

ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ

מעקב | אוגוסט 2024

אנשי קשר:

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

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

ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה") וקובעת דירוג מנפיק זהה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ג'	1137439	A3.il	יציב	31.01.2025
ד'	1157668	A3.il	יציב	31.10.2030

שיקולים עיקריים לדירוג

- סביבת הפעילות בשוק הנדל"ן המניב בעיקר בישראל ובגרמניה המאופיינות בכלכלות חזקות ויציבות תומכת בפרופיל העסקי של החברה, לצד האטה בביקוש ולחצי מחיר בתחום המשרדים בישראל שהחלו בשנה האחרונה. נכון ל- 31.03.2024 פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב בישראל מהווה כ- 54% מסך נדל"ן להשקעה ואירופה (בעיקר בגרמניה) כ- 46% מסך נדל"ן להשקעה. 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-בינוני גורמים אלו מהווים איום על חברות הנדל"ן המניב 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 יסיפו להוות גורם מפתח בשיעורי התפוסה ובגובה דמי השכירות גם במחזור כלכלי שלילי.
- הקטנת סיכון הייזום עם סיום צפוי של פרויקט מהותי בפתח תקווה ושיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן בנכסים המניבים הקיימים בישראל ובאירופה, לצד ריכוזיות של נכסים ושוכרים. בנייתו של הפרויקט העיקרי של החברה ביגיע כפיים, פתח תקווה, צפויה להסתיים בחודשים הקרובים, ושיעור ההשכרה בו עומד כיום על כ- 30% מהשטחים. עודפי היצע של שטחי משרדים להשכרה באזור הפרויקט עלולים להקשות על החברה לשווק את השטחים הפנויים בפרויקט. להערכת מידרוג, הניסיון והטרק רקורד החיובי של החברה ושל שותפתה בפרויקט קבוצת רוגובין ורמת הגימור של הפרויקט ממתנים סיכון זה. פורטפוליו הנכסים של החברה איכותי ומגוון, ומאופיין בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן כאשר ליום 31.03.2024 שיעור התפוסה הממוצע בנכסים בישראל עמד על כ- 97% ובאירופה על כ- 93%. NOI מנכסים זהים צמח בשנת 2023 בשיעורים של כ- 17% בישראל וכ- 35% באירופה. בישראל קיימת ריכוזיות מסוימת באזור פתח תקווה וצריפין. כמו כן, שלושה נכסים עיקריים מהווים כ- 39% מסך נדל"ן להשקעה במאוחד ליום 31.03.2024 ושלושה שוכרים עיקריים אחראים על שיעור של כ- 42% מסך ההכנסות של החברה לשנת 2023 כולל איחוד יחסי של חברות כלולות. איכות השוכרים העיקריים מהווה גורם ממתן לסיכון הריכוזיות.
- המינוף נשמר יציב לאורך זמן למרות גידול בנכסים, לצד הוצאות ריבית שמעיבות על ה-FFO ועל יחס הכיסוי. יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 59.2% ליום 31.03.2024, בהשוואה לשיעור של כ- 59.4% ליום 31.03.2023. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי לשמור על רמתו ולנוע בטווח של 59%-61% בשנים 2024-2025, באופן שהולם את רמת הדירוג. הוצאות הריבית בגין החוב הפיננסי מעיבות על היקף FFO, כך שלמרות צפי לשיפור NOI לטווח של 135-145 מ' ש בשנים 2024-2025, בהשוואה לסך של כ- 129 מ' ש בשנת 2023, FFO צפוי להמשיך לבלוט לשלילה לרמת הדירוג לנוע בטווח של 52-58 מ' ש לשנה בשנים 2024-2025. בהתאם לכך, יחס הכיסוי צפוי לנוע בטווח של 32-37 בשנים 2024-2025.

- **יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה נמוך בישראל ומסגרות אשראי חתומות ופנויות תורמים לגמישות הפיננסית.** לחברה נכסים מניבים בישראל שאינם משועבדים בשווי מצרפי של כ- 370 מ' ש אשר מקנים לחברה גמישות פיננסית. היחס שווי נכסי לא משועבד לסך מאזן עמד על כ- 11% ליום 31.03.2024 וצפוי להשתפר מעט לטווח של 11%-13% בשנים 2024-2025. שיעור חוב מובטח לנדל"ן להשקעה (LTV) עמד על כ- 47% ליום 31.03.2024, יחס זה הושפע לחיוב מ- LTV נמוך בנכסים בישראל ו- LTV גבוה יותר בנכסים בגרמניה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לשמור על רמתו בשנים 2024-2025. יתרות הנזילות והיקף מסגרות האשראי החתומות והפנויות של החברה מספקות ביחס לצורכי שירות אגרות החוב. יצוין כי החברה נוהגת להשתמש במסגרות אשראי פנויות כחלק בלתי נפרד מניהול תזרים המזומנים, ואין לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים מוצהרת ומחייבת.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון, בין היתר, תזרים מפעילות שוטפת בנכסים המניבים הקיימים של החברה ותחילת הנבה מהנכס ביגיע כפיים, פתח תקווה, לאחר השלמת בנייתו, בהתאם להסכם השכירות שנחתם לגבי כ- 30% מהשטחים בו, ללא הנחת אכלוס שטחים נוספים, והמשך ייזום והשקעות בנכסים בהקמה, בעיקר ביגיע כפיים ובשטוטגרט, גרמניה, לצד השקעות בשיפוץ נכסים קיימים בישראל ובאירופה, בין היתר באמצעות נטילת הלוואות חדשות. כמו כן, תרחיש הבסיס כולל פירעונות שוטפים של הלוואות בנקאיות ואג"ח בהתאם ללוחות סילוקין, בין היתר באמצעות הנפקת אג"ח (סדרה חדשה). במסגרת תרחיש הבסיס מידרוג ערכה תרחיש רגישות שונים ולקחה מקדמי ביטחון, בין היתר, באשר לשחיקה אפשרית בשווי נדל"ן להשקעה של החברה, הניחה חלוקת דיבידנדים ולא הניחה רכישות של נכסים חדשים.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה הושפע לשלילה לאור אי עמידה באמות מידה פיננסיות "רכות" בשתי הלוואות בגין נכסים בגרמניה המושכרים למלונות. אי עמידה באמות המידה הפיננסיות כאמור אינה מהווה עילה לפירעון מידי של הלוואות, אולם לבקשת הבנקים הופקדו על ידי החברה עודפים תזרימיים מפעילויות אלו בפקדונות מוגבלים עד לריפוי ההפרות. מידרוג תמשיך לבחון לאורך זמן את המרחק בין התוצאות הפועל לעומת דרישות הבנקים בהתאם לאמות המידה הפיננסיות שנקבעו בהסכמי המימון, ואת השפעתן על החברה. יצוין כי החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות לבנקים בישראל ולאגרות החוב במרחק מספק.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על יציבות תזרימית תוך המשך מגמת גידול בהיקף הנכסים המניבים, וכי החברה תמשיך לשמור על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי חתומות ופנויות מספקות לשירות אגרות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי המינוף והכיסוי
- שיפור בפזר השוכרים והנכסים של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה משמעותית ביחסים הפיננסיים ו/או בסביבת פעילות החברה, מעבר לתחזיות מידרוג
- ייזום משמעותי, מעבר לתרחיש הבסיס, באופן המגדיל את פרופיל הסיכון
- אי-שמירה על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות הולמות לשירות אגרות החוב

ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ - נתונים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪*

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024	
2,311	2,802	2,971	3,212	3,255	סך מאזן
1,246	1,561	1,505	1,836	1,831	חוב פיננסי נטו
59.5%	58.9%	55.8%	60.1%	59.2%	חוב נטו / CAP נטו
41	59	51	53	68	FFO LTM
30.4	26.4	29.7	34.4	26.8	חוב נטו / FFO

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

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

התמקדות החברה בענף הנדל"ן המניב בישראל ובגרמניה תומכת ביציבות סביבת הפעילות, לצד אתגרים בעיקר בתחום המשרדים

החברה פועלת בשני תחומי פעילות עיקריים: תחום הנדל"ן המניב בישראל ותחום הנדל"ן המניב באירופה. ליום 31.03.2024 החברה מחזיקה ב- 20 נכסים מניבים בישראל (משרדים, מסחר ותעשייה) וב- 18 נכסים מניבים באירופה הכוללים מלונות, משרדים ומסחר. מרכז הכובד של הנכסים בישראל הינו בפתח תקווה ובצריפין, במיקומים אטרקטיביים עם פעילות עסקית ענפה ונגישות תחבורתית גבוהה. בחו"ל החברה פועלת בערים מרכזיות בעיקר בגרמניה ובכללן: פרנקפורט, מאנהיים, שטוטגרט, המבורג, קלן, דבלין ומדריד המאופיינות בביקוש גבוה לשירותי אירוח עסקי.

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 ביולי 2024 עמדה על שיעור של כ- 3.2% 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"ם¹ 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 למשרדים מסוג Class A לעומת המחצית הראשונה של שנת 2023. במשרדים במיקומי "פריים" חלה ירידה מתונה יותר בדמי השכירות - דבר אשר מעיד על חוזקו של פלח שוק זה הנשען על נגישות תחבורתית ונכסים ברמת גימור גבוהה. גם להערכת מידרוג משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים במיקום אטרקטיבי, וברמת גבוהה של גימור ושירותים משמעותיים עמידים יותר בתקופות של האטה, 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 וכיוונום ברקע העלייה בריבית.

בהיותה בעלים של נכסי מלונאות באירופה המושכרים לרשתות ומפעילים בענף, החברה חשופה לענף המלונאות המאופיין על ידי מידרוג ברמת סיכון גבוהה יחסית, היות והביקוש לשירותי מלונאות נתון לתנודתיות הנובעת מעונתיות, ממחזוריות כלכלית ומאירועים אקסוגניים המשפיעים על התיירות הבינלאומית. הביקוש לשירותי פנאי ונופש באירופה ובעולם מצוי במגמת עלייה לאורך השנים עם

¹ דו"ח נת"ם גיליון מספר 52.

השיפור ברמת החיים ותמורות סוציו-אקונומיות המשפיעות על הרגלי הצריכה. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים. היצע המלונות מבוצר מאוד וכולל רשתות ענק בינלאומיות לצד מלונות פרטיים ופתרונות לינה תחליפיים לבתי מלון, בדמות דירות להשכרה קצרת טווח, ועדיין קיימת חשיבות להצעת הערך של המותג המלונאי, למיקום בית המלון ולניסיון של חברת הניהול המהווה פרמטר חשוב ברווחיות הפעילות. בנוסף, זמינות קרקעות באזורי ביקוש מרכזיים מהווה חסם כניסה משמעותי בענף. תמורות טכנולוגיות המגישות מידע ומעודדות שקיפות מחירים תורמות להגדלת הביקוש אך גם מעודדות תחרות. ענף המלונאות עתיר תחזוקה יומיומית והשקעות הוניות. רמת הסיכון משתנה לאורך שרשרת הערך בענף, בהלימה למידת סיכוני הביקוש והתפעול שנטלים על עצמם השחקנים השונים. מידורג מעריכה כי החברות המחזיקות בבעלות בנכסי הנדל"ן לצורך השכרתם לרשתות המלונאות, והן אינן מפעילות את בתי מלון בעצמן, נושאות במידה נמוכה יותר את סיכוני הביקוש והתפעול של הענף ביחס לחברות המפעילות עצמן.

גרמניה מדורגת ע"י Moody's בדירוג Aaa באופן יציב. בשנת 2023 הכלכלה הגרמנית הפגינה חולשה עם צמיחה נמוכה של 0.3% בשנת 2023 כולה והצליחה לחמוק ממיתון "טכני" לאור עדכון תחזית הצמיחה ברבעון השלישי לשנת 2023 אשר עמדה על 0%, וצמיחה שלילית של 0.3% ברבעון הרביעי לשנת 2023, כאשר רצף ירידות בשיעור צמיחת התמ"ג של שני רבעונים רצופים מוגדר כמיתון. האינפלציה עלתה בשיעור כולל של 6% בשנת 2023 עם ציפייה להתמתנות בשנת 2024 לכ- 2.7%. שוק העבודה נותר חזק, בדומה למגמה בשאר העולם, שיעור האבטלה נותר יציב ונמוך ועמד על כ- 3% נכון לסוף שנת 2023. שוק הנדל"ן בגרמניה הינו מהגדולים באירופה עם שווי נכסים של כ- 800 מיליארד אירו. היקף העסקאות בגרמניה בשנת 2023 היה כ- 30 מיליארד אירו, נמוך בכ- 45% בהשוואה לשנת 2022 שבה בוצעו עסקאות בהיקף של כ- 66 מיליארד אירו, ובהשוואה לשנת 2021 שהייתה שנת שיא בעסקאות הנדל"ן בהיקף של כ- 111 מיליארד אירו. שוק הנדל"ן בגרמניה נחשב לשוק יציב יחסית ביחס לשאר מדינות האיחוד. כמו כן, השוק הציג יציבות הן במחירי הנכסים והן בדמי השכירות לאורך השנים. מאידך, צפויים אתגרים בשנים הקרובות לחברות נדל"ן באירופה לאור כך שהבנק המרכזי באירופה העלה את הריבית בשיעור של 4.5% מרמה אפסית נכון לאפריל 2024. לפי סקירת CBRE, הכלכלה הגרמנית בשנת 2024 צפויה להמשיך להפגין חולשה עם צמיחה נמוכה עד אפסית דבר אשר צפוי להשפיע גם על שוק הנדל"ן הגרמני אשר צפוי להתאושש בצורה איטית והדרגתית רק בשנת 2025, גם לאור הריבית הגבוהה שעדיין שוררת בשוק והידוק מדיניות מתן האשראי מצד הבנקים.²

הפרופיל העסקי נתמך בפורטפוליו נכסים משמעותי המאופיין בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן ובעל שוברים איכותיים. עם זאת, ריכוזיות השוברים והנכסים משליכה לשלילה

עיקר האסטרטגיה של החברה הינה איתור נכסים במיקומים מרכזיים ובעלי פוטנציאל השבחה ופיתוח, בין היתר, באמצעות שיפוצם, הגדלת זכויות הבנייה ו/או שינוי ייעודם, הגדלת שיעורי התפוסה בנכסים, לשם מכירתם מעת לעת ברווח גבוה. החברה גם יוזמת ומפתחת נכסים מניבים חדשים. במהלך השנים 2021-2023 השקיעה החברה כ- 1.0 מיליארד ₪ בישראל ובאירופה ברכישת נכסים חדשים, ייזום והקמה של נכסים והשבחת נכסים מניבים (לרבות השקעות בחברות כלולות), כרבע מכך השקעה בהקמה ופיתוח מתחם הופ טאון ביגיע כפיים, פתח תקווה. במקביל פעלה החברה ומוסיפה לפעול למימוש נכסים לאחר השבחתם או נכסים שאינם בליבת פעילותה. בשנת 2022 החברה מימשה נכסים בהיקף של כ- 475 מ' ש' שכללו בעיקר את מתחם ECI, נכס בשטוטגרט, נכס בפרייבורג וקרקע בחדרה. החברה פועלת למכירת נכס בראשון לציון בשטח של כ- 10 דונם תמורת כ- 94 מ' ש' לאחר שעודכנו תנאי העסקה ולפי התנאים העדכניים קומה אחת במבנה המיועדת להשכרה למשרדים ותעשייה קלה תיוותר בידי החברה. כמו כן, בחודש מאי 2024 התקשרה החברה עם צד שלישי בלתי קשור למכירת זכויות החברה בקרקע פנויה בגדרה, בשטח של כ- 13.3 דונם, בתמורה לסך כולל של כ- 76 מ' ש'.

מצבת הנכסים המניבים של החברה גדלה בשנים האחרונות והיא מונה כיום כ- 30 נכסים בישראל ובאירופה (במאוחד) וכ- 8 נכסים באמצעות חברות כלולות באירופה (לא כולל 3 נכסים במזרח אירופה). במרבית הנכסים מחזיקה החברה בבעלות מלאה.

² German Market outlook 2024, CBRE, January 2024

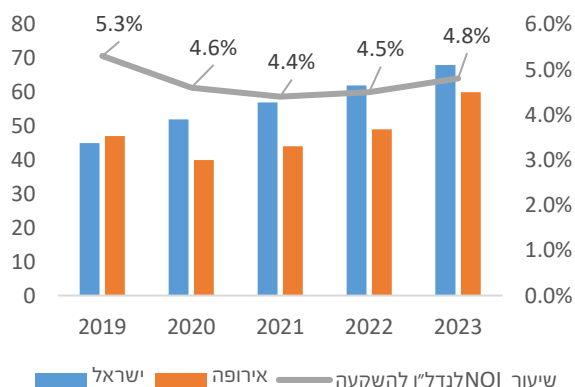
בישראל, פעילות החברה מתמקדת בנכסים המיועדים לצורכי תעסוקה (משרדים), מסחר, תעשייה ולשימושים נלווים (לוגיסטיקה), בעיקר במרכז הארץ. היקף NOI בישראל הסתכם בכ- 68 מ' ש בשנת 2023 בהשוואה לכ- 62 מ' ש בשנת 2022. בתוך כך, שיעור הגידול ב- NOI מנכסים זהים בישראל עמד על כ- 17% בשנת 2023 וכ- 32% בשנת 2022. הנכס הבולט של החברה בישראל הוא המרכז הלוגיסטי בקריית שלמה-צריפין המשמש כמטה קבוצת שלמה ופועל החל משנת 2011. שוויו בספרי החברה ליום 31.03.2024 עומד על כ- 406 מ' ש. נכס בולט נוסף הוא השוק הסיטונאי המוצג בספרי החברה בשווי של כ- 243 מ' ש וממוקם גם הוא באזור צריפין ומושכר למספר רב של שוכרים.

באירופה החברה פועלת באמצעות חברות בנות וחברות כלולות באיתור נכסים מלונאיים ו/או נכסים המשמשים למשרדים ומסחר במרכזי ערים מרכזיות לרבות פרנקפורט, מדריד, מאנהיים ועוד. היקף NOI באירופה הסתכם בכ- 18.6 מ' אירו בשנת 2023 בהשוואה לכ- 14.6 מ' אירו בשנת 2022. הגידול ב- NOI מנכסים זהים במטבע מקור עמד על כ- 35% בשנת 2023 וכ- 15% בשנת 2022. הנכס המרכזי של החברה באירופה מצוי בפרנקפורט בגרמניה ומושכר לרשת המלונות סקנדיק בהסכם שכירות שנחתם לתקופה של 24 שנים (נותרו כ- 19 שנים) עם אופציה להארכת תקופת השכירות ל- 5 שנים נוספות. שווי הנכס בספרי החברה ליום 31.03.2024 עומד על כ- 409 מ' ש.

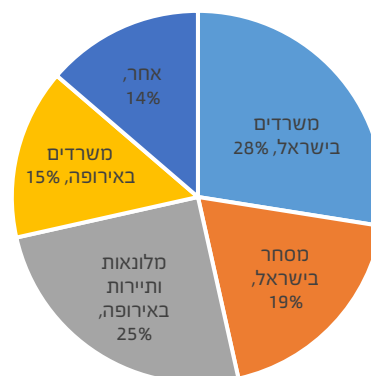
שיעורי הגידול ב- NOI מנכסים זהים גבוהים הן בישראל והן באירופה ונובעים מפעילות ההשכחה שהחברה מבצעת בנכסיה באופן שבתקופת ביצוע העבודות הנכסים אינם מניבים או שמניבים באופן חלקי ובתקופות המקבילות שנה לאחר מכן נרשמת צמיחה משמעותית בעקבות אכלוס והנבה מלאה. סיכון הייזום העיקרי של החברה נובע כיום מהפרויקט ביגיי כפיים אם כי סיכוני הביצוע הצטמצמו באופן משמעותי לקראת הסיום הצפוי של בניית הפרויקט. הסיכון השיווקי צפוי להערכת מידרוג להמשיך לאתגר את החברה לאור היצע המשרדים הגבוה הקיים באזור בפתח תקווה ואי הוודאות הקיימת בעקבות השפעות המצב הביטחוני והגיאוגרפי. סך ההשקעה של החברה בפרויקט, כולל קרקע, בנייה והוצאות שונות, צפוי להסתכם לכ- 327 מ' ש. נכון ל- 31.03.2024 חלק החברה מוצג בספרי החברה לפי עלות של כ- 243 מ' ש. גם בישראל וגם באירופה, נכסי החברה מושכרים לטווחים בינוניים-ארוכים, לרבות אופציות הארכה, עם מח"מ חוזים קצר יותר במשרדים וארוך יותר במלונות. שיעורי התפוסה בנכסי החברה בישראל ובאירופה נשמרים גבוהים לאורך זמן, כאשר ליום 31.03.2024 שיעור התפוסה בישראל עמד במשוקלל על כ- 97% ובאירופה על כ- 93%. בנטרול נכס בשיפוץ בשטונגרט בגרמניה שיעור התפוסה המשוקלל באירופה עומד על כ- 99%. שיעורים אלה בולטים לחיוב ותומכים בפרופיל העסקי של החברה. השווי המצרפי של שלושת הנכסים מרל"ג קריית שלמה צריפין, השוק הסיטונאי ומלון סקנדיק פרנקפורט מהווה כ- 39% בסך נדל"ן להשקעה ליום 31.03.2024. שלושת השוכרים שלמה החזקות, פתאל החזקות וסקנדיק אחראים על כ- 42% מהכנסות החברות לשנת 2023 כולל איחוד יחסי.

תרשים 2: פילוח NOI לפי אירופה וישראל במיליוני ש"ח ושיעור NOI

מאוחד לנדל"ן מניב, 2019-2023



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



שיעור מינוף מתון יחסית לצד יחסי כיסוי איטיים עם מגמת גידול בהוצאות המימון

החוב הפיננסי ברוטו של החברה נכון ל-31.03.2024 הסתכם בכ- 1.87 מיליארד ₪, בהשוואה לכ- 1.77 מיליארד ₪ ליום 31.03.2023, גידול שנבע מהעלייה במצבת הנכסים של החברה ובהשקעה בפרויקטים בהקמה ובשיפוץ וכן מהתחזקות האירו מול השקל, כאשר כ- 41% מחוב החברה (מאוחד) נקוב באירו ומממן את הנכסים באירופה ובעיקר בגרמניה.

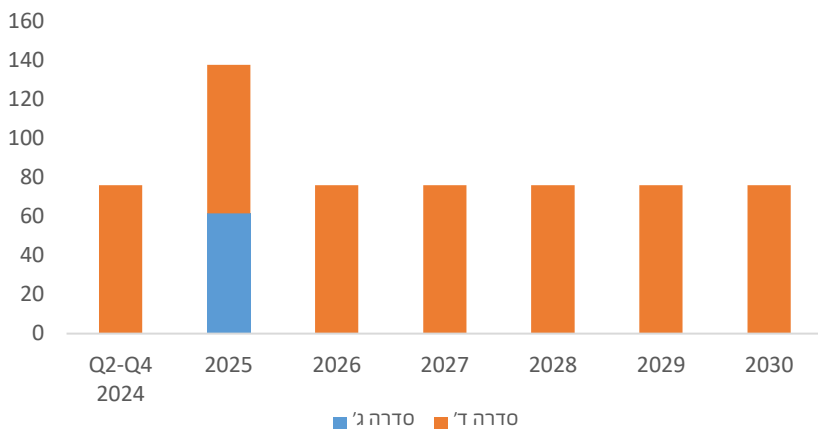
מרבית חוב החברה הינו בריבית קבועה ואינו צמוד למדד, גורם שמיתן את ההשפעה השלילית של העלאות הריבית בשנים 2022-2023 ושל האינפלציה הגבוהה בישראל ובאירופה. בד בבד, הסכמי השכירות בנכסי החברה בישראל צמודים במלואם למדד המחירים לצרכן ואילו באירופה הסכמי השכירות צמודים במידה חלקית למדד. יחד עם זאת, החברה ממחזרת אג"ח בישראל בריבית גבוהה מאשר בעבר וכן לחברה הלוואה בריבית משתנה לפי פריים בגין הייזום של הפרויקט ביגיע כפיים שהשפיעה לשלילה על הוצאות המימון ויחס הכיסוי.

FFO הסתכם בשנת 2023 לסך של כ- 53 מ' ₪, בהשוואה לסך של כ- 51 מ' ₪ בשנת 2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ה- FFO צפוי להציג שיפור מתון ולנוע בטווח של 52-58 מ' ₪ בשנים 2024-2025. FFO בשנות התחזית מושפע לחיוב מגידול ב- NOI לאור אכלוס ותחילת הנבה בנכסים לאחר השלמת בנייה או שיפוץ, אך הוצאות הריבית מקזזות חלק ניכר משיפור זה כאמור לאור גידול בחוב הפיננסי ומחזור חוב בריבית גבוהה מהריבית הקיימת. בהתאם לכך, יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO צפוי להמשיך להיות איטי לרמת הדירוג בשנים 2024-2025 ולנוע בטווח של 32-37, בהשוואה ליחס של כ- 34 בשנת 2023 וכ- 30 בשנת 2022. נכון ליום 31.03.2024 יחס המינוף, חוב נטו ל- CAP נטו, עמד על כ- 59%, יציב יחסית בשנים האחרונות, חרף ההשקעות הגבוהות שביצעה החברה וחלוקות דיבידנדים, ובזכות מימוש נכסים ורווחי שערור וכן התחזקות האירו מול השקל בשנתיים האחרונות. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף צפוי לשמור על רמתו בשנים 2024-2025 ולנוע בטווח של 59%-61%, בהשפעת גידול בחוב הפיננסי בעיקר לצורך השלמת הבנייה והמשך השקעות בנכס ביגיע כפיים ולהשקעות בהקמה ושיפוץ של שני נכסים בשטוטגרט בגרמניה, לצד פירעונות של אג"ח והלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות סילוקין.

גמישות פיננסית טובה לאור שיעור חוב מובטח לנדל"ן להשקעה נמוך בישראל ונגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית בישראל ובאירופה

לחברה נכסים מניבים בישראל שאינם משועבדים בשווי מצרפי של כ- 370 מ' ₪ ומהווים כ- 11% מסך המאזן, שיעור שאינו בולט לחיוב לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי להשתפר מעט לנוע בטווח של 13%-11% בשנים 2024-2025 עם הותרת הקומה בידי החברה בנכס בראשון לציון שמצוי בתהליך מכירה ובנייתו של מפעל באופקים שהושכר במלואו מראש, שני נכסים אלו אינם משועבדים. כל נכסי החברה באירופה משועבדים לטובת בנקים מקומיים. שיעור חוב מובטח לנדל"ן להשקעה (LTV) עמד על כ- 47% בממוצע ליום 31.03.2024 כאשר היחס מושפע לחיוב מ- LTV ממוצע של כ- 35% בנכסים בישראל ו- LTV ממוצע של כ- 62% בנכסים באירופה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעורים אלו אינם צפויים להציג שינויים מהותיים בשנות התחזית. החברה עומדת במידה טובה באמות מידה פיננסיות לבנקים בישראל ולאגרות החוב, אולם קרבה לאמות מידה פיננסיות בחלק מההלוואות הבנקאיות באירופה ואי עמידה בשתי אמות מידה פיננסיות "רכות" משפיעה לשלילה על הערכת המדיניות הפיננסית של החברה. מידרוג מעריכה כי לחברה תאבון עסקי מתון המתבטא בין היתר בשמירה על מינוף יציב לאורך שנים, חשיפה מתונה לייזום ושמירת מקורות בהיקפים הולמים לפירעונות ההתחייבויות באמצעות מזומנים בקופה ו/או מסגרות אשראי חתומות ופנויות. ליום 31.03.2024 לחברה (במאוחד) יתרת מזומנים בסך כ- 42 מ' ₪ ומסגרות אשראי חתומות ופנויות בסך כ- 272 מ' ₪. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לגבי מקורות ושימושים של החברה (במאוחד) לארבעת הרבעונים במצטבר החל מ- 01.04.2024 עד 31.03.2025, התזרים מהשכרת נכסים צפוי לעמוד על 35-40 מ' ₪, תקבולים ממימושים בניכוי מיסים בסך 110-120 מ' ₪, פירעונות קרן אג"ח והלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות סילוקין בסך כ- 175 מ' ₪, השקעות בגין פרויקטים בהקמה ושיפוץ נכסים קיימים בסך 140-160 מ' ₪ וחלוקת דיבידנדים בסך כ- 30 מ' ₪. כמו כן, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח הנפקת אג"ח לצורך מחזור חוב ולפעילות השוטפת של החברה.

תרשים 3: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב (מאוחד) ליום 31.03.2024, במיליוני ₪



שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. מידרוג רואה לשלילה כפל תפקידים של יו"ר דירקטוריון החברה ומנכ"ל החברה, אולם מידרוג סבורה כי החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה נמוכה. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת בשמירה על רמות מינוף יציבות במשך השנים לצד מימוש אסטרטגית הצמיחה שהשפעתה על סיכון החברה התמתנה לאורך השנים.

מטריצת הדירוג

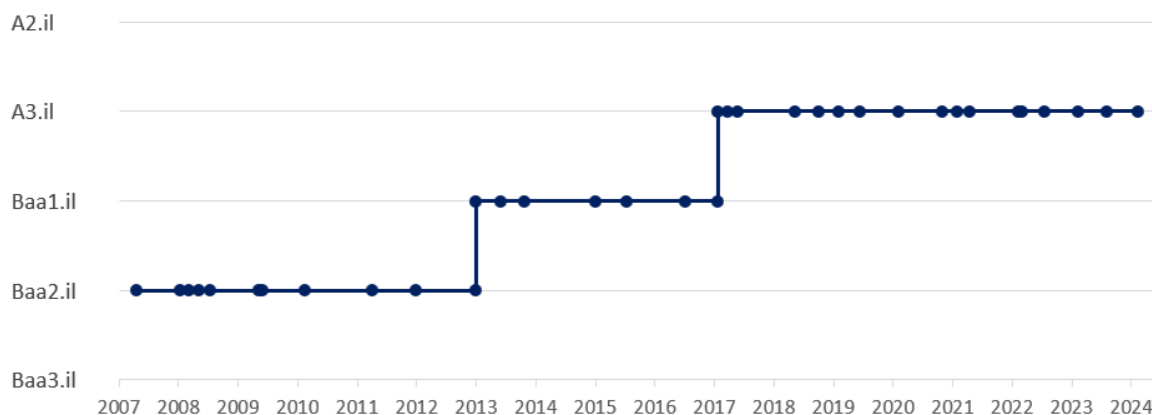
תחזית מידרוג		ליום 31.03.2024			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	3.2-3.5	A.il	3.25	סך מאזן (מיליארדי ₪)	
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל עסקי
A.il	59%-61%	A.il	59%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Baa.il	52-58	A.il	68	FFO LTM (מיליוני ₪)	פרופיל פיננסי
Baa.il	32-37	A.il	27	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
A.il	11%-13%	A.il	11%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	46%-47%	A.il	47%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					סה"כ דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

* 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

ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ פועלת כזרוע הנדל"ן של קבוצת "שלמה". פעילות זו כוללת תפעול וייזום של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל. החברה מוחזקת בבעלות מלאה על ידי ש.י.ר. - שלמה יבוא רכב בע"מ, חברה בבעלות ובשליטה מלאה של גברת עתליה שמלצר. מר ישראל רייף משמש כיו"ר הדירקטוריון וכמנכ"ל החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ש.י.ר. שלמה נדל"ן 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](#)

[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](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

20.08.2024

תאריך דוח הדירוג:

08.02.2024

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:

25.10.2007

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:

ש.י.ר. שלמה נדל"ן בע"מ

שם יוזם הדירוג:

ש.י.ר. שלמה נדל"ן 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 סיכוני 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 יכולת 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.