון הגלומה בענפי נדל"ן לייזום אחרים, כדוגמת יזום לשימושים מסחריים. זאת, לאור הבדלים במודל העסקי, שיטות המימון ומועדי קבלת תזרים מהלקוחות ו/או השוכרים העתידיים. אף על פי כן, במסגרת הענף ישנם פרויקטים המאופיינים בקהל רוכשים ומחירי מכירה שונים כגון דירות לרוכשי דירה ראשונה, משפרי דיור ודירות יוקרה, באופן היוצר שוני מהותי בסיכון המיוחס לסוגי הפרויקטים השונים.

בין מרכיבי הסיכון בענף הפעילות נלקחים בחשבון הפרמטרים הבאים:

- חשיפה למגמות ותנודתיות בתחום הפעילות וכלכלת הפעילות** - ענף הנדל"ן למגורים מושפע מביקוש, לאור פיזור גיאוגרפי של הפרויקטים, רמת מיצוב הפרויקט וקהל היעד, מיצוב החברה היוזמת והתשתיות והשירותים הניתנים לרוכשים הפוטנציאליים. תחת תחום הנדל"ן למגורים אנו מבחינים בתנודתיות בביקוש וחשיפה לשינויים מיקרו ומאקרו כלכליים. בנוסף, הביקוש מושפע מיכולתם של הרוכשים לממן את הרכישות ביחס להיקף ההון העצמי הנדרש ויכולת שירות המשכנתאות המושפעת, בין היתר משיעורי הריבית בשוק. הסיכון הענפי אף נגזר מהמדינות והאזורים שהחברה פועלת בהם, כאשר ישנה השפעה של סיכון המדינה בה פועלת החברה, המאפיינים הכלכליים והענפיים. בין היתר, מידרוג בוחנת את רמות ההיצע והביקוש במדינות, זמינות מקורות המימון לקידום פרויקטים,



מאפיינים המתייחסים לתנאי תשלום והמערך החוקי והרגולטורי הרלוונטי לתחומי המגורים (כדוגמת היחס בין מוכר לקונה, מדיניות הבנקים הממנים את הרוכשים והיזמים, כללי החשבונאות ביחס להכרה בהכנסה ועוד).

- **חסמי כניסה - תחרות** - הענף מתאפיין בתחרות גבוהה, בין אם תחרות ברמת האזור הגיאוגרפי, בין אם ברמת החברות המובילות בתחומן, בין אם ברמת הפרויקטים, רמות מחיר, שירותים נלווים ותשתיות ועוד. גורמים המשפיעים על התחרות הינם הקמה של פרויקטים חדשים, כניסת מתחרים חדשים לתחום וכדומה.
- **רגולציה** - רמת הסיכון הענפית מושפעת מרמת הרגולציה החלה על תחום פעילות החברה הספציפי, כעיקרון, השפעות רגולציה על תחום הנדל"ן למגורים הינה משמעותית. השפעת הרגולציה מתבטאת, בין היתר, בניהול ותפעול מערך ייזום פרויקטים, הכולל זיהוי עסקאות רכישה ולא השקעה, שינוי ייעוד השימוש בקרקעות, שינוי תב"ע קיימת להרחבת היקף זכויות הבנייה, ניהול מערך התכנון והביצוע של הפרויקטים (בין אם מבוצע על ידי החברה ובין אם על ידי קבלני משנה), קבלת היתרים, שיווק הפרויקט ומסירת יחידות הדיור כוללים מרכיבים ושליבים רבים, מצריכים ידע וניסיון וחושפים את החברה לשינויים ותנודות בפעילות העסקית שלה. תחום הנדל"ן למגורים נחשב בעל הסיכון עסקי ברמה התפעולית, זאת לאור תנודות הנגזרות מאופי הפעילות. כדוגמא להיבט זה ניתן לראות בשנים האחרונות בשינויים החלים במדיניות הממשלתית בישראל ובהצעות של תכניות שונות לשינוי מגמות בשוק הדיור. למשל, בישראל הוצעו תכניות של "מע"מ"ס", "מחיר מטרה", הגבלת שכר דירה, "מחיר למשתכן" ועוד. בראיית מידרוג, קיימת חשיפה גבוהה לשינויים רגולטוריים, שיכולים להשפיע על ההיצע מחד, ועל הביקוש מאידך. תחת הרגולציה ניתן לציין גם את ההשפעות של מדיניות ממשלתית בתחום המשכנתאות והריבית, המשליכות על אפשרויות המימון של החברות ושל הרוכשים הפוטנציאליים.

מיצובה העסקי של החברה

חברה נבחנת על פי מספר מרכיבים ופרמטרים איכותיים וכמותיים, בהם ניתוח הפעילות העסקית של החברה. תהליך הדירוג כולל את בחינת מיצוב החברה ביחס לחברות מדורגות אחרות וביחס לענף הפעילות.

בין הפרמטרים של הפעילות העסקית של החברה, ניתן למנות את הבאים:

- **היקף פעילות החברה ויציבות בהיקפי פעילותה** - ככל שהיקף הפעילות נרחב ורמת הפיזור גבוהה כך רמת הסיכון הגלומה בפעילות קטנה. מדידת היקף פעילות מתבסס על מספר הפרויקטים הקיימים בביצוע ובתכנון, מספר יח"ד בפרויקטים אלו, הקצב השנתי החזוי של התחלות והשלמות בנייה, קצב מכירת הדירות, היקף צבר הקרקעות העתידיות ועוד. מידרוג רואה לחיוב בהגדלת היקף הפעילות, לאור ההסתברות שהיקף פעילות הולך וגדל, הכולל פרויקטים בשלבי ביצוע שונים, תביא לקיטון התנודתיות של מחזור פעילות החברה וההשלכות הפיננסיות הרלוונטיות (תנודות ברווחיות, בתזרים ובהון החברה). היקף פעילות הולך וגדל כולל השלכות חיוביות נוספות, בהן קיטון בתלות בפרויקט ספציפי. נתון נוסף הנלקח בחשבון במדידת היקף פעילות החברה הוא היקף מלאי הקרקעות שבעלות החברה (והיקף ההסכמים של החברה בנוגע לעסקאות קומבינציה, פרויקט תמ"א 38 ופרויקטים של פינוי-בינוי) ורמת הזמינות לבניה מבחינה תכנונית. ניתן להניח כי ככל שלחברה היקף קרקעות ו/או הסכמים לבניית פרויקטים נוספים מקטינים את הסיכון בקיטון בהיקף הפעילות בעתיד.
- **איכות ומיצוב הפרויקטים** - איכות ומיצוב הפרויקטים של החברה נבחנת באופן פרטני ברמת הפרויקטים הנמצאים בביצוע, כאשר קיימת חשיבות גבוהה לנתונים הנגזרים מאיכות הפרויקטים, לאור היותם נתונים פנימיים שטרם השתקפו באופן משמעותי בדוחות הכספיים ולהם השלכות על הנתונים הפיננסיים העתידיים של החברה. בין הנתונים הנבחנים על ידי מידרוג, ניתן לציין את רמת מלאי הדירות שבנייתן הושלמה (ככל שרמות המלאי הללו



גבוהות יותר, קיים סיכון גבוה יותר לייצר את הערך המתוכנן מדירות אלו, לאור הקושי במכירתן במחירים המבוקשים שייתכן ויביא להפחתות ערך בדוחות הכספיים). כמו כן, מידרוג בוחנת את קצב המכירות של הפרויקטים בתהליך ואופן פריסת התשלום מלקוחות (ככל שקצב המכירות גבוה יותר ושיעור המקדמות מלקוחות גבוה יותר, רמת הסיכון הגלומה בפרויקט נמוכה יותר והצורך בשימוש בהלוואות ליווי לצורך מימון הפרויקט יורד). קיימת בחינה פרטנית המשווה בין קצב המכירות לקצב השלמת הפרויקט, באופן שפרויקט נחשב מסוכן פחות אם קצב המכירות עולה על שיעור ההשלמה. בנוסף, נבחנת חשיפה החברות לשינוי לשלילה בענף (ככל שיתרחש), הנובעת מהיקף היח"ד שטרם נמכרו ביחס לאלו הצפויים לתרום לשירות החוב בטווח הקצר-בינוני.

- **מגוון, פיזור ומיקום של הפרויקטים** - מידת הפיזור של פעילות החברה מהווה מדד מרכזי לתלות החברה במספר מצומצם של פרויקטים. פיזור גבוה יותר מבטא רמת סיכון נמוכה יותר בדרך כלל, לאור הקטנת התלות בפרויקט ספציפי, באזור פעילות גיאוגרפי ספציפי ו/או בציבור רוכשים ספציפי. השפעות חיוביות על רמת הסיכון הגלומה בחברה ניתן לייחס למיקום פרויקטים באזורי ביקוש, מגוון הפרויקטים ומיצובם השונה באופן המגדיל את קהל הרוכשים הפוטנציאלי של החברה, גיוון סוגי פרויקטים (קרקעות בבעלות, תמ"א 38, קומבינציה ופינוי-בינוי) באופן שמקטין את היקף ההון וההשקעה הנדרשים לקידום הפרויקט ועוד.
- **ותק וניסיון (Track record) פעילות החברה** - הקטנת רמת הסיכון הגלומה בפעילות החברה נעוצה בהיקף הוותק והניסיון של החברה ונושאי המשרה בה, אשר נמדדים, בין היתר, בתוצאות החברה ויכולותיה להתמודד עם תנאים כלכליים שונים, משברים בענף ובאזור הפעילות, מיקוד פעילות החברה ועוד. חברת ייזום למגורים מבוססת גם על המוניטין הקיים בשוק, המשפיע על יכולתה לשווק את הפרויקטים ולהשלימם בהתאם לתכנון. המוניטין הינו בעל השלכות על הביקוש לפרויקטים, הזמינות למקורות מימון שונים והיכולת להתקשר בעסקאות שונות להגדלת היקף המלאי הקיים. הניסיון והוותק בפעילות משפיע גם על יכולת התכנון ושינוי זכויות הבנייה הקיימות לקרקעות, העבודה עם גופים ממשלתיים רלוונטיים ורשויות מקומיות וכדומה.
- **שיעור החזקה ושליטה בפרויקטים** - חברות נדל"ן בתחום הייזום למגורים משתמשות בכלים שונים ליצירת מלאי פרויקטים לבנייה. אחד הכלים הינו יצירת שותפויות לצורך הקמה של פרויקטים ספציפיים, שבא לכדי שימוש לאור סיבות שונות, בהן היקף ההשקעה הנדרש בפרויקט, מורכבות הנדסית של הפרויקט ועוד. ככל ששיעור החזקה בפרויקט גבוה יותר, מידרוג רואה בכך השפעה חיובית על רמת הסיכון הגלומה לחברה, בדגש על יכולת השליטה ואופן קידום הפרויקט על ידי החברה.

מיצוב פיננסי

מיצוב פיננסי מתאר את המבנה המימוני של החברה וגוזר את כושר החזר החוב שלה ביחס לתזרימי המזומנים ממקורות פנימיים וחיצוניים. המיצוב פיננסי מושפע מגורמים שונים, בהם רווחיות החברה, מדיניות פיננסית וכנגזרת ממנה גמישות למקורות נזילות, יתרות נזילות ועוד. מכלול הגורמים מהווה ביטוי, בין היתר, ליכולת החברה לנצל הזדמנויות לצמיחה והתרחבות ולהתמודד טוב יותר עם משברים בשוק העסקי והפיננסי. חשוב לציין כי בתחום הנדל"ן למגורים קיימת השפעה של כללי חשבונאות בינלאומיים (IFRS), הדורשים הכרה בהכנסה וברווח הגולמי מפרויקט רק לאחר השלמתו ומסירות הדירות לחזקת הרוכשים. השפעת כללי החשבונאות מביאה לתנודתיות אפשרית ברווחיות החברה, כך שחברה בעלת פעילות ענפה מסוימת בפרויקטים בתהליך יכולה להכיר ברווחים נמוכים ואף הפסדים חשבונאיים, בשנה לאחר מכן להכיר ברווחים משמעותיים לאור מסירת פרויקטים אלו.

הפרמטרים העיקריים הנבחנים במסגרת המיצוב הפיננסי הינם כדלקמן:

- שיעורי רווחיות ויעילות תפעולית** - ניתוח רווחיות של החברה ביחס לענף הפעילות, בהתחשב בחברות מדורגות אחרות בעלות מאפייני פעילות דומים, בין אם בהיקף פעילות, פרויקטים ואזורים גיאוגרפיים. הרווחיות משקפת את מאפייני הענף וחסמי הכניסה אליו, את היתרונות היחסיים של החברה ויכולות הניהול שלה ואת יעילותה התפעולית. בנוסף מהווה הרווחיות "כרית" לספיגת הפסדים בלתי צפויים ותנודתיות בפעילות. הרווחיות מושפעת ממאפייני הפרויקטים, מיתרון לגודל של החברה בפעילותה, מיכולת לספק ערך מוסף כגון הגדלת זכויות בנייה במלאי קרקעות קיים ועתידי ועוד. בין היתר, נלקחים בחשבון הפרמטרים הבאים:
- שיעורי רווחיות המוצגים בדוחות וכן שיעורי הרווחיות הצפויים** - בחינת הרווחיות בפרויקטים, הן הקיימת והן הצפויה, אשר נמדדת, בין היתר, על בסיס הרווחיות הגולמית, בפרויקטים שהוכרה בגינם הכנסה, בפרויקטים הנמצאים בתהליך ובפרויקטים הנמצאים בתכנון, תוך הפרדה בין רווח על דירות שנמכרו ורווח שצופה החברה ממלאי דירות לא מכור. קיימת בחינה, בפרויקטים מהותיים, של היקף ההכנסות הצפוי להתקבל ביחס לעלויות הקמת הפרויקט ובחינת נקודת האיזון בפרויקט ומיקום החברה ביחס לנקודה זו (הטומנת בחובה חשיפה אפשרית לחוב ולאקוויטי). בנוסף, נבחנת היציבות של הרווחיות הגולמית הכוללת של החברה ויכולת החברה לשמור על שיעורי רווחיות גבוהים לעומת רווחיות שנובעת מקרקעות היסטוריות שאינן מעידות על רווחיות עתידית.
- יחס יעילות תפעולית** - יחס שאמור לשקף את מבנה ההוצאות של החברה ורמת הקשיחות שלהן. בין היתר, נבחנות היקף הוצאות השיווק והוצאות ההנהלה והכלליות ביחס להכנסות החברה והרווח הגולמי, כך שהנ"ל מבטא מדד של עומס הוצאות שיווק והוצאות מטה על פעילות החברה.
- ROA (Return on Assets)** - נבחנים מדדי רווחיות של רווח נקי ביחס למאזן (בנטרול מקדמות מלקוחות) וביחס להון עצמי באופן ממוצע על פני מספר שנים, וזאת על מנת למצע את התנודתיות הקיימת בפעילות בענף הנדל"ן למגורים ומחזוריות העסקים של חברות בתחום פעילות זה.
- איתנות פיננסית** - מידרוג בוחנת את רמת האיתנות הפיננסית של חברות באמצעות מספר יחסים אשר העיקריים שבהם הינם, הון עצמי למאזן (בניכוי מקדמות מלקוחות המקרים הרלבנטיים) 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 ותאבונה לסיכון. בנוסף, נמדדים יחסי האיתנות 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. חישוב יחסים אלו מבוצעים בהתבסס על תקני חשבונאות מקובלים בינלאומיים (IFRS), כאשר מבוצעת התאמה על ידי מידרוג למאזן בניכוי מקדמות מלקוחות (היות וכללי החשבונאות המקובלים מחייבים רישום של המקדמות שנתקבלו מרוכשי דירות כהתחייבות, המביאה לניפוח המאזן ולגידול מלאכותי במינוף, בראיית מידרוג). ככל שרמות המינוף גבוהות יותר גדל הלכה למעשה הסיכון הפיננסי של החברה. כמו כן, נבחנת יכולת חילוץ ההון העצמי של החברה, כך שלמשל, יכולת חילוץ הון עצמי שהושקע בקרקעות במדינות המצויות במיתון כלכלי ובעלות קיפאון



בשוק הנדל"ן הינה נמוכה ביחס למדינות אחרות. התאמות נוספות שנלקחות בחשבון, בהתאם לרלוונטיות המקרה, מצויות בשינוי סיווג הלוואות בעלים מחוב להון עצמי, בהתאם למבחני נדחות ועוד. בנוסף, נבחן מבנה המאזן ואיכות ההון על מנת לראות את יחס הקרקעות ארוכות הטווח לסך המאזן, קרקעות הממוקמות מחוץ לאזורי ביקוש ובחינת קרקעות ונכסים הדורשים שינוי תב"ע ופעולות הנוספות באופן המשפיע לשלילה על איכות ונזילות ההון העצמי.

• תזרים יחסי כיסוי -

- 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). לאור השפעות מחזור עסקים ותנודתיות בפרויקטים, יחס זה מחושב באופן ממוצע על פני מספר תקופות, כאשר מידרוג מצפה לראות יחסי כיסוי נמוכים יותר לתחום הנדל"ן למגורים ביחס לתחום הנדל"ן המניב באותה רמת דירוג. יחס כיסוי החוב מתוך התזרים מפעילות שוטפת (CFO) מבוצע תוך נטרול רכיב ההון החוזר המשמש לרכישת קרקעות. יחס כיסוי החוב הינו לרוב בעל תנודתיות מסוימת, אשר נלקחת בחשבון בעת הערכת רמת הסיכון הנגזרת של החברה, על ידי מידרוג.
- היקף תזרימי מזומנים - FFO ותזרים מפעילות שוטפת (CFO) - מידרוג בוחנת את שני סוגי התזרים העיקריים הללו. מצד אחד, תזרים ה-FFO אינו לוקח בחשבון החזרי הון עצמי מפרויקטים ו/או השקעות חדשות. מצד שני, מרבית הסכמי הליווי לפרויקטים מתירים משיכות עודפים מחשבונות הליווי רק לאחר שנמסרות הדירות לרוכשים. האופי הפרויקטאלי של מגזר הנדל"ן למגורים ומאפייני הדיווח החשבונאי מגלמים אתגר באמידת תזרים מזומנים פרמננטי ומקשים על יכולת ביסוס תחזית תזרימי מזומנים לשנים הבאות בהתבסס על הנתונים בדוחות הכספיים. לאור בעייתיות זו, מידרוג מבצעת תחשיבים של ה-FFO והתזרים מפעילות שוטפת על בסיס נתוני פרויקטים קיימים ולוחות הזמנים להשלמה יחד עם הנחות מסוימות לקצב המכירות החזוי ורמות המחירים של יחידות הדיור בפרויקט. ההסתברות להצגה עקבית של תזרימי מזומנים חיוביים מפעילות עולה ככל שלחברה קיים תמהיל מגוון יותר של פרויקטים בשלבי תכנון וביצוע שונים. הימנעות מפתחת פרויקטים במקביל לפרויקטים בתהליך יכולה להביא, לאור המחזוריות העסקית הקיימת בענף, ליצירת תזרימים שליליים מפעילות בשנים מסוימות, לאור הפער בלוחות הזמנים בין סיום פרויקט אחד לשני. צורכי תזרים החברה אף נבחנים על רקע צורכי השקעת החברה בפרויקטים חדשים וכן מאפייני חוב וחשיפה לעומס לוחות סילוקין - חברות בתחום הנדל"ן למגורים חשופות למספר סוגי חובות, בהם הלוואות ליווי בנייה (שניתנות כנגד פרויקטים סגורים המשועבדים לטובתן), הלוואות כנגד קרקעות שטרם הוחל בבנייתם והלוואות ברמת החברה (הלוואות Corporate), כדוגמת אג"ח, כאשר המקורות לשירותן הם העודפים הנותנים לאחר פירעון הלוואות הליווי). ככל שלחברה קיימות יותר הלוואות Corporate, קיימת חשיבות להיקפן ולפריסת לוח הסילוקין שלהן, שיכולים ליצור עומס פירעונות גבוה ביחס למקורות הצפויים מפעילות בשנים מסוימות. במקרים כאלו, גדלה תלות החברה ביכולות גיוס חוב והון בשוק ההון ובהתאם רמת הסיכון של החברה, לאור הצורך למחזר חובות. בין היתר, מידרוג בוחנת גם את תחזית התזרים מפעילות שוטפת לאור מכירות הפרויקטים בביצוע (הכוללים החזר הון עצמי ושחרור עודפים שהצטברו בפרויקט), וזאת תחת

מבחינה רגישות שונים, לאורך שנות הפרויקט. לעיתים אף נערכים תרחישי Run-Off לפעילות החברה, לצורך אמידת השווי הנכסי בתרחיש שהחברה מסיימת פעילותה עם סיום הפרויקטים הקיימים.

- 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

רמת הנזילות נמדדת בהיקף יתרות המזומנים, מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות 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 (הלא חתומות) והנכסים הבלתי משועבדים (ו/או משועבדים ברמות מינוף נמוכות ביחס לענף) שבבעלות החברה. כמו כן, חברות לעיתים מחזיקות בהסכמים עם גופים מממנים המתירים להם למשוך חלק מהעודפים שנצברו בחשבונות הליווי (כאשר על פי רוב, אישור זה יתקבל כשהעודף הקיים בפרויקט גבוה משמעותית מיתרת ההשקעה הנדרשת בפרויקט).

הנכסים העיקריים שנכללים בבחינה הינם נכסים מניבים ו/או נכסים נוספים שנמצאים בבעלות החברה, בין אם מניות של חברות אחרות ועוד.

ניהול הנזילות הינו גורם חשוב בדירוג כל חברה ומקבל משנה תוקף בחברות בדירוגים נמוכים יותר, אשר להן גמישות תפעולית ופיננסית נמוכה.

יכולת ומקורות של החברה כוללים בנוסף גמישות עתידית בנגישות למקורות מימון, במידת הצורך. גמישות זו מתבססת, בין היתר, על נגישות למקורות מימון ושווקי הון.

שיקולים נוספים

- בסקירת השיקולים לדירוג עד כה לא כללנו פרמטרים איכותניים אשר רלוונטיים לכל חברה כגון איכות הניהול, מאפייני האסטרטגיה העסקית, מדיניות גידורים (סיכוני מטבע, ריבית ואשראי), ערבויות שהחברה צד להן ועוד. לעיתים קיימים פרמטרים אשר באים לידי ביטוי בנסיבות מיוחדות כגון איכות יכולת ההטמעה של פעילות שנרכשה, ניהול כח אדם, תמיכה ממשלתית, סיכונים רגולטוריים וסיכוני מוניטין. פרמטרים אלו חשובים ביותר ושקלולם בדירוג מעניק ערך מוסף לגורם המסתמך על דירוג האשראי. 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. בתהליך הדירוג אנו לוקחים בחשבון בין היתר את השיקולים הנוספים הבאים:
- איכות הניהול** - ותק, ניסיון ואיכות בעלי התפקידים המרכזיים, בין אם בתחומי הפעילות בכלל ובין אם בחברה עצמה בפרט; מחויבות בעלי התפקידים לחברה; מרכיבים שונים המשפיעים על יכולת ואיכות הניהול הצפויה, בהם תכניות ורכיבי תמריץ להצלחת החברה.
 - מערך שליטה ובקרה** - בחינת המבנה הארגוני של החברה ויכולת התמיכה שלו בפעילויות השונות; אופן זרימת מידע וידע נצבר בחברה; מערכות מעקב ובקרה על פעילויות החברה השונות; מוטת שליטה ובקרה; איכות הממשל התאגידי ותהליכי קבלת החלטות בחברה.
 - מדיניות ניהול סיכונים** - אנו בוחנים את אופן ניהול הסיכונים הפיננסיים ובכללה: מדיניות גידור כנגד חשיפה מטבעית וסיכוני שוק, ביטוח אשראי לקוחות, ניהול הנזילות ואופי ההשקעות הפיננסיות.

● **מדיניות פיננסית** - עפ"י גישתנו, לאורך זמן, המינוף והגמישות הפיננסית הנגזרת ממנו הינם עניין של מדיניות (בחירה). המדיניות הפיננסית נקבעת על ידי הנהלת החברה והדירקטוריון ומשפיעה על רמת החוב, רמת הנזילות וגמישותה העסקית והפיננסית של החברה. בבואנו להעריך את פרופיל המדיניות הפיננסית אנו לוקחים בחשבון את הצהרות המדיניות של החברה בנושא או היעדרן ואת היסטוריית המדיניות הפיננסית. כמו כן, אנו בוחנים את עמידתה של המדיניות הפיננסית לאורך המחזוריות הכלכלית והשינויים בתנאים בסביבה העסקית. בהקשר זה, ישנה חשיבות למעורבות ההנהלה בניהול מושכל של הנזילות אשר מותיר שולי נזילות מספקים להחליק צרכי אשראי המושפעים משינויים בסביבה העסקית ואירועים בלתי צפויים אחרים. לרוב, חוסר שקיפות של החברה לגבי המדיניות הפיננסית שלה מהווה גורם סיכון אשר לו השפעה שלילית על הדירוג. קיימים שלושה תרחישים עיקריים אשר יביאו לכדי אימוץ מדיניות פיננסית אגרסיבית:

- **סיכון החלוקה** - החלוקה לבעלי המניות יכולה להתבצע ממקורות פנימיים או באמצעות חוב, בין ע"י דיבידנדים ובין ע"י רכישה עצמית של מניות. כל עוד המימון לחלוקה מתבסס על מקורות פנימיים, המדיניות הפיננסית לא תיחשב אגרסיבית מדי. לרוב, מדיניות החלוקה הינה עקבית וניתן לצפות אותה. סיכון החלוקה מתעצם במקרים של רכישה ממונפת של אמצעי שליטה בחברה, רכישות ומיזוגים בקבוצת בעלי המניות או קשיים פיננסיים בחברה קשורה.
- **סיכון השקעות והתרחבות** - הרחבה משמעותית של הפעילות באמצעות השקעות הוניות (כגון השקעות באמצעי ייצור, בסניפים, במתקנים לוגיסטיים) לעיתים עלולה להגדיל את רמת הסיכון בפעילות החברה, בעיקר כשההשקעות מלוות בגידול משמעותי בהיקף החוב הפיננסי. לעיתים, פער הזמן שחולף בין מועד קבלת החלטת ההשקעה לבין מועד השלמתה עלול ליצור חשיפה לשינויים בתנאי השוק, במחירים ובביקושים.
- **סיכון מיזוגים ורכישות** - רכישת חברות או פעילות הינה צעד בעל סיכון מסוים בשל האתגרים בהטמעת פעילות חדשה, ביצירת סינרגיה ובכניסה לשווקים חדשים. רכישות המבוססות על מינוף גבוה מעצימות אתגרים אלו ויכולות להעיד על מדיניות אגרסיבית.
- **תכנוני מס** - האם החברה מבצעת תכנוני מס לאור אמנות בין מדינות, השפעות על הפעילות הפיננסית ויכולת החברה לממש נכסים, ליצור רווחים ולהעביר תזרימים שונים בין המדינות.

● **בעלי מניות** - השפעת איכות בעלי המניות על דירוג החברה - מעבר למדיניות העסקית והפיננסית הנבחנת בפרמטרים שהוזכרו לעיל, קשורה במאפיינים כגון מבנה השליטה בחברה ויציבותו, מימון השליטה ומצבם הפיננסי של בעלי השליטה וההשלכה של כל אלו על התמריצים לחלוקת דיבידנדים. בנוסף, נבחנת התנהלות בעלי השליטה בנוגע לעסקאות בין צדדים קשורים והממשל התאגידי בכללותו, לרבות מבנה הדירקטוריון ומידת עצמאותו.

● **אירוע סיכון (Event Risk)** - אנו לוקחים בחשבון סיכוי לאירוע בלתי צפוי אשר עלול לסכן את איכות האשראי של המנפיק. לרוב אנו בוחנים סיכויים למיזוגים ורכישות, שינויים במבנה ההון או רכישה עצמית של מניות.

● **תמיכה מהחברה האם או בעל המניות** - אנו בוחנים את סבירות התמיכה בחברה מצד חברת האם כאשר קיימות אינדיקציות לקיומה של תמיכה כזו. הערכת סבירות התמיכה כוללת שני מרכיבים - נכונות לתמיכה ויכולת תמיכה. בהיעדר מנגנון משפטי של תמיכה מחייבת, כגון ערבות, הערכת הנכונות לתמיכה משלבת שיקולים של אסטרטגיה, מוניטין ואמון משקיעים, אינטגרציה תפעולית ותשואה שולית פוטנציאלית על ההשקעה הנדרשת. אנו נבחן את היסטוריית התמיכה בחברה, מידת המעורבות של חברת האם בניהול ובהתוויית האסטרטגיה של החברה, הקשר העסקי והפיננסי בין החברה לחברה האם ועוד. בבחינת היכולת לתמוך, אנו



מידרוג

נבצע הערכה לסיכון האשראי של חברת האם ככל שהדבר אפשרי. לצד זאת נעריך את המגבלות של חברת האם לתמוך (מגבלות פיננסיות ורגולטוריות ככל שרלוונטי) ואת השפעת התמיכה על מצבה של החברה האם.

- **תמיכה ממשלתית** - גופים קשורים לממשלה (GRI) עשויים ליהנות מתמיכה ממשלתית ובמקרה זה אנו מפעילים מתודולוגיה של חדלות פירעון משותפת (JDA) על בסיס הדירוג העצמאי של החברה.
- **אחר** - אנו עשויים לבחון מדדים איכותיים ופיננסיים נוספים שלא הוזכרו לעיל ואשר ייבחנו בכל מקרה לגופו בהתאם לשיקול הדעת שלנו.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.



מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בנינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס **Moody's** (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.