

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ

מעקב | מאי 2023

אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח
ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית
Shiranfh@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש 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 ה', ו', ח' ו-ט') שהנפיקה החברה. כמו כן, מידרוג משנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. שינוי האופק מחיובי ליציב משקף את הפחתת הערכתנו לצמיחת פעילות החברה תוך המשך מגמת השיפור בפרופיל הפיננסי בדגש על התזרים מפעילות שוטפת בטווח הזמן הבינוני וזאת על רקע היחלשות הכלכלה ועליה בסביבת הריבית אשר מכבידה על התזרים ומגבילה את אפשרויות הצמיחה באמצעות רכישות חדשות.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ה' *	1140078	Baa1.il	יציב	12.02.2024
סדרה ו'	1141258	Baa1.il	יציב	11.06.2024
סדרה ח'	1143163	Baa1.il	יציב	31.07.2026
סדרה ט'	1178797	Baa1.il	יציב	31.12.2028

* אגרות החוב מסדרה ה' מובטחות בשעבוד על הלוואות בעלים שניתנו ע"י החברה לחברות הבנות מישורים ארה"ב ו- Mishorim USA Inc.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בארה"ב מתמקדת בהחזקה יחד עם שותפים ב- 11 נכסי נדל"ן מניב המשמשים בעיקר למסחר, שירותים ופנאי. בנוסף, לחברה נכסי נדל"ן מניב בישראל בתחום המשרדים. נכסים מניבים אלו מאופיינים בסביבת פעילות חזקה במידה בינונית-גבוהה וביציבות תזרימית. החברה מחזיקה 49.5% מהון המניות של Skyline Investments Inc. (להלן: "סקיילין", Baa1.il) הפועלת בתחום המלונות בארה"ב. האחזקה בסקיילין אינה תורמת לחברה תזרימי מזומנים שוטפים ולהערכת מידרוג היא אינה מהווה אחזקה אסטרטגית עבור 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 השוכר העיקרי של החברה מהווה כ- 5% מסך ההכנסות ושלושת השוכרים העיקריים מהווים מעט מעל ל- 10% מסך ההכנסות. מגמת ההנבה מנכסים זהים הינה בעליה בשנים האחרונות. מנגד, עיקר הנכסים נרכשו במהלך השנים האחרונות כך שהיסטוריית הפעילות של נכסים הינה קצרה יחסית ומשליכה לשלילה על הדירוג.
- רמת המינוף של החברה בולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג. כך, יחס חוב נטו ל- CAP נטו המשתקף מהמאזן סולו מורחב ליום 31.12.2022 עומד על כ- 54%. שיעור המינוף נותר יציב על אף גידול בחוב הפיננסי נטו בעקבות רכישות וזאת לאור עליית ערך של נכסים שנבעה מתהליך השבחה והעלאת שיעור התפוסה בהם.
- היקף ה- FFO של החברה (סולו מורחב) על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג צפוי להסתכם בטווח 15-25 מ' ש לשנה, היקף נמוך יחסית לדירוג, ובהשוואה לכ- 15 מ' ש וכ- 17 מ' ש בשנים 2022 ו- 2021, בהתאמה. ה- FFO מושפע לחיוב מגידול ב- NOI הן מנכסים זהים והן בהתאמה לגידול במצבת הנכסים, אולם עליה בשיעור הריבית מקזזת את ההשפעה החיובית של העליה ב- NOI ומעיבה על היקף ה- FFO. בהתאמה, יחס הכיסוי של החברה, חוב פיננסי נטו ל- FFO, צפוי להסתכם בטווח 35-45 שנים ללא הנחה של רכישת נכסים חדשים.

- הגמישות הפיננסית של החברה נובעת משווי נכסי לא משועבד לסך המאזן הצפוי לנוע בטווח 10%-12% (בכלל זה מניות סקיליין לאחר תרחיש רגישות על שווי המניות). כמו כן, לחברה גמישות מסוימת הנגזרת מיחס חוב פיננסי מובטח לסך נדל"ן להשקעה בולט לחיוב ביחס לדירוג, העומד על 50%-55% בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. להערכת מידרוג, לחברה יתרות נזילות ומקורות מספקים לשנת 2023 למול השימושים הצפויים בשנה זו. כך, נכון ליום 31.12.2022 לחברה יתרות נזילות (סולו מורחב) בסך כ- 160 מ' ש הכוללות אחזקה בניירות ערך סחירים בסך כ- 56 מ' ש, אל מול פירעונות אג"ח צפויים בסך כ- 86 מ' ש במהלך שנת 2023.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, פירעון שוטף של הלוואות החברה ושל אגרות החוב בהיקף של כ- 86 מ' ש במהלך שנת 2023, השלמת מכירה של 5 נכסים המצויים בתהליך מכירה (אשר נכון למועד זה לגבי שלושה מתוך החמישה הושלמה מכירתם), השקעה שוטפת בנכסים קיימים, תרחיש רגישות בנוגע לשווי נדל"ן להשקעה ותזרים מפעילות שוטפת הכולל הגדלת שיעור האכלוס וזרם ההכנסות מנכסים שנרכשו בשנת 2022.

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 בסקיליין מוצגת על בסיס שיטת השווי המאזני.

שיקולים מבניים

מידרוג בחנה הטבה דירוגית לאגרות חוב סדרה ה' המגובות בבטוחה באמצעות שעבוד על הלוואות בעלים שהעמידה החברה לחברות הבנות מישורים ארה"ב ו- Mishorim USA Inc., בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" - ספטמבר 2019¹. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאגרות חוב סדרה ה' היות והבטוחה אינה מהווה שעבוד על נכסי החברות הבנות, אשר משועבדים להבטחת הלוואות שניתנו כנגד הנכסים, ועל כן שווי הבטוחות לאג"ח במקרה של מימוש יכול להיות מושפע מהותית משינויים בשווי הנכסים בתרחישי מימוש מהיר.

אופק הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ה- FFO של החברה ביחד עם שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי, אשר ינבע גם מעליה בתזרים מנכסים המוחזקים על ידי החברה
- שיפור משמעותי בגמישותה הפיננסית של החברה לרבות גידול בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים
- תקבולי דיבידנד משמעותיים ממימוש נכסים בחברת סקיליין שישמשו להגדלת מצבת הנכסים ו/או להקטנת רמת המינוף באופן משמעותי

גורמים אשר יכולים להוביל 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

¹ המתודולוגיה מפורסמת באתר מידרוג: www.midroog.co.il

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ - נתונים פיננסים עיקריים סולו מורחב, במיליוני ש"ח

	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
סך מאזן	1,494	1,546	1,463	1,668	1,994
חוב פיננסי	934	922	866	954	1,100
יתרות נזילות וני"ע סחירים	146	87	74	192	159
חוב פיננסי נטו	788	835	792	762	941
חוב נטו / CAP נטו	53%	54%	54%	53%	54%

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

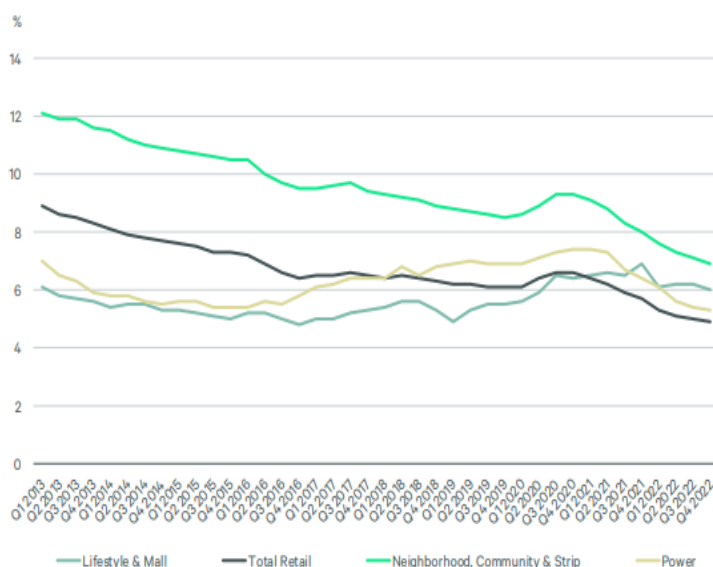
בישראל, לחברה נכסי נדל"ן מניב הפזורים ברחבי הארץ המשמשים בעיקר למשרדים. כמו כן, נכסי החברה בארה"ב הם מרכזים מסחריים בפאתי ערים מרכזיות המשמשים למסחר, שירותים ופנאי אשר עיקרם ממוקמים בפלורידה, היתר ממוקמים בוירג'יניה, צפון קרוליינה וטקסס. נכון ליום 31.12.2022, השווי בספרי החברה של הנכסים בישראל עמד על כ- 630 מ' שווי הנכסים בארה"ב עמד על כ- 770 מ' שווי.

הפעילות בישראל כוללת בעלות מלאה על עשרה נכסים הפזורים במרכז וצפון הארץ. פיזור זה מאפיין את מדיניות החברה לפיה היא מתמקדת בנכסים בעלי פוטנציאל השבחה - בעיקר שיעור תפוסה נמוך או פוטנציאל להגדלת זכויות הבניה. בכך, החברה מתייחסת לישראל, שהינה שוק קטן, כאזור גיאוגרפי אחד, ובוחנת כל נכס והפוטנציאל הטמון בו, לגופו. מרבית הנכסים מוחזקים בשיעור גבוה של 100% בעלות שכן החברה עוסקת ישירות בניהול הנכס והשבחתו - בנוגע לפעילות בארץ. משך האחזקה בנכס נקבע בהתאם למיציא פוטנציאל ההשבחה ועל כן, במקרים רבים בוחרת החברה למכור את הנכס ולממש את הרווח הטמון שמיציא הפוטנציאל, על פני המשך החזקה בנכס. יחד עם זאת, לחברה מספר נכסים מניבים ויציבים אשר בכוונת החברה להמשיך ולהחזיק כנכס מניב.

הפעילות בארה"ב כוללת בעלות על 11 נכסים מניבים בארבע מדינות מרכזיות בארה"ב. פעילות זו מתאפיינת בשיעורי אחזקה נמוכים יותר מהפעילות בישראל (לרוב החזקה של 50% מהנכס) בשל הצורך בשותף מקומי בעל היכרות ונגישות גבוהה לנכסים על מנת להגדיל את מיציא הפוטנציאל הטמון בהן (בנוגע לשיעורי תפוסה ולמיציא זכויות בניה - בדומה לפעילות בישראל). יצוין כי השותף לפעילות החברה בארה"ב הנו שותף יחיד, והשתתפותו כוללת השקעה של הון עצמי בנכסים. היבט זה של השותפות הינו סממן חיובי להשקעה, שכן במרבית המקרים, השותף המקומי של חברות ישראליות בארה"ב שותף לרווחים בשיעור כזה או אחר, אך איננו שותף להפסדים - במידה ונוצרו.

מאפיין נוסף של הפעילות בארה"ב הינו ההיבט הגיאוגרפי של המדינות בהן פועלת החברה. פעילות זו מתרכזת בארבע מדינות בלבד (פלורידה, וירג'יניה, צפון קרוליינה וטקסס) אשר מתאפיינות בשיעורי הגירה חיובית מהגבוהים ביותר בארה"ב.

תרשים 1: שיעורי השטחים הזמינים במגזרי המסחר השונים (מקור: CBRE)



בהתייחסות לסוג הנכסים המרכיבים את הפעילות בארה"ב ניתן לראות מגמה חיובית מבחינת המשך גידול חיובי במכירות וכן בצמצום ההיצע העתידי. זאת בהתאם לסקירה של CBRE על ענף המסחר בארה"ב², תת-המגזר של נכסים מסחריים קהילתיים/שכונתיים מבוססי סופרמרקטים בארה"ב הציג עליה מתמשכת בשיעורי התפוסות הנמשכת מזה 5 שנים בשיעורי שיא (מלבד ירידה מצמצמת במהלך משבר הקורונה). את ירידת שיעור השטחים הזמינים לאורך עשר השנים האחרונות ניתן לראות בתרשים 1.

מגמות אלו, של עלייה בשיעור התפוסה, צמצום יחסי של השטחים החדשים הנבנים, ועלייה בהיקף הכספי של הקניות, מאפיינות גם את כלל ענף המסחר בארה"ב. היקפי המכירות בכלל ענף המסחר צמחו במהלך שנת 2022 בשיעור של כ- 6.7% ביחס לשנה קודמת כאשר

הסקטורים שבלטו במיוחד הינם הסעדה וסופרמרקטים. ספיגה נטו חיובית מזה 5 רבעונים מעידה על הביקוש בענף, והיצע נמוך של שטחים חדשים הוא הגורם לעליות בשיעורי התפוסה וללחץ כלפי מעלה על מחירי השכירות, שעלו במהלך שנת 2022 בכ- 2.5% והסתכמו ל- 23 דולר בממוצע ל-SF. מצד ההיצע ניכרת ירידה משמעותית בהיקף השטחים החדשים שנבנו - אשר עמדו על 5.4 מיליון SF ברבעון 4 של 2022 לעומת הממוצע הרבעוני של 12.7 מיליון SF ב-10 השנים האחרונות.

מגמה של גידול בפדיונות המסחר ב-2022 לעומת 2021 מעידה על התאוששות הענף מהשלכות מגפת הקורונה ועל המשך המגמה משנת 2019 טרום המגיפה. בעיצומה של המגיפה בשנת 2020 חווה הענף ירידה משמעותית בפדיונות, אך ירידה זו נבלמה כבר ברבעון השלישי של 2020 עם היקפי פדיונות זהים ואף גבוהים מהיקפי הפדיון טרום המגיפה (כפי שניתן לראות בתרשים 4).

תרשים 2: שטחי מסחר חדשים לפי סוג



מקור: CBRE, Q4 2022 U.S. Retail Figures

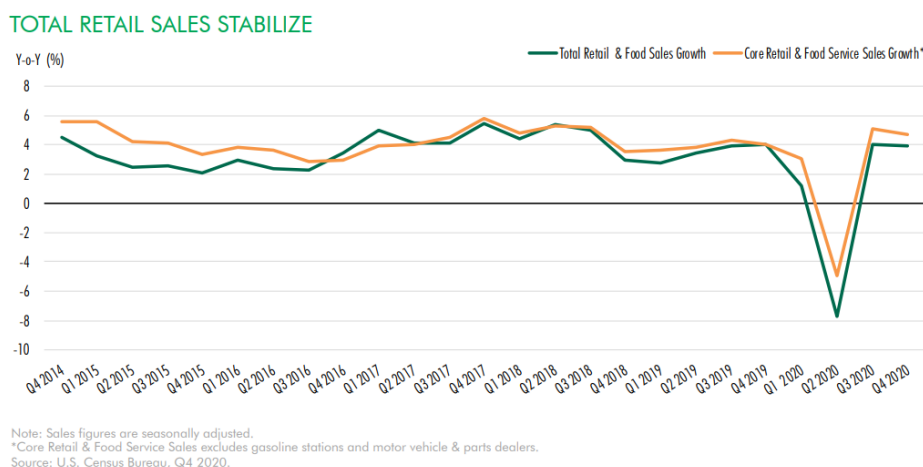
² S. Retail Figures CBRE, Q4 2022 U.

תרשים 3: גידול בפדיונות ענף המסחר בארה"ב לפי סקטורים שונים שנת 2022 לעומת שנת 2021 ורבעון 4 2022 לעומת רבעון 4 2021



מקור: CBRE, Q4 2022 U.S. Retail Figures

תרשים 4: סך פדיונות המסחר במהלך משבר הקורונה



מקור: CBRE, Q4 2020 U.S. Retail Figures

ארה"ב, המדורגת ע"י Moody's בדירוג Aaa יציב, הינה הכלכלה החזקה והגדולה בעולם. שיעור האבטלה במדינה ממשיך במגמת ירידה ועומד על כ-3.5%, ושיעור האינפלציה הינו 5.5%. על פי הנתונים שפרסם הפד, התמ"ג בארה"ב עלה בשנת 2022 בכ-2.1% לעומת עלייה של כ-5.9% בשנת 2021. עוד עולה כי נכון מרץ 2023, הריבית המוניטרית בארה"ב עלתה לרמה של כ-5.5%. בהמשך לכך, על פי תחזיות הפד לשנת 2023 עולה כי שיעורי הריבית צפויים להגיע לרמה של כ-5.5% וכי התמ"ג צפוי להמשיך בעלייה מתונה. בשל העלייה החדה והמהירה בריבית והאטת קצב הצמיחה כלכלת ארה"ב מצויה באי וודאות וחשש להאטה כללית במהלך השנים 2023-2024 ואף מיתון קל.

מדינת ישראל, המדורגת A1 באופק יציב ע"י Moody's, מתאפיינת בכלכלה חזקה וביציבות נתונים מאקרו כלכליים. האינפלציה בישראל גבוהה, אך מתונה ביחס ליתר מדינות OECD, כאשר על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה ב-12 החודשים שהסתיימו במרץ 2023 עמדה על שיעור של כ-5% ובהתאם לתחזית הבנק המרכזי מחודש אפריל 2023, היא צפויה לעמוד על 3.9% בסוף שנת 2023.

על פי נתוני בנק ישראל מחודש אפריל 2023, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ- 2.5% בשנת 2023 ובשיעור של כ- 3.5% בשנת 2024. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2023-2024 יעמוד סביב 4%. צמיחת כלכלת ישראל ושמירת שיעורי האבטלה המתונים חשופות לירידה בהיקפי ההשקעות בדגש על סקטור ההייטק שחוזה התכווצות משמעותית בישראל ובעולם.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בפיזור פעילות טוב. יחד עם זאת, במסגרת אסטרטגיית החברה להשביח ולמכור נכסים, חלק משמעותי מהנכסים אשר מגיעים למיצוי פוטנציאל ההשבחה שלהם נמכרים על מנת לממש את רווחי ההשבחה ולאפשר מקורות לרכישות והשבחות נוספות. בשל כך משך הזמן של בחינת התשואה של כל נכס בפני עצמו עומד על שנים מועטות יחסית באופן המשליך לשלילה על הדירוג

נכון ליום 31.12.2022 לחברה 11 נכסים מניבים בארה"ב, אשר הינם בעיקר מרכזים מסחריים פתוחים, הממוקמים בסמוך לערים מתפתחות ומוכרות באזור דרום מזרח ארה"ב. מרבית השוכרים הינם מתחומי הפנאי, השירותים וחנויות מוזלות (Discount). שיעורי התפוסה של הנכסים בארה"ב הינם גבוהים ומסתכמים בכ- 96%.

נכון ליום 31.12.2022, לחברה 10 נכסי נדל"ן מניב בישראל הממוקמים בערים מרכזיות ומתפתחות במרכז וצפון הארץ. נכסים אלו משמשים בעיקר למשרדים ומושכרים למשרדי ממשלה, חברות עסקיות ומוסדות אקדמיה. שיעור התפוסה בנכסים אלו עומד על כ- 94% (ללא הנכס ויטה בבני ברק שנרכש במהלך 2022). החברה מתמקדת ברכישת נכסים בשיעורי תפוסה נמוכים ופועלת להשביחם ע"י העלאת שיעורי התפוסה באופן משמעותי, בפרק זמן קצר-בינוני ובהתאם העלאת ה- NOI וחיזוק התזרים. בשל כך, שיעורי התפוסה הינם תנודתיים ועשויים להיות מושפעים לשלילה מאסטרטגיית החברה לרכישת נכסים בשיעורי תפוסה נמוכים, עם פעולות ההשבחה שהחברה מבצעת בנכסים, שיעורי התפוסה עולים בצורה משמעותית. אסטרטגיה זו של החברה באה לידי ביטוי, בין היתר, בגידול במהלך שנת 2022 ב- NOI מנכסים זהים של כ- 5% בהשוואה לשנת 2021 בנכסים בארה"ב באלפי דולר. בישראל, הגידול ב- NOI מנכסים זהים הינו 12% בהשוואה לשנת 2021. לעלייה זו תרמה גם האינפלציה הגבוהה בשתי טריטוריות הפעילות.

לחברה מגוון רחב של שוכרים מתחומי עיסוק שונים ללא תלות בשוכר עיקרי. כאשר השוכר העיקרי מהווה כ- 5% מסך הכנסות החברה ושלושת השוכרים העיקריים מהווים קצת מעל ל- 10% מסך הכנסות החברה. כמו כן, מח"מ חוזי השכירות הינו ארוך יחסית ומסתכם בכ- 5 שנים לעשרת השוכרים העיקריים. בנוסף, לחברה פיזור נכסי טוב כך שהנכס העיקרי של החברה מהווה כ- 15% מסך השווי הנכסי. שלושת הנכסים העיקריים מהווים כ- 37% מסך השווי הנכסי. לאור אסטרטגיית ההשקעות של החברה שתוארה לעיל, רוב נכסי החברה מוחזקים ברשותה מספר שנים מועט כך שהיסטוריית פעילות הנכסים קצרה.

היקף פעילות החברה המבטא מסך מאזן הצפוי לנוע בטווח של 1.7-2 מיליארד ש"ח הינו בולט ביחס לדירוג.

יחס המינוף, הבולט לחיוב לרמת הדירוג, תורם לחיזוק הפרופיל הפיננסי, אולם יחסי הכיסוי והיקף ה- FFO בולטים לשלילה ביחס לרמת הדירוג

נכון ליום 31.12.2022, יחס המינוף של החברה חוב נטו ל- CAP נטו מסתכם בכ- 54% ומציג יציבות יחסית לעומת לשנת 2021 בה עמד היחס על כ- 53%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, הכולל בין היתר מכירה של נכסים בארה"ב ואי רכישה של נכסים חדשים בטווח הקרוב, יחס זה צפוי להסתכם בטווח של 50%-55% ולהמשיך לבלוט ביחס לדירוג. הנכסים הנמצאים בשלבים שונים של תהליך מכירה הינם: דנבי בוירג'יניה (בו חלק החברה בתמורה עומד על 59 מ' ש), חלק קרקע מנכס בטמפה פלורידה (חלק החברה בתמורה עומד על 15 מ' ש - מכירה זו הושלמה), קומה מנכס ויטה בבני ברק (31 מ' ש) ונכס בקריית אריה, פתח תקווה (22 מ' ש - מכירה זו הושלמה). התמורה הכוללת מנכסים אלה לחברה (המשקפת את חלק החברה בנכס) עומדת על 127 מ' ש מתוכם כ- 36 מ' ש מופנים להחזרי הלוואות בגין אותם נכסים וכ- 91 מ' ש מופנים ליתרות הנזילות של החברה. בנוסף, כללה מידורג בתרחיש הבסיס אפשרות של ירידת ערך הנכסים בעקבות עליית הריבית (או בעקבות שינוי אחר בתנאי השוק) והשפעתה על היציבות הפיננסית של החברה, וכן הוצאות CAPEX מתוכננות לתחזוקה שוטפת של הנכסים ואף לשדרוג של חלק מהנכסים.

בבחינת מבנה החוב של החברה עולה תמונה חיובית יחסית לפיה כ-26% מהחוב לבנקים צמוד לריבית משתנה בעוד ש-38% הינו חוב בריבית קבועה ללא הצמדה, ו-36% מהחוב מוצמד למדד או לשער הדולר. החלק הצמוד לריבית הפריים מהווה את המקור המרכזי לעלייה בהוצאות המימון בשנת 2022 בעקבות עליית הריבית המשמעותית שהתרחשה בתקופה זו. מידרוג מעריכה כי היקף החוב של החברה צפוי להצטמצם בטווח הזמן הקצר הודות למכירת נכסים מתוכננת (שבחלקה כבר החלה) ומנגד, אין בכוונת החברה לבצע רכישה של נכסים חדשים בעתיד הנראה לעין.

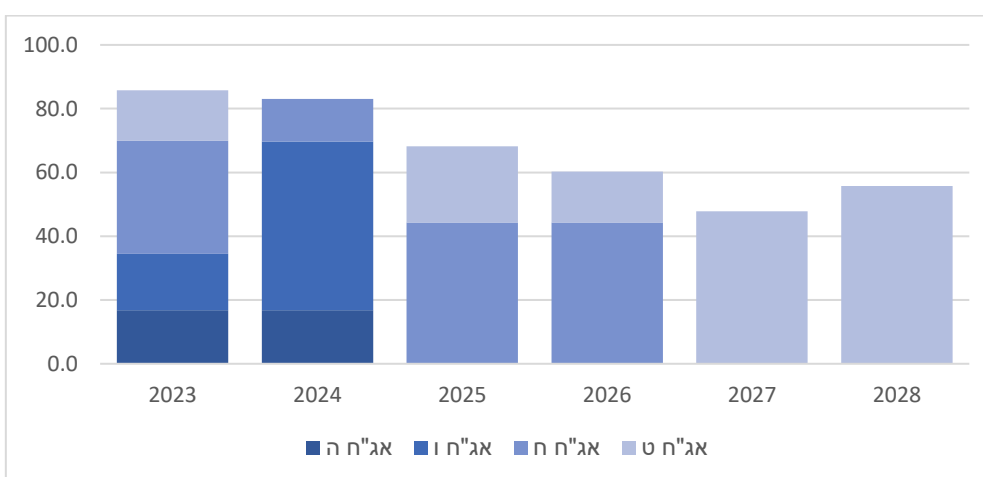
ה- FFO של החברה בשנת 2022 הסתכם בכ- 15 מ' ש, לעומת כ- 17 מ' ש בשנת 2021. ה- FFO מושפע בצורה משמעותית מהוצאות מימון בגין הפרשי הצמדה וכן הפרשי מט"ח שהסתכמו במהלך 2022 לכ- 20 מ' ש וכן מעליית הריבית על הלוואות צמודות הפריים. מידרוג מעריכה בשנים 2023-2024 FFO בהיקף של 15-25 מ' ש בשנה בהתאם לעליית הוצאות המימון הצפויות וכן מעלייה בשיעור ה- NOI בעקבות הנבה מהנכס ויטה שנרכש בסוף שנת 2022, לאחר תרחיש רגישות, ומנגד ירידה ב- NOI בגין הנכסים שצפויים להימכר. בהתאם, יחס הכיסוי חוב פיננסי ל- FFO צפוי להסתכם בטווח של 35-46 שנים. יצוין כי היקף צר של FFO עלול ליצור תנודתיות רבה בתזרים וביחסי הכיסוי.

לחברה קיימת גמישות פיננסית מנכסים שאינם משועבדים ומשיעור LTV נמוך ביחס לדירוג, כמו כן יתרות נזילות מספקות ביחס לצרכי שירות החוב

נכון ליום 31.12.2022, לחברה נכס אחד שאינו משועבד אשר יחד עם שווי המניות של סקיליין שאינן משועבדות, מהווים 12% מסך המאזן בהתאם לשווי הנוכחי של מניות סקיליין ו- 11% לאחר תרחיש רגישות של מידרוג לשווי המניות. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית לאור שיעורי המינוף על הנכסים המשועבדים, כאשר היחס בין החוב המובטח ליתרת הנדל"ן להשקעה צפוי לנוע בטווח של 50%-55%, 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 31.12.2022, לחברה יתרות נזילות של כ- 160 מ' ש (כולל יתרת ניירות ערך סחירים בהיקף של כ- 56 מ' ש) למול היקף פירעונות קרן אגרות חוב בשנים 2023-2024 של כ- 84 מ' ש בממוצע לשנה. בהתאם להערכת מידרוג, יתרות אלו צפויות בטווח הבינוני לקטון בעקבות פירעונות אג"ח ואמורטיזציה השוטפת של החוב.

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ: לוח סילוקין קרן אגרות חוב (סדרות ו', ח' ו-ט') ליום 31.12.2022 במיליוני ש"ח



שיקולים נוספים לדירוג

דירוג אגרות החוב בפועל Baa1.il נמוך בנטף' 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 כי מידרוג החלה לאמוד את המדדים העיקריים לדירוג החברה על בסיס דוחות סולו מורחב אשר מנטרלים את היקף הפעילות של סקילין הנכללת בדוחות המאוחדים של החברה ובמקביל מידרוג ביטלה שיקול נוסף בדמות הסיכון העסקי של ענף המלונאות שעד כה השפיע לשלילה על הדירוג.

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים ממשל 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 דיבידנד חוסר איזון בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של בעלי החוב. יצוין שהחברה לא חילקה דיבידנד משנת 2011.

מטריצת הדירוג

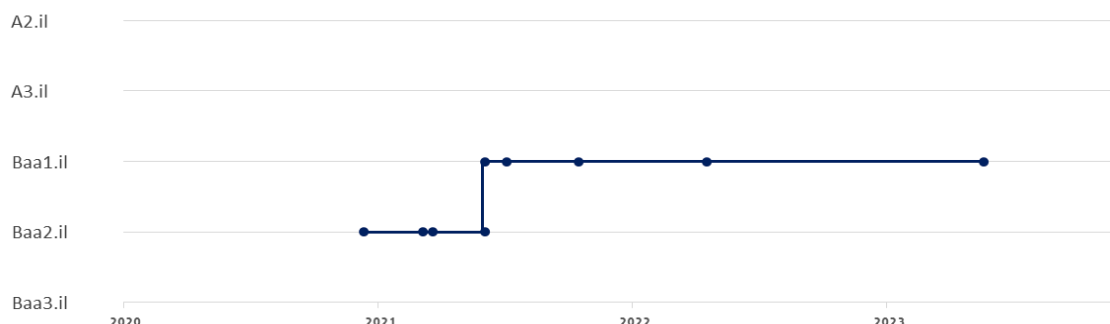
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	1.7-2.0	A.il	2.0	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	55%-50%	Aa.il	54%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Baa.il	15-25	Baa.il	15	היקף FFO (מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
Baa.il	35-45	Ba.il	>46	חוב פיננסי נטו / FFO	
A.il	10%-12%	A.il	12%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	50%-55%	A.il	51%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	80%-50%	A.il	95%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
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- 49% מהון המניות של חברת Skyline Investments Inc., חברה ציבורית הרשומה בקנדה ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א, באופן המקנה לה שליטה. סקילין, 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- 45%, סמוך למועד הדוח).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

[Skyline Investments Inc - 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](#)

[השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל חברות נדל"ן מניב - הערת ענף, מאי 2020](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	24.05.2023
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	14.04.2022
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	07.12.2020
שם יוזם הדירוג:	מישורים השקעות נדל"ן בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	מישורים השקעות נדל"ן בע"מ

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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>