



מגדלי הים התיכון בע"מ

מעקב | דצמבר 2024

אנשי קשר:

גיל רז

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

מגדלי הים התיכון בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות ה', ו') שהנפיקה מגדלי הים התיכון בע"מ (להלן: "החברה") וכן קובעת דירוג מנפיק זהה לחברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ה'	1168517	A2.il	יציב	30.06.2029
ו'	1199124	A2.il	יציב	30.06.2032

שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף הפונה לפלח אוכלוסייה מצומצמת עם ביקוש צומח.** ענף הדירוג המוגן פונה לפלח אוכלוסיה בחתך גיל ובחתך סוציו אקונומי בינוני-גבוה אולם הביקוש לדירוג מוגן נתמך לאורך זמן בעלייה בתוחלת החיים יחד עם גידול באוכלוסיית הגיל השלישי לצד גם עלייה במחירי הדירוג שתומכת בביקוש לאיכות חיים גבוהה יותר. זאת בעוד שרמת ההיצע בענף מוגבלת בשל חסמי כניסה גבוהים לענף הכוללים בין היתר הליכי תכנון וייזום ממושכים, היקף השקעות גבוה וניסיון ומוניטין בהפעלת בתי דירוג מוגן. ההאטה בענף הדירוג למגורים היא בעלת השלכה שלילית על ענף הדירוג המוגן, בפרט במודל הפקדונות, מכיוון שההאטה מתבטאת בהתארכות משך זמן המכירה של דירות מגורים בשוק יד שנייה ובלחץ על מחירי המכירה, אשר עלולים להקשות על חלק מהדיירים הפוטנציאליים לעבור לדירוג מוגן, בעיקר אלו שנדרשים למכור את דירתם לשם כך. המאפיינים של אוכלוסיית היעד יחסית לכלל האוכלוסיה ומיקומי הבתים מהווים גורם ממתן.
- מיצוב בכיר בתחום הדירוג המוגן בישראל ובהיקפי הפעילות שלה ביחס לענף.** לחברה ותק רב שנים בתחום ועל פי נתוני החברה, היא חברת הדירוג המוגן הוותיקה ביותר והשנייה בגודלה בישראל מבחינת היקף יח"ד פעילות. נכון ליום 30.09.2024 החברה מחזיקה ומפעילה 7 בתי דירוג מוגן הכוללים כ- 1,644 יח"ד. כמו כן במהלך נובמבר 2024 דיווחה החברה על קבלת אישור אכלוס (טופס 4) בפרויקט להקמת בית דירוג מוגן ברחובות אשר עתיד לכלול 250 יח"ד. נכסי החברה מתאפיינים בשיעורי תפוסה גבוהים, כאשר ליום 30.09.2024 שיעור התפוסה המשוקלל בנכסים עומד על כ-95% וב-5 שנים האחרונות, התפוסה הממוצעת בנכסים עומדת על כ- 92%, נתון המעיד על יכולת טובה בשיווק היחידות המתפנות במידה התורמת לתזרימי המזומנים. יחד עם זאת, תזרימי המזומנים מפיקדונות הם תנודתיים באופיים ועשויים להציג ירידה בתקופות מסוימות במידה שאינה בשליטתה המלאה של החברה. נכסי החברה מאופיינים בפיזור בינוני, כאשר חלק החברה בשווי הנכס העיקרי, ובשלושת הנכסים העיקריים, מתוך חלקה בשווי כלל נכסי הדירוג המוגן, מהווים כ-24% ו-60%, בהתאמה.
- צפי לגידול משמעותי בהיקף ההשקעות ובחוב במסגרת אסטרטגיית החברה להרחיב את רשת הדירוג המוגן - המיזם המשותף עם קבוצת כלל ממתן סיכונים.** במקביל לפתיחת בית הדירוג המוגן ברחובות, מתקדמת החברה בעבודות ההקמה של פרויקט פארק איילון באור יהודה בהיקף מוערך של כ- 500 יח"ד.

מלבד זאת, החברה מחזיקה בקרקע בת"א לבניה של כ-35 יח"ד ובאופציה לרכישת קרקע בחיפה לבניה של עד כ-280 יח"ד. בחודש ינואר 2024 דיווחה החברה כי חתמה על הסכם לשיתוף פעולה והקמת מיזם משותף עם גופים מקבוצת כלל חברה לביטוח בע"מ לרכישה ו/או ייזום, הקמה והפעלה של בתי דיור מוגן בישראל באמצעות שותפויות מוגבלות בהיקף השקעה הונית של 500 מ' ש, כאשר חלקה של החברה כ-200 מ' ש (40%). להערכת מידרג, המיזם צפוי להוביל היקף השקעות משמעותי של כ-2.0 מיליארד ש בטווח הזמן הקצר-בינוני שימומנו בהשקעות השותפים כדלעיל ובגידול בחוב הפיננסי ובעלויות המימון.

- **פרופיל פיננסי של החברה נתמך ביחסי איתנות אשר הולמים ביחס לרמת הדירוג.** ליום 30.09.2024 יחס חוב נטו לקאפ נטו מותאם פיקדונות דיירים עמד על כ-59.6% בהשוואה לכ-61% ליום 30.09.2023. יודגש כי מידרג כוללת בחוב הפיננסי המותאם את התחייבויות החברה לפיקדונות דיירים. יחס זה צפוי לעלות בטווח הקצר לשיעור של כ-64%, בהתחשב בתכנית ההשקעות של החברה, גידול נטו בהיקף הפיקדונות עם תחילת האכלוס של הבית ברחובות והמשך חלוקות דיבידנד.

- **תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה נשען על תחלופת פיקדונות דיירים, ומאפיין לכן בתנודתיות גבוהה.** בין השנים 2019-2023 עמד התזרים נטו מפיקדונות בטווח של 200-50 מ' ש לשנה, תוך תנודתיות גבוהה הנובעת מהאכלוס של גני תקווה במהלך התקופה, מכירה חדשה של יח"ד ובהשפעות מגפת הקורונה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרג, FFO כולל תזרים נטו מפיקדונות צפוי לעמוד בשנת 2024 על כ-100 מ' ש. בשנים 2025-2026 יעמוד בטווח של 200-400 מ' ש לשנה, זאת בזכות אכלוס הבית ברחובות. בשל התנודתיות בתזרים מאכלוס בתים חדשים, מידרג בוחנת את ממוצע ה-FFO לאורך מספר שנים. ממוצע זה עמד על כ-90 מ' ש לשנה בשנים 2021-2023 וצפוי לעמוד על כ-185 מ' ש לשנה בשנים 2024-2026. יחס כיסוי חוב נטו מותאם ל-FFO צפוי לעמוד בממוצע על 28 בשנים 2024-2026.

- **מדיניות פיננסית הולמת לרמת הדירוג תוך ניהול נזילות אחראי לצד התרחבות בהשקעות והמשך חלוקת דיבידנדים.** החברה שומרת לאורך זמן על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לסך המאזן בין היתר לצורך ניהול תחלופת הפיקדונות. מינוף החברה (חוב פיננסי בתוספת התחייבות לדיירים) יחסית יציב בשנים האחרונות, אשר עתיד לגדול בשנים הקרובות. מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה הינה עד כ-3% מההון העצמי המיוחס לבעלי המניות ובתוספת מיסים נדחים ולהערכת מידרג יכולה לבוא על חשבון פגיעה בגמישות הפיננסית של החברה. לחברה גמישות פיננסית מוגבלת, הנובעת בעיקרה מחוסר יכולתה לשעבד את הנכסים בשעבוד מדרגה ראשונה לאור זאת שהנכסים משועבדים בשעבוד ראשון לטובת הדיירים כמתחייב בחוק הדיור המוגן.

תרחיש הבסיס של מידרג כולל, בין היתר, המשך שיעורי תפוסה גבוהים יחסית בבתי הדיור של החברה ותזרים שוטף נטו חיובי מתחלופת פיקדונות, כניסה משמעותית של פיקדונות בגין אכלוס הבית ברחובות בשנים 2025-2026, המשך השקעות בייזום פרויקט פארק איילון והגדלת החוב בגין זאת, השקעות ברכישת קרקעות לייזום בתי דיור מוגן במסגרת השותפות עם קבוצת כלל בהיקף של כ-1.0 מיליארד ש בשנה-שנתיים הקרובות שימומנו מנטילת אשראי והזרמת הון שותפים ואיחוד השותפות בספרי החברה וכן שמירה על יתרות נזילות משמעותיות

לאורך זמן. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות, בין היתר, לגבי קצב שיווק יחידות הדיור על-ידי החברה, וכן לגבי גובה התזרים שינבע משיווק זה. בנוסף, תרחיש הבסיס כולל חלוקת דיבידנד של 80 מיליון ₪ בשנה בהתאם לדיבידנד שחולק בשנת 2024.

שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את נגישות החברה לפיקדונות הדיירים, כחלק מהמודל העסקי של החברה, אשר תורמים לגמישותה הפיננסית ונזילותה, בד בבד עם הכללתם בחוב המותאם של החברה במסגרת יחס המינוף.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על יציבות שיעורי התפוסה בבתי הדיור המוגן וכי החברה לא תחרוג מהיחסים הפיננסיים בהתאם להערכת מידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בכמות הנכסים והפיזור הנכסי תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים.
- שיפורי ביחסי המינוף והכיסוי הכוללים פיקדונות.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית ומתמשכת ביחסי הכיסוי והאיתנות.
- גידול משמעותי בהיקף הייזום של החברה, מעבר לתרחיש הבסיס, באופן שיפגע ביחסים הפיננסיים של החברה.

מגדלי הים התיכון בע"מ – נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024	
4,143	4,197	4,930	5,080	5,692	5,904	סך נכסים במאזן
1,980	2,000	2,200	2,402	2,462	2,567	יתרת פקדונות דיירים
308	523	564	344	390	357	מזומנים, פקדונות לז"ק ונ"ע סחירים
431	700	697	693	993	1,040	חוב פיננסי
2,122	2,177	2,352	2,816	3,157	3,250	סך חוב נטו פיננסי מותאם
59.6%	60.8%	56.6%	59.9%	59.4%	59.6%	חוב נטו מותאם ל-CAP נטו מותאם

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: ["התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי, דצמבר 2024"](#)

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

דמוגרפיה ועלייה ברמת החיים תומכים בביקושים בענף לאורך זמן ומשפיעים לחיוב על סביבת הפעילות של החברה; מנגד, שוק הפעילות קטן יחסית ומשליך על היקף הפעילות ומאפייני ההתרחבות

היקף שוק הדיור המוגן בישראל, המספק פתרונות מגורים וקהילה לבני ובנות הגיל השלישי המצויים בתפקוד עצמאי, מוערך על ידי החברה בכ- 15,000 יח"ד נכון לשנת 2023. ענף הדיור המוגן ניהנה מהתארכות תוחלת

החיים של האוכלוסיה ומהעלייה ברמת החיים ובעושר של האוכלוסיה, בייחוד בפלח השוק הגבוה. עפ"י נתוני הלמ"ס¹ בסוף שנת 2023 חיו בישראל כ- 1.252 מיליון איש בני 65 ומעלה, שהם 12.4% מתושבי המדינה, כ- 44% מהם בני 75 ומעלה. אוכלוסיית הגיל השלישי צפויה כמעט להכפיל את עצמה עד שנת 2040 ולכלול כ-2 מיליון תושבים. חרף הצמיחה בענף בעשור האחרון, שוק הדיור המוגן נותר צר יחסית, לאור שוק יעד מצומצם הכולל אוכלוסייה מבוססת בעיקר במרכז הארץ, כאשר חלופת המגורים הפרטית מהווה את החלופה העיקרית למעבר לדיור מוגן.

בד בבד, חסמי הכניסה לענף הדיור המוגן גבוהים יחסית ומקשים על גידול מהיר וחד בהיצע יחידות הדיור, גם בהשוואה לבנייה רגילה למגורים. רמת ההיצע בענף מוגבלת לאור היקף נמוך של קרקעות עם תב"ע לדיור מוגן באזורי הביקוש. בנוסף, השקעה בבית דיור מוגן מאופיינת ביתרון לגודל (בתים גדולים) והקמת בית חדש דורשת חוסן פיננסי גבוה על מנת לתמוך בתקופת ההקמה הממושכת (5-6 שנים), תוך ששיווק הדירות וקבלת כספי הפיקדונות מתבצעים בעיקר לקראת אכלוס הבית לראשונה ולאורך שנות אכלוסו.

ענף הדיור המוגן כפוף לרגולציה (חוק הדיור המוגן) אשר, בין השאר, מחייבת את חברות הדיור המוגן להעמיד בטוחות להחזר כספי הפיקדון לדיירים. 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.

להערכת מידורג, שילוב של ביקוש יציב והיצע מוגבל ימשיכו לתמוך בסביבת הפעילות של החברה כמו גם חסמי כניסה משמעותיים בהתחשב בהיקף ההשקעות הנדרשות בתחום והידע הנדרש להפעלת בית דיור מוגן.

ההאטה בשוק הדיור עלולה לשאת השפעה על תחלופת הדיירים ואכלוס בתים חדשים

פעילות החברה בתחום הדיור המוגן מושפעת בעקיפין מהמגמות בשוק הדירות למגורים שכן במודל הפיקדונות המאפיין חלק גדול מהענף בישראל, והינו המודל הדומיננטי בחברה, הפקדת הפיקדון נסמכת במקרים רבים על מכירת דירת המגורים של הדיירים טרם לכניסתם לבית הדיור המוגן. לפיכך, שווי השוק של דירת מגורים של הדייר לצורך כניסתו לבית הדיור המוגן והיכולת שלו למכרה בזמן סביר, עשויים להשפיע על קצב שיווק יחידות הדיור של החברות בענף ועל מחיר יחידות הדיור (פיקדונות).

לאור עליית הריבית, עדכון שיעור מס הרכישה וכן ברקע עליות חדות במחירי הדירות בשנים האחרונות, במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 החלה היחלשות בהיקף העסקאות בשוק המגורים. מלחמת "חרבות ברזל" שפרצה בחודש אוקטובר 2023 הובילה לבלימה חדה בהיקף רכישת דירות בחודשים אוקטובר-נובמבר 2023, אולם מאז דצמבר 2023 ניכרת התאוששות בהיקף העסקאות, כאשר על פי נתוני הלמ"ס², בשלושת החודשים אוגוסט-אוקטובר 2024 חלה עלייה של 30.3% בהיקף דירות יד שנייה שנמכרו בישראל, זאת בהשוואה לחודשים אוגוסט-אוקטובר 2023 שהושפעו גם מפרוץ מלחמת "חרבות ברזל", וירידה של 17.8% בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים. מכירות דירות יד שנייה בחודשים אוגוסט -אוקטובר 2024 היוו כ- 56.5% מסך הדירות

¹ הלמ"ס "חודש האזרח הוותיק הבין-לאומי 2023"

² הלמ"ס - דירות בעסקאות נדל"ן אוגוסט-אוקטובר 2024, 15.12.2024.

שנמכרו (דירות חדשות ודירות יד שנייה), שיעור נמוך יחסית לשנים קודמות, בין השאר בשל מבצעי קבלן המסיטים עסקאות יד שנייה לעסקאות קבלן וכן ביקוש גבוה לדירות עם ממ"ד. מנתוני המגמה של הלמ"ס עולה כי בין ספטמבר עד אוגוסט 2023 נרשמה ירידה חודשית ממוצעת של 3.3% בעסקאות יד שנייה ואילו בחודשים ספטמבר 2023 עד אוקטובר 2024 נרשמה עלייה חודשית ממוצעת של 2.6%. עוד על פי הלמ"ס, מגמת העלייה במחירי הדירות התחדשה במהלך 2024 ובחודשים ספטמבר-אוקטובר 2024 מדד מחירי הדירות (חדשות ויד שנייה) רשם עלייה של 6.7% בהשוואה לחודשים ספטמבר-אוקטובר 2023, כאשר קצב העלייה בחודשים ספטמבר-אוקטובר 2024 לעומת אוגוסט-ספטמבר 2024 עמד על 0.5%. ההאטה בהיקף העסקאות והלחצים על מחירי המכירה בשוק יד שנייה עלולים להחליש את מודל הפיקדונות של החברה ולהשפיע על שיעורי התפוסה ככל שההאטה תימשך לאורך זמן.

מיצוב החברה בתחום הדיור המוגן בישראל בולט לחיוב ותומך בפרופיל העסקי; הפיזור מוגבל אך צפוי להשתפר בטווח הבינוני עם התקדמות הקמתם של שני בתים חדשים

ליום 30.09.2024 לחברה כ- 1,644 יח"ד ב-7 בתי דיור מוגן פעילים הפרוסים באזורי ביקוש בארץ (מרכז, ירושלים והשרון), אשר שווים בספרי החברה נאמד בכ-4.8 מיליארד ₪. מרבית הנכסים מוחזקים ב-100% ע"י החברה, מלבד הבית בגני תקווה (80%) והבית בנורדיה (67%). בנוסף, לחברה בית בהקמה ברחובות המתוכנן לכ-35 אלף מ"ר וכ-250 יח"ד, אשר קיבל אישור אכלוס (טופס 4) בנובמבר האחרון ולפיכך נערכת החברה לקראת פתיחת הבית ברחובות ואכלוסו בסמוך לסוף שנת 2024. במקביל, הסתיימו עבודות חפירה הדיפון והביסוס לטובת הקמת פרויקט פארק איילון באור יהודה בהיקף מתוכנן של עד 500 יח"ד.

פלח השוק אליו פונה החברה הינו ממעמד סוציו אקונומי בינוני-גבוה. החברה מאופיינת בבתי דיור מוגן ברמת גימור גבוהה, המציעים שירותים יוקרתיים לדיריים, בעוד בענף קיימת שונות יחסית ברמת הגימור והשירותים שמציעים הבתים. יצוין, כי בבתי הדיור של החברה (למעט בירושלים) קיימות מחלקות סיעודיות בהיקף כולל של כ-423 מיטות אשר מופעלת ע"י קבלני משנה. שיעור התפוסה המשוקלל בכלל נכסי החברה עומד נכון ליום 30.09.2024 על כ-95% וב-5 שנים האחרונות עומד על כ-92% בממוצע. הנכס העיקרי של החברה הוא הבית בגני תקווה הכולל כ-347 יח"ד ועומד על שיעור תפוסה של כ-99.4%. לחברה ריכוזיות מסוימת בנכסים, כאשר נכון ל-30.09.2024, חלק החברה בשווי הנכס העיקרי, ושלושת הנכסים העיקריים, מתוך חלקה בשווי כלל נכסי הדיור המוגן (ללא פרויקט רחובות), מהווים כ-25% ו-60%, בהתאמה. כפי שצוין לעיל, נתון זה צפוי להשתפר לאחר פתיחת הבית החדש ברחובות.

פעילות החברה, כמו בכלל הענף, חשופה במידה גבוהה לסיכון מוניטין בשל החשיבות לביטחון ולבריאות בקרב קהל היעד. מידורג סבורה כי החברה מציגה טרק רקורד ניהולי חיובי לאורך השנים. הנהלת החברה ותיקה ובעלת עשרות שנות ניסיון בתחום, תוך עמידה טובה בתחזיות ויציבות.

לחברה אסטרטגיה להגדיל ולהרחיב את רשת בתי הדיור המוגן שבבעלותה ובכוונתה לעשות כן באמצעות ייזום בתים חדשים על קרקעות שבבעלותה וכן באמצעות שותפות כלל כמפורט להלן. מבחינת צבר קרקעות, החברה מחזיקה בקרקע בת"א לבנייה של כ-35 יח"ד ובאופציה לרכישת קרקע בחיפה לבניה של עד כ-280 יח"ד שאותם

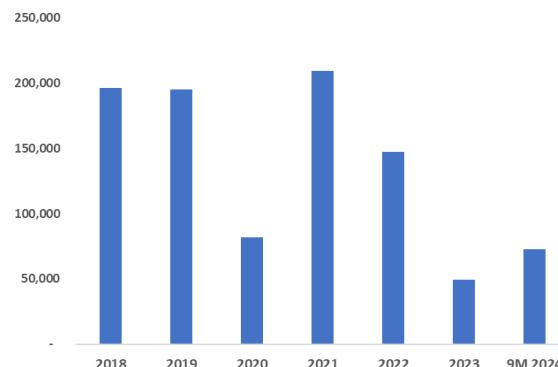
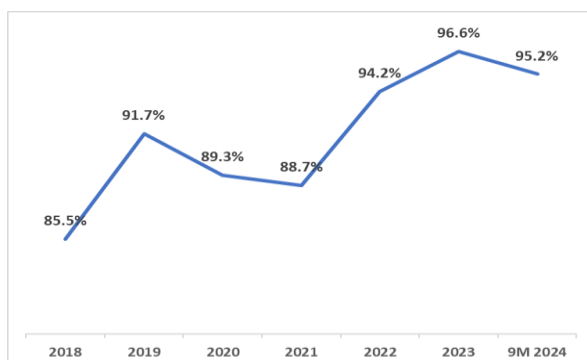
היא צפויה להכניס לפיתוח בשנים הקרובות. מעבר לכך, החברה דיווחה בינואר השנה על הסכם להקמת שותפות מוגבלת בשיתוף עם גופים מקבוצת כלל חברה לביטוח בע"מ, שמטרה רכישת קרקעות, ייזום ופיתוח של נכסים חדשים בתחום הדיור המוגן. להערכת מידרג אסטרטגיית הצמיחה של החברה הינה חיובית בכך שמרחיבה את היקף פעילותה ומשפרת את הפיזור הנכסי של החברה.

הפרופיל הפיננסי נתמך ביחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג; מידרג מעריכה שחיקה ביחס הכיסוי בשל הגידול הצפוי בפעילות הייזום

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה מבוסס על תחלופת הפיקדונות של דיירי הבתים, קרי יציאת פיקדונות שנתקבלו לפני מספר שנים (כעשור בממוצע) מדיירים וותיקים לרוב בשל פטירתם או מעבר לחלופות דיור סיעודי, בתוספת הצמדה שנתית למדד ובניכוי חלק הפקדון המחולט שנותר בידי החברה, ומנגד כניסת פיקדונות מחוזים חדשים בהינתן שהחברה שיווקה בטווח קצר את היחידות שהתפנו. הגידול נטו בפיקדונות נשען בשנים האחרונות על העלייה במחירי הדיור אשר הגדילה את גובה הפקדון הממוצע בכניסה לבית וכן על יכולת השיווק של הדירות המתפנות על בסיס הגידול באוכלוסיית היעד, באזורים הסובבים את בית הדיור והמוניטין של הבית. בנוסף, אחת למספר שנים החברה זוכה לתזרים פיקדונות משמעותי הנכנס משיווק יח"ד בבתיים חדשים שהיא יוזמת. בהתאם למודל העסקי של החברה, התזרים מתחלופת פיקדונות מהווה את הנדבך העיקרי בתזרים מפעילות שוטפת. בנטרול ההכנסות נטו מפיקדונות לחברה תזרים תפעולי שלילי הנובע מדמי תחזוקה שוטפים המתקבלים מהדיירים בהצמדה למדד המחירים לצרכן, בניכוי הוצאות אחזקה, ניהול ומכירה וכן הוצאות מימון. שיעורי התפוסה בבתי דיור המוגן הם בעלי השפעה על היקף הפיקדונות נטו הנכנסים וכן על היקף דמי התחזוקה. דמי התחזוקה השוטפים כוללים גם שיפוץ שוטף של יח"ד בעיקר בתקופה התחלופה.

בין השנים 2018-2023 עמד התזרים נטו מפיקדונות בטווח שבין 200-50 מ' ₪ לשנה. שנת 2023 בלטה לשלילה עם היקף פיקדונות נטו של כ-40 מ' ₪. הירידה בתזרים נטו מפיקדונות בשנת 2023 מוסברת בירידה בכניסת פיקדונות חדשים בשל תחלופה נמוכה בבתיים יחסית לשנת 2022 (שבתורה אופיינה בעלייה חדה יחסית בשיעור התפוסה), וכן בשל ירידה חריגה בשיעורי התפוסה בבתיים מסוימים ובפרט בית הדיור המוגן בסביון. בשנים 2021 ו-2022 נרשמה כניסת פיקדונות נטו גבוהה של 147 מ' ₪ ו-209 מ' ₪, בהתאמה, בשל הגדלת שיעורי התפוסה ברשת וכן בשל התקדמות האכלוס של הבית בגני תקווה. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2024 עמד התזרים נטו מפיקדונות על 72 מ' ₪, זאת בהשוואה לתזרים נטו של 26 מ' ₪ בלבד בתקופה המקבילה אשתקד. על פי הערכת מידרג בתרחיש הבסיס, התזרים נטו מפיקדונות צפוי לנוע בטווח של 90-100 מ' ₪ בשנת 2024 כולה.

איור 1. קבלת פיקדונות מדיירים בניכוי החזר פיקדונות **איור 2. שיעור תפוסה ממוצע לסוף תקופה.**
לדיירים, באלפי ₪



מקור: דוחות כספיים של החברה ועיבודי מידרוג

החל משנת 2025 צפויה החברה להציג תזרימי מזומנים משמעותיים מאכלוס הבית ברחובות, שבו החל כבר שיווק מוקדם בהיקף מהותי. תזרימים אלו צפויים להיפרס על מספר שנים, כתלות בקצב השיווק של הבית. בהתאם לכך מידרוג צופה תזרים נטו מפיקדונות של 200-400 מ' ש לשנה בשנים 2025-2026.

בתרחיש הבסיס של מידרוג היקף ה-FFO הכולל את התזרים השוטף אחרי הוצאות מימון וכן את התזרים מתחלופת הפיקדונות ומשיווק יח"ד חדשות, צפוי לעמוד בשנת 2024 על 90 מ' ש ובין 120-350 מ' ש לשנה בשנים 2025-2026 תחת תרחישי רגישות של מידרוג לקצב האכלוס של רחובות. בשל התנודתיות בתזרים מאכלוס בתים חדשים, מידרוג בוחנת את ממוצע ה-FFO לאורך מספר שנים. זה עמד על כ-95 מ' ש לשנה בשנים 2021-2023 וצפוי לעמוד על כ-185 מ' ש לשנה בשנים 2024-2026. יחס הכיסוי חוב נטו מותאם ל-FFO צפוי לעמוד בממוצע על 28 בשנים 2024-2026.

החברה שומרת על יציבות ניכרת ביחס המינוף, זאת לאורך זמן, לנוכח שערך הנכסים לשווי הוגן ובניכוי דיבידנדים שמחלקת החברה, בהתאם למדיניות לחלוקה של עד כ-3% מההון העצמי המיוחס לבעלי המניות ובתוספת מיסים נדחים ועלייה מצטברת בהיקף הפיקדונות. החוב הפיננסי ברוטו של החברה ללא פיקדונות דיירים גדל מעט ביחס לשנים האחרונות, ונכון ל-30.09.2024 הסתכם בכ-1,040 מ' ש. החוב מורכב ברובו מאג"ח (סדרות ה' ו-ו') והלוואות ליווי לבניית הבית ברחובות. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החוב ברוטו ללא פיקדונות צפוי לגדול משמעותי בשנים 2025-2026 ולנוע בטווח התחזית בטווח של 1,000-2,000 מ' ש ויחס חוב נטו מותאם ל-CAP נטו (כולל התחייבויות לפיקדונות דיירים) צפוי להישחק ולנוע בטווח של 60%-64% בהשוואה לכ-60% ליום 30.09.2023. עיקר הגידול בחוב הפיננסי ברוטו ובשיעור המינוף בהתאמה נובע, מהנחת ייזום פרויקטים בהקמה (אור יהודה ותל אביב), הוצאות Capex על בתי הרשת, הנחת מימוש אופציה לרכישת הקרקע בחיפה אשר תמומן בחלקה על ידי חוב, רכישת קרקעות תחת שותפות עם כלל שימומנו מאג"ח שתנפיק החברה ומגיוס הלוואות בגין הקרקעות וכן חלוקת דיבידנד בהיקפים דומים לדיבידנדים שחולקו בשנים האחרונות. יודגש כי תחזית יחס המינוף כדלעיל כוללת את הגידול הצפוי בפיקדונות הדיירים, אשר מגדיל מחד את החוב המותאם ומאידך מייצר תזרים חיובי לחברה.

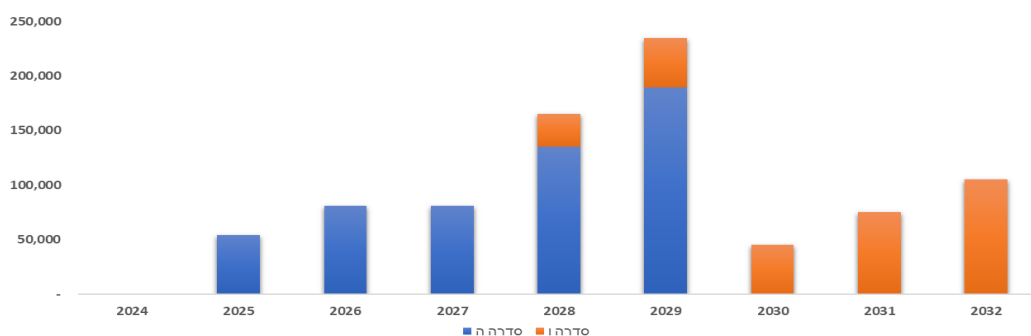
גמישות פיננסית מוגבלת, בשל חוסר יכולת החברה לשעבד נכסים בשעבוד מדרגה ראשונה

א-יכולת החברה לשעבד נכסיה בשעבוד מדרגה ראשונה לצורכי מימון, נוכח הצורך ברישום שעבודים לטובת הדיירים בהתאם לחוק הדיור המוגן, מובילה לגמישות פיננסית מוגבלת בענף כולו ובחברה בפרט, זאת בהשוואה לחברות נדל"ן מניב.

החברה שומרת לאורך זמן על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לסך המאזן. נכון ל-30.09.2024 לחברה יתרות מזומנים ופקדונות לז"ק בסך כ-356 מ' ש, כאשר למול זאת לחברה בעיקר התחייבויות לז"ק לפיקדונות דיירים בסך כ-2.56 מיליארד ש. התחייבויות בגין פיקדונות דיירים מוצגות כהתחייבות שוטפת במאזן החברה מכיוון שהדיירים זכאים לסיים את הסכם ההתקשרות עם החברה ולמשוך את יתרת הפקדון הנותר להם בכל עת (בהתראה של מספר חודשים מראש). למרות זאת, בהתבסס על ניסיונה של החברה ובהערכה אקטוארית המתחשבת בגיל כניסת הדיירים לבתי הרשת, בלוחות תמותה ובשיעורי העזיבה של הדיירים בפועל, החברה צופה כי תקופה השהייה הצפויה הממוצעת לדייר בבתי הרשת הינה כ-10 שנים וכי היקף הפיקדונות שהחברה תידרש לפרוע ב-12 חודשים עומד על 150-200 מ' ש (סכום הפירעונות ברוטו בפועל בחמש השנים 2019-2023 עמד בין 148 מ' ש עד 195 מ' ש ובממוצע כ-157 מ' ש). פירעון פיקדונות אלו צפוי לנבוע מהיתרות הנזילות שבקופת החברה ו/או מפיקדונות שיתקבלו מדיירים חדשים על בסיס אכלוס היחידות המתפנות כך שהתזרים נטו מתחלופת הפיקדונות צפוי להיות חיובי, בהתאם גם לתרחיש הבסיס של מידרוג.

להלן הערכתנו לתחזית המקורות והשימושים של החברה לתקופה שהחל ב-30.09.2024 ועד לסוף שנת 2025 (5 רבעונים): מזומנים בסך 356 מ' ש ל-30.09.2024; מקורות מפעולות FFO כולל תזרים נטו מכניסת פיקדונות בסך 350-375 מ' ש (בעיקר בעקבות אכלוס הבית ברחובות); השקעות שוטפות בבתי הדיור המוגן ואחרות והשקעות בייזום בית דיור מוגן בסך 250-300 מ' ש; דיבידנד לבעלי המניות בחברה בסך 80 מ' ש (זהה לשנת 2024); חלויות אג"ח בסך כ-54 מ' ש"ח והשקעת הון עצמי ברכישת קרקעות בהיקף של 200-250 מ' ש. בהתאם לכך, לצורך מימון השקעות חדשות החברה תידרש לגייס אג"ח.

איור 3. לוח סילוקין אג"ח ליום 30.09.2024, באלפי ש



מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2024	
ניקוד	מדידה	ניקוד [1]	מדידה
A.il	---	A.il	---
קטגוריה		פרמטרים	
סביבת הפעילות		תחום פעילות וסביבה כלכלית	

פרופיל עסקי		סך מאזן (מיליארד ₪)		Aa.il	7	Aa.il	5.9
		איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים		A.il	---	A.il	---
		חוב פיננסי נטו / CAP נטו		Aa.il	-60% 64%	Aa.il	60%
		היקף FFO (מיליון ₪) [2]		A.il	140	A.il	95
		חוב פיננסי נטו / FFO [2]		A.il	28	Baa.il	30
פרופיל פיננסי		שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן		Ba.il	5%>	Ba.il	5%>
		חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה		A.il	49%	A.il	42%
		מדיניות פיננסית		A.il	---	A.il	---
דירוג נגזר		A2.il					
דירוג בפועל		A2.il					

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

[2] ממוצע FFO 2021-2024

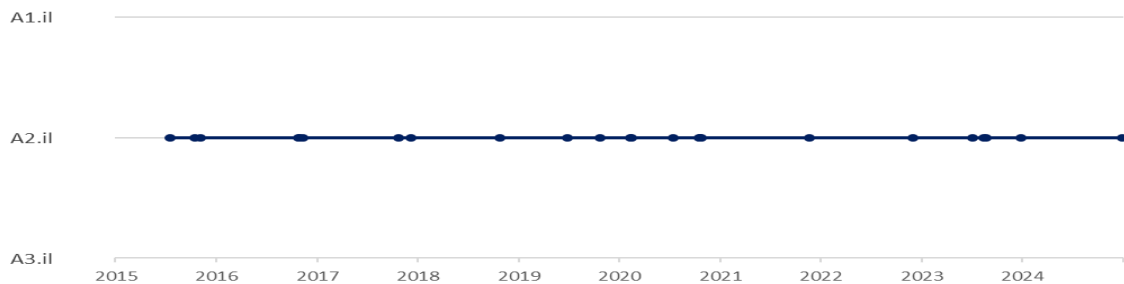
שיקולי ESG

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים ותאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות. במקרה של מגדלי הים התיכון, שיקולי ESG בעיקר במישור הסיכונים החברתיים נושאים השפעה בינונית על סיכון האשראי של החברה. אלו כוללים להערכת מידרוג סיכוני מוניטין בהיבט של קשרי לקוחות, סיכוני בטיחות, וכן מגמות דמוגרפיות ותרבותיות המשפיעות על הביקושים. ענף הדיור המוגן מתבסס על מוניטין רשת בתי הדיור המוגן והחברה המנהלת. לכן על החברה להשקיע ולטפח את המוניטין שלה באמצעות קשרי לקוחות והשקעה של משאבים הוניים ואחרים בשימור רמת שירות לאוכלוסיית הדיירים. מידרוג מעריכה כי רשת בתי הדיור המוגן "מגדלי הים התיכון" נהנית ממותג חזק וטרק רקורד ממושך הממתנים סיכונים אלו. קיים סיכון של בטיחות בעיקר בתחום הבריאות. לדוגמה בעת מגפת הקורונה, שבמהלכה הושטו מגבלות על אוכלוסיית הגיל השלישי. להערכת החברה, בתקופה מגפת הקורונה החברה עמדה בנהלים מחמירים. על הענף קיימת גם השפעה חיובית מבחינת מגמות דמוגרפיות וחברתיות, שכן הגידול באוכלוסיית הגיל השלישי בישראל תורם לביקושים לשירותי החברה.

אודות החברה

החברה הינה חברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב החל מפברואר 2014. החברה פועלת מאז הקמתה, בעצמה ובאמצעות חברות בשליטתה, בתחום פעילות אחד - ייזום והפעלה של בתי דיור מוגן לאוכלוסיית הגיל השלישי. אחזקות דבוקת השליטה בחברה עומד על כ- 49.1% וכולל את בעלי השליטה העיקריים (במישרין ובעקיפין) מר מרדכי קירשנבאום, מר בוריס לוין, מר פתאל דוד וכן משקיעים נוספים המהווים חלק מדבוקת השליטה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [מגדלי הים התיכון בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - אוקטובר 2024](#)
- [השפעת העלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - הערת ענף, יוני 2022](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- [הדוחות מפורסמים באתר מידרוג \[www.midroog.co.il\]\(http://www.midroog.co.il\)](#)

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	31.12.2024
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	31.12.2023
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	23.07.2015
שם יוזם הדירוג:	מגדלי הים התיכון בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	מגדלי הים התיכון בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידורג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידורג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידורג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידורג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידורג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידורג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידורג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידורג, הערכות מידורג, חוות דעת של מידורג וחומרי מידורג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידורג, הערכות מידורג, חוות הדעת של מידורג וחומרי מידורג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידורג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידורג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידורג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידורג, הערכות מידורג וכל חוות דעת או חומרי מידורג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידורג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידורג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידורג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידורג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידורג מפיקה, מידורג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידורג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידורג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידורג וחומרי מידורג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג, בהערכות של מידורג, בחוות הדעת של מידורג ובחומרי מידורג (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידורג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידורג.

התוכן של חומרי מידורג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידורג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי יכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג. כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.