

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ

מעקב | יוני 2025

אנשי קשר:

אלכסנדר ארליך
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Alexander.E@midroog.co.il

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

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ

דירוג מנפיק	Baa1.il	אופק דירוג: יציב
דירוג סדרות	Baa1.il	אופק דירוג: יציב

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק Baa1.il לחברת מישורים השקעות נדל"ן בע"מ (להלן - "מישורים" או "החברה") ודירוג זה לאגרות חוב (סדרות ו/ח' ו-ט') שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ח'	1143163	Baa1.il	יציב	31.07.2026
סדרה ט'	1178797	Baa1.il	יציב	31.12.2028
סדרה י'	1212547	Baa1.il	יציב	31.12.2030

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בארה"ב מתמקדת בהחזקה יחד עם שותף מקומי ב-12 נכסי נדל"ן מניב המשמשים בעיקר למסחר, שירותים ופנאי במדינות צפון קרוליינה, וירג'יניה, טקסס ופלורידה. בנוסף, לחברה 7 נכסי נדל"ן מניב בישראל בתחום המשרדים. נכסים מניבים אלו מאופיינים בסביבת פעילות חזקה במידה בינונית-גבוהה וביציבות תזרימית. החברה מחזיקה 52.75% מהון המניות של Skyline Investments Inc. (להלן: "סקיילין") הפועלת בתחום המלונאות בארה"ב ובהתאם למידע שפורסם על ידי סקיילין אין בכוונה להמשיך ולפתח את פעילות המלונאות ואתרי הנופש שלה בצפון אמריקה והיא בוחנת את העיתוי והמחיר המתאימים ביותר למימוש הנכסים הקיימים שלה. מידרוג אומדת את המדדים העיקריים לדירוג החברה על בסיס דוחות סולו מורחב אשר מנטרלים את היקף הפעילות של סקיילין הנכללת בדוחות המאוחדים של החברה.
- הפרופיל העסקי של החברה נתמך בפיזור הגיאוגרפי של הנכסים בין ישראל לבין ארה"ב, בפיזור גיאוגרפי בתוך ארה"ב, וכן בפיזור שוכרים רחב, כאשר פעילות החברה בארה"ב מהווה כ-61% מסך שווי הנכסים ואילו ישראל מהווה כ-39%. מרבית נכסי החברה מצויים באזורים פרבריים או בשולי ערים ומאופיינים ברמות גימור בינונית כחלק מאסטרטגיית הרכישות של החברה. שיעור התפוסה של נכסי החברה בישראל עמד על 78% נכון ל-31.03.2025 וללא שינוי מ-31.12.2024. בארה"ב שיעורי התפוסה נותרו גבוהים ויציבים כ-95%. סך מאזן החברה (סולו מורחב) בולט בהיקפו לרמת הדירוג והסתכם בכ-2.04 מיליארד \$ ליום 31.03.2025 וליום 31.12.2024 2.01 מיליארד \$.
- היקף FFO של החברה (סולו מורחב), צפוי להסתכם בטווח 30-35 מ' \$ לשנה, על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף נמוך יחסית לדירוג, ובהשוואה לכ-40 מ' \$ בשנת 2024 לפני הפרשי הצמדה (וכ-23 מ' \$ כולל הפרשי הצמדה). FFO מושפע לחיוב בעיקר מגידול ב-NOI במנכסים זהים, אולם עליה בשיעור הריבית מקזזת את ההשפעה החיובית של העליה ב-NOI. יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO, צפוי להסתכם בטווח 24-28 שנים.
- רמת המינוף של החברה בולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג וצפויה להישמר. כך, יחס חוב נטו ל-CAP נטו המשתקף מהמאזן סולו מורחב ליום 31.03.2025 עומד על כ-52% וזאת בהשוואה לכ-53% ליום 31.12.2024 ולכ-51% בתקופה המקבילה אשתקד. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, רמת המינוף תיוותר בולטת לחיוב ותעמוד על טווח של 53%-51% אשר תושפע מתזרים נטו חיובי ממכירת נכס בבנימינה שהושלמה באפריל 2025 וכן ככל שתופרע ההלוואה שהעמידה החברה לסקיילין בשנת 2024, בסך כ-55 מ' \$.

- הגמישות הפיננסית של החברה חלשה. יחסית שווי נכסי לא משועבד לסך המאזן הצפוי לנוע בטווח 10%-5% (בכלל זה מניות סקייילין לאחר תרחיש רגישות על שווי המניות). לחברה גמישות מסוימת הנגזרת מיחס חוב פיננסי מובטח לסך נדל"ן להשקעה בולט לחיוב ביחס לדירוג, העומד על 55%-50%. להערכת מידרוג, לחברה יתרות נזילות ומקורות מספקים לשנים 2025 - 2026 למול השימושים הצפויים. כך, נכון ליום 31.3.2025 לחברה יתרות נזילות (סולו מורחב) בסך כ- 223 מ' ש, מכך כ- 100 מ' ש בחברות בנות בארה"ב, אל מול פירעונות אג"ח צפויים בסך כ- 90 מ' ש במהלך שנת 2025 וכ- 80 מ' ש בשנת 2026.

- לאורך השנים החברה מציגה מדיניות פיננסית יציבה ושמרנית יחסית תוך צמיחה עקבית במצבת הנכסים ובהיקף ההכנסות, תוך שהיא שומרת על רמת מינוף בולטת לחיוב לרמת הדירוג ואמצעים נזילים למול חלויות החוב. האסטרטגיה של החברה ממוקדת במידה מסוימת וברת חיצו. ייזום החברה מתבצע בעיקר באמצעות ניצול זכויות הבנייה בנכסים הקיימים של החברה וברכישת נכסים חדשים במידה המשמרת את האינטרס של בעלי החוב. בשנת 2012 החליט דירקטוריון החברה על אימוץ מדיניות דיבידנד לפיה תוכל החברה לחלק מדי שנה עד 50% מהרווח הנקי של החברה. החברה לא חילקה דיבידנדים בשנתיים האחרונות.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, פירעון וגיוס אג"ח והלוואות החברה במהלך השנים 2025 - 2026, השקעה שוטפת בנכסים קיימים, ותרחיש רגישות בנוגע לשווי נדל"ן להשקעה. לגבי החזר ההלוואה מסקייילין - מועד הפרעון נדחה מחודש אפריל 2025 לחודש ינואר 2026 לאחר שבסקייילין לא נפרעה הלוואת פריד במועד. לפיכך עיתוי החזר ההלוואה מסקייילין, התלוי גם במימוש נכסים בסקייילין, שרוי באי וודאות. מידרוג הביאה בחשבון כי הלוואה זו תוחזר אולם ללא וודאות לגבי מועד ההחזר.

תרחיש הבסיס של מידרוג מסתמך על ניתוח נתוני "סולו מורחב" שמפרסמת החברה בדוח הדירקטוריון המבוססים על פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב בארה"ב ובישראל כאשר החזקתה בסקייילין מוצגת על בסיס שיטת השווי המאזני.

פתיחת מבצע "עם כלביא" ביום 13 ביוני 2025 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך, סגירה לסירוגין של המרחב האווירי של מדינת ישראל לכניסה וליציאה, ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים, המשך מחסור בעובדים זרים והפרעות בשרשרת האספקה. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק ולירידה בפעילות הכלכלית. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג אגרות החוב בפועל Baa1.il נמוך בנוסף מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, וזאת בשל היקף FFO נמוך ביחס לסך מאזן ובכלל. היקף FFO צר עלול לחשוף את החברה לתנודתיות גבוהה המשפיעה לשלילה על פרופיל הסיכון. יש לציין עד כה מידרוג הביאה בחשבון לשלילה את חשיפת החברה לתחום המלונאות בארה"ב כשיקול נוסף, אולם לאור דיווח סקייילין כי אין בכוונתה להמשיך ולפתח את פעילות המלונאות ואתרי הנופש שלה בצפון אמריקה והיא בוחנת את העיתוי והמחיר המתאימים ביותר למימוש הנכסים הקיימים שלה, שיקול זה הוסר. בד בבד, נלקח בחשבון שיקול נוסף לשלילה בגין החשיפה לתהליך מימוש הנכסים של סקייילין, וחשיפה להפסד שוטף והפסדי הון עתידיים בסקייילין וכן אי וודאות באשר להחזר ההלוואה מסקייילין.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג ליציבות תזרימי המזומנים מהנכסים המניבים תוך שמירה על שיעור מינוף מתון.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול בהיקף ה- FFO אשר ינבע גם מעליה בתזרים מנכסים המוחזקים על ידי החברה ושמירה על רמת מינוף מתונה
- שיפור משמעותי בגמישותה הפיננסית של החברה לרבות גידול בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים
- החזר הלוואת הבעלים שישמשו להגדלת מצבת הנכסים ו/או להקטנת רמת המינוף באופן משמעותי ושיפור הבהירות לגבי אסטרטגיית החברה לגבי אחזקתה בסקייליין

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי המינוף והכיסוי של החברה באופן הפוגע בפרופיל הסיכון
- ירידה משמעותית ביתרות הנזילות של החברה
- הרעה משמעותית בסביבת הפעילות העסקית של החברה בענף הנדל"ן למסחר בארה"ב

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים סולו מורחב, במיליוני ₪

	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.03.2025
סך מאזן	1,669	1,994	1,872	2,011	2,037
חוב פיננסי	955	1,100	984	1,142	1,128
יתרות נזילות וני"ע סחירים	192	160	105	219	223
חוב פיננסי נטו	784	996	879	923	905
חוב נטו / CAP נטו	53%	54%	51%	53%	52%

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פעילות בענף הנדל"ן המניב בארה"ב ובישראל, המאופיינות בכלכלות יציבות יחסית לאורך השנים, תומכת ביציבות סביבת הפעילות

בישראל, לחברה 7 נכסי נדל"ן מניב הפזורים ברחבי הארץ המשמשים למשרדים. בארה"ב מחזיקה החברה ביחס עם שותף מרכזי ב- 12 נכסים מניבים בתחום מרכזים מסחריים בפאתי ערים מרכזיות המשמשים למסחר, שירותים ופנאי אשר עיקרם ממוקמים בפלורידה, היתר ממוקמים בוירג'יניה, צפון קרוליינה וטקסס. נכון ליום 31.03.2025, השווי בספרי החברה של הנכסים בישראל עמד על כ- 553 מ' ₪ ושווי הנכסים בארה"ב עמד על כ- 879 מ' ₪ (חלק החברה).

מדינת ישראל מדורגת Baa1 באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה וצומחת לאורך זמן. על פי נתוני בנק ישראל מחודש אפריל 2025, האינפלציה צפויה לעמוד על 2.6% בסוף שנת 2025 ועל 2.2% בשנת 2026 וכמו כן התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ- 3.5% בשנת 2025 ובשיעור של כ- 4% בשנת 2026. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2025 ו- 2026 יעמוד על 2.9% ו- 3.2%, בהתאמה.

שוק המשרדים בישראל בשנות טרום משבר הקורונה נהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ בין היתר בזכות הצמיחה המהירה בהיקף ההשקעות והמועסקים במגזר ההיי-טק בישראל. החל בשלהי שנת 2022 חל היפוך מגמה בשוק זה לאור עליית הריבית בישראל ובעולם, השלכות מגיפת הקורונה, אי היציבות הפוליטית בישראל ומלחמת "חרבות ברזל". המשבר הנמשך מאז מתבטא בהיחלשות הביקושים, התארכות משך זמן השיוק של שטחים שהתפנו, התקצרות משך חוזי השכירות, גידול בהשקעות הנדרש למשוך שוכרים חדשים ועליה בהיקף השכרות המשנה. הפגיעה דיפרנציאלית עד כה, ומתרכזת בעיקר במגדלים חדשים שמתאכלסים באופן איטי הרבה יותר וכן במעגלים הסובבים את תל אביב. על אף האמור לעיל, נראה ששנת 2024 שמרה על יציבות

בשוק המשרדים מבחינת שיעורי התפוסות ומחירי השכירות הציגו סטגנציה ללא עלייה ריאלי. ע"פ דוח נת"מ¹, בחציון השני של שנת 2024 לא חל שינוי ניכר בתפוסה הממוצעת בשוק מגדלי המשרדים Class A בתל אביב אשר עמדה על 95%. המחיר הממוצע למ"ר עמד על 120 ₪ למ"ר, עלייה של 1.79% לעומת החציון הראשון לשנת 2024. גם בשוק המשרדים בערים סביב תל אביב וביניהן כפר סבא, רעננה, נתניה, פתח תקוה ובני ברק ניכרת יציבות מחירים במחצית השנייה של שנת 2024 (לעומת המחצית הראשונה) עם מחיר ממוצע של 75 ₪ למ"ר, אך עם שונות גבוהה בין הערים כאשר הרצליה מובילה עם שכ"ד של 102 ₪ למ"ר, לעומת בני ברק עם 70 ₪ למ"ר, כאשר שיעורי התפוסה הממוצעים עומדים על 82%.

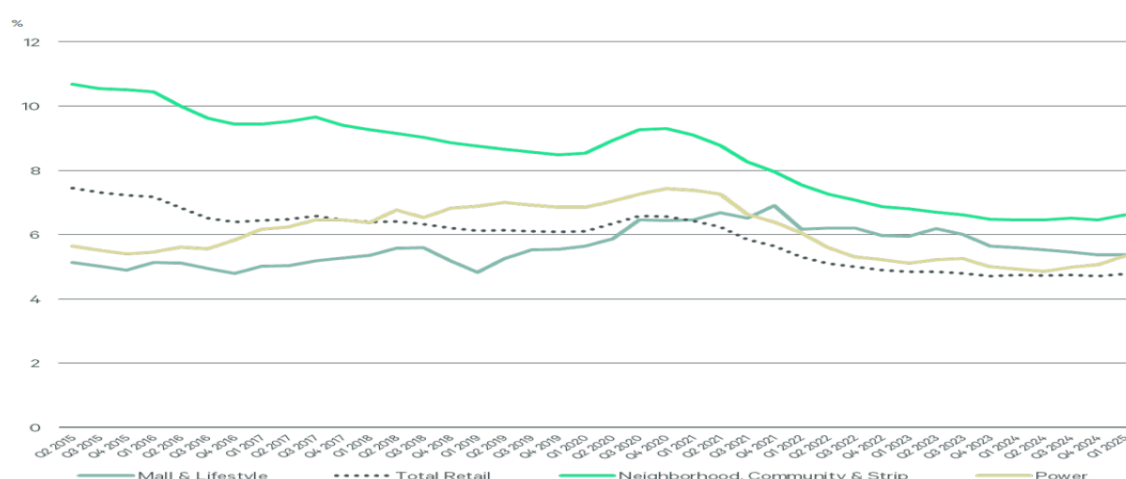
מבחינת שוק מגדלי המשרדים בצפון, הן בנכסים Class A והן Class B, ניתן לראות ביקושים יציבים וחזקים על אף מלחמת "חרבות ברזל". במשרדים Class A שיעורי התפוסה במחצית השנייה לשנת 2024 עמדו על כ 97% לעומת כ 95% במחצית הראשונה אשר מהווים עלייה של כ 1.8, ועלייה של כ 4.92% במחיר הממוצע למ"ר לכ 87 ₪ למ"ר לעומת 82 ₪ למ"ר במחצית הראשונה לשנת 2024. בנכסים Class B שיעורי התפוסה שמרו על יציבות לכול אורך שנת 2024 עם 97% ושכ"ד ממוצע של כ 61 ₪ למ"ר לכל אורך התקופה.

ארה"ב, המדורגת בדירוג Aa1 באופק יציב על-ידי Moody's, מאופיינת בכלכלה חזקה ויציבה. יחד עם זאת שיעורי הצמיחה צפויים להיות נמוכים ולעמוד על כ-1% בלבד ב-2025 ו-1.5% ב-2026, לאור רצון הפד להוריד את האינפלציה ע"י השארת הריבית הגבוהה על כנה אשר צפויה לגרום להמשך קיטון בצמיחה. בהתאם לסקירה של CBRE על ענף המסחר בארה"ב², תת-המגזר של נכסים מסחריים קהילתיים/שכונתיים בארה"ב מציג עליה מתמשכת בשיעורי התפוסות הנמשכת מזה 6 שנים בשיעורי שיא, עם תחילת מגמת התייצבות ואף ירידה קלה ברבעון הראשון לשנת 2025 (תרשים 1). גם בתחזית קדימה צופה CBRE יציבות בשוק זה לאור מחסור מתמשך בשטחים בענף.

מגמות אלו מאפיינות גם את כלל ענף המסחר בארה"ב. היקפי המכירות בכלל ענף המסחר צמחו במהלך שנת 2024 בשיעור של כ-4.2% ביחס לשנה קודמת. לאור ההיצע הנמוך ששרר בענף בשנים עברו, ובשילוב עם התחלות בניה נמוכות וביקוש גבוה, קיימת ספיגה נטו חיובית מזה 17 רבעונים רצופים ועלייה בשיעורי התפוסה אשר גוררים ללחץ כלפי מעלה על מחירי השכירות. במהלך שנת 2024 עלו מחירי השכירות המבוקשים בכ-1.8% והסתכמו בכ-24.6 דולר בממוצע ל-SF.

תרשים 1: זמינות השטחים הפנויים בירידה מתמדת: שיעורי אי-תפוסה של נכסי נדל"ן קמעונאיים בכלל ארה"ב, על פי קטגוריות

עיקריות 2015-2024, באחוזים

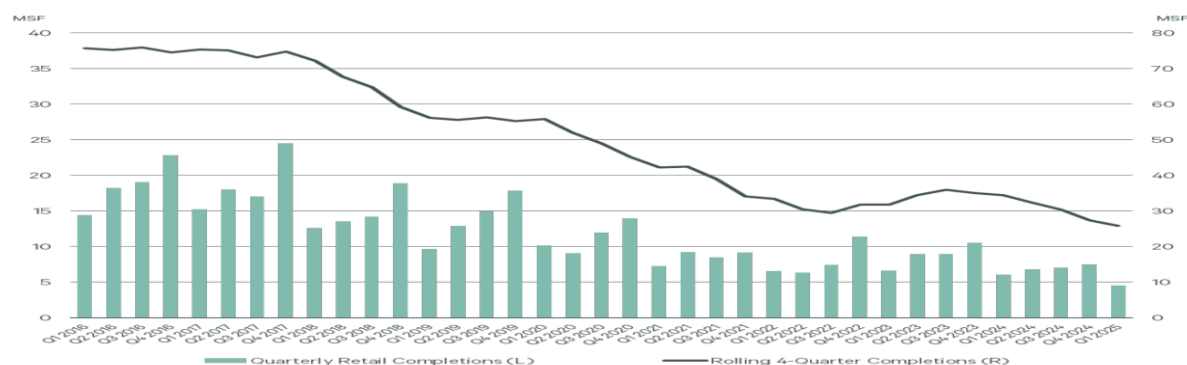


מקור: CBRE, Q1 2025 U.S. Retail Figures

¹ דו"ח נת"מ גיליון מספר 52

² מקור: U.S Real Estate Market outlook 2025, CBRE, January 2024

תרשים 2: קיטון מתמשך בהתחלות הבניה לאורך שנים: היקף השלמות בנייה של שטחי נדל"ן למסחר (במיליוני ר"ר) בכלל ארה"ב



פיזור פעילות בין ישראל (משרדים) לבין ארה"ב (מרכזים מסחריים פתוחים) תורם למיצוב העסקי; מיצוב הנכסים בינוני והאסטרטגיה בשתי הטריטוריות היא לרכישת נכסים בתפוסות נמוכות במטרה להשביחם ולמכרם בתום מספר שנים

נכון ליום 31.03.2025 נכסי החברה בארה"ב, אשר הינם בעיקר מרכזים מסחריים פתוחים, ממוקמים בסמוך לערים מתפתחות ומוכרות ב- 4 מדינות מרכזיות באזור דרום מזרח ארה"ב (פלורידה, וירג'יניה, צפון קרוליינה וטקסס) אשר מתאפיינות בשיעורי הגירה חיובית מהגבוהים ביותר בארה"ב. פעילות זו מתבצעת באמצעות שותף מקומי עימו פועלת החברה לאורך שנים - מר מארק גולד, והוא בעל היכרות ונגישות גבוהה לנכסים והוא שותף משמעותי באחזקה בזכויות בנכסים (40%-50%). השותף המקומי אחראי במידה רבה להוצאה לפועל של אסטרטגיית ההשקעות בארה"ב, של איתור נכסים חדשים בעלי פוטנציאל השבחה והשבחתם ומכירתם בחלוף תקופה. מחד, השתתפותו כוללת השקעה של הון עצמי בנכסים, מה שמהווה גורם חיובי לפוטנציאל ההצלחה של ההשקעות. מאידך, להערכת מידורג, לחברה תלות גבוהה בשותף המקומי בפעילות החברה בארה"ב. מרבית השוכרים הינם מתחומי הפנאי, השירותים וחנויות מוזלות (Discount). שיעורי התפוסה של הנכסים בארה"ב הינם גבוהים ומסתכמים בכ- 95%. לפי הודעת החברה מיום 26.05.2025 הושלמה רכישת מרכז מסחרי Gulf Winds בטלהאסי פלורידה בתמורה כוללת של כ- 12.7 מ' דולר (חלק החברה 60%). נכסי החברה בארה"ב רשמו גידול בשיעור של 28% ב- NOI בנכסים זהים ברבעון הראשון של 2025 בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, במונחים דולריים, זאת בהמשך לגידול של 8.9% במהלך שנת 2024 בהשוואה לשנת 2023. הגידול נבע מתחלופת שוכרים, עלייה מובנית בשכ"ד והשקעות בנכסים.

נכון ליום 31.03.2025, נכסי הנדל"ן מניב בישראל של החברה ממוקמים בשולי ערים מרכזיות ומתפתחות במרכז וצפון הארץ כגון חיפה, בני ברק, רחובות ונשר. פיזור זה מאפיין את מדיניות החברה לפיה היא מתמקדת בנכסים בעלי פוטנציאל השבחה, בעיקר שיעור תפוסה נמוך או פוטנציאל להגדלת זכויות הבניה. מרבית הנכסים מוחזקים בשיעור של 100% בעלות שכן החברה עוסקת ישירות בניהול הנכס והשבחתו. משך האחזקה בנכס נקבע בהתאם למיצוי פוטנציאל השבחה ועל כן, במקרים רבים בוחרת החברה למכור את הנכס ולממש את הרווח הטמון שמיצוי הפוטנציאל, על פני המשך החזקה בנכס. בשל כך, שיעורי התפוסה הינם תנודתיים ועשויים להיות מושפעים לשלילה מאסטרטגיית החברה. יחד עם זאת, לחברה מספר נכסים מניבים ויציבים. הנכסים משמשים בעיקר למשרדים ומושכרים למשרדי ממשלה, חברות עסקיות ומוסדות אקדמיה. נכסי החברה בישראל הם וותיקים יחסית בגילם ובעלי גימור בינוני, בחלקו הולם את סביבתם. שיעור התפוסה בנכסים עומד על כ- 78% ללא שינוי מהותי בשנה האחרונה. מאז שנת 2022 חלה היחלשות בשיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה בישראל במידה רבה בהשפעת מגדל ויטה ברמת גן, אף כי החברה מבצעת מהלכים למכירת חלקים מהנכס והשבחת ההכנסות ממנו. ברבעון הראשון של שנת 2025 רשמה החברה גידול של 1.0% ב- NOI מנכסים זהים בישראל, בהמשך לגידול של 6.2% בשנת 2024. חלק מהגידול ב- NOI מנכסים זהים בישראל בשנת 2024 מיוחס למהלכי השבחה והתייעלות במגדל ויטה. לאחר תאריך המאזן החברה הודיעה שמכרה את נכס מניב בבנימינה בתמורה של 39.4 מ' ש, כ- 1.0 מ' ש מעל לשווי בספרי החברה.

לחברה מגוון רחב של שוברים מתחומי עיסוק שונים ללא תלות בשוכר עיקרי. לחברה פיזור נכסי הולם לרמת הדירוג, כאשר הנכס המהותי של החברה הינו פורטאון בחיפה המהווה כ-14.3% מהשווי ההוגן של נכסי החברה, ואילו שלושת הנכסים המהותיים (פורטאון חיפה, ויטה בני ברק וטמפה פלורידה) מהווים כ-36% מסך השווי ההוגן. מח"מ חוזי השכירות הינו ארוך יחסית ונאמד בכ-5 שנים לעשרת השוברים העיקריים. לאור אסטרטגיית ההשקעות של החברה שתוארה לעיל, חלק מנכסי החברה מוחזקים ברשות מספר שנים מועט כן שהיסטוריית פעילות של חלק מהנכסים קצרה.

הפרופיל הפיננסי מושפע לחיוב בשל רמת מינוף מתונה יציבה למול יחס כיסוי והיקף FFO בולטים לשלילה ביחס לדירוג

היקף נדל"ן להשקעה בספרי החברה על בסיס סולו מורחב הסתכם בכ-1.4 מיליארד ₪ ל-31.03.2025, ללא שינוי מהותי מאז סוף שנת 2024. בתוך כך, בין השנים 2023-2024 חלה השפעה חיובית של עליית ערך נדל"ן להשקעה בעיקר בנכסי הנדל"ן המניב של החברה בארה"ב ובד בבד חלה ירידה במצבת הנכסים המניבים. להערכת מידרוג, החברה לא הגדילה את מצבת הנכסים בשנתיים האחרונות מכיון שעליית הריבית המהירה בארה"ב ובישראל הקשתה עליה ליישם את אסטרטגיית ההשקעות שלה. סך מאזן סולו מורחב הסתכם בכ-2.04 מיליארד ₪ נכון ל-31.03.2025 והוא הושפע מעלייה ביתירות המזומנים שנבעה ממקורות פנימיים ומגיוסי אג"ח שבוצעו בשנים 2023 - 2024, שקוזזה בחלקה מצד הפסדי הון שנבעו מההשקעה בסקיילין בעיקר בשנים 2023-2024.

חוב פיננסי נטו סולו מורחב ליום 31.03.2025 הסתכם בכ-884 מ' ₪ וזאת בהשוואה ל-883 מ' ₪ ליום 31.12.2024 ול-871 מ' ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול בחוב נטו בשנת 2024 נבע מהשקעות הוניות בנכסים המניבים וכן מהעמדת הלוואה לחברה הבת סקיילין, שקיזזו קיטון בחוב שנבע ממכירת נכסים. נכון ליום 31.03.2025, יחס המינוף של החברה (סולו מורחב) חוב נטו ל-CAP נטו עמד על כ-52% לעומת כ-53% לשנת 2024 ולעומת שנת 2023 בה עמד היחס על כ-51%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר את מכירת הנכס בבנימינה (התבצעה לאחר תאריך המאזן), הוצאות CAPEX מתוכננות לתחזוקה שוטפת של הנכסים, אמורטיזציה שוטפת של הלוואות בכירות וכן תרחיש רגישות על שווי הנכסים, צפוי המינוף לעמוד בטווח 53%-51% ולהמשיך לבלוט לטובה ביחס לדירוג. פירעון החוב שהעמידה החברה לסקיילין כולל ריבית צבורה יוביל את החברה לטווח הנמוך של תחזית המינוף, ככל שזה יתרחש בתוך שנה-שנתיים. כמו כן ככל שהחברה תבצע השקעות נוספות המינוף עלול לגדול לטווח של 55%.

נכון לסוף שנת 2024, כ-410 מיליון ₪ מהחוב של החברה על בסיס סולו מורחב הינו חוב בכיר נקוב בדולר ארה"ב ומממן את הנכסים בארה"ב ונושא ריבית קבועה לא צמודה למדד משוקללת של 6% עם מח"מ חוב ארוך, וזאת לעומת ריבית משוקללת של 4.6% בשנת 2023. הריבית המשוקללת על נכסי החברה בארה"ב עלתה לאור מימון מחדש שהחברה בצעה תחת מספר מנכסיה בארה"ב, אשר גרר עלייה בריבית בהלוואות החדשות שנלקחו.

החוב הבכיר על נכסי החברה בישראל נאמד בכ-300 מ' ₪ נכון לסוף שנת 2024 כאשר חלקו צמוד מדד (כ-170 מ' ₪) וחלקו צמוד לריבית הפריים (כ-130 מ' ₪). לאור יציבות ריבית הפריים בשנת 2024 אשר עמדה על 6% לא חלה עלייה בהוצאות המימון ברכיב זה והמקור המרכזי לעלייה בהוצאות המימון היה הרכיב שצמוד למדד אשר כולל גם את אג"ח החברה.

ה-FFO של החברה מנוטרל הפרשי הצמדה הסתכם בכ-40 מ' ₪ בשנת 2024 (כ-23 מ' ₪ כולל הפרשי הצמדה), לעומת כ-36 מ' ₪ בשנת 2023 (כ-24 מ' ₪ כולל הפרשי הצמדה). בטווח התחזית מידרוג מעריכה FFO בהיקף של כ-35 מ' ₪ בשנה, בכל אחת מהשנים 2025-2026 וזאת בשל גידול מתון ב-NOI לצד גידול בהוצאות מימון. בהתאם, יחס הכיסוי חוב פיננסי ל-FFO צפוי להסתכם בטווח של 22-26 שנים. יצוין כי היקף צר של FFO עלול ליצור תנודתיות רבה בתזרים וביחסי הכיסוי.

השקעה מהותית של החברה - חברת המלונות הקנדית סקיילין - מצויה בתהליך של יציאה מתחום המלונאות באמצעות מימוש נכסים והאסטרטגיה לגבי עתיד השקעה זו מצויה באי וודאות

יתרת ההשקעה בסקיילין (שיעור אחזקה של 52.7%) בספרי החברה ליום 31.03.2025 עומדת על כ-238 מ' ₪, בהשוואה לכ-320 מ' ₪ ל-31.03.2024. בשנים 2023 ו-2024 הסבה סקיילין לחברה הפסדים משמעותיים בעיקר כתוצאה מירידת ערך נכסים והפסדי מימוש. לאחר שמימשה חלק גדול מבתי המלון ונכסים נוספים בסקטור זה, נותרה סקיילין בעיקר עם שני בתי מלון גדולים בקליבלנד

מלון הייטט ומלון אוטוגרף בהם גם השקיעה סכומים מהותיים בשיפוץ והתאמה בשנים האחרונות, וכן שני בתי מלון קטנים יותר מרשת קורטיארד של מאריוט. סקיליין פועלת למימוש נכסים אלו. בנוסף לסקיליין נכסים מסוג הלוואות מוכר (VTB) שהעמידה לרוכשי נכסים בעבר, העיקרית שבהן היא הלוואת מוכר לשותפות פריד שיתרתה כ- 55 מ' דולר קנדי שאמורה הייתה להיפרע ביום 31.03.2025 אך טרם לכך פנתה פריד לסקיליין וביקשה הארכה של מועד הפרעון ועד כה לא נפרעה ההלוואה ולא סוכם על מועד פרעון חדש. בעלי המניות העיקריים של סקיליין - מישורים וחברת הכשרת היישוב, העמידו לסקיליין הלוואות בסך 82 מ' ש, מתוך כך חלקה של מישורים העמידה לסקיליין הלוואה בסך 55 מ' ש³. הלוואה זו הועמדה לסקיליין באפריל 2024 ועמדה לפרעון באפריל 2025 אך הווארכה לבקשתה של סקיליין עד ל- 6 בינואר 2026. הלוואה זו צפויה להיפרע מתוך כספים שתקבל סקיליין מימוש נכסים ו/או מפרעון הלוואת פריד בכפוף ליתר ההתחייבויות של לסקיליין.

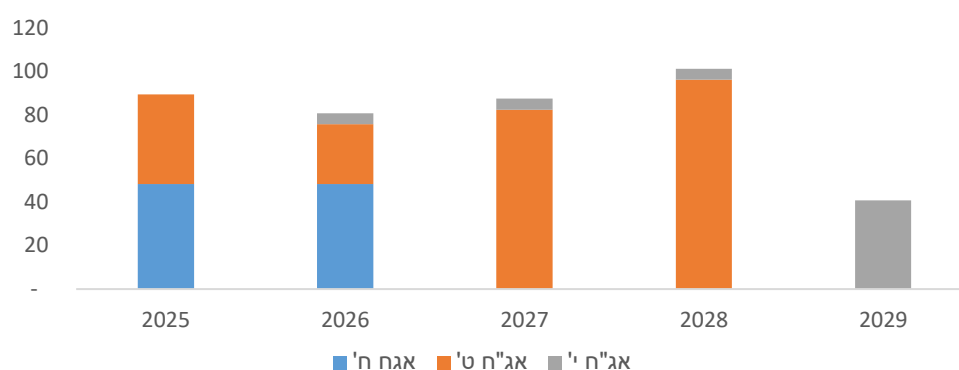
להערכת מידרוג, אי הוודאות לגבי עתיד ההשקעה בסקיליין, בהתחשב באסטרטגית מימוש הנכסים של סקיליין יחד עם אתגרי הנזילות של סקיליין מכבידים במידה מסוימת על סיכון האשראי של מישורים.

לחברה יתרות נזילות גבוהות ביחס לצרכי שירות החוב לצד גמישות פיננסית מוגבלת

נכון ליום 31.03.2025, כל נכסי החברה משועבדים למעט שווי המניות של סקיליין שאינן משועבדות, בשווי של כ- 148 מיליון ש"ח לאותו מועד, המהווים 6% מסך המאזן. שיעורי מינוף על הנכסים המשועבדים, כאשר היחס בין החוב המובטח ליתרת הנדל"ן להשקעה צפוי לנוע בטווח של 51%-49%, שיעור זה בולט לחיוב ביחס לדירוג.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לשמור על יתרות נזילות בגובה פירעונות קרן אגרות החוב בשנה העוקבת. נכון ליום 31.12.2025, לחברה (סולו מורחב) יתרות נזילות של כ- 219 מ' ש"ח וברמת סולו בלבד יתרות נזילות של כ- 119 מ' ש"ח זאת למול חלויות קרן אג"ח של כ- 89 מ' ש"ח וכ- 80 מ' ש"ח בשנת 2026. הנזילות הגבוהה של החברה תורמת לפרופיל האשראי של ולניהול סיכוני השוק במידה רבה, ומשפיעה לחיוב על הערכתנו את המדיניות הפיננסית של החברה.

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ: לוח סילוקין קרן אגרות חוב (סדרות ח' ו- ט' ו') ליום 31.12.2024 במיליוני ש"ח



שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת ברמת מינוף מתונה לאורך זמן כאשר מעת לעת תיתכן עליה נקודתית עם מימוש אסטרטגית הצמיחה (שהינה מדודה). כמו כן, אין במדיניות חלוקת הדיבידנד חוסר איזון בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב. יצוין שהחברה לא חילקה דיבידנד משנת 2011.

³ ביום 24.06.2025 דיווחו החברה וסקיליין על הגדלת היקף ההלוואה ב- 6.67 מיליון ש"ח נוספים על ידי החברה ובסכום של 3.33 מיליון ש"ח על ידי בעלת השליטה הנוספת בחברה.

מטריצת הדירוג

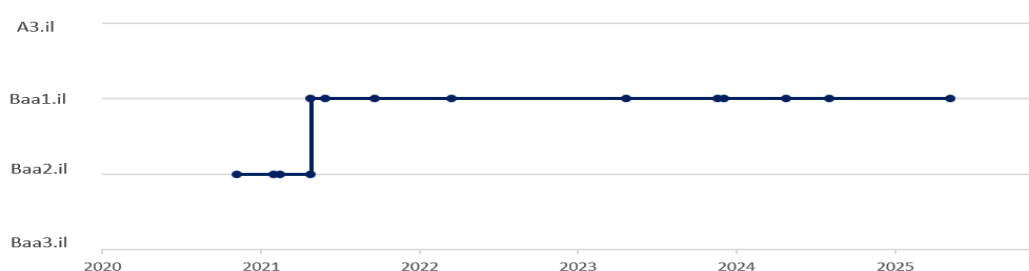
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדירה	ניקוד	מדירה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	1.9-2.1	A.il	2.01	סך מאזן (מיליארד ₪)	פרופיל עסקי
A.il-Baa.il	---	A.il-Baa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	51%-53%	Aa.il	53%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Baa.il	32-36	Baa.il	~40	היקף FFO שנתי (מיליוני ₪)	פרופיל פיננסי
Baa.il	22-26	Baa.il	22	חוב פיננסי נטו / FFO	
Baa.il	5%-10%	Baa.il	6%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	49%-51%	A.il	51%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il				דירוג נגזר	
Baa1.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

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ הינה חברה ציבורית שמניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב החברה עוסקת ברכישה, השבחה, ניהול, תפעול ומכירה של נכסי נדל"ן מניב בישראל (בעיקר משרדים) ובארה"ב (בעיקר מסחר ופנאי). בנוסף, החברה מחזיקה בכ- 52.75% מהון המניות של חברת Skyline Investments Inc, חברה ציבורית הרשומה בקנדה ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א, באופן המקנה לה שליטה. סקיליין, שאגרות החוב שהנפיקה מדורגות על-ידי מידרוג בדירוג Baa1.il באופק יציב, פועלת בתחום המלונאות בארה"ב ובקנדה. בעל השליטה בחברה הינו מר אלכס שניידר (אשר מחזיק כ- 71%, סמוך למועד הדוח).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מישורים השקעות נדל"ן בע"מ - דוחות קשורים](#)

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

24.06.2025	תאריך דוח הדירוג:
08.09.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
07.12.2020	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מישורים השקעות נדל"ן בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מישורים השקעות נדל"ן בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידע 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 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 מפקה, 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 שנמסר או נוצר 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: <http://www.midroog.co.il>.