

ישרם חברה להשקעות בע"מ

מעקב | יולי 2024

אנשי קשר:

רוי רביד
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
roy.r@midroog.co.il

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

ישרס חברה להשקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות יד', טז', יט' (לא מובטחות)
אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרות טו', יח' (מובטחות)

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לישרס חברה להשקעות בע"מ (להלן: "החברה") ולאגרות החוב (סדרות יד', טז' ו-יט') שהנפיקה החברה. כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לאגרות החוב המובטחות (סדרות טו' ו-יח') שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01/03/2027	יציב	Aa3.il	6130199	יד'
15/05/2027	יציב	Aa2.il	6130207	טו'*
30/07/2031	יציב	Aa3.il	6130223	טז'
10/04/2030	יציב	Aa2.il	6130280	יח'*
31/03/2036	יציב	Aa3.il	6130348	יט'

* אגרות החוב סדרות טו' ו-יח' מובטחות בשעבודים קבועים מדרגה ראשונה על נכסי נדל"ן והכל כאמור בשטרי הנאמנות של אגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

- שוק הנדל"ן המניב בישראל מאופיין בסביבה כלכלית חזקה וצומחת לאורך זמן, לצד האטה בביקוש ולחצי מחיר בתחום המשרדים שהחלה בשנה האחרונה.** עליית הריבית בעולם ובישראל האטה את הצמיחה הכלכלית ואת ההשקעות החדשות ומעלה סיכון להאטה כלכלית עולמית, כאשר ישראל מושפעת גם מהשלכות המלחמה 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 בענף ההייטק ובמעגלים הסובבים אותו, שתרם בחדות לעליית דמי השכירות בשנים 2021-2022. להערכת מידרוג, איכות הנכסים ומיקומם יוסיפו להוות גורם מפתח בשיעור התפוסה ובגובה דמי השכירות גם במחזור כלכלי שלילי.
- פארקי התעסוקה והתעשייה מהווים עוגן יציב יחסית בפרופיל הנכסים, לצד חשיפה למגזר המשרדים באזורים רוויי תחרות.** הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף מאזן בסך של כ- 9.8 מיליארד ₪ ליום 31.03.2024, בהשוואה לכ- 9.1 מיליארד ₪ ליום 31.03.2023, המורכב בעיקר מתיק נכסים מניבים הכולל מבני תעשייה ואחסנה, פארקים לתעשיות עתירות ידע ומרכזים מסחריים, הממוקמים באזורי תעשייה בפאתי ערים גדולות ובאזורי הפריפריה. נכסיה המהותיים של החברה משמשים כפארקים טכנולוגיים, כדוגמת הגן הטכנולוגי במלחה והגן הטכנולוגי בהר חוצבים, ודייריהם הינם בעיקר חברות הייטק. פארקים טכנולוגיים ונכסי תעשייה, מלאכה ואחסנה מהווים כמחצית מהשטחים המניבים של החברה (כולל שטחי חניה) ונהנים משיעורי תפוסה גבוהים של 94%-98% ומעלייה בדמי השכירות בעת חידוש חוזים. לצד זאת, נכסי המשרדים של החברה מאופיינים בשיעורי תפוסה בינוניים של כ- 85% האופייניים לאזורי הפעילות ובתוך כך, אזור רמת החייל, פתח תקווה ורמת גן. החברה מקימה כיום 4 נכסים בייעוד למשרדים בעיקר, מתוכם פארק גיסין שלב ב' בפתח תקווה מצוי בשלבי סיום עם שיעור שיווק של כ- 50% ואילו שלושה נכסים נוספים מתוכננים להסתיים בשנים 2026-2027 וטרם שווקו. שיעור הייזום ביחס לסך הנכסים הינו מתון, אולם מידרוג מעריכה כי החברה עשויה להתמודד עם אתגרים בשיווק השטחים בהקמה.
- מינוף החברה נותר יציב ונמוך בזכות עליית ערך הנכסים ולמרות גידול משמעותי בהיקף הנכסים וחלוקת דיבידנדים גבוהה.** עפ"י הדוחות הכספיים המאוחדים, היקף השטחים של נכסיה המניבים של החברה גדל בשנים האחרונות מסך של כ- 797 א' מ"ר ביום 31.12.2020 לסך של כ- 946 א' מ"ר ליום 31.12.2023 בעיקר כתוצאה מהשלמת בנייתם של פרויקטים חדשים. יחד

עם זאת, מינוף החברה נותר נמוך ויציב יחסית, למרות חלוקת דיבידנדים בשיעור ניכר מ- FFO (מנוטרל מכירת דירות וקרקעות), ובזכות גידול בשווי נדל"ן להשקעה אשר הושפע משערוכים חיוביים משמעותיים, תוך שמירה על שיעור תשואה ממוצע בפועל בטווח של 7%-6%. חוב נטו ל- CAP נטו עומד על כ- 33.5% ליום 31.03.2024, בהשוואה לכ- 34.2% ליום 31.03.2023. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור המינוף צפוי לנוע בטווח 35%-38% בטווח הקצר והבינוני ולהמשיך לבלוט לחיוב לרמת הדירוג. להערכת מידרוג, FFO מותאם (בנטרול רווחים ממכירת מלאי דירות) צפוי לעמוד בטווח של 330-370 מ' ש לשנה בשנים 2024-2025, ובהתאם לכך, יחס הכיסוי צפוי לנוע בטווח 9-10 באותה תקופה, הולם לרמת הדירוג.

- **חוב מובטח לנדל"ן להשקעה בשיעור נמוך מאוד והיקף משמעותי של נכסים מניבים שאינם משועבדים מקנים לחברה גמישות פיננסית טובה.** נכון ליום 31.03.2024, לחברה נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ- 5.1 מיליארד ש"ח (לא כולל קרקעות, מלאי דירות, ונדל"ן בהקמה) המהווים כ- 52% מסך המאזן, יחס אשר אינו בולט לחיוב ביחס לדירוג. להערכת מידרוג, שיעור זה צפוי לגדול מעט ולנוע בטווח של 55%-60% בטווח הזמן הקצר והבינוני. כמו כן, היחס שבין החוב המובטח לבין סך נדל"ן להשקעה עמד על כ- 20% ביום 31.03.2024, ולהערכת מידרוג יחס זה צפוי לשמור על רמתו בטווח הזמן הקצר והבינוני ולהמשיך לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.
- **מדיניות פיננסית יציבה ושמרנית יחסית לצד חלוקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים.** החברה מציגה לאורך שנים צמיחה עקבית במצבת הנכסים ובהיקף ההכנסות, תוך שהיא שומרת על רמת מינוף נמוכה, מרחק מספק מאמות מידה פיננסיות, יתרות מזומנים גבוהות למול חלויות החוב ונגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת לפיה היא מודיעה במהלך הרבעון הראשון של כל שנה קלנדרית, במועד אישור הדוחות הכספיים, על סכום חלוקת הדיבידנד המינימלי בגין אותה שנה.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, יציבות תפעולית בנכסים המניבים תוך שיפור הדרגתי בשיעור התפוסה בבניין ברוש בירושלים ע"פ אומדן מידרוג, שיפור בשיעור התפוסה בפארק גיטין שלב א' בפתח תקווה על בסיס חוזה שכירות חתום, תחילת הנבה חלקית בשנת 2025 בפארק גיטין שלב ב' בפתח תקווה על בסיס חוזה שכירות חתום, השקעות בנכסים בהקמה בהיקף של כ- 400 מ' ש על פני השנים 2024-2025, בעיקר בנכסים פארק גיטין שלב ב' בפתח תקווה, שער המדע ברחובות שלב ג', קריית התקשורת בנווה אילן שלב ב' וקמפוס טירת הכרמל, וכן השקעות בגין התאמות לשוכר הדיור הממשלתי בפארק גיטין, מכירת מלאי דירות למגורים, רכישה עצמית של מניות בהתאם לתוכנית שאושרה על ידי דירקטוריון החברה וחלוקת דיבידנדים מידי שנה בהתאם למדיניות החברה. כמו כן, מידרוג מניחה פירעון חלויות אג"ח והלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות הסילוקין בין השאר באמצעות גיוס אג"ח. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר באשר לשווי נכסי נדל"ן להשקעה.

שיקולים מבניים

מידרוג בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות חוב סדרות טו' ו- יח' המגובות בבטוחות בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019)¹. בחינת הסדרות המובטחות כללה הערכה של איכות הבטוחות ושל יחס ההשבה של הבטוחות ביחס לחוב המובטח. לטובת מחזיקי אג"ח סדרה טו' שעבדה החברה בשעבוד קבוע ראשון בדרגה את זכויותיה בנכסים "רמת החייל" ו- "פארק סיבל" בראש העין, ולטובת מחזיקי אג"ח סדרה יח' שעבדה החברה בשעבוד קבוע ראשון בדרגה את זכויותיה בנכסים "פארק עוגן נתניה", "פארק עוגן פתח תקווה" ו- "קריית התקשורת" בנווה אילן. מידרוג מעריכה את איכות הנכסים המשועבדים לטובת שתי הסדרות כ"גבוהה", בין היתר, לאור היות הנכסים המשועבדים נכסי נדל"ן מניב בישראל, המייצרים תזרים שוטף של הכנסות משכירות וצפויים לתנודתיות נמוכה יחסית הן בשווי והן בתזרים. מידרוג בחנה תרחישי רגישות לשווי הנכסים המשועבדים בשיעור של עד 40% ביחס לשוויים בספרי החברה ליום 31.03.2024, אשר מוביל ליחס השבה של הבטוחות ביחס לחוב המובטח העולה בסבירות גבוהה על 70% בכל אחת מהסדרות. לאור זאת, מידרוג קבעה הטבה דירוגית לאגרות חוב סדרות טו' ו- יח' בגובה נוטש אחד מעל לדירוג המנפיק והחוב הבכיר שאינו מובטח.

¹ הדוח המתודולוגי מופיע באתר מידרוג: www.midroog.co.il

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תוסיף לפעול ולהתמקד במגזר הנדל"ן המניב בישראל, תוך שמירה על תזרים יציב ומשמעותי ויחסים פיננסיים יציבים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ובפיזור הנכסים תוך יציבות ביחס המינוף ושיפור ביחס הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית ביחסי המינוף והכיסוי של החברה
- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
- שינוי באסטרטגיה של החברה וביצוע השקעות חדשות אשר יגדילו להערכת מידרוג את רמת הסיכון

ישרס חברה להשקעות בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024	
8,209	8,899	9,241	9,554	9,842	סך מאזן
3,573	3,681	3,590	3,605	3,799	חוב פיננסי ברוטו
985	896	706	621	878	מזומנים ושווי מזומנים
37.3%	35.6%	34.5%	34.1%	33.5%	חוב נטו / CAP נטו
198	222	265	355	362	*FFO LTM
13.1	12.6	10.9	8.4	8.1	חוב נטו ל- *FFO LTM

* FFO כולל הוצאות מימון שהוטו ומנטרל הפרשי הצמדה בגין חוב צמוד למדד המחירים לצרכן ורווח גולמי ממכירת דירות וקרקעות.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת הפעילות שעיקרה נדל"ן מניב בישראל, מאופיינת בביקוש גבוה לאורך זמן לצד אתגרים בתחום המשרדים

החברה פועלת בעיקר בענף הנדל"ן המניב בישראל על פני מספר מגזרים: משרדים (כ- 38% משווי הוגן של נדל"ן להשקעה על פי דוחות כספיים מאוחדים ליום 31.12.2023), פארקים טכנולוגיים (כ- 30%), תעשייה ולוגיסטיקה (כ- 17%) ומסחר (כ- 15%).

מדינת ישראל מדורגת A2 באופק שלילי על ידי Moody's ומאופיינת בסביבה כלכלה חזקה. האינפלציה בישראל גבוהה, אך מתונה ביחס ליתר מדינות ה-OECD, כאשר על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה ב- 12 החודשים שהסתיימו ביוני 2024 עמדה על שיעור של כ- 2.9% ובהתאם לתחזית הבנק המרכזי מחודש יולי 2024, היא צפויה לעמוד על 3.0% בסוף שנת 2024. על פי תחזית בנק ישראל מחודש יולי 2024, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ- 1.5% בשנת 2024 ובשיעור של כ- 4.2% בשנת 2025. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה יעמוד על 4.0% ו- 3.8% בממוצע בשנים 2024 ו- 2025 בהתאמה.

סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מצוי תחת איום ההאטה בכלכלה העולמית ברקע העלאת הריבית ובנוסף למלחמת "חרבות ברזל" אשר טרם ניתן לאמוד את השפעותיה. שוק המשרדים בישראל אשר בשנים האחרונות נהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ בין היתר בזכות הצמיחה המהירה בהיקף ההשקעות והמועסקים במגזר ההיי-טק בישראל, החל להציג סימני האטה בשנה האחרונה. ע"פ דוח נת"מ² בחציון השני של שנת 2023 חלה ירידה מסוימת בדמי השכירות בשוק המשרדים, כאשר באזור תל אביב חלה ירידה ממוצעת של כ- 3.7% בדמי השכירות לעומת המחצית הראשונה של שנת 2023 למשרדים מסוג Class A. במשרדים במיקומי "פריים לוקיישן" חלה ירידה מתונה יותר בדמי השכירות - דבר אשר מעיד על חוזקו של פלח שוק זה הנשען על

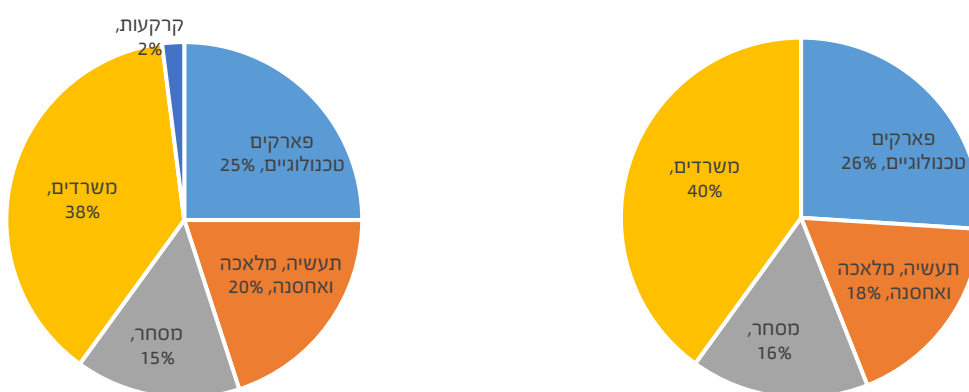
² דו"ח נת"מ גיליון מספר 52

מיקומים מרכזיים, נגישות תחבורתית ונכסים ברמת גימור גבוהה. גם להערכת מידרוג הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים במיקום אטרקטיבי, וברמת גבוהה של גימור ושירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, כאשר מבנים באיכות גבוהה מבוקשים יחסית גם בשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א עלולים לסבול מירידת מחירים ומירידה בשיעורי תפוסה במידה חדה יותר. מאז פרוץ הקורונה, עליית הריבית ומלחמת "חרבות ברזל" 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 וכיונם ברקע העלייה בריבית.

הפרופיל העסקי נתמך בסך מאזן בולט לחיוב ובתיק נכסים אשר מאופיין בשיעורי תפוסה גבוהים ובפיזור שימושים ושוכרים הולם. עם זאת, לחברה ריכוזיות נכסית בירושלים וסביבתה

תיק הנכסים המניבים של החברה כולל פארקים טכנולוגיים, משרדים, מסחר, תעשייה ולוגיסטיקה ומתאפיין בפיזור שוכרים הולם, מגוון שימושים ותזרים יציב. שווי תיק הנכסים המניבים (ללא קרקעות וזכויות בקרקעות) עומד על כ- 7.3 מיליארד ₪ ליום 31.03.2024, ושיעור התפוסה הממוצע שלו עומד על כ- 87% לאותו מועד. לפי דוחות כספיים מאוחדים ליום 31.12.2023, בבעלות החברה פארקים טכנולוגיים בשטח של כ- 228 א' מ"ר המייצרים NOI בסך כ- 132 מ' ₪, נכסי תעשייה, מלאכה ואחסנה בשטח של כ- 265 א' מ"ר המייצרים NOI בסך כ- 84 מ' ₪, נכסים מסחריים בשטח של כ- 74 א' מ"ר המייצרים NOI בסך כ- 67 מ' ₪ ונכסי משרדים בשטח של כ- 378 א' מ"ר המייצרים NOI בסך כ- 160 מ' ₪. שוכרי החברה משתייכים לענפי פעילות רבים, כולל ענפי הטכנולוגיה, ביו-מד, תקשורת, משרדי ממשלה ועוד, והחברה אינה חשופה לשוכר מהותי. נכסה העיקרי של החברה הינו הגן הטכנולוגי בירושלים אשר כולל מספר מתחמים שונים, ונכון ליום 31.03.2024 שיעור התפוסה בו הינו 100%. נכס זה מהווה כ- 13% מסך שווי נדל"ן להשקעה, בעוד ששלושת הנכסים העיקריים (הגן הטכנולוגי, נכסי הר חוצבים ושער המדע רחובות) מהווים כ- 29% מסך השווי. לחברה ריכוז נכסים גיאוגרפי מסוים באופן ששיעור של כ- 32% מסך שווי נכסי נדל"ן להשקעה ממוקם בירושלים.

תרשים 1: פילוח שווי הוגן נדל"ן מניב לפי שימושים ליום 31.12.2023 **תרשים 2: פילוח NOI לפי שימושים ליום 31.12.2023**



תיק הנכסים של החברה מציג בשנים האחרונות גידול עקבי בשטחים להשכרה, בעיקר כתוצאה מהשלמת בנייתם של פרויקטים חדשים כדוגמת קניון הכיכר בפתח תקווה שקיבל טופס 4 ברבעון הראשון של 2021, פארק גיסין שלב א' בפתח תקווה שקיבל טופס 4 ברבעון השלישי של 2022 ובניין ברוש בירושלים שקיבל טופס 4 ברבעון הרביעי של 2022. הנכסים מציגים בשנים האחרונות גידול עקבי גם בהכנסות ו- NOI, אשר נובע בעיקר מגידול בשיעורי התפוסה בנכסים קיימים ובנכסים חדשים אשר נרכשו או שבנייתם הושלמה ומעליית מדד המחירים לצרכן. כמו כן, החברה מציגה עלייה בדמי השכירות בחוזים חדשים בפארקים הטכנולוגיים באזור

ירושלים. NOI מנכסים זהים רשם גידול של כ- 5.6% בשנת 2023 וכ- 9.6% בשנת 2022, וגידול של כ- 3.7% ברבעון הראשון של 2024 לעומת הרבעון הראשון של 2023.

החברה יוזמת הקמת נכסים מניבים חדשים ובשנים 2025 ו- 2026 צפויה להסתיים הקמתם של שני נכסים - פארק גיסיין שלב ב' בפתח תקווה בשטח של כ- 23 א' מ"ר ופארק תעשיות מדע שלב ג' ברחובות בשטח של כ- 31.5 א' מ"ר. בחודש מרץ 2024 החברה זכתה במכרז של מינהל הדיור הממשלתי בחשב הכללי במשרד האוצר, לפיו יושכרו שטחים בהיקף של 20.5-26.0 א' מ"ר עבור משרדי ממשלה ובית משפט בנכסי החברה בפארק גיסיין בפתח תקווה (שלב ב' א' ו-ב'). תקופת השכירות שצפויה להתחיל בשנת 2025 הינה ל- 10 שנים עם אופציה להארכת תקופת השכירות עד 5 שנים נוספות. לגבי הפרויקט ברחובות טרם נחתמו הסכמי שכירות. על פי הערכות החברה, NOI בתפוסה מלאה צפוי לעמוד על כ- 18 מ' ש בפתח תקווה שלב ב' ועל כ- 32 מ' ש ברחובות שלב ג'. בנוסף, החברה נמצאת בהליכי הקמה ותכנון של מספר נכסים נוספים, ביניהם קריית התקשורת נווה אילן שלב ב' (NOI צפוי בתפוסה מלאה כ- 15 מ' ש), וקמפוס טירת הכרמל (NOI צפוי בתפוסה מלאה כ- 31 מ' ש). היקף ההשקעות הצפויות שנתרו להשלמתם של ארבעת הפרויקטים שהוזכרו לעיל עומד על כ- 677 מ' ש לא כולל התאמות לשוכרים.

חלק מהאזורים בהם מצויים נכסיה המהותיים של החברה, כדוגמת פתח תקווה, ירושלים ורמת החייל מאופיינים להערכת מידרוג בעודפי היצע של שטחי משרדים להשכרה ושיווקם מהווה אתגר עבור בעלי הנכסים. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג לשנות התחזית NOI 2024-2025 מנכסים מניבים צפוי לעמוד בטווח 450-480 מ' ש בשנה (כ- 113.5 מ' ש ברבעון הראשון של שנת 2024), לעומת NOI בסך של כ- 450 מ' ש בשנת 2023 ו- NOI בסך של כ- 407 מ' ש בשנת 2022. בתרחיש הבסיס של מידרוג נלקחה הנחה של הנבה חלקית מפארק גיסיין שלב ב' במחצית השנייה של שנת 2025, ומעבר לכך לא נלקחו הנחות של הנבה בתקופת התחזית מפרויקטים נוספים המצויים בשלבי הקמה ותכנון.

כחלק מאסטרטגיית החברה, חשיפתה לתחום הייזום למגורים הצטמצמה במהלך השנים האחרונות לאור ביצוע מספר עסקאות למכירת קרקעות ונכסים. על פי מדיניות החברה, היא אינה פועלת לרכישת עתודות קרקע נוספות לצורך הקמת פרויקטים חדשים למגורים, והיא נוקטת במדיניות של מימוש נכסים שאינם מתאימים לליבת עסקיה.

הפרופיל הפיננסי מושפע לחיוב ממינוף נמוך שצפוי להיות ברמה דומה עם יחס כיסוי הולם את רמת הדירוג

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, FFO מנוטרל רווח גולמי ממכירת דירות ומנוטרל הפרשי הצמדה צפוי לעמוד בטווח של 330-370 מ' ש בשנה בשנות התחזית 2024-2025, זאת בהשוואה לכ- 355 מ' ש בשנת 2023 (כ- 266 מ' ש כולל רווח ממכירת דירות וכולל הפרשי הצמדה) וכ- 265 מ' ש בשנת 2022 (כ- 148 מ' ש). FFO מנוטרל רווח גולמי ממכירת דירות ומנוטרל הפרשי הצמדה ל- 12 החודשים שהסתיימו ב- 31.03.2024 הסתכם בכ- 362 מ' ש (כ- 328 מ' ש). כמו כן מידרוג הניחה תזרים ממכירת מלאי יח"ד וקרקעות בהיקף מצטבר של כ- 90 מ' ש בתקופת התחזית. יחס חוב פיננסי נטו ל- FFO מנוטרל הפרשי הצמדה ומנוטרל רווח ממכירת דירות צפוי לנוע בטווח של 9-10 בשנים 2024-2025, וזאת בהשוואה ל- 8.2 בשנת 2023 ו- 9.5 בשנת 2022.

שיעור המינוף של החברה נותר יציב יחסית לאורך השנים 2021-2024 זאת למרות שהחברה מחלקת לבעלי המניות כ- 80% בממוצע מ- FFO, ובזכות בין היתר רווחי שערור משמעותיים שהחברה רשמה עד לשנת 2024. נכון ליום 31.03.2024, יחס המינוף חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 33% בהשוואה לכ- 34% ליום 31.03.2023. להערכת מידרוג, שיעור מינוף זה צפוי להיות מושפע בין היתר מחלוקות דיבידנדים, רכישה עצמית של מניות החברה והמשך השקעות בנדל"ן בהקמה, ולנוע בטווח של 35%-38% בשנים 2024-2025. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח חלוקת דיבידנדים בסכום מצטבר של כ- 235 מ' ש בשנת 2024 אשר מורכב מדיבידנד נוסף בגין שנת 2023 ודיבידנד שוטף בגין שנת 2024, לגביהם הכריזה החברה, וכן חלוקת דיבידנד בשנת 2025 בהתאם למדיניות החברה. כמו כן, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח רכישה עצמית של מניות בסך של כ- 180 מ' ש בהתאם להחלטת דירקטוריון החברה לאמץ תוכנית לרכישה עצמית של מניות החברה בהיקף של עד 300 מ' ש, ששיעור ניצולה עומד על כ- 40.3% ליום 31.03.2024.

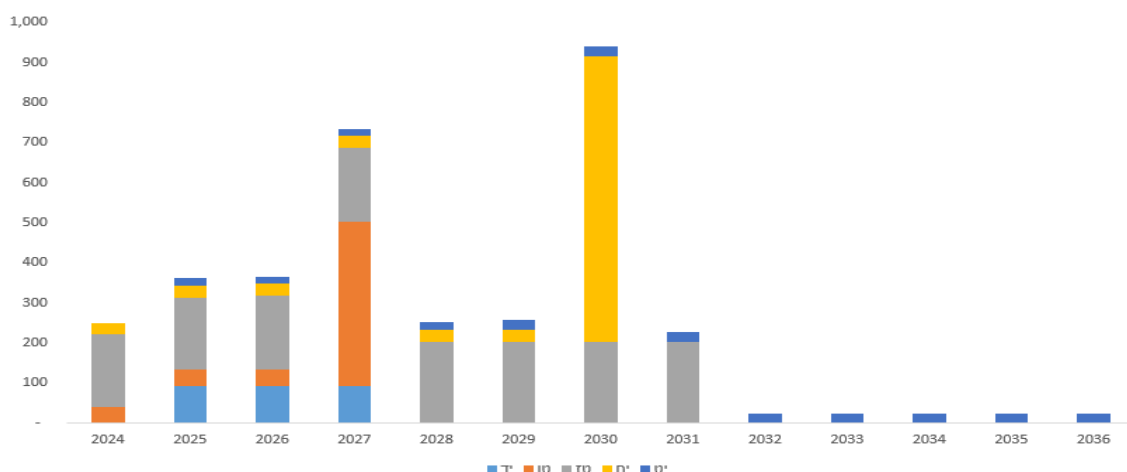
גמישות פיננסית טובה לאור היקף משמעותי של נכסים שאינם משועבדים, שיעור נמוך של חוב מובטח ביחס לנדל"ן להשקעה ונזילות חזקה

נכון ליום 31.03.2024, לחברה נכסים מניבים לא משועבדים (לא כולל קרקעות, מלאי דירות ונדל"ן בהקמה) בהיקף של כ- 5.1 מיליארד ₪ המהווים כ- 52% מסך המאזן, יחס אשר אינו בולט לחיוב לרמת הדירוג. להערכת מידרוג, שיעור זה צפוי לגדול מעט בטווח הזמן הקצר והבינוני ולהסתכם בטווח של 60%-55% מסך המאזן.

יחס חוב מובטח לסך נדל"ן להשקעה עמד על כ- 20% ליום 31.03.2024. תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, פירעון חוב מובטח בהיקף נטו של כ- 170 מ' ₪ בתקופה שהחל מיום 31.03.2024 עד ליום 31.12.2025, וכן ייזום והשקעות בהיקף של כ- 570 מ' ₪ שימומנו בעיקר מהמקורות הפנימיים (יתרות מזומנים, רווחים שוטפים ומימוש נכסים) וגיוס אג"ח, ללא שעבוד הנכסים בהם החברה משקיעה, אם כי בשלב זה לא ניתן להעריך אם אגרות החוב החדשות שיונפקו על ידי החברה בתקופת התחזית תהיינה מובטחות בשעבדים או לא. בהתאם לכך, על פי תרחיש הבסיס של מידרוג היחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה צפוי לשמור על רמתו סביב ה- 20% בשנים 2024-2025 ולהמשיך לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

ליום 31.03.2024 לחברה (במאוחד) יתרות מזומנים בסך כ- 878 מ' ₪, השקעות לזמן קצר בסך כ- 37 מ' ₪ ומסגרת אשראי לא מנוצלת בסך כ- 146 מ' ₪ מאושרת עד לחודש יולי 2024 שהחברה פועלת לחדשה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לגבי מקורות ושימושים של החברה (מאוחד) לארבעת הרבעונים במצטבר החל מ- 01.04.2024 עד 31.03.2025, התזרים מהשכרת נכסים צפוי לעמוד על 340-350 מ' ₪, תקבולים ממימושים של מלאי דירות וקרקעות בטווח של 50-70 מ' ₪, פירעונות קרן אג"ח והלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות סילוקין בסך כ- 380 מ' ₪, השקעות בגין פרויקטים בהקמה, התאמות לשוכרים ורכישת קרקעות בסכום מצטבר של 300-350 מ' ₪, רכישה עצמית של מניות החברה בסך כ- 180 מ' ₪ וחלוקת דיבידנדים בסכום מצטבר של כ- 235 מ' ₪. כמו כן, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח הנפקת אג"ח לצורך מחזור חוב ולפעילות השוטפת של החברה.

תרשים 3: לוח סילוקין של קרן האג"ח במיליוני ₪ ליום 31.03.2024



שיקולים נוספים לדירוג

לחברה פירעונות קרן אג"ח מסוג Bullet בשנים 2027 ו- 2030 בסך כ- 400 מ' ₪ וכ- 700 מ' ₪ בהתאמה, בגין אגרות חוב סדרה טו' וסדרה יח' המובטחות בשעבדים על נכסים. מידרוג מעריכה כי עומס פירעונות זה מעלה את סיכון האשראי של החברה אך ממותן באמצעות גמישות פיננסית טובה ונגישות גבוהה למקורות מימון, ועל כן מידרוג לא הקנתה לכך שיקול שלילי במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג. כמו כן במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג מידרוג הביאה בחשבון לחיוב כי המדיניות הפיננסית של החברה בולטת לחיוב ביחס לקבוצת השוואה ומתבטאת בין היתר ברמת מינוף נמוכה.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות (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 השפעה ניכרת על ענף הנדל"ן המניב בכלל ובחברה בפרט. החשיפה של החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. המדיניות הפיננסית של החברה הינה שמרנית לאורך זמן ומתבטאת ברמת מינוף נמוכה, יתרות נזילות בהיקף הולם והיקף משמעותי של נכסים פנויים משעבוד.

מטריצת הדירוג

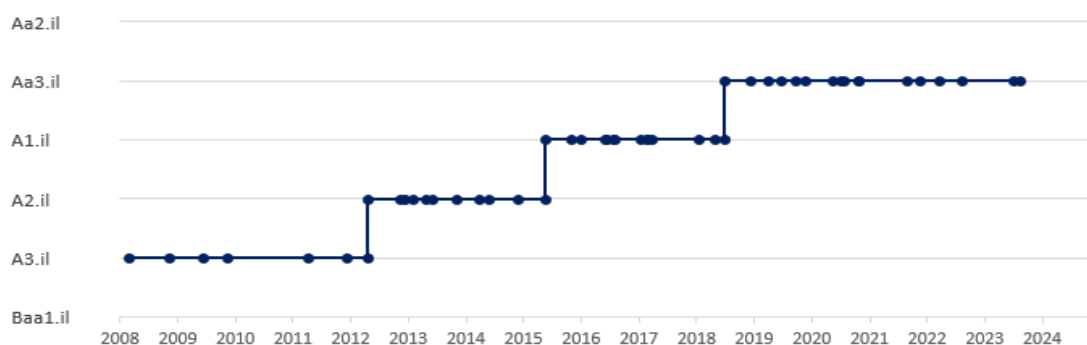
תחזית מידרוג		ליום 31.03.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	9.6-10.0	Aa.il	9.8	סך מאזן (מיליארדי ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	35%-38%	Aa.il	34%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Aa.il	330-370	Aa.il	362	היקף FFO LTM (מיליוני ₪)	
Aa.il	9-10	Aa.il	8.1	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
Aa.il	55%-60%	Aa.il	52%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	כ- 20%	Aa.il	20%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aa.il	---	Aa.il	---	מדיניות פיננסית	
Aa3.il				דירוג נגזר	
Aa3.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.

אודות החברה

ישרס חברה להשקעות בע"מ הינה מהחברות הציבוריות הוותיקות בישראל, אשר תחום פעילותה העיקרי הינו החזקה וניהול נדל"ן מניב. כמו כן, עוסקת החברה גם בייזום, תכנון והקמת פרויקטים להשכרה בישראל, המיועדים לחברות בתעשיות עתירות ידע, למסחר ולשירותים וכן ברכישה, פיתוח, ניהול והפעלת נכסים מניבים אחרים. תחום פעילות משני של החברה הוא ייזום נדל"ן למגורים והיא נמצאת בהליכי יציאה הדרגתית מתחום זה. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ישרס אחזקות בע"מ, הנשלטת על ידי מר שלמה איזנברג. בנוסף, למר איזנברג החזקות ישירות בחברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [ישרס חברה להשקעות בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)
- [התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)
- [שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)
- [קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בדירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)
- [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2023](#)
- [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

25.07.2024	תאריך דוח הדירוג:
02.01.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
24.02.2008	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ישרס חברה להשקעות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ישרס חברה להשקעות 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.

© 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 בדבר 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 כשלה 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 מפקיה, 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 ומדיקים. 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.