

# Post Acute Partners Property Ltd

דירוג ראשוני | פברואר 2018

## אנשי קשר:

רו"ח אופיר זלינגר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי  
[ophir.zelinger@midroog.co.il](mailto:ophir.zelinger@midroog.co.il)

רן גולדשטיין, סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

---

## Post Acute Partners Property Ltd

אופק דירוג: יציב	(P)Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	------------	------------

**מידרוג קובעת דירוג מותנה (P)Baa1.il באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק Post Acute Partners Property Ltd (להלן: "החברה") בסך של עד 275 מיליון \$ ערך נקוב.**

**עם התקיימות התנאים כדלקמן, יוסר סימול הדירוג כמותנה:**

מילוי התנאים המוצגים ומפורטים בתשקיף ההנפקה של החברה (להלן: "התשקיף") שהועבר לידי מידרוג. תנאים אלו מתייחסים למבנה ההנפקה, להעברת מלוא הזכויות והנכסים לידי החברה וכניסתם לתוקף של הסכמי השכירות המעודכנים בין החברה לחברות המתפעלות, הכל בהתאם לתשקיף שנמסר למידרוג נכון למועד דוח הדירוג. אי התקיימות התנאים עלולה להוביל לשינוי דירוג או לביטול.

### אודות החברה

חברת **Post Acute Partners Property Ltd** הוקמה ביום 04.12.2017 כחברה המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים. החברה הינה חברה פרטית בבעלות ובשליטה משותפת (בחלקים שווים) של ה"ה וורן קול וד"ר ג'פרי רובין (להלן "בעלי השליטה").

בהתאם לתשקיף החברה, עם השלמת ההנפקה יועברו לחברה מלוא הזכויות בתאגידים המחזיקים בשרשור בזכויות ב-25 נכסי נדל"ן בארה"ב המשמשים כמוסדות סיעודיים ובתי דיר מוגן, רובם במדינת ניו-יורק והכוללים כ-2,620 מיטות אשפוז. הנכסים מושכרים לחברות תפעול בתחומי הסיעוד והדיר המוגן, הנמצאות בבעלות בעלי השליטה (להלן: חברות ה"אופ-קו"). כמו כן, נחתמו הסכמי שכירות מעודכנים בין החברה לבין חברות התפעול (ראה להלן), ככל שנדרש הסכמים אלו מותנים בקבלת אישורים שונים, כאמור בתשקיף.

### שיקולים עיקריים לדירוג

**דירוג החברה נתמך** במגמה הכללית בעולם המערבי של גידול באוכלוסיית הקשישים (הן במספרים מוחלטים והן ביחס לכלל האוכלוסייה) הארכת תוחלת החיים וגידול בעלויות האשפוז המשפיעים לחיוב על תחום הפעילות של חברות האופ-קו עליהן נסמכים תקבולי השכירות; באזורי הפעילות של החברה - בעיקר מדינת ניו-יורק, וכן בפנסילבניה וברוד-איילנד, מדינות אלו מאופיינות ברמה סוציאוקונומית גבוהה מהממוצע בארה"ב ומדיניות תומכת בשירותי הבריאות; בפעילות בתחום הנהנה מתמיכה רגולטורית - מדינת ניו-יורק אינה מתירה הגדלה של סך מיטות האשפוז במדינה, מגבלות דומות קיימות גם במדינות הפעילות האחרות; ביציבות ההכנסות של החברות המתפעלות (עליהן נסמכים דמי השכירות) - 50% מההכנסות נובעות מתוכניות Medicare (תכנית אשפוז במימון פדרלי) ו-Medicaid (תכנית אשפוז במימון המדינה) ו-20% נוספים מביטוחי בריאות, מאידך, קיים סיכון מסוים בכך שתעריפי האשפוז של תוכניות Medicare/Medicaid מושפעים מהחלטות רגולטוריות ושיקולי תקציב; במצבת נכסים רחבה של 25 נכסים ההולמת לרמת הדירוג, הממוקמים בסמיכות לבתי חולים ו/או במרכזים אורבניים, ומציגים לאורך השנים שיעורי תפוסה של מעל 90%; בפעילות השבחה בהיקף לא מהותי (בעיקרה שיפוץ ושדרוג מתקנים קיימים והתקנת מערכות ניטור מתקדמות) באופן המשליך לחיוב על יציבות החברה ופרופיל הסיכון; בהיקף EbitdaR (רווח לפני מימון, מסים, פחת והוצאות שכירות) של חברות האופ-קו, אשר בהתאם לנתונים שפורסמו בתשקיף הסתכם ל-37 מיליון \$ בשנת 2017, ובהתאם לאסטרטגיות שהקבוצה החלה ליישם, על פי תחזיות החברה, צפוי לצמוח בשנים הבאות; בהיקף ה-FFO ויחסי הכיסוי הנובעים ממנו אשר הינם בולטים לטובה לרמת הדירוג; משיעור LTV לנכסים אשר הינו הולם לרמת הדירוג (גם תחת תרחישי רגישות שונים, המתבטאים בשווי נמוך יותר של נכסים ביחס לספרים). אסטרטגיית הקבוצה לפיה תפעל לשינוי תמהיל בסיס הלקוחות כך שיגדל נתח המטופלים על בסיס משלום Medicare, עשויה לתמוך בתחזיות החברה לצמיחה והגדלת רווחיות ברמת חברות התפעול המהוות את שוכר הנכס ובהתאם לתמוך בדמי השכירות המשולמים לחברה, זאת אף ששינוי תמהיל זה כרוך, בין היתר, בשיפוץ חלק מהנכסים ויכולת שינוי התמהיל אינה בטוחה המיידית.

**דירוג החברה מושפע לשלילה** מכך שדמי השכירות נסמכים על פעילות חברות האופ-קו, פעילות תפעולית במגזר הרפואי-סיעודי, תחום זה חשוף לתביעות אזרחיות ולסיכונים תפעול מובנים בהיותו תחום שירותים קריטי לאוכלוסייה קשישה ו/או מוגבלת, עתיר כ"א וכפוף לפיקוח ולדרישות רגולטוריות; מתלות בשוכר יחיד שפעילותו, כאמור, בעלת מרכיב תפעולי גבוה, הכורך את הסיכון התפעולי של המפעיל לסיכון פעילות החברה המדורגת; מכך שדמי השכירות העתידיים נקבעו בהתאם לצפי הקבוצה לגידול משמעותי בהיקף ה EbitdaR של חברות התפעול, וככל שהתחזיות לא יתממשו - היקף הכנסות החברה עלול להיפגע; מהון עצמי שברובו נובע משערך נכסים הנסמך על תחזיות רווח עתידי, ובמידה ותחזיות אלו לא יתממשו ייתכן ויש בכך כדי להשפיע לשלילה בעתיד על שווי הנכסים ובמקביל על ההון העצמי. ההון העצמי בדוחות הכספיים (פרופורמה) ליום 30.09.2017 מסתכם ל- 384 מיליון דולר ארה"ב, יחד עם זאת מידרוג בחנה את היקף ההון העצמי בהתחשב בעובדה ששוכר הנכס הינו גם מפעיל הנכס וקיימת זהות אינטרסים בקביעת דמי השכירות ובהתאם השפעה על שווי הנכסים. כך גם, בחנה מידרוג ירידה בשווי הנכסים תחת תרחישי רגישות לרווחים העתידיים והפחתה מקבילה בהון העצמי ותחת תרחישי רגישות אלו יחס איתנות חוב ל- CAP צפוי לנוע בטווח של 65-70%, יחס זה גבוה מהמשתקף בדוחות הכספיים, אך עדיין הולם את רמת הדירוג; היות והחברה נסמכת על שוכר יחיד בענף פעילות זה, הרי שביחס להיקף הפעילות כחברה המתפעלת נכסים מסוג זה, פיזור נכסי החברה אינו גבוה ביחס לשוק הפעילות עצמו, אף שהחברה נחשבת למפעיל יחסית גדול באזור פעילותה; מכך שעל-פי תרחיש הבסיס יחס ה- EbitdaR לדמי שכירות בשנת 2018 יהיה נמוך במעט מיחס של 1.3; מהיקף נכסים לא משועבדים זניח וגמישות נוספת מנכסים משועבדים שהינה נמוכה ביחס להיקף האג"ח.

**תרחיש הבסיס** של מידרוג כולל בתוכו את הנחת הנפקת אגרות החוב, העברת הזכויות בנכסים לחברה וכניסתם לתוקף של הסכמי שכירות חדשים, כמפורט בתשקיף החברה, מימון מחדש וחלוקת דיבידנד שבוצעו לאחר 30.09.2017 בהיקף של 26 מיליון דולר וכן את ייעוד ההנפקה כפי שצוין בתשקיף החברה לרבות פירעון הלוואות Mezzanine, הגדלת מצבת הנכסים בהתאם לאסטרטגיית החברה, השקעות CAPEX לשדרוג נכסים קיימים ומערכות מעקב רפואי, וזאת כחלק מאסטרטגיית החברה הצופה גידול בהכנסות מדמי שכירות. מידרוג בחנה תרחישי רגישות לשיעור הגידול ב-EbitdaR (של חברות האופ-קו), והשפעת תרחיש זה על צפי הכנסות החברה מדמי-שכירות ועל שווי הנכסים וההון העצמי. מידרוג בוחנת את יחס ה EbitdaR לדמי השכירות, ומצפה כי יחס זה בשנה הראשונה לפעילת החברה, ובהתחשב בשדרוג נכסים מתוכננים יעמוד על לא פחות מ- 1.25 EbitdaR לדמי שכירות ומשנת 2019 יחס זה לא יפחת מ- 1.3. מידרוג צופה, כי יחס החוב ל- CAP יעמוד בטווח של 65-70% אשר הולם את רמת הדירוג, יחס זה משקף, בין היתר, תרחיש רגישות לשווי נכסים על בסיס הפעלתם על ידי שוכר יחיד ובהתאם ל- EbitdaR אותו הוא מייצר. יחס כיסוי חוב ל- FFO נבחן ברמת החברה ומתבסס על הסכמי השכירות אשר אמורים לקבל תוקף ולשרת את חוב החברה, וצפוי לנוע, אחרי תרחישי רגישות, בטווח של 19-20 שנים, אשר הולמים את רמת הדירוג.

Post Acute Partners Property Ltd - נתונים פיננסיים עיקריים (פרופורמה), באלפי דולר ארה"ב

* 31/12/2014	31/12/2015	30/09/2016	31/12/2016	30/09/2017	מטבע: א' דולר ארה"ב
13,459	14,057	12,292	16,340	12,758	הכנסות
13,410	14,012	12,258	16,295	12,724	רווח גולמי
19,898	22,632	10,318	16,500	12,550	רווח תפעולי
11,488	14,063	2,924	6,798	3,776	רווח נקי
	12,601	13,283	14,374	10,350	יתרות נזילות
	189,639	198,029	208,175	218,822	חוב פיננסי
	177,038	184,746	193,801	208,472	חוב פיננסי נטו
	60,727	72,088	64,851	384,097	הון עצמי
	268,454	289,299	292,087	621,756	סך מאזן
	250,366	270,117	273,026	602,919	CAP
	237,765	256,834	258,652	592,569	CAP נטו
	23%	25%	22%	62%	הון עצמי למאזן
	76%	73%	76%	36%	חוב ל-CAP
	74%	72%	75%	35%	חוב נטו ל-CAP נטו
5,121	5,575	6,355	7,193	7,248	FFO
	34		29		חוב ל-FFO
	31.8		26.9		חוב נטו ל-FFO
* דוחות כספיים שנערכו לראשונה, אינם כוללים מספרי השוואה למאזן ליום 31.12.2014					

הנתונים מבוססים על דוחות פרופורמה כפי שהוצגו בטיטת התשקיף שפרסמה החברה.

כמצוין בתשקיף - עד לחודש ספטמבר 2017, הסכמי השכירות בין תאגידי ה-Propco לתאגידי ה-Opco, כללו מנגנון תמורה אשר כיסה את ההוצאות ואת תשלומי הקרן והריבית של החברה בלבד ובהתאם, מנגנון התמורה הקודם לא ייצג דמי שכירות במחירי שוק, אלא למטה מכך (דמי השכירות שיקפו החזר קרן וריבית, בקשר עם הלוואות בכירות בנכסים והוצאות). בהתאם להסכמות שגובשו בין הצדדים מחודש ספטמבר 2017, עודכן מנגנון התמורה בהסכמי השכירות כך שדמי השכירות עבור השנים 2018-2027 ישקפו מחירי שכירות במחירי שוק.

בהתאם לכך, נתוני דוח הרווח וההפסד הכלולים בדוחות הכספיים, וכן ה-FFO, טרם משקפים את השפעת הסכמי השכירות המעודכנים. כאמור בתחילת דוח זה, הדירוג מותנה בכניסת הסכמים אלו לתוקף.

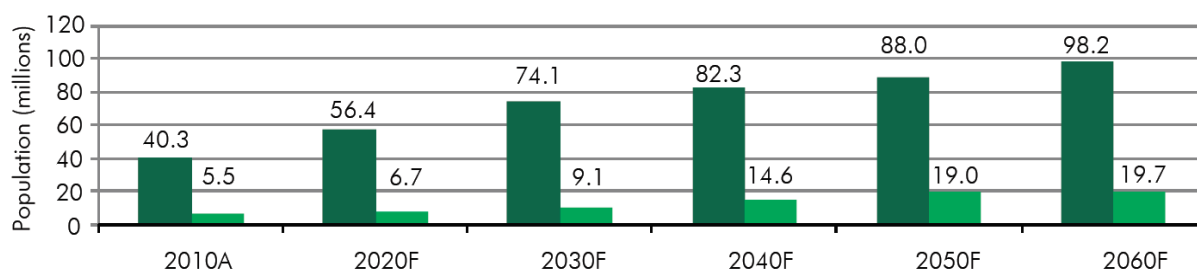
## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

**מגזר פעילות במגמת צמיחה עקב שינויים דמוגרפיים וגידול בעלויות האשפוז, תמיכה רגולטורית המציבה חסמי כניסה משמעותיים, בסיס ההכנסות נסמך ברובו על תכניות מימון פדרלי / מדינתי, פעילות במדינות ברמה סוציאקונומית גבוהה מהממוצע. מנגד - ענף הפעילות מורכב מרמת מרכיב תפעולי משמעותי אשר אמור לכסות את דמי השכירות**

החברה פועלת כחברת נכסים בענף הסייעוד והדיור המוגן. ענף זה מושפע לחיוב משינויים דמוגרפיים של גידול בהיקף ובשיעור אוכלוסיית הגיל השלישי - מגמת ההתארכות בתוחלת החיים וכן דור הביי-בום המגיע לגיל פרישה במהלך העשור (תרשים 1), בנוסף - הגידול העקבי בהוצאה לשירותים רפואיים לנפש (תרשים 2) והגידול בעלויות האשפוז בבתי חולים תומך אף הוא בתחום הפעילות הן עקב הגידול בהכנסות היומיות מאשפוז והן מאחר והגוף המשלם - בד"כ המדינה או חברות ביטוח רפואי - בוחן אלטרנטיבות חליפיות לאשפוז בבתי-חולים.

תרשים 1 - היקף אוכלוסיית הגיל השלישי בארה"ב (מקור - US Census bureau)

Number of People Age 65 and Over and 85 and Over



תרשים 2 - סך ההוצאה על שירותי רפואה בארה"ב וההוצאה הרפואית לנפש (מקור - Centers for Medicare & Medicaid Services)

National Health Expenditures (Billions)



Source: Centers for Medicare & Medicaid Services, actuals reported as of 7/20/2015. The projections incorporate estimates of GDP as of May 2016.

National Health Expenditures Per Capita



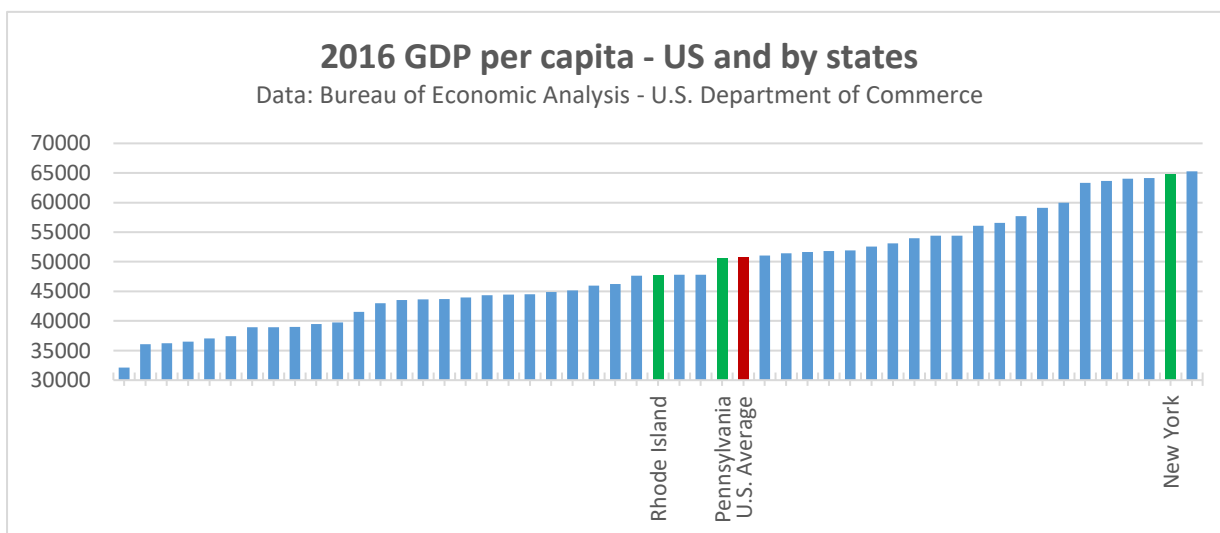
Source: Centers for Medicare & Medicaid Services, actuals reported as of 7/20/2015. The projections incorporate estimates of GDP as of May 2016.

כדי למנוע הצפה של השוק, פגיעה במרווחים וכתוצאה מכך ירידה באיכות הטיפול הרפואי, ברובן המכריע של המדינות בארה"ב קיימות מגבלות שונות על מספר מיטות האשפוז במדינה. כך למשל במדינות ניו-יורק ורוד איילנד נדרש הליך של הוכחת צורך (Certificate of need) להקמת מוסד סיעודי<sup>1</sup>, כמו-כן, לצורך תפעול מוסד סיעודי נדרש אישור מחלקת הבריאות של המדינה הרלבנטית (רכישה של נכסים מסוג זה מותנית בקבלת אישור מחלקת הבריאות של מדינת ניו-יורק, הליך הנמשך בד"כ כשנתיים). להערכת מידרוג, מגבלות אלו מקשות על כניסת מתחרים לענף ואף על אפשרויות של מתחרים קיימים להרחיב פעילותם ע"י הקמה או רכישה של נכסים נוספים.

כמחצית מהכנסות החברה נובעת מאשפוזים הממומנים ע"י תוכניות Medicare (פדרלית, מיועדת בעיקרה לחולים מעל גיל 65) ו-Medicaid (תוכנית במימון המדינה תחת מתווה פדרלי המיועדת בעיקרה לטיפול רפואי בסיסי לאוכלוסיות מוחלשות או לקשישים בנסיבות בהן תוכנית Medicare אינה חלה). תעריפי האשפוז נקבעים עפ"י חוק ומתעדכנים מדי שנה בהתאם לשינויים במדדי יוקר המחיה הרלבנטיים וכן בהתחשב בפרמטרים אחרים כגון שדרוגי נכסים.

כמוסבר בתשקיף החברה, תעריפי האשפוז של תוכנית Medicare וכן תעריפי האשפוז הנגבים מלקוחות אחרים הינם מעל פי 2 מתעריפי האשפוז של תוכנית Medicaid. הקבוצה החלה במהלך אסטרטגי, כולל שדרוג והתאמת נכסים, שסייע בהגדלת שיעור מתאשפזי Medicare וביטוחי בריאות פרטיים וצמצום שיעור מתאשפזי Medicaid. ככל שהמהלך יתממש, הוא יביא לגידול ברווחיות חברות האופ-קו ולתמיכה בתחזית הצמיחה של הכנסות החברה הנובעות מדמי השכירות מחברות האופ-קו.

פעילות החברה מתמקדת במדינת ניו-יורק בה ממוקמים 18 מתוך 25 נכסי החברה. ההכנסה לנפש במדינת ניו-יורק הינה השניה בגובהה בארה"ב (בנטרול וושינגטון די סי). 5 נכסים נוספים ממוקמים בפנסילבניה ושניים ברוד איילנד, בהן שיעור ההכנסה לנפש דומה לממוצע (ראה תרשים 3 להלן).



מנגד, מידרוג רואה בענף הדיור המוגן והאשפוז הסיעודי בפרט כענף בעל פרופיל סיכון גבוה יותר מענפי נדלן מניב אחרים (כגון משרדים, מסחר, מגורים להשכרה ועוד) בהיותו בעל רכיב תפעולי גבוה ושיעורי רווח תפעולי אופייניים של 15-30% בלבד. הרכיב התפעולי הגבוה חושף את הפעילות לשינויים בעלויות שכ"ע ושירותי האשפוז השונים. גורם סיכון נוסף הינו החשיפה לתביעות אזרחיות בגין כשל בטיפול הרפואי/הסיעודי.

<sup>1</sup> <http://www.ncsl.org/research/health/con-certificate-of-need-state-laws.aspx>

## פיזור נכסים התומך ברמת הדירוג ומיקומי נכסים התומכים בביקושים לאשפוז דיור בנכסי החברה אשר מתבטא בשיעורי תפוסה הולמים ברמת תפעול הנכסים.

בכפוף להנפקה, תחזיק החברה ב- 25 נכסים, מתוכם 18 במדינת ניו-יורק, 5 בפנסילבניה ו-2 ברוד-איילנד, הכוללים כ- 2,600 מיטות אשפוז. בהתאם לאסטרטגיית החברה להרחבת מצבת הנכסים, יכול כי החברה תשתמש בחלק מתמורת ההנפקה להשקעה ברכישת נכסים נוספים. ככול שאלו יושלמו, יש בכך כדי לשפר את הפיזור הנכסי ולהגדיל את היקף מיטות האשפוז. ברמת תפעול הנכסים על ידי חברות התפעול, שיעורי התפוסה בנכסי החברה המיוצבים עומדים על 90% לאורך זמן, ולדברי הקבוצה בחלק מהנכסים אף קיימת רשימת המתנה של לקוחות. להערכת מידרוג, היקף הנכסים ושיעורי התפוסה הולמים את רמת הדירוג. שיעורי התפוסה הגבוהים נובעים, בין השאר ממדיניות החברה לרכוש נכסים הממוקמים באזורים אורבניים ו/או בסמוך לבתי חולים. יצוין כי החברה אינה חברה גדולה במונחי שוק של ארצות הברית, אולם באזור הפעילות העיקרי שלה - צפון מדינת ניו-יורק - היא מחזיקה בכ- 6% מסך מוסדות האשפוז (בהתאם לאתר מחלקת הבריאות של מדינת ניו-יורק<sup>2</sup>, פועלים במדינה כ- 600 מוסדות אשפוז, מהם כ-300 באזור העיר ניו-יורק והמחוזות הסמוכים וכ- 300 מוסדות אשפוז בצפון המדינה).

## היקף ה- EbitdaR הכולל של חברות האופ-קו ויחס EbitdaR לדמי שכירות התומכים בהכנסות הצפויות. היקף ה- FFO הצפוי לחברה, ויחסי כיסוי חוב ל- FFO אשר הולמים את רמת הדירוג

בהתאם לתשקיף החברה הסכמי השכירות בין חברות האופ-קו לחברה עודכנו לאחרונה על-מנת לשקף מחירי שוק. הכנסות החברה, שמקורן בדמי שכירות המשולמים ע"י חברות האופ-קו, מבוססים על יכולת התשלום של חברות האופ-קו ונכסמכים על היקף ה- EbitdaR אותו מפיקות חברות האופ-קו.

לאור התלות בפעילות האופ-קו - במקביל לבחינת ה- FFO של החברה, מידרוג בחנה גם את היקף ה- EbitdaR של חברות האופ-קו, בהתאם לנתוני התשקיף ותחזיות שנמסרו מהקבוצה, ואת יחס ה- EbitdaR לדמי השכירות, בהנחה שרכישות הנכסים החדשים יושלמו במהלך 2018, וזאת תחת תרחישי רגישות להיקף ההכנסות משכירות ולהיקף ה- EbitdaR.

יחס ה- EbitdaR לדמי השכירות הינו נמוך במעט מ- 1.3, כאשר מידרוג מצפה ליחס של 1.3 ומעלה לאורך זמן. הקבוצה צופה כי תכנית ההשקעות ושדרוג הנכסים תביא לגידול משמעותי ב- EbitdaR של חברות האופ-קו. ככל שתחזיות אלו יתממשו, יחס EbitdaR לדמי שכירות צפוי לעלות ולהלום את רמת הדירוג.

תחת תרחישי הרגישות, יחס הכיסוי חוב ל- FFO הנגזר עומד על 19-20 שנה והינו הולם לרמת הדירוג.

<sup>2</sup> <https://www.health.ny.gov>

## **היקף נכסים והיקף הון עצמי הנסמכים ברובם על צפי לגידול עתידי בהכנסות משכירות, אשר שווים עלול להיפגע במידה ותחזיות הצמיחה של החברה לא יתאמתו, מנגד, גם תחת תרחישי רגישות יחסי האיתנות הולמים לרמת הדירוג**

בהתאם לדוחות הכספיים (פרופורמה) של החברה ליום 30.09.2017, סך הנדל"ן להשקעה עומד על כ- 594 מ' \$ וסך ההון עומד על סך של 384 מ' \$. היקפים אלו גבוהים ביחס לרמת הדירוג אולם הם כוללים שערות נכסים כנגד קרן הון בהיקף של כ- 320 מ' \$. שערות הנכסים נובע מכך שבשנים קודמות שווי הנכסים היה מבוסס על הסכמי שכירות בין חברתיים בסכומים נמוכים משמעותית ממחיר שוק, על פי תשקיף החברה, ואילו כיום הסכמי השכירות תוקנו והם מבוססים על תחזית לצמיחה בהיקף משמעותי ברווחי חברות התפעול.

מידרוג בחנה את שווי הנכסים תחת תרחישי רגישות שונים לשינויים בשיעור הצמיחה של חברות התפעול, השפעת השינויים על דמי השכירות העתידיים וכפועל יוצא על שווי הנכסים. בהתאם לתרחיש הבסיס שנבחן ע"י מידרוג, היקף ההון העצמי עלול להיפגע משמעותית ויחס חוב ל CAP צפוי לעמוד בטווח של 65-70%. יחס ההולם לרמת הדירוג.

## **היקף תזרים שירי התומך בצרכי שירות חוב האג"ח, כמו-כן שיעור המינוף הנמוך לנכסים המשועבדים מקנה לחברה גמישות פיננסית ומהווה מקור כספי נוסף לשירות האג"ח.**

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה- FFO צפוי לעמוד על כ- 18 מ' \$, היקף זה מספק את צרכי התזרים של ההלוואות הבנקאיות והאג"ח של החברה.

מרבית נכסי החברה משועבדים לטובת הלוואות אשר שימשו למימון רכישתם. מרכיב משמעותי בהלוואות אלו הן הלוואות HUD, הניתנות בהתאם לתכנית מימון פדרלית לפיתוח נכסים, ונהנות מתנאים מועדפים כגון אמורטיזציה נמוכה ומח"מ ארוך. שיעור המינוף של הלוואות עומד על כ- 34% בלבד מהשווי המאזני של הנכסים המגבים ליום 30.09.2017. מידרוג בחנה, כאמור לעיל, תרחישי רגישות שונים המשליכים על שווי נכסי החברה, ותחת תרחישי רגישות אלו שיעור ה LTV לנכסים המשועבדים גבוה יותר אך עדיין טוב ביחס לרמת הדירוג. בהקשר זה יציין כי היקף ושווי הנכסים שאינם משועבדים הינו נמוך.

שיעור ה LTV הנמוך בהלוואות המובטחות בנכסים מאפשר לחברה גמישות פיננסית נוספת מעבר ליתרות המזומנים ומהווה מקור נוסף לפירעון האג"ח, מאידך, מאחר וחלק מההלוואות הינן הלוואות HUD מימון מחדש מחייב הליך ממושך של קבלת האישורים.



**אופק הדירוג**

**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- עמידה בתחזיות החברה בכל הקשור לגידול ב-EbitdaR של חברות התפעול והיקף דמי השכירות המתקבלים בידי חברות הנכסים.
- שיפור ביחסי האיתנות של החברה ביחס לתרחיש הרגישות של מידרוג.
- הגדלת מצבת הנכסים וההכנסות מדמי השכירות תוך שמירה על היחסים הפיננסיים הקיימים.

**גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:**

- ירידה בהכנסות החברות המתפעלות ו/או בדמי השכירות המשולמים לחברות הנכסים.
- ירידה לאורך זמן ביחס EbitdaR לדמי שכירות.
- חלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי אשר יפגע ביחסים הפיננסיים של החברה.
- אירועי כשל ו/או תביעות משפטיות בהיקפים משמעותיים כנגד חברות הקבוצה.

**דוחות קשורים**

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**מידע כללי**

22.02.2018

**תאריך דוח הדירוג:**

Post Acute Partners Property Ltd

**שם יוזם הדירוג:**

Post Acute Partners Property Ltd

**שם הגורם ששילם עבור הדירוג:**

**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 שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 שיפוטת 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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>