

ויתניה בע"מ

מעקב | מאי 2025

אנשי קשר:

לידור און
אנליסט, מעריך דירוג ראשי
lidor.u@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

ויתניה בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות
---	P-1.il	דירוג ניירות ערך מסחריים

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il ודירוג זה לאגרות חוב שהנפיקה ויתניה בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג P-1.il לניירות ערך מסחריים (סדרה 1) שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ה'	1150903	A2.il	יציב	30.06.2027
ו'	1193143	A2.il	יציב	31.12.2029
ז'	1216241	A2.il	יציב	30.06.2032
נע"מ 1*	1202175	P-1.il	---	25.12.2025

*לא סחיר

שיקולים עיקריים לדירוג

- שוק הנדל"ן המניב בישראל מאופיין בסביבה כלכלית חזקה וצומחת לאורך זמן, לצד האטה בביקושים ולחץ מחירים בתחום המשרדים.** עליית הריבית בעולם ובישראל האטה את הצמיחה הכלכלית ואת ההשקעות החדשות ומעלה את הסיכון להאטה כלכלית עולמית, כאשר ישראל מושפעת גם מהשלכות המלחמה, הימשכותה ואי הוודאות הכרוכה בה. להערכת מידרוג, בטווח הקצר-הבינוני גורמים אלו מהווים איום על חברות הנדל"ן המניב בישראל הפועלות בענף המשרדים. בפרט חשוף הענף באזורים מסוימים בישראל להאטה בסקטור ההייטק ובמעגלים הסובבים אותו, אשר תרמו לעליות החדות בדמי השכירות בשנים 2021-2022, בעיקר סביב ריכוזי ההייטק הבולטים באזור תל אביב. להערכת מידרוג, איכות הנכסים ומיקומם יוסיפו להיות גורם מפתח בשיעורי התפוסה ובגובה דמי השכירות גם במחזור כלכלי שלילי.
- פורטפוליו נכסים מניבים יציב אך צר ובעל מאפיינים ריכוזיים.** נכון ליום 31 בדצמבר 2024 בבעלות החברה 9 נכסים מניבים¹, מרביתם מוחזקים עם שותפים, בשווי מצרפי של כ-1.7 מיליארד ₪. נכסי החברה ממוקמים באזורי תעסוקה בשולי ערים מרכזיות עם דומיננטיות לאזור תל אביב רבתי והרצליה ומאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. לחברה פיזור נכסי מצומצם, עם מספר נכסים מוגבל יחסית ונכס מרכזי בתל אביב, מגדל ויתניה לה גווארדיה (שלבים א' ו-ב'), המהווה כ-30% מסך שווי הנכסים המניבים. בנוסף, לחברה ריכוזיות שוכרים, כאשר ההכנסות משלושת השוכרים העיקריים היוו כ-44% מסך ההכנסות מדמי שכירות בשנת 2024.
- יחס המינוף מצוי במגמת עלייה לאור היקף השקעות משמעותי בנדל"ן להשקעה בהקמה וכן במחזור הייזום למגורים.** אסטרטגיית החברה הינה ליזום ולהקים את הנכסים שהיא מחזיקה ונכון למועד זה לחברה שני נכסים בהקמה לשימוש תעסוקה, בנס ציונה ובקרית אריה. בנוסף החברה מקדמת ייזום של מקרקעין באזור הר חוצבים וכן רכשה במהלך שנת 2024 מקרקעין לייזום מגורים בנתניה. כפועל יוצא החוב הפיננסי של החברה גדל בשנתיים האחרונות ונכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו עמד על כ-55.6%, לעומת כ-50.6% בסוף שנת 2023. להערכת מידרוג, החוב הפיננסי צפוי לגדול במהלך 2025 לצורך השלמת הקמת הנכסים המניבים והמשך הייזום של פרויקט המגורים בנתניה ויחס המינוף צפוי לעמוד בטווח 55%-58%, רמת מינוף החורגת מהרמה ההולמת את הדירוג לאורך זמן.

¹ לא כולל שני נכסים המחזקים על ידי חברות כלולות.

- **צמיחה מתונה בנכסים המניבים ועלייה בהוצאות המימון.** היקף FFO מותאם² ממגזר נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה (ללא רווח ממכירת משרדים ודירות) נמוך ביחס לדירוג והסתכם בסך של כ-40.0 מיליון ₪ בשנת 2024, לעומת כ-44.3 מיליון ₪ בשנת 2023, הירידה ב-FFO המותאם הושפעה מיציבות בהכנסות מנכסים מניבים, לצד עלייה בהוצאות המימון הנובעת מנדל"ן מניב בהקמה. תחילת הנבט הנכס בנס ציונה, שהושכר מראש לחברות מקבוצת לנדא, צפויה לתרום ל-FFO החל משנת 2026.
- **כלל נכסי החברה משועבדים לטובת הלוואות ומסגרות אשראי בנקאיות, אך המינוף על הנכסים המשועבדים הינו מתון.** יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה עמד על שיעור של כ-35% ליום 31 בדצמבר 2024. שיעור המינוף הנמוך כנגד הנכסים המשועבדים תומך בגמישות הפיננסית בכך שהוא מאפשר לחברה ליטול מימון נוסף בגין הנכסים המשועבדים בעת הצורך. החברה נוהגת להותיר במאזנה יתרות מזומנים נמוכות יחסית לאורך זמן ולהשתמש במסגרות אשראי פנויות וחתומות כחלק מניהול הנזילות.
- **הדירוג לזמן קצר לנע"מ שהנפיקה החברה מבוסס על דירוג המנפיק A2.il באופק יציב, וכן על ניתוח הנזילות של החברה.** ניתוח הנזילות של החברה לתקופה של 4 רבעונים מצביע על נזילות טובה המושתתת על מסגרות אשראי מאושרות ובלתי מנוצלות בסך של כ-290 מיליון ₪ כנגד נכסים מניבים, מתוך כך החברה הצהירה כי היא מרתקת בכל עת מסגרות אשראי בהיקף 175 מיליון ₪ כנגד הנע"מ שהונפקו, על מנת לעמוד בדרישה לפירעון מיידי של הנע"מ בהתראה של 7 ימי עסקים, בהתאם לתנאי הנייר. כמו כן, לחברה תזרים שוטף ויציב מהנכסים המניבים, והחברה עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות במרחק מספק.
- **תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, צמיחה בהכנסות החברה מדמי שכירות בעיקר כתוצאה מאכלוס הנכס בנס ציונה, תוך שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים בנכסים, השקעה בפרויקטים בייזום בעיקר מתוך מסגרות אשראי בליווי סגור, ובפריקט לה גווארדיה (שלב ג') בעיקר באמצעות תקבולים ממכירת שטחי משרדים לבנק הפועלים, פירעון שוטף של אג"ח ושל הלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות הסילוקין תוך שימוש שוטף במסגרות אשראי ו/או גיוס חוב חדש למימון הפירעונות השוטפים של החברה, וחלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות החברה. בנוסף, מידרוג ערכה תרחישי רגישות, בין היתר, בנוגע לשחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה והשפעת הפרשי הצמדה על קרן החוב.**

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על יציבות תזרימית בנכסיה ועל מינוף מתון יחסית המפצה על היקף פעילותה ועל ריכוזיות הנכסים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ה- FFO המותאם ושיפור ביחס הכיסוי
- שיפור בפיזור הנכסי
- שיפור הגמישות הפיננסית באמצעות גידול בהיקף הנכסים שאינם משועבדים ביחס למאזן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך גידול בהיקפי הייזום בחברה לרבות ייזום למגורים
- גידול מתמשך ברמת המינוף של החברה תוך עלייה מתמשכת ביחסי הכיסוי מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג
- הרעה בסביבת הפעילות של החברה אשר תשפיע לשלילה על אכלוס נכסים חדשים ועל שיעורי התפוסה בנכסים הקיימים
- הדירוג לז"ק עשוי לרדת ככל שתחול ירידה בדירוג המנפיק של החברה ו/או שחיקה בהערכת מידרוג לרמת הנזילות החברה, לרבות ככל שהחברה לא תעמוד בהצהרתה לשמור בכל עת על יתרות מזומנים ו/או מסגרות אשראי חתומות ופנויות בגובה יתרת הנע"מ

² מנוטרל הוצאות הפרשי הצמדה ושער על קרן חוב וכולל עלויות אשראי שהווננו ואינו כולל רווח יזמי ממכירת משרדים.

ויתניה בע"מ - נתונים עיקריים (מאוחד), במיליוני ש"ח^[1]

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	
2,230	2,543	2,550	2,723	3,137	סך מאזן
1,089	1,177	1,174	1,266	1,650	חוב פיננסי נטו
51.8%	51.1%	49.2%	50.2%	55.4%	חוב נטו / CAP נטו
4.0	39.4	58.0	44.3	40.0	FFO מותאם ^[2]
46<	30	20	29	37	חוב פיננסי נטו / FFO מותאם

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

[2] FFO מותאם ממגזר נדל"ן מניב כולל עלויות אשראי שהווננו, מנוטרל מנדל"ן מניב בהקמה ומוצאות הפרשי הצמדה על קרן חוב.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת פעילות כלכלית חזקה וביקוש גבוה לאורך זמן לצד אתגרים בתחום המשרדים

מדינת ישראל מדורגת Baa1 באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה. האינפלציה הסתכמה בשנת 2024 ב-3.2%, מעט מעל לגבול העליון של היעד ומעל לשיעורה אשתקד, וזאת בניגוד למגמה העולמית של התמתנות שיעורי האינפלציה. בנק ישראל הוריד בינואר 2024 את הריבית ל-4.5% ומאז הותיר אותה ללא שינוי. על פי תחזית הבנק המרכזי מאפריל 2025, התמ"ג בישראל צמח בשיעור של 0.6% בשנת 2024 והוא צפוי לצמוח בשנת 2025 ב-3.5% וב-2026 ב-4.0%. שיעור האינפלציה לשנת 2025 צפוי לעמוד על 2.6% ובמהלך שנת 2026 על 2.2%. רמת הריבית ברבעון הראשון של 2026 צפויה לעמוד במוצע על 4.0%. שיעור האבטלה צפוי להישאר נמוך ויעמוד על 2.9% ב-2025 ו-3.2% ב-2026. בעקבות מלחמת חרבות ברזל (להלן: "המלחמה"), נרשמה ירידה בפעילות המשקית בכלל, ובתחום הנדל"ן בפרט. ההשפעות של המלחמה החריפו מגמה של האטה בתחום הנדל"ן העסקי שהחלה כבר בתחילת 2023 כתוצאה מעליית הריבית, וההאטה בגיוסי הון לחברות הייטק. ההאטה בענף הנדל"ן המניב בישראל מתבטאת בירידה בהיקף ההשקעות בבניה ובהיקף העסקאות של רכישה ומכירת של נכסים.

שוק המשרדים בישראל אשר עד לשנת 2022 נהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ בין היתר בזכות הצמיחה המהירה בהיקף ההשקעות והמועסקים במגזר ההיי-טק בישראל, המשיך להציג סימני האטה בשנה האחרונה. ע"פ דוח נת"ם³ בחציון הראשון של שנת 2024 חלה ירידה נוספת בדמי השכירות בשוק המשרדים, כאשר באזור תל אביב חלה ירידה ממוצעת של כ-5.7% בדמי השכירות לעומת המחצית השנייה של שנת 2023 למשרדים מסוג Class A. במשרדים במיקומי "פריים לוקיישן" חלה ירידה מתונה יותר בדמי השכירות - נתון אשר מעיד על חוזקו של פלח שוק זה הנשען על נגישות תחבורתית וכתלות בסוג ובאיכות הנכסים. החל מהמחצית השנייה של השנה, ניכרת התאוששות הדרגתית בביקושים ובעסקאות בענף המשרדים. להערכת מידרוג, הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים במיקום מרכזי וברמה גבוהה של גימור ושירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, ובשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א סובלים מירידת מחירים ומירידה בשיעורי תפוסה במידה חדה יותר. מאז פרוץ הקורונה, עליית הריבית ופרוץ המלחמה ניכרת נטייה של שוכרים חדשים לקצר את משך החוזים בשל אי הוודאות וכדי לשמור על גמישות. מגמה זו צפויה להימשך, לרבות באמצעות שכירות משנה מצד חברות שצמצמו מועסקים. באופן כללי, שוק המשרדים בישראל מאופיין במיעוט עסקאות מהותיות יחסית להיקף השוק, במידה המקשה על שקיפות שווי הנכסים על רקע סביבת הריבית הגבוהה.

מצבת נכסים מניבים מצומצמת יחסית ופיזור שוכרים מוגבל, אך מיקומם באזורי ביקוש גבוה ותפוסה גבוהה לאורך

שנים תורמים לחיוב לפרופיל העסקי של החברה

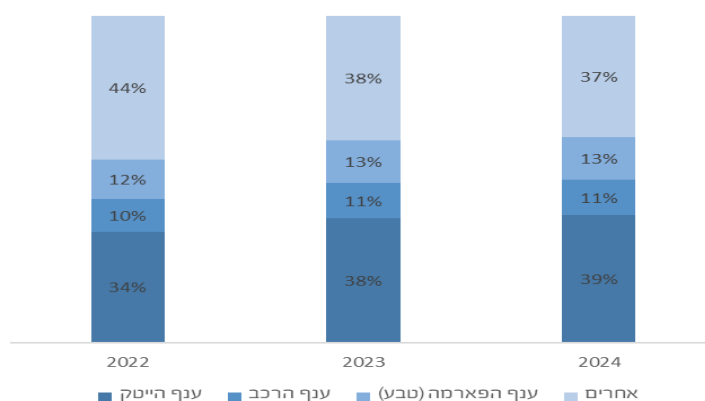
בבעלות החברה, לרוב ביחד עם שותפים, 9 נכסים מניבים (לא כולל 2 נכסים המוצגים במאזנים המאוחדים של החברה בסעיף חברות כלולות) בשטח כולל של כ-160 אלף מ"ר (חלק החברה) בשווי הוגן של כ-1.7 מיליארד ש"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2024. נכסי החברה ממוקמים ברובם באזורי תעסוקה בשולי ערים מרכזיות, ובין היתר ברמת החייל בתל אביב, במחלף לה גווארדיה בתל אביב, בהרצליה

³ דו"ח נת"ם גיליון מספר 53

פיתוח, בהר חוצבים בירושלים ובאור יהודה. בהתאם לדיווחי החברה, NOI (חלק החברה, לא כולל חברות כלולות) הסתכם בכ-112 מיליון ₪ בשנת 2024, זאת בהשוואה לכ-112 מיליון ₪ בשנת 2023 וכ-101 מיליון ₪ בשנת 2022. NOI מנכסים זהים (חלק החברה, לא כולל חברות כלולות) רשם בשנת 2024 עלייה מתונה של כ-0.8%, בשיעור הנמוך משיעור האינפלציה השנתי, נתונים אלו משקפים ירידה ריאלית בהכנסות התפעוליות מנכסים קיימים, וזאת לאחר גידול בשיעור של כ-6.4% בשנת 2023. נכסי החברה מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, ובשנת 2024 עמד שיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה על 90% בהשוואה ל-92% בשנת 2023.

פיזור הנכסים של החברה נמוך יחסית, כפועל יוצא מהיקף הפורטפוליו, ומשליך לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה, כאשר הנכס העיקרי (לה גווארדיה שלבים א' ו-ב') מהווה כ-25% משווי נדל"ן להשקעה, ותרם כ-30% מ-NOI לשנת 2024 ושלושת הנכסים העיקריים (לה גווארדיה שלבים א' ו-ב', מגדל ויתניה רמת החייל ובית אמצור בהרצליה) היוו כ-42% משווי נדל"ן להשקעה ותרמו כ-55% מ-NOI. במגדל ויתניה לה גווארדיה מתקיים עירוב שימושים והוא מחולק לאולמות תצוגה לרכבים ולמגדל משרדים, באופן הממתן במידה מסוימת את סיכון ריכוזיות הנכס. ריכוזיות ניכרת גם ברמת השוכרים, כאשר הכנסות החברה משלושת השוכרים העיקריים הסתכמו לסך של כ-50.4 מיליון ₪ בשנת 2024, והיוו שיעור של כ-44% מהכנסות החברה מכלל השוכרים באותה תקופה. השוכר העיקרי האחראי לכ-20% מהכנסות החברה בשנת 2024 הינו מענף ההייטק במגדל ויתניה בתל אביב ומשך ותקופה השכירות הנותרת לו לפני מימוש אופציה הינה עד שנתיים. שני השוכרים האחרים הם מענף התרופות והרכב (כ-13% וכ-10% מסך ההכנסות), ותקופת השכירות הנותרת להם הינה כ-8 שנים וכ-12 שנים, בהתאמה, ומפצה במידה מסוימת על החשיפה. להערכת מידרוג, סיכון ריכוזיות זה ממותן מצד איכות כלל השוכרים ומח"מ החוזים.

תרשים 1: התפלגות הכנסות החברה בחלוקה לפי ענפי הפעילות העיקריים של השוכרים



מקור: דוחות החברה. עיבוד: מידרוג

השקעה בייזום נכסים כמנוע הצמיחה העיקרי מעלה את סיכון האשראי, שמתמתן מצד השכרה מראש (בחלק מהנכסים) ו/או הכנסת שותפים

החברה מציגה לאורך שנים צמיחה בהיקף הפעילות על בסיס ייזום פרויקטים ואכלוסם. כיום לחברה 2 פרויקטים לנדל"ן מניב בהקמה, אשר בכל אחד מהם מחזיקה החברה 50% לצד שותפים: פרויקט משרדים ומסחר בקריית אריה בפתח תקווה אשר טרם נחתמו לגביו הסכמי שכירות ובנייתו של השלב הראשון של הפרויקט צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2025; פרויקט משרדים ותעשייה בנס ציונה (שלב א') אשר הושכר במלואו מראש לשני שוכרים מקבוצת בני לנדא ובנייתו צפויה להסתיים בסוף שנת 2025. סך העלויות שהושקעו עד ליום 31 בדצמבר 2024 בשני הפרויקטים המסווגים בדוחות הכספיים של החברה כנדל"ן להשקעה בפיתוח, קריית אריה ונס ציונה שלב א', עומד על כ-490 מיליון ₪, בעוד שיתרת תקציב ההקמה המשוער להשלמת עבודות ההקמה עומד על כ-123 מיליון ₪. נוסף לכך החברה מקימה שני מגדלי משרדים למכירה: מגדל ויתניה לה גווארדיה שבו שלב ג' נמכר לבנק הפועלים ובנייתו צפויה

להסתיים במחצית השנייה של שנת 2026, ושלב ג' - מגדל משולב של מגורים ומשרדים, אשר רוב שטחי המשרדים בו נמכרו ובנייתו צפויה להסתיים במחצית הראשונה של שנת 2027.

בשנת 2024 החברה הרחיבה את פעילותה בסקטור המגורים עם זכייתה במכרז רמ"י לרכישת מקרקעין לייזום והקמה של 160 יח"ד בתוספת שטחי מסחר וציבור באזור חבצלת השרון בנתניה בתמורה לכ-187 מיליון ₪ כולל עלויות פיתוח (לפני מע"מ). הקרקע מצויה בשלבי תכנון ראשוניים והחברה צופה קבלת היתר בנייה במהלך שנת 2026. מלבד עסקה זו, לחברה פרויקט פינני בינוי "הגליל" בנתניה הכולל 275 יח"ד ב-3 בניינים, והינו מצוי בשלבי תכנון מתקדמים והחברה צופה קבלת היתר ותחילת ביצוע במחצית הראשונה של שנת 2026, חלק החברה בפרויקט זה הינו 50%.

להערכת מידרוג, סיכון הייזום ממותן באמצעות וותק וניסיון החברה בתחום הייזום, הכנסת שותפים בשלבים שונים, השכרה ו/או מכירה מראש של חלק מהפרויקטים וכן, גמישות תכנונית המאפשרת לחברה לחלק פרויקטים לשלבים ולהחליט לגבי קצב התקדמות הבנייה בהתאם לקצב השיווק.

צפי להמשך גידול בחוב בשנה הקרובה, יחס הכיסוי צפוי לשיפור בשנת 2026 לאור גידול ב-NOI

לחברה היקף FFO מותאם⁴ נמוך יחסית לרמת הדירוג, אשר הסתכם בסך של כ-40.0 מיליון ₪ בשנת 2024, וזאת בהשוואה לסך של כ-44.3 מיליון ₪ בשנת 2023 ולסך של כ-58.0 מיליון ₪ בשנת 2022. החברה מציגה יציבות בהכנסות מנכסים מניבים, לצד עלייה בהוצאות המימון הנובעת מהתרחבות פעילותה והקמת נכסים חדשים. מגמה זו מביאה לשחיקה מסוימת ב-FFO בשנתיים האחרונות, אך משקפת השקעה עתידית בהכנסות מניבות נוספות.

בשנת 2025 היקף האשראי בגין הפרויקטים נס ציונה (שלב א') וקריית אריה צפוי לגדול עם התקדמות בנייתם, כאשר להערכת החברה, סיום הפרויקטים צפוי לקראת סוף שנת 2025. בהתאם לכך, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח גידול בהוצאות הריבית בגין פרויקטים אלו כאשר הם אינם צפויים להניב הכנסות לפני הרבעון השני לשנת 2026. כתוצאה מכך, היקף FFO צפוי להיוותר נמוך ביחס לרמת הדירוג ולנוע בטווח של 35-45 מיליון ₪ בשנים 2025-2026. הטווח העליון צפוי בשנת 2026 עם השלמת הבנייה של שני הנכסים כנזכר לעיל, ותחילת הנבנה של נס ציונה שלב א', על בסיס חוזה חתום. מידרוג לא הניחה הנבה בפרויקט קריית אריה שאין בו עדיין חוזים חתומים, והאזור בו ממוקם הפרויקט סובל מעודף היצע של שטחי משרדים חדשים.

יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO מותאם צפוי לנוע בטווח רחב של 35-50 בשנים 2025-2026, הקצה העליון של הטווח צפוי בשנת 2025, העלייה הצפויה נובעת בין היתר מהוצאות מימון מהותיות, כאשר בשנת 2026 היחס צפוי לרדת לרמה של כ-35, בין היתר לאור צפי לשיפור ב-NOI, התנודתיות ביחס הכיסוי נובעת גם מהיקף FFO מותאם הצר.

יחס המינוף של החברה מצוי במגמת עלייה, על רקע היקף השקעות משמעותי בפעילות הייזום, המתבצע בעיקר באמצעות רכישת קרקעות ומימון בחוב. נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP נטו עומד על כ-55.6%, לעומת כ-50.6% נכון ליום 31 בדצמבר 2023.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר, גידול בחוב בעיקר בגין הפרויקטים בהקמה נס ציונה (שלב א') וקריית אריה בהתאם להתקדמות הבנייה, כאשר עלויות ההקמה של פרויקט לה גוארדיה (שלב ג') צפויות להיות ממומנות באמצעות תקבולים בגין מכירת שטחי משרדים לבנק הפועלים. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח כי החברה תמחזר הלוואות בנקאיות בגין נכסים מניבים ואף תגדיל הלוואות אלו בהיקף מסוים בהתאם לצרכי הפעילות השוטפת שלה. כמו כן, החברה צפויה להמשיך ולהכיר ברווח יזמי בגין הקמה ומכירה לבנק הפועלים של מגדל ויתניה לה גוארדיה שלב ג' בהיקף מהותי, וכן הונח המשך חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה. בהתאם לכך, יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP נטו צפוי להמשיך לעלות ולנוע בטווח 55%-58% בשנים 2025-2026. רמת מינוף זו חורגת מהרמה ההולמת את הדירוג לאורך זמן.

⁴ כולל עלויות אשראי שהונו לנכסים כשירים למעט עלויות אשראי ישירות בקשר עם ייזום למכירה של משרדים ודירות.

גמישות פיננסית מוגבלת לנוכח שעבוד מלא של נכסים, אך נתמכת במינוף שמרני ובמסגרות אשראי פנויות

כל נכסי החברה משועבדים להבטחת הלוואות בנקאיות ומסגרות אשראי וזאת בשיעורי מימון נמוכים יחסית. נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה עמד על כ-35% ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי להיוותר ברמה דומה. להערכת מידרוג, שיעורי ה-LTV הנמוכים כנגד הנכסים המניבים משפר את הגמישות הפיננסית של החברה באמצעות כך שבאפשרותה להגדיל את החוב בגין הנכסים המשועבדים בעת הצורך.

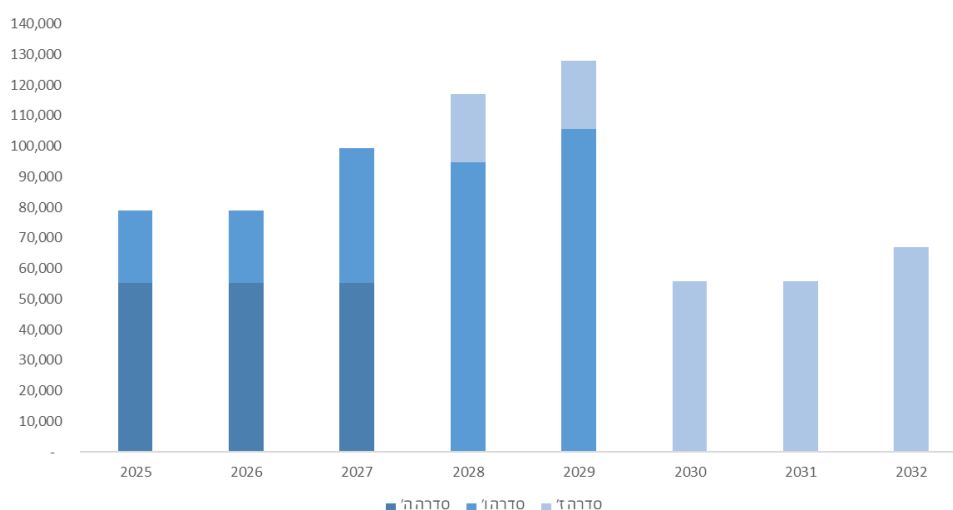
לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה היא תחלק לבעלי מניותיה דיבידנד בשיעור של 50% מהרווח הנקי בנטרול עלייה (ירידה) בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה, נטו ועליית (ירידת) שווי ניירות ערך שלא מומשו, וכן בנטרול השפעות המס על רכיבים אלה. עם זאת, החברה בוחנת כל חלוקה לגופה בהתאם לתזרים המזומנים ולמצבה הפיננסי הכולל. בהקשר זה נציין כי, שיעור חלוקת הדיבידנד הממוצע ביחס ל-FFO לפי גישת ההנהלה עמד בשלוש שנים האחרונות על ממוצע של כ-64%. להערכת מידרוג, שיעור חלוקה זה פוגע בגמישותה הפיננסית של החברה.

נזילות הולמת המושתתת בעיקר על מסגרות אשראי חתומות ופנויות, מסגרות ליווי לפרויקטים בהקמה ותזרים שוטף מנכסים מניבים

הדירוג לזמן קצר P-1.il מבוסס על דירוג המנפיק A2.il באופק יציב, וכן על ניתוח הנזילות של החברה לתקופה של 4 רבעונים מיום 31 בדצמבר 2024. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר, מסגרות אשראי מאושרות ובלתי מנוצלות מבנקים כנגד נכסים מניבים בסך של כ-290 מיליון ₪, מתוך כך, החברה הצירה כי תרתק מסגרות בהיקף של 175 מיליון ₪ בגין נע"מ (סדרה 1); אג"ח (סדרה ד') שהונפק על ידי החברה בפברואר 2025 בסך כ-220 מיליון ₪ ערך נקוב; הכנסה תפעולית מנכסים מניבים, בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות; חלויות שוטפות של הלוואות בנקאיות ואג"ח בהתאם ללוחות סילוקין וחלוקת דיבידנד; ההשקעות בפרויקטים בהקמה ממומנות בעיקר באמצעות ניצול מסגרות אשראי בחשבונות ליווי סגורים ו/או באמצעות תקבולים ממכירות במקרה של פרויקט לה גווארדיה (שלב ג').

נע"מ (סדרה 1) בערך נקוב של 175 מיליון ₪ הונפק על ידי החברה לתקופה של 365 יום עם אופציה לחידוש אוטומטי של עד 4 תקופות נוספות, ועד לדצמבר 2028. לנייר קיימת אפשרות לקריאה לפירעון מוקדם בכל עת, בהודעה של 7 ימי עסקים מראש. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת חיי הנע"מ על יתרות של אמצעים נזילים ו/או מסגרות אשראי חתומות, בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ.

תרשים 2: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב ליום 31 בדצמבר 2024, באלפי ₪



שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. ענף הנדל"ן משפיע על איכות הסביבה לאורך תהליך הבנייה היוצר בעיקר זיהום, שימוש עודף במים ופסולת. לשיקולים חברתיים לא הייתה עד כה הייתה השפעה ניכרת על ענף הנדל"ן המניב בכלל ובחברה בפרט. המדיניות הפיננסית של החברה הינה שמרנית לאורך זמן ומתבטאת ברמת מינוף מתונה ומדיניות חלוקה סבירה עם מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף הולם. בעקבות שינוי בשליטה החברה במהלך שנת 2025, קיימת מידה מסוימת של חוסר ודאות באשר להשפעה אפשרית של בעל השליטה החדש על מדיניות החברה וניהולה. בשלב זה, אין בידי מידרוג אינדיקציה להשפעה שלילית צפויה על ממשל תאגידי או התנהלות פיננסית.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה ^[1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	~3.3	A.il	3.1	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	58%-55%	Aa.il	55.4%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Baa.il	45-35	Baa.il	40	היקף FFO (מיליוני ש"ח)*	פרופיל פיננסי
Baa.il	40 >	B.il	62	חוב פיננסי נטו / FFO*	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	~35%	Aa.il	35%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il				דירוג נגזר	
A2.il				דירוג בפועל	

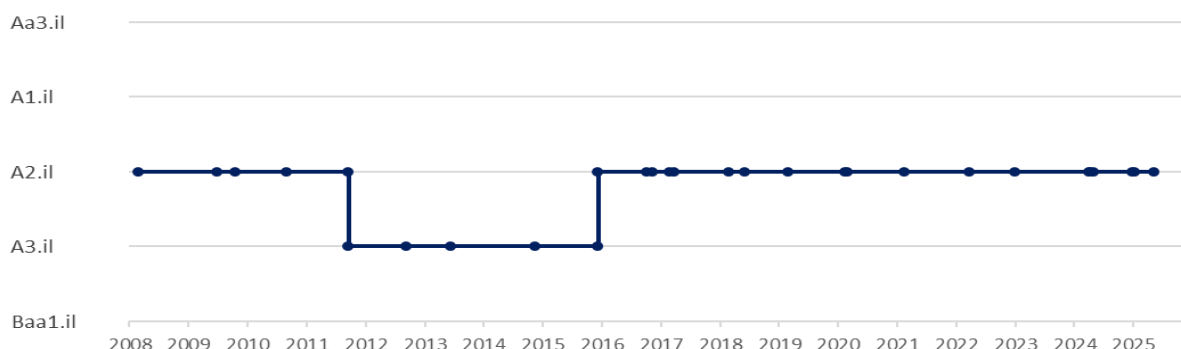
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

* בניטרול פעילות יזום למגורים

אודות החברה

חברת ויתניה הינה חברה ציבורית העוסקת, במישור ובאמצעות חברות מוחזקות, בפעילות בתחום הנדל"ן המניב בישראל. פעילות החברה כוללת פיתוח, ייזום, בנייה, השכרה והפעלה של נכסים מניבים (בעיקר משרדים). בעלת השליטה בחברה היא חברת טלקאר בע"מ, שבשליטת רמי אונגר, אשר הגדילה את אחזקותיה לכ-55% באפריל 2025, לצד בעלי מניות נוספים הכוללים את קבוצת SGS והראל חברה לביטוח, היתרה מוחזקת על ידי הציבור.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ויתניה בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, 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](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

20.05.2025	תאריך דוח הדירוג:
15.01.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.02.2008	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ויתניה בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ויתניה בע"מ	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 גבוה 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 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.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים Not Prime.il אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים⁵

דירוג זמן קצר	דירוג זמן ארוך
Prime-1.il	Aaa.il
	Aa1.il
	Aa2.il
	Aa3.il
	A1.il
	A2.il
Prime-2.il	A3.il
	Baa1.il
	Baa2.il
Prime-3.il	Baa3.il
NotPrime	Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il
	B1.il, B2.il, B3.il
	Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il
	Ca.il
	C.il

⁵ דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

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

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

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

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

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

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

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג 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 מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג 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 מידרוג וחומרי מידרוג 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".

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים 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.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, 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 היכולת 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 www.midroog.co.il.