

ויתניה בע"מ

מעקב | אפריל 2024

אנשי קשר:

רוני רביד
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
roy.r@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') 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'
25.12.2024	---	P-1.il	1202175	נע"מ 1

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בענף הנדל"ן המניב בישראל, תוך התמקדות באזורי ביקוש גבוה, תומכת ביציבות סביבת הפעילות של החברה. עם זאת שוק המשרדים חווה אתגרים בשנה-שנתיים האחרונות, עם העלייה החדה בריבית והירידה החדה בהיקפי גיוסי ההון בענף ההייטק, בעיקר על רקע המצב הכלכלי הגלובלי והמצב הגיאופוליטי בישראל. כתוצאה מכך החלה ירידה בביקוש לנכסי משרדים ובדמי השכירות עליהם, בעיקר באזור תל אביב שנהנה לפני כן ממחירי שיא. בנוסף, נוצר היצע של משרדים בשכירות משנה מצד חברות שפועלות לצמצם שטחים, באופן שמגדיל את היצע המשרדים.
- עם היקף מאזן של כ- 2.7 מיליארד ₪ ליום 31.12.2023, הפרופיל העסקי של החברה נתמך ע"י מצבת נכסים מניבים באזורי ביקוש גבוה, שיעורי תפוסה גבוהים שנעו בשנים 2022 ו-2023 סביב כ- 92% בממוצע ומח"מ חוזים לטווח בינוני-ארוך. בבעלות החברה 11 נכסים מניבים, חלקם מוחזקים עם שותפים, בשווי מצרפי של כ- 1.9 מיליארד ₪ ליום 31.12.2023 כולל איחוד יחסי של שתי חברות כלולות ולא כולל קרקעות. לחברה פיזור גיאוגרפי מוגבל, כאשר כ- 74% מסך שווי הנכסים המניבים ממוקם בתל אביב ובהרצליה. לחברה פיזור נכסי נמוך, עם מספר נכסים מועט יחסית ונכס מרכזי בתל אביב, מגדל ויתניה לה גווארדיה (שלבים א' ו-ב'), המהווה כ- 24% מסך שווי הנכסים המניבים. לחברה ריכוזיות שוכרים, כאשר ההכנסות משלושה שוכרים עיקריים היוו כ- 40% מההכנסות מכלל השוכרים בשנת 2023.
- יחס מינוף בולט לחיוב לרמת הדירוג ותומך בפרופיל הפיננסי של החברה. יחס חוב נטו ל-CAP נטו ליום 31.12.2023 עמד על כ-50%. על פי הערכת מידרוג, מינוף החברה צפוי לנוע בטווח של 54%-50% בשנים 2024-2025, כאשר ככל ותחול שחיקה בשווי נכסי החברה ו/או השפעות הפרשי הצמדה על קרן חוב ו/או חלוקת דיבידנד בהיקף גבוה ביחס לתרחיש הבסיס, שיעור המינוף יעמוד בטווח הגבוה של התחזית.
- היקף ה-FFO המותאם¹ נמוך ביחס לדירוג והסתכם בסך של כ- 41.7 מ' ₪ בשנת 2023 (לא כולל הפרשי הצמדה בסך כ- 19.4 מ' ₪ ולאחר הפחתה של הוצאות מימון שהונו בסך כ- 18.3 מ' ₪), לעומת כ- 58 מ' ₪ בשנת 2022 (לא כולל הפרשי הצמדה בסך כ- 25.9 מ' ₪ ולאחר הפחתה של הוצאות מימון שהונו בסך כ- 11.3 מ' ₪), זאת על אף גידול משמעותי ב-NOI בשנים אלו, שנבע בעיקר כתוצאה מאכלוס מגדל ויתניה לה גווארדיה (בשלבים א' ו-ב') שבנייתו הושלמה בשנת 2020. הירידה ב-FFO המותאם הושפעה מעלייה בריבית הפריים שהשפיע על הלוואות הנושאות ריבית משתנה. על פי תרחיש הבסיס של

¹ מנוטרל הוצאות הפרשי הצמדה ושער על קרן חוב וכולל עלויות אשראי שהונו ואינו כולל רווח יזמי ממכירת משרדים.

מידרוג, היקף ה- FFO המותאם צפוי להיוותר נמוך בשנים 2024-2025 ולנוע בטווח של 36-43 מ' ש (ללא רווח יזמי ממכירת משרדים). יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO מותאם צפוי לעמוד בטווח של 30-35 שנים.

- כלל נכסי החברה משועבדים לטובת הלוואות ומסגרות אשראי בנקאיות, באופן המשליך לשלילה על הגמישות הפיננסית של החברה. יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה עמד על שיעור של כ- 32% ליום 31.12.2023. שיעור המינוף הנמוך כנגד הנכסים המשועבדים תומך בגמישות הפיננסית בכך שהוא מאפשר לחברה ליטול מימון נוסף בגין הנכסים המשועבדים בעת הצורך. החברה נהגת להותיר במאזנה יתרות מזומנים נמוכות יחסית לאורך זמן ולהשתמש במסגרות אשראי פנויות וחתומות כחלק בלתי נפרד מניהול הנזילות.
- אסטרטגיית החברה היא לפעול כיזמית נדל"ן, באופן שהיא יוזמת פרויקטים, מתכננת, מקימה ולאחר מכן משכירה אותם, ובדרך זו נוצר תיק הנכסים המניבים אשר ברשותה. כחלק מאסטרטגיה זו, החברה פועלת במקרים רבים יחד עם שותפים בשלבים השונים של העסקאות. להערכת מידרוג, החברה תמשיך לפעול להגדלת תיק הנכסים המניבים באמצעות ייזום אשר חושף אותה לסיכונים הקמה וסיכונים שיווק. להערכת מידרוג, היציבות לאורך זמן ביחסי המינוף של החברה, ניסיון וטרק רקורד והכנסת שותפים ממתנים את סיכונים הייזום. כמו כן, כחלק ממדיניות החברה, במרבית הפרויקטים נמצא שוכר עיקרי/רוכש בטרם תחילת הבנייה.
- הדירוג לזמן קצר לנע"מ שהנפיקה החברה מבוסס על דירוג המנפיק A2.il באופק יציב, וכן על ניתוח הנזילות של החברה. ניתוח הנזילות של החברה לתקופה של 4 רבעונים מצביע על נזילות טובה המושתתת על מסגרות אשראי מאושרות ובלתי מנוצלות בסך 238.5 מ' ש כנגד נכסים מניבים, בתוספת עודף הון עצמי בפרויקט נס ציונה בסך כ- 57 מ' ש, ובניכוי ריתוק מסגרות בגין הנע"מ שהונפק בסך 175 מ' ש, בהתאם להצהרת החברה כי תשמור בכל עת על מסגרות אשראי חתומות ופנויות ו/או יתרות מזומנים בסכום שלא יפחת מיתרת הנע"מ על מנת לעמוד בדרישה לפירעון מיידי של הנע"מ בהתראה של 7 ימי עסקים, בהתאם לתנאי הנייר. כמו כן, לחברה תזרים שוטף ויציב מהנכסים המניבים, והחברה עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות במרחק מספק.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, יציבות בהכנסות החברה מדמי שכירות תוך שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים בנכסים, השקעה בפרויקטים בייזום בעיקר מתוך מסגרות אשראי בליווי סגור, ובפרויקט לה גווארדיה (שלב ג') בעיקר באמצעות תקבולים ממכירת שטחי משרדים לבנק הפועלים, פירעון שוטף של אג"ח ושל הלוואות בנקאיות בהתאם ללוחות הסילוקין והגדלת ניצול אשראי ו/או גיוס חוב חדש למימון הפירעונות השוטפים של החברה, וחלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות החברה. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, בנוגע לשחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה והשפעות הפרשי הצמדה על קרן החוב.

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 בפיזור הנכסי
- שיפור הגמישות הפיננסית באמצעות גידול בהיקף הנכסים שאינם משועבדים ביחס למאזן

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקפי הייזום בחברה
- שחיקה משמעותית ביחסים הפיננסיים

- הרעה בסביבת הפעילות של החברה אשר תשפיע לשלילה על אכלוס נכסים חדשים ועל שיעורי התפוסה בנכסים הקיימים
- הדירוג לז"ק יכול לרדת ככל שתחול ירידה בדירוג המנפיק של החברה ו/או שחיקה בהערכת מידרוג לרמת הנזילות החברה, לרבות ככל שהחברה לא תעמוד בהצהרתה לשמור בכל עת על יתרות מזומנים ו/או מסגרות אשראי חתומות ופנויות בגובה יתרת הנע"מ

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

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	
1,892	2,230	2,543	2,550	2,723	סך מאזן
896	1,089	1,177	1,174	1,266	חוב פיננסי נטו
49.6%	51.8%	51.1%	49.2%	50.2%	חוב נטו / CAP נטו
10.1	4.0	39.4	58.0	41.7	FFO מותאם ^[2]
46<	46<	30	20	30	חוב פיננסי נטו / FFO מותאם

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

[2] מנטרל הוצאות הפרשי הצמדה ושער על קרן חוב, וכולל עלויות אשראי שהונו. מידרוג ביצעה שינוי בשיטת המדידה של FFO מותאם בחברה לעומת דוח המעקב מחודש אפריל 2023, לפיו הרווח הגולמי בגין מכירת שטחי משרדים לא נכלל בחישוב FFO מותאם הן בנתונים ההיסטוריים המוצגים לעיל והן בתחזית.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת פעילות כלכלית חזקה וביקוש גבוה לאורך זמן לצד אתגרים בתחום המשרדים

החברה פועלת בענף הנדל"ן המניב בישראל בתחום המשרדים. מדינת ישראל מדורגת A2 באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה. האינפלציה בישראל גבוהה, אך מתונה ביחס ליתר מדינות OECD, כאשר על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה ב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר 2024 עמדה על שיעור של כ-2.5% ובהתאם לתחזית הבנק המרכזי מחודש ינואר 2024, היא צפויה לעמוד על 2.4% בסוף שנת 2024. על פי נתוני בנק ישראל מחודש ינואר 2024, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ-2% בשנת 2024 ובשיעור של כ-5% בשנת 2025. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2024-2025 יעמוד על 5.3%-3.2% בהתאמה.

סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מצוי תחת איום ההאטה בכלכלה העולמית ברקע העלאת הריבית ובנוסף למלחמת "חרבות ברזל" אשר טרם ניתן לאמוד את השפעותיה. שוק המשרדים בישראל אשר בשנים האחרונות נהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ בין היתר בזכות הצמיחה המהירה בהיקף ההשקעות והמועסקים במגזר ההיי-טק בישראל, החל להציג סימני האטה בשנה האחרונה. ע"פ דוח נת"מ² בחציון השני של שנת 2023 חלה ירידה מסוימת בדמי השכירות בשוק המשרדים, כאשר באזור תל אביב חלה ירידה ממוצעת של כ-3.7% בדמי השכירות לעומת המחצית הראשונה של שנת 2023 למשרדים מסוג Class A. במשרדים במיקומי "פריים לוקיישן" חלה ירידה מתונה יותר בדמי השכירות - דבר אשר מעיד על חוזקו של פלח שוק זה הנשען על מיקומים מרכזיים, נגישות תחבורתית ונכסים ברמת גימור גבוהה. גם להערכת מידרוג הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים במיקום אטרקטיבי, וברמה גבוהה של גימור ושירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, כאשר מבנים באיכות גבוהה מבוקשים יחסית גם בשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א עלולים לסבול מירידת מחירים ומירידה בשיעורי תפוסה במידה חדה יותר. מאז פרוץ הקורונה, עליית הריבית ומלחמת "חרבות ברזל" ניכרת נטייה של שוכרים חדשים לקצר את משך החוזים בשל אי הוודאות וכדי לשמור על גמישות. מנגמה 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.

² דו"ח נת"מ גיליון מספר 52

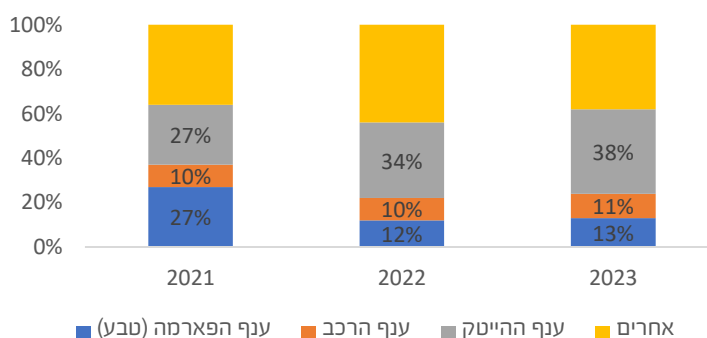
מצבת נכסים מניבים מצומצמת יחסית, באזורי ביקוש גבוה המציגה שיעורי תפוסה גבוהים לאורך שנים תורמת לחיוב לפרופיל העסקי של החברה. פיזור נכסי ופיזור שוכרים חלשים יחסית

נכון ליום 31.12.2023, סך המאזן הסתכם בסך של כ- 2.72 מיליארד ש"ח, לעומת סך של כ- 2.55 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2022. בבעלות החברה, לרוב ביחד עם שותפים, 11 נכסים מניבים (כולל שני נכסים המוצגים במאזנים המאוחדים של החברה בסעיף חברות כלולות) הכוללים שטח לשיווק של כ- 196 אלף מ"ר (חלק החברה), ומצויים ב- 6 ערים בישראל, בין היתר ברמת החייל בתל אביב, במחלף לה גווארדיה בתל אביב, בהרצליה פיתוח ובאור יהודה. NOI (חלק החברה, לא כולל חברות כלולות) הסתכם בכ- 112 מ' ש"ח בשנת 2023, זאת בהשוואה לכ- 101 מ' ש"ח בשנת 2022 וכ- 83 מ' ש"ח בשנת 2021. NOI מנכסים זהים (חלק החברה, לא כולל חברות כלולות) רשם גידול בשיעור של כ- 6.4% בשנת 2023 וגידול בשיעור של כ- 16.5% בשנת 2022. שיעור התפוסה של הנכסים יציב וגבוה, ועומד על כ- 92%.

פיזור הפעילות של החברה אינו הולם את רמת הדירוג ומשליך לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה, כאשר הנכס העיקרי של החברה (לה גווארדיה שלבים א' ו-ב') תרם כ- 28% מה- NOI לשנת 2023 ושלושת הנכסים העיקריים (לה גווארדיה שלבים א' ו-ב', מגדל ויתניה רמת החייל ובית אמצור שבהרצליה) תרמו כ- 52%. במגדל ויתניה לה גווארדיה מתקיים עירוב שימושים והוא מחולק לאולמות תצוגה לרכבים ולמגדל משרדים, באופן הממתן במידה מסוימת את סיכון ריכוזיות הנכסים.

ריכוזיות ניכרת גם ברמת השוכרים: הכנסות החברה משלושת השוכרים העיקריים הסתכמו לסך של כ- 48.7 מ' ש"ח בשנת 2023, והיוו שיעור של כ- 40% מהכנסות החברה מכלל השוכרים באותה תקופה, מכך היוותה טבע השוכרת העיקרית במגדל רמת החייל כ- 13% ומון אקטיב השוכר העיקרי במגדל המשרדים בלה גווארדיה כ- 20%. תקופת ההתקשרות הממוצעת שנותרה בהסכמי השכירות של שלושת השוכרים העיקריים מיום 31.12.2023 הינה כ- 7 שנים לא כולל אופציות להארכה, ובתוך כך תקופה השכירות של טבע הינה עד לשנת 2033 (לא כולל אופציות להארכה) ושל מון אקטיב עד ליום 31.12.2026 עם אופציה להארכת תקופת השכירות ב- 5 שנים נוספות עד ליום 31.12.2031. להערכת מידרוג סיכון ריכוזיות זה מצטמצם בשל איכות כלל השוכרים ומח"מ החוזים.

ויתניה בע"מ: התפלגות הכנסות החברה בחלוקה לפי ענפי הפעילות העיקריים של השוכרים



מקור: דוחות החברה. עיבוד: מידרוג

השקעה בייזום נכסים כמנוע הצמיחה העיקרי מעלה את סיכון האשראי, שמתמתן מצד השכרה מראש (בחלק מהנכסים) ו/או הכנסת שותפים

החברה מציגה לאורך שנים צמיחה בהיקף הפעילות על בסיס ייזום פרויקטים ואכלוסם. כיום לחברה 3 פרויקטים בהקמה, אשר בכל אחד מהם מחזיקה החברה 50% בעלות (בכל פרויקט עם שותף אחר): מגדל ויתניה לה גווארדיה שבו שלב ג' נמכר לבנק הפועלים ובנייתו צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2026, ושלב ג' - מגדל משולב של מגורים ומשרדים, אשר רוב שטחי המשרדים בו נמכרו ובנייתו צפויה להסתיים במחצית הראשונה של שנת 2027; פרויקט משרדים ומסחר בקריית אריה בפתח תקווה אשר טרם

נחתמו לגביו הסכמי שכירות ובנייתו של השלב הראשון של הפרויקט צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2025; פרויקט משרדים ותעשייה בנס ציונה (שלב א') אשר הושכר במלואו מראש לשוכר יחיד ובנייתו צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2025.

סך העלויות שהושקעו עד ליום 31.12.2023 בשני הפרויקטים המסווגים בדוחות הכספיים של החברה כנדל"ן להשקעה בפיתוח, קריית אריה ונס ציונה שלב א', עומד על כ- 377 מ' ש, בעוד שיתרת תקציב ההקמה המשוער להשלמת עבודות ההקמה עומד על כ- 602 מ' ש. השיעור הממוצע מהשטחים של הנכסים שנבנים לגביהם נחתמו הסכמי שכירות עומד על כ- 29% (0% בקריית אריה ו- 100% בנס ציונה שלב א'). להערכת מידרוג, סיכון הייזום ממותן באמצעות וותק וניסיון החברה בתחום הייזום, הכנסת שותפים בשלבים שונים, השכרה ו/או מכירה מראש של חלק מהפרויקטים וכן, גמישות תכנונית המאפשרת לחברה לחלק פרויקטים לשלבים ולהחליט לגבי קצב התקדמות הבנייה בהתאם לקצב השיווק.

יחס מינוף בולט לחיוב לרמת הדירוג ותומך בפרופיל הפיננסי של החברה. מנגד, היקף FFO מותאם יחס כיסוי שאינם הולמים את רמת הדירוג

יחס חוב נטו ל- CAP נטו של החברה ליום 31.12.2023 הסתכם בשיעור של כ- 50%. החברה שומרת על מינוף בטווח של 49%-52% לאורך שנים באופן הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. עלייה עקבית בערך הנכסים, מימוש מחצית מגדל ויתניה רמת החייל בשנת 2021 וקבלת מקדמות כנגד ייזום מגדל משרדים למכירה עבור בנק הפועלים תמכו ביציבות יחס המינוף בשנים האחרונות, חרף ההשקעות בייזום נכסים, ולצד חלוקת עקבית לבעלי המניות בשיעור גבוה יחסית מ- FFO מותאם.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר, גידול בחוב בעיקר בגין הפרויקטים בהקמה נס ציונה (שלב א') וקריית אריה בהתאם להתקדמות הבנייה, כאשר עלויות ההקמה של פרויקט לה גווארדיה (שלב ג') צפויות להיות ממומנות באמצעות תקבולים בגין מכירת שטחי משרדים לבנק הפועלים. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח כי החברה תמחזר חלויות שוטפות של הלוואות בנקאיות בגין נכסים מניבים ואף תגדיל הלוואות אלו בהיקף מסוים בהתאם לצרכי הפעילות השוטפת שלה. כמו כן, החברה צפויה להמשיך ולהכיר ברווח יזמי בגין הקמה ומכירה לבנק הפועלים של מגדל ויתניה לה גווארדיה שלב ג' בהיקף מהותי, וכן הונח המשך חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה. בהתאם לכך, היחס חוב נטו ל- CAP נטו בשנים 2024-2025 צפוי לנוע בטווח של 50%-54%, כאשר הטווח הגבוה משקף תרחיש בו תחול שחיקה בשווי נכסי החברה ו/או השפעות הפרשי הצמדה על החוב ו/או חלוקת דיבידנד בהיקף גבוה מההיקף שנלקח בתרחיש הבסיס.

לחברה היקף FFO מותאם ממגזר נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה (ללא מכירת משרדים) נמוך יחסית לרמת הדירוג, אשר הסתכם בסך של כ- 41.7 מ' ש בשנת 2023, וזאת בהשוואה לסך של כ- 58 מ' ש בשנת 2022 ולסך של כ- 39.4 מ' ש בשנת 2021. הגידול בשנת 2022 נבע בעיקרו מהנבה בשנה מלאה של הנכס לה גווארדיה (שלב ב') והקיטון בשנת 2023 נבע בעיקר מעלייה בהוצאות המימון. בשנים 2024-2025 היקף האשראי בגין הפרויקטים נס ציונה (שלב א') וקריית אריה צפוי לגדול עם התקדמות בנייתם, ובהתאם לכך תרחיש הבסיס של מידרוג מניח גידול בהוצאות הריבית בגין פרויקטים אלו כאשר הם אינם צפויים להניב הכנסות לפני שנת 2026. כתוצאה מכך, היקף ה- FFO צפוי להיותר נמוך ביחס לרמת הדירוג ולנוע בטווח של 36-43 מ' ש בשנים 2024-2025. יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO מותאם צפוי לנוע בטווח של 30-35 בשנים 2024-2025, זאת בהשוואה לכ- 30.4 בשנת 2023 וכ- 20.2 בשנת 2022.

גמישות פיננסית מוגבלת לאור זאת שכל נכסי החברה משועבדים. שיעורי ה- LTV כנגד הנכסים המשועבדים נמוכים ולחברה מסגרות אשראי חתומות ופנויות

כל נכסי החברה משועבדים להבטחת הלוואות בנקאיות ומסגרות אשראי וזאת בשיעורי מימון נמוכים יחסית. ליום 31.12.2023, יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה עמד על כ- 32% ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לנוע בטווח של 35%-40% לאחר

בחינת תרחישי רגישות, בין היתר, בנוגע לאפשרות לשחיקה בשווי הנכסים, וכן בהנחה של ניצול מסגרות אשראי המובטחות בנכסים בהתאם לצורכי הפעילות השוטפת של החברה. להערכת מידרוג, שיעורי ה-LTV הנמוכים כנגד הנכסים המניבים משפר את הגמישות הפיננסית של החברה באמצעות כך שבאפשרותה להגדיל את החוב בגין הנכסים המשועבדים בעת הצורך.

בינואר 2022 אימצה החברה מדיניות חלוקת דיבידנד לפיה היא תחלק לבעלי מניותיה דיבידנד בשיעור של 50% מהרווח הנקי המיוחס לבעלים של החברה בנטרול עלייה (ירידה) בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה, נטו ועליית (ירידת) שווי ניירות ערך שלא מומשו וכן, בנטרול השפעות מס על כל אלו. בפועל, החברה בוחנת כל חלוקה לגופה בהתאם לתזרים המזומנים ומצב החברה באופן כללי. שיעור חלוקת הדיבידנד הממוצע ביחס ל-FFO לפי גישת ההנהלה ב-3 השנים האחרונות עמד על כ-78%. להערכת מידרוג, מדיניות החלוקה של החברה עשויה לפגוע במידה מסוימת בגמישות הפיננסית שלה.

נזילות הולמת המושתתת בעיקר על מסגרות אשראי חתומות ופנויות, מסגרות ליווי לפרויקטים בהקמה ותזרים שוטף מנכסים מניבים

הדירוג לזמן קצר P-1 מבוסס על דירוג המנפיק A2.il באופק יציב, וכן על ניתוח הנזילות של החברה לתקופה של 4 רבעונים. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר, תזרים מזומנים מפעילות שוטפת, עודף הון עצמי בחשבון ליווי של פרויקט בהקמה, מסגרות אשראי מאושרות ובלתי מנוצלות מבנקים כנגד נכסים מניבים בקיזוז ריתוק מסגרות בגין נע"מים שהונפקו, חלויות שוטפות של הלוואות בנקאיות ואג"ח בהתאם ללוחות סילוקין וחלוקת דיבידנד. השקעות בפרויקטים בהקמה ממומנות בעיקר באמצעות ניצול מסגרות אשראי בחשבונות ליווי סגורים ו/או באמצעות תקבולים ממכירות במקרה של פרויקט לה גווארדיה (שלב ג'). ניתוח מקורות ושימושים של החברה לתקופה של 4 רבעונים החל מיום 31.12.2023 ללא הנחת מחזור הלוואות / גיוס אג"ח מצביע על עודף מקורות על שימושים בטווח של 20-40 מ' ש, כמפורט להלן:

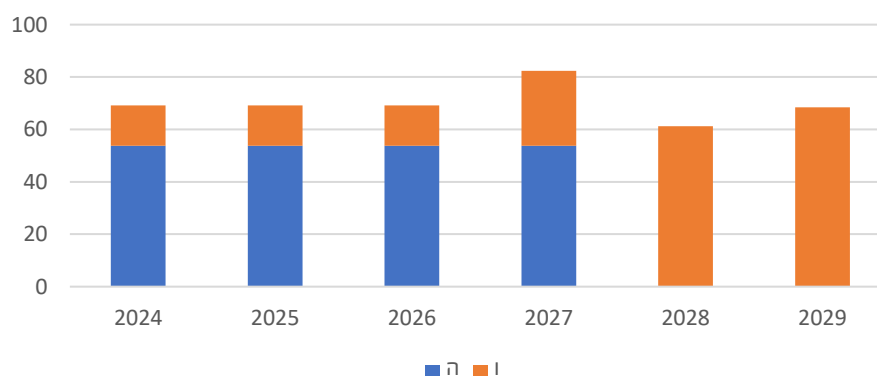
מקורות לתקופה:

- יתרות מזומנים ושווי מזומנים ליום 31.12.2023 בסך כ-20.4 מ' ש
- מסגרות אשראי מאושרות ובלתי מנוצלות מבנקים כנגד נכסים מניבים בקיזוז יתרת הנע"מ בסך כ-63.5 מ' ש
- עודף הון עצמי בפרויקט נס ציונה (שלב א') בסך כ-57 מ' ש
- תזרים מפעילות שוטפת בטווח של 50-60 מ' ש

שימושים לתקופה:

- פירעון חלויות שוטפות לפי לוחות הסילוקין של אג"ח ושל הלוואות בנקאיות לז"א מגובות בנכסים בטווח של 135-145 מ' ש
- חלוקת דיבידנד שהוכרז בסך של 26 מ' ש

ויתניה בע"מ: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב ליום 31.12.2023, במיליוני ש"ח



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. החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. המדיניות הפיננסית של החברה הינה שמרנית לאורך זמן ומתבטאת ברמת מינוף מתונה ומדיניות חלוקה סבירה עם מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף הולם.

מטריצת הדירוג

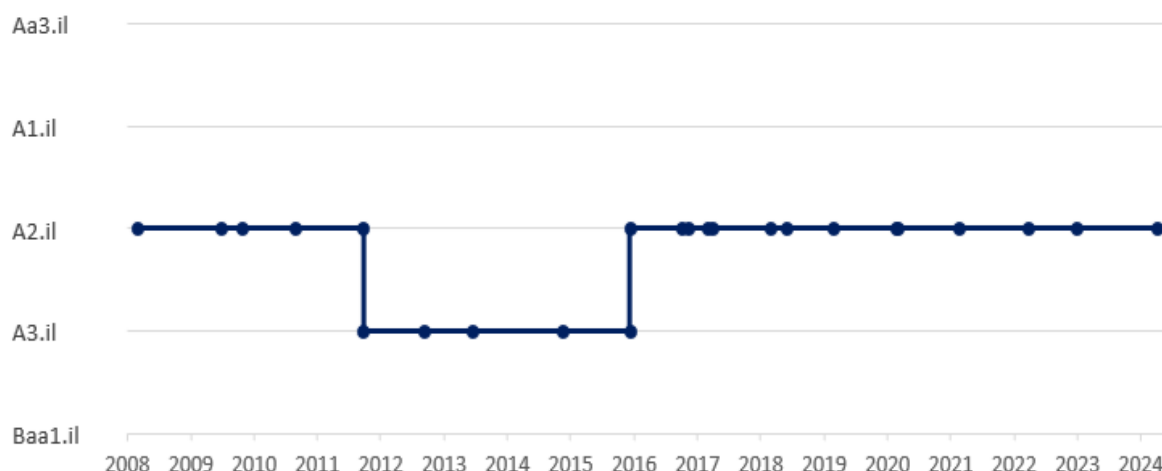
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	2.8-3.0	A.il	2.7	סך מאזן (מיליארדי ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	50%-54%	Aa.il	50%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Baa.il	36-43	Baa.il	42	היקף FFO (מיליוני ש"ח)	
Baa.il	30-35	Baa.il	30	חוב פיננסי נטו / FFO	פרופיל פיננסי
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	35%-40%	Aa.il	32%	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

חברת ויתניה הינה חברה ציבורית העוסקת, במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות, בפעילות בתחום הנדל"ן המניב בישראל. פעילות החברה כוללת פיתוח, ייזום, בנייה, השכרה והפעלה של נכסים מניבים (בעיקר משרדים). בנוסף לאחזקת הציבור, בעלי מניות החברה כוללים את קבוצת SGS, אחים חממה ושות', דן וגד פרופר, הראל חברה לביטוח ועוד.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ויתניה בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

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

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - 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

08.04.2024	תאריך דוח הדירוג:
24.12.2023	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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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.

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 אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים³

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	Prime-2.il
Baa1.il	
Baa2.il	
Baa3.il	Prime-3.il
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	NotPrime
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	
Ca.il	
C.il	

³ 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 לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים 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 אמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו www.midroog.co.il.