

ויתניה בע"מ

מעקב | מאי 2026

אנשי קשר:

לידור אוזן
אנליסט בכיר, 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 (סדרות ה', ו' ו-ז) 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:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.06.2027	יציב	A2.il	1150903	ה'
31.12.2029	יציב	A2.il	1193143	ו'
30.06.2032	יציב	A2.il	1216241	ז'
25.12.2026	---	P-1.il	1202175	נע"מ 1

שיקולים עיקריים לדירוג

שוק הנדל"ן המניב בישראל מאופיין בסביבה כלכלית חזקה וצומחת לאורך זמן, אך ענף המשרדים מאופיין כיום בהאטה בביקוש לנכסים מחוץ לתל אביב וכתוצאה מכך מביא ללחצים על המחירים. ענף הנדל"ן המניב בישראל מאופיין ביציבות יחסית לאורך זמן, בשל הצמיחה הכלכלית בישראל, ובפרט בענפי הטכנולוגיה. חוזים ארוכי טווח וחסמי כניסה גבוהים ממתנים את רמת הסיכון בענף. עליית הריבית בעולם ובישראל האטה את הצמיחה הכלכלית ואת ההשקעות החדשות ומעלה סיכון להאטה כלכלית עולמית, כאשר ישראל מושפעת גם מהשלכות המלחמה המתמשכת ואי הוודאות הכרוכה בה. להערכת מידרוג, בטווח הקצר-הבינוני גורמים אלו מהווים איום על חברות הנדל"ן המניב בישראל ובפרט בענף המשרדים, הסובל מהאטה בביקושים. מגמה זו בולטת במיוחד ככל שמתרחקים מאזורי הביקוש של מרכז תל אביב והרצליה. באזורים מסוימים נוצרו עודפי היצע לצד הירידה בביקושים והדבר מוביל לשיעורי תפוסה נמוכים ולירידה במחירי השכירות.

פורטפוליו נכסים מניבים יציב ואיכותי, אך בעל מאפיינים ריכוזיים. נכון ליום 31 בדצמבר 2025 בבעלות החברה 9 נכסים מניבים¹, מרביתם מוחזקים עם שותפים, בשווי מצרפי של כ-1.7 מיליארד ₪ (לא כולל נכסים מניבים בחברות כלולות). 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 (שליבים א' ו-ב'), המהווה כ-25% מסך שווי הנכסים המניבים. בנוסף, לחברה ריכוזיות שוכרים, כאשר ההכנסות משלושת השוכרים העיקריים היוו כ-44% מסך ההכנסות מדמי שכירות בשנת 2025.

הפסד כבד וגידול בהשקעות בייזום העלו את המינוף שצפוי להיוותר גבוה יחסית; מידרוג הביאה בחשבון כי החברה תמכור נכסים להקטנת החוב והמינוף. אסטרטגיית החברה נשענת על ייזום והקמה של נכסים, כאשר לחברה שני פרויקטי נדל"ן להשקעה בהקמה לשימושי תעסוקה, בנס ציונה ובקריית אריה, לצד פעילות ייזום למכירה בפרויקט ויתניה לה גווארדיה (שלב ג). פעילות זו מלווה בהיקף השקעות משמעותי, אשר תרם לגידול בחוב הפיננסי בשנתיים האחרונות, כמו גם רכישת מקרקעין לייזום נדל"ן למגורים. בנוסף, המינוף הושפע מהפסד נקי של 97 מיליון ₪ שרשמה החברה בשנת 2025 בשל עדכון אומדני עלויות בפרויקט לה גווארדיה ג' וירידת ערך נדל"ן להשקעה בהקמה. יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו עלה ועמד ליום 31 בדצמבר 2025 על כ-60.9%, לעומת כ-55.4% בסוף שנת 2024 וכ-50.2% בסוף שנת 2023. להערכת מידרוג, יחס המינוף צפוי להיוותר ברמה גבוהה יחסית בטווח התחזית, נוכח המשך

¹ לא כולל שני נכסים המחזקים על ידי חברות כלולות.

צורכי השקעה בפרויקטים בהקמה ובפיתוח, ולנוע בטווח של 58%-62%, החורג מהרמה ההולמת את הדירוג לאורך זמן. לאחרונה, ולאחר שינוי מבנה בעלי המניות בחברה קיבלה החברה החלטה לצאת מפעילות הייזום למגורים על ידי מכירת נכסים.

החולשה בשוק המשרדים מעיבה על תרומת פרויקטים בהקמה בטווח הקצר. היקף FFO מותאם² ממגזר נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה (ללא פעילות מכירת משרדים ודירות), הסתכם בכ-33 מיליון ₪ בשנת 2025 בהשוואה לכ-40 מיליון ₪ בשנת 2024, הירידה ב-FFO הושפעה מעלייה בהוצאות המימון, בהתאם, יחס חוב פיננסי נטו ל-FFO נשחק ועלה לכ-49 שנים בשנת 2025, לעומת כ-37 שנים בשנת 2024, רמה בולטת לשלילה ביחס לדירוג. שני הפרויקטים בהקמה לשימושי משרדים (קריית אריה) ותעשייה/מעבדות (נס ציונה) צפויים להסתיים עד סוף שנה זו, כאשר קיימת אי וודאות לגבי תרומתם להכנסות בשנה הבאה.

שיעורי מימון נמוכים של הנכסים המניבים תורמים לגמישות פיננסית גבוהה ונזילות החברה אף כי כל הנכסים משועבדים. הדירוג לזמן קצר לנע"מ שהנפיקה החברה מבוסס על דירוג המנפיק A2.il באופק יציב, וכן על ניתוח הנזילות של החברה. לחברה נזילות טובה ביחס לשימושים בשנה הקרובה, המושתתת בעיקר על מסגרות אשראי מאושרות ובלתי מנוצלות בסך של כ-345 מיליון ₪ כנגד נכסים מניבים, זאת בניכוי מסגרות בסך 175 מיליון ₪ שהחברה מרתקת לטובת נע"מ סדרה 1 שהנפיקה, על מנת לעמוד בדרישה לפירעון מידי בהתראה של 7 ימי עסקים, בהתאם לתנאי הנייר. כמו כן, לחברה תזרים שוטף ויציב מהנכסים המניבים.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, צמיחה מתונה בהכנסות החברה מדמי שכירות בגין נכסים קיימים, תוך שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים בנכסים. נוכח אי-הוודאות ביחס לקצב האכלוס וההשכרה של הנכסים בהקמה, מידרוג ערכה תרחישי רגישות ביחס לתרומתם הצפויה להכנסות ול-FFO. בנוסף, התרחיש מניח המשך השקעה בפרויקטים בייזום בעיקר באמצעות מסגרות אשראי בליווי סגור, פירעון שוטף של אג"ח והלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות הסילוקין, תוך שימוש במסגרות אשראי חתומות כנגד נכסים מניבים, כחלק ממדיניות המימון של החברה. מידרוג ערכה תרחישי רגישות נוספים, בין היתר, ביחס לשחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה ולהשפעת הפרשי הצמדה על קרן החוב. מידרוג הביאה בחשבון כי החברה תבצע מימוש נכסים להורדת מינוף.

מבצע "שאגת הארי" שהחל ב-28 בפברואר 2026 הוביל לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, סגירת התנועה האווירית, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן גיוס מילואים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי 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.

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 הגמישות הפיננסית באמצעות גידול בהיקף הנכסים שאינם משועבדים ביחס למאזן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- המשך גידול בהיקפי הייזום בחברה
- חריגה מתרחיש הבסיס של מידרוג, באופן שיביא לשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה, לרבות עלייה ברמת המינוף, היחלשות ביחסי הכיסוי או פגיעה בגמישות הפיננסית
- הרעה בסביבת הפעילות של החברה אשר תשפיע לשלילה על אכלוס נכסים חדשים ועל שיעורי התפוסה בנכסים הקיימים
- הדירוג לז"ק עשוי לרדת ככל שנעריך כי חלה שחיקה בהערכת הנזילות של החברה וככל שדירוג המנפיק ירד ל-A3.il.

² מנוטרל הוצאות הפרשי הצמדה ושער על קרן חוב וכולל עלויות אשראי שהווננו ואינו כולל פעילות ייזום למכירה.

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

31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	
2,543	2,550	2,723	3,137	3,150	סך מאזן
1,177	1,174	1,266	1,650	1,845	חוב פיננסי נטו
51.1%	49.2%	50.2%	55.4%	60.9%	חוב נטו / CAP נטו
39.4	58.0	44.3	40.0	32.8	FFO מותאם ^[2]
30	20	29	37	49	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 שהונו, מנטרל מנדל"ן מניב בהקמה ומהוצאות הפרשי הצמדה על קרן חוב.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת פעילות יציבה הנתמכת בביקושים ארוכי טווח לצד חולשה מתמשכת בענף המשרדים

מדינת ישראל מדורגת Baa1 באופק יציב על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה מפותחת, חזקה ועמידה, לצד רמת אי-ודאות מאקר-כלכלית וגיאו-פוליטית גבוהה יחסית. האינפלציה התמתנה בשנת 2025 ועמדה על 2.6% בהשוואה לכ-3.3% בשנת 2024 וחזרה לתוך יעד יציבות המחירים של בנק ישראל. לאחר צמיחה מתונה של כ-1.0% בשנת 2024 על רקע המלחמה, התוצר המקומי הגולמי צמח ב-2.9% בשנת 2025. בהתאם לתחזית המאקר-כלכלית של בנק ישראל מתאריך ה-30 במרץ 2026, הצמיחה במשק צפויה לעמוד על 3.8% בשנת 2026 ועל 5.5% בשנת 2027 ומשקפת ירידה של 1.4% ועליה של 1.2% ביחס לתחזית ינואר 2026, לשנים 2026 ו-2027, בהתאמה. האינפלציה בארבעת הרבעונים הקרובים (המסתיימים ברבעון הראשון של שנת 2027) צפויה לעמוד על 2.3%, ובמהלך שנת 2027 היא צפויה לעמוד על 1.8%. הריבית הממוצעת ברבעון הראשון של 2027 צפויה לעמוד על 3.5%-3.75%. התחזית משקפת פגיעה בפעילות בטווח הקצר, בעיקר על רקע המגבלות בעורף והפגיעה בהיצע העבודה לנוכח גיוס המילואים, לצד עלייה בסביבת האינפלציה כתוצאה מכל אלו, וכן כתוצאה מהתייקרות מחירי הנפט. תחזית בנק ישראל התבססה, בין היתר, על ההנחה כי מבצע "שאגת הארי" והלחימה בלבנון יסתיימו בסוף חודש אפריל וכי לא יתקיים סבב נוסף מול איראן ו/או לבנון באופק התחזית, אולם רמת ההוצאות הביטחוניות תעלה בשנים הבאות.

ענף הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מוסיף להתמודד עם השינויים המבניים בשוק העבודה מאז המגיפה ועליית הריבית. ענף ההייטק, אשר שוק המשרדים המקומי חשוף אליו במידה רבה, מציג בשנים האחרונות התמתנות עם השינוי באקלים ההשקעות הגלובלי, ולאחר תקופת גאות בשנים 2021-2022. מספר המועסקים בענף נעצר ואף הצטמצם במידה מסוימת, ושיעור המועסקים בהייטק מכלל המועסקים במשק נותר קפוא בשנים האחרונות סביב כ-11.5%. בין היתר, חברות רבות מצמצמות את שטחי המשרדים שלהן על רקע תהליכי התייעלות, אימוץ מודלים של עבודה היברידי ושילוב גובר של טכנולוגיות בינה מלאכותית. כתוצאה מכך, חלק משטחי המשרדים מוצעים לשכירות משנה, במיוחד לחברות הזנק המחפשות פתרונות גמישים. ענף המשרדים בישראל עבר בשנים האחרונות סגמנטציה בולטת, עם פער ניכר בין אזורי התעסוקה המרכזיים בתל-אביב בצירים מנחם בגין והשלום, המציגים ביקושים יציבים לנכסים חדשים קרובים לצירי תחבורה ראשיים, לבין המעגלים הסובבים את תל אביב כגון הרצליה, רמת גן, פתח תקווה, חולון ואזורים מרוחקים יותר, המאופיינים בקושי לאכלס נכסים חדשים ושיעורי תפוסה נשחקים. עם התמתנות הלחימה בעזה, המחצית השנייה של שנת 2025 התאפיינה בהתאוששות, אשר התבטאה בגידול בביקושים לשכירות, בין היתר על רקע גיוסי הון משמעותיים במגזר ההייטק. אזורי משרדים מחוץ לתל אביב נותרו תחת עודף היצע, קושי לאכלס נכסים שמתפנים ולחץ על מחירי השכירות.

על פי דוח נת"ם³ לחציון הראשון של שנת 2025, שוק מגדלי המשרדים Class A בתל אביב ממשיך להפגין יציבות יחסית, תוך שמירה על שיעורי אכלוס גבוהים, אף כי נרשמה ירידה קלה לרמה ממוצעת של כ-93.9% לעומת כ-95.5% בחציון השני של שנת 2024. מנגד, דמי השכירות המבוקשים עלו בכ-4.3% והסתכמו בכ-124 ש"ח למ"ר בממוצע, כאשר אזורי ביקוש מובילים המשיכו להציג רמות תפוסה

³ דו"ח נת"ם גיליון מספר 55

גבוהות ועלויות מחירים. במקביל, בערים הסובבות את תל אביב נמשכת תגודתיות גבוהה יותר, עם שיעור אכלוס ממוצע של כ-81.9% וירידה של כ-3.6% בדמי השכירות לכ-71.8 ₪ למ"ר, על רקע היצע משמעותי של שטחים חדשים ותחרות מצד שוק שכירות המשנה.

לאור רמת אי הוודאות שעדיין שוררת בסביבה הביטחונית בישראל, על אף התמתנות מסוימת בעצימות האירועים בתקופה האחרונה, קיים סיכון להאטה בפעילות הכלכלית, כאשר היקפה והשפעותיה על שוק הנדל"ן המקומי טרם התבהרו במלואן. להערכת מידרוג, גם בתרחיש של חולשה כלכלית, איכות הנכסים ומיקומם צפויים להמשיך ולהוות גורם מרכזי בשימור רמות התפוסה ודמי השכירות.

היקף פעילות מצומצם ופיזור שוכרים מוגבל ממותנים במיקומי נכסים איכותיים ובתפוסות גבוהות לאורך זמן

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-1.78 מיליארד ש"ח נכון ליום 31 בדצמבר 2025. נכסי החברה ממוקמים ברובם באזורי תעסוקה בשולי ערים מרכזיות, ובין היתר ברמת החייל בתל אביב, במחלף לה גוארדיה בתל אביב, בהרצליה פיתוח, בהר חוצבים בירושלים ובאור יהודה. פורטפוליו הנכסים המניבים של החברה מאופיין לאורך השנים בשיעורי תפוסה גבוהים ויציבים יחסית, אשר עמדו מעל 90% בשנים האחרונות. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, שיעור התפוסה בנכסים המניבים של החברה עמד על כ-90%. בשנת 2025 רשמו הנכסים המניבים של החברה צמיחה נומינאלית של כ-5% בהכנסה התפעולית NOI, בהשוואה לצמיחה אפסית בשנים 2024.

פיזור הנכסים המניבים נמוך יחסית, כפועל יוצא מהיקף הפורטפוליו, ומשליך לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה, כאשר הנכס העיקרי (לה גוארדיה שלבים א' ו-ב') מהווה כ-25% משווי נדל"ן להשקעה, ותרם כ-28% מ-NOI לשנת 2025 ושלושת הנכסים העיקריים (לה גוארדיה שלבים א' ו-ב', אור יהודה שלבים א' ו-ב' ומגדל ויתניה רמת החייל) היוו כ-56% משווי נדל"ן להשקעה ותרמו כ-58% מ-NOI. במגדל ויתניה לה גוארדיה מתקיים עירוב שימושים והוא מחולק לאלומות 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-54.2 מיליון ₪ בשנת 2025, והיוו שיעור של כ-44% מהכנסות החברה מכלל השוכרים באותה תקופה. השוכר העיקרי האחראי לכ-21% מהכנסות החברה בשנת 2025 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-14% וכ-9% מסך ההכנסות), ותקופת השכירות הנותרת להם הינה כ-7 שנים וכ-12 שנים, בהתאמה, ומפצה במידה מסוימת על החשיפה. להערכת מידרוג, סיכון ריכוזיות זה ממותן מצד איכות כלל השוכרים ומח"מ החוזים.

החברה מתמודדת עם התממשות סיכוני הקמה וביקוש בשלושה פרויקטים בייזום ומחליטה לצאת מפעילות ייזום למגורים

החברה מציגה לאורך שנים צמיחה בהיקף הפעילות על בסיס ייזום פרויקטים ואכלוסם. כיום לחברה 2 פרויקטים לנדל"ן מניב בהקמה, אשר בכל אחד מהם היא מחזיקה 50% לצד שותפים ופרויקט משולב משרדים ומגורים למכירה.

מתחם VICA שלב א' בקרית אריה, פתח תקווה הינו פרויקט להקמת בנין משרדים בשטח 13 אלף מ"ר ושטחי מרתף של 35 אלף מ"ר הצפויים לשרת גם את השלבים הבאים בפרויקט. הפרויקט מצוי בשלבי סיום וצפוי לקבל תופס אכלוס ברבעון השני 2026. עלות שלב א' (כולל השקעות שימשו את השלבים הבאים) נאמדת בכ-372 מיליון ₪ שהושקעו ברובם, חלק החברה מחצית מכך. עד כה נחתמו בפרויקט הסכמי שכירות בהיקף של כ-2000 מטר המהווים כ-15% בלבד מהשטחים להשכרה. קריית אריה מאופיינת מזה זמן בעודף היצע של שטחי משרדים, לצד התנהלות זהירה וממוקדת של שוכרים פוטנציאליים, מה שמקשה על אכלוס נכסים חדשים. במהלך שנת 2025 רשמה החברה הפסד מירידת ערך בסך כ-48 מיליון ₪ בגין חלקה בפרויקט. למול הפרויקט עומדת הלוואה בסך כ-50 מיליון ₪ (חלק החברה) ומסגרת אשראי לא מנוצלת בסך 57 מיליון ₪ שמסתיימות שתיהן בספטמבר 2026.

פרויקט נס ציונה שלב א' (50%) כולל שטחי מעבדות, תעשייה ומשרדים של כ-39 אלף מ"ר אשר 100% מהם הושכרו מראש לשני שוכרים מקבוצת לנדא, אולם בעקבות כניסת לנדא קורפוריישן להליכי הסדר חוב ושחרורה מהתחייבויותיה לפי הסכם השכירות, פחתה משמעותית ודאות האכלוס בפרויקט והחברה נדרשת לשיווק מחדש של כלל השטח להשכרה. השותף המחזיק 50% נוספים בפרויקט הן חברות פרטיות של בני לנדא. לפי דיווחי החברה, היא פועלת לאיתור שוכר חלופי לפרויקט ומנהלת מגעים עם גורמים שונים. היקף ההשקעה בפרויקט ברמת גמר מלא נאמד על ידי החברה בכ-610 מיליון ₪, (חלק החברה 50%). עד כה הושלמו מרבית עלויות הפרויקט למסירה ברמת מעטפת והוא צפוי להסתיים ברבעון שני 2026. בשנת 2025 רשמה החברה ירידת ערך בסך כ-101 מיליון ₪ בגין חלקה בפרויקט. יתרת האשראי בגין הפרויקט (חלק החברה) נאמד בכ-240 מיליון ₪ ובשלב זה נסגרה מסגרת האשראי לפרויקט לניצול נוסף והחברה מממנת את מלוא ההשקעות הנדרשות להשלמתו ופועלת מול הבנק להארכת פירעון ההלוואה.

נוסף לכך, החברה מקימה את פרויקט ויתניה לה גווארדיה שלב ג' (חלק החברה 50%), הכולל שטחי משרדים למכירה ודירות למכירה. שלב ג' שהינו מגדל משרדים בשטח עילי של כ-60 אלף מ"ר נמכר כולו מראש לבנק הפועלים. שלב ג'2 הינו מגדל משרדים ומסחר למכירה בשטח עילי של כ-17 אלף מ"ר משולב עם 130 דירות למכירה ומבנה ציבורי לטובת עיריית ת"א. חלק מהותי משטחי המשרדים בו נמכר (כ-6,000 מ"ר מהם בעסקת המשך מול בנק הפועלים) ובחלק המגורים נמכרו עד כה 27 יח"ד. השלמת הפרויקט, לאחר עיכובים בלוחות הזמנים, צפויה במהלך שנת 2028. ברבעון הרביעי לשנת 2025 עדכנה החברה את אומדני ההוצאות בפרויקט בעיקר משינויי תכנון והתייקרויות וכן הפחיתה את צפי ההכנסות ממכירת דירות הפרויקט כך שהרווח מהפרויקט נאמד בסך של 16 מיליון ₪ (3% מסך ההכנסות) חלף רווח חזוי של כ-116 מיליון ₪ (25% מסך ההכנסות) לפני כשנה. יתרת הלוואת הליווי כנגד הפרויקט נאמדת בכ-168 מיליון ₪ (חלק החברה) נכון ליום 31 בדצמבר 2025 והחברה מנהלת מו"מ עם הבנק המממן לגבי תנאיה לאור החריגה מיעדי המכירות והרווח בפרויקט.

למרות גורמים ממתנים בייזום הפרויקטים הללו: כלל הפרויקטים נעשו יחד עם שותפים, בשניים מבין השלושה בוצעו השכרות/מכירות מוקדמות של שטחים כחלק מהתכנית העסקית והפרויקטים נבנים בידי SGS, קבלן ביצוע ותיק של החברה שהינו צד קשור לחברה, השינויים בסביבה העסקית והכלכלית הובילו לאתגרים בהקמה ובשיווק של הפרויקטים, שהעלו את רמת הסיכון. כפועל יוצא חלה עלייה במינוף החברה ועלייה בסיכון האשראי. בכוונת החברה לנקוט מהלכים שונים שיפעלו כמצמצמי סיכון.

ביום 27 בנובמבר 2025 החליט דירקטוריון החברה על יציאה מלאה מפעילות הייזום למגורים, לרבות יציאה מפרויקט באזור חבצלת השרון, והחברה העמידה את הפעילות כנכסים למכירה. להערכת מידרוג, מהלך זה צפוי לצמצם את חשיפת החברה לסיכונים ייזום, לרבות סיכונים תכנון, ביצוע ושיווק, וכן להפחית את צורכי ההשקעה והחוב הנלווים לפעילות זו.

שחיקה ביחסי הכיסוי ועלייה במינוף, על רקע השקעות ייזום והיעדר תרומה מהותית לרווחיות מפרויקט לה גווארדיה

לחברה היקף FFO מותאם (מנוטרל מגזר ייזום למכירה) נמוך יחסית לרמת הדירוג, אשר הסתכם בסך של כ-33 מיליון ₪ בשנת 2025, וזאת בהשוואה לסך של כ-40 מיליון ₪ בשנת 2024 ולסך של כ-44 מיליון ₪ בשנת 2023. החברה מציגה צמיחה מסוימת בהכנסות מנכסים מניבים, לצד עלייה בהוצאות המימון הנובעת מהקמת נכסים חדשים. מגמה זו מביאה לשחיקה ב-FFO בשנתיים האחרונות, אך משקפת השקעה עתידית בהכנסות מניבות נוספות. נציין כי תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מניח תרומה מהותית להנבה מפרויקטי נס ציונה שלב א' וקריית אריה במהלך תקופת התחזית, נוכח אי-ודאות באשר לעיתוי וקצב האכלוס. כתוצאה מכך, היקף FFO צפוי להיותר נמוך ביחס לרמת הדירוג ולנוע בטווח של 35-40 מיליון ₪ לשנה בשנים 2026-2027.

יחס המינוף של החברה מצוי במגמת עלייה, על רקע היקף השקעות משמעותי בפעילות הייזום, לצד שחיקה בהון העצמי כתוצאה מירידות בשווי ההגון של נכסים. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו עומד על כ-60.9%, לעומת כ-55.4% נכון ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-50.2% נכון ליום 31 בדצמבר 2023. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח גידול בחוב הפיננסי במהלך שנת 2026 בעיקר מהמשך ההשקעה בלה גווארדיה שלב ג', בניכוי תקבולי רוכשים. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח כי החברה תמחזר הלוואות בנקאיות בגין נכסים מניבים ואף תגדיל הלוואות אלו בהיקף מסוים בהתאם לצורכי הפעילות השוטפת שלה. בהתאם לכך יחס המינוף צפוי להמשיך לעלות ולנוע בטווח 58%-62% בשנים 2026-2027. רמת מינוף זו חורגת מהרמה ההולמת את הדירוג לאורך זמן.

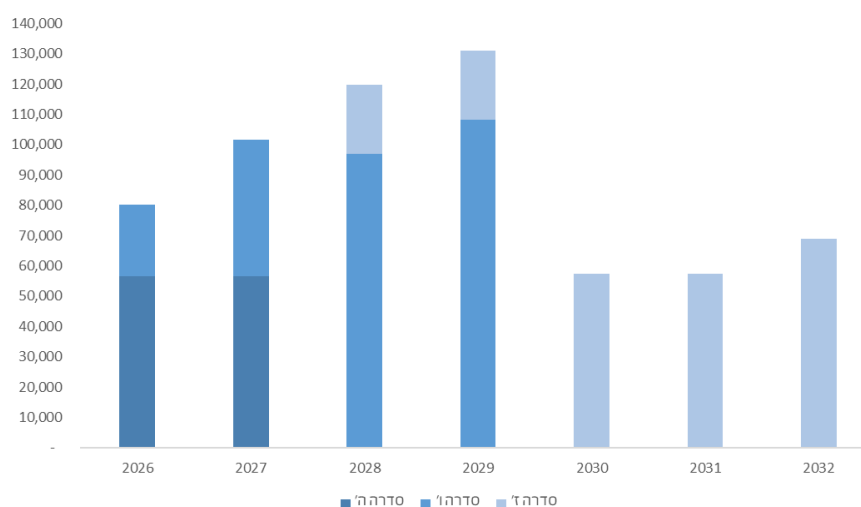
מידרוג לא הניחה חלוקת דיבידנד בשנה-שנתיים הקרובות. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה היא תחלק לבעלי מניותיה דיבידנד בשיעור של 50% מהרווח הנקי בנטרול עלייה (ירידה) בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה, נטו ועליית (ירידת) שווי ניירות ערך שלא מומשו, וכן בנטרול השפעות המס על רכיבים אלה. עם זאת, לפי החברה היא בוחנת כל חלוקה לגופה בהתאם לתזרים המזומנים ולמצבה הפיננסי הכולל. שיעור החלוקה הממוצע ביחס ל-FFO גישת ההנהלה עמד בשלוש שנים האחרונות על כ-44%. 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

כל נכסי החברה משועבדים להבטחת הלוואות בנקאיות ומסגרות אשראי וזאת בשיעורי מימון נמוכים יחסית. נכון ליום 31 בדצמבר 2025, יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה עמד על כ-34% ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי להיוותר ברמה דומה. להערכת מידרוג, שיעור המימון המתון של הנכסים המניבים משפר את הגמישות הפיננסית של החברה.

נזילות החברה נשענת במידה רבה על מסגרות אשראי מאושרות ובלתי מנוצלות מבנקים מובטחות בנכסים מניבים בסך של כ-526 מיליון ₪, מתוך כך, החברה הצהירה כי תרתק מסגרות בהיקף של 175 מיליון ₪ בגין נע"מ (סדרה 1); הכנסה תפעולית מנכסים מניבים, בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות; חלויות שוטפות של הלוואות בנקאיות ואג"ח בהתאם ללוחות סילוקין; ההשקעות בפרויקטים בהקמה ממומנות בעיקר באמצעות ניצול מסגרות אשראי בחשבונות ליווי סגורים ו/או באמצעות תקבולים ממכירות.

תרשים 2: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב ליום 31 בדצמבר 2025, 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 השליטה בחברה, מידרוג אינה מעריכה שינוי לרעה במדיניות החברה ובפרופיל הממשל התאגידי שלה.

מטריצת הדירוג

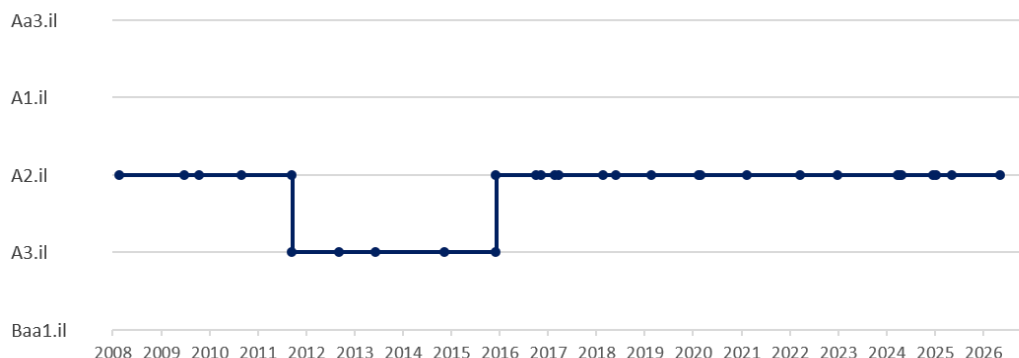
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2025		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	3.2-3.1	A.il	3.1	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	62%-58%	Aa.il	61.2%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Baa.il	40-35	Baa.il	40	היקף FFO (מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
Baa.il	46-38	Baa.il	49	חוב פיננסי נטו / *FFO	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	34%-30%	Aa.il	34%	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.

אודות החברה

ויתניה בע"מ הינה חברה ציבורית העוסקת, במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות, בתחום הנדל"ן בישראל. פעילות החברה כוללת ייזום, השכרה וניהול של נכסים מניבים, בעיקר בתחום המשרדים. בעלת השליטה בחברה היא טלקאר בע"מ, שבשליטת משפחת אונגר, המחזיקה בכ-63% ממניות החברה, לצד בעלי מניות נוספים ובהם הראל חברה לביטוח וקבוצת SGS, כאשר יתרת המניות מוחזקת בידי 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, מרץ 2026](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

19.05.2026	תאריך דוח הדירוג:
20.05.2025	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 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.

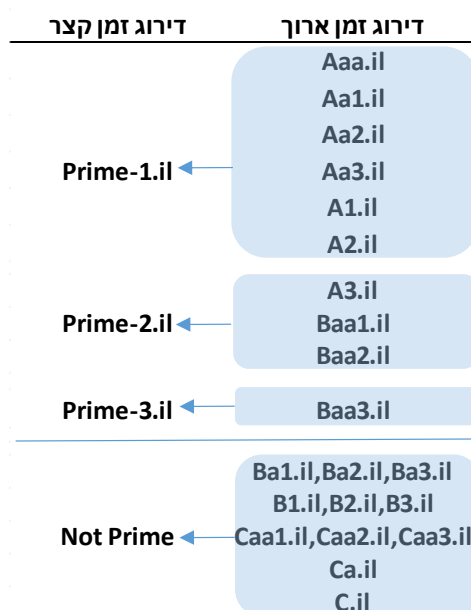
הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג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

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

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

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר⁵⁴, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים.



⁴ הכל בהתאם ובכפוף למתודולוגית "דירוג זמן קצר", ניתן לעיין במתודולוגיה באתר מידרוג.

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 לכושר החזר 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 כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגימה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר 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 בנוגע לכושר החזר 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 ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטת כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים 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 מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי כושר החזר 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, הערכות 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 לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו 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.