

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ

דירוג ראשוני | דצמבר 2020

אנשי קשר:

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

אופיר זלינגר, רו"ח
אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
Ophir.zelinger@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ

דירוג מנפיק וסדרות ד'-ח'	Baa2.il	אופק דירוג: שלילי
דירוג סדרה ט'	(P) Baa1.il	אופק דירוג: שלילי

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Baa2.il באופק שלילי ל- מישורים השקעות נדל"ן בע"מ (להלן - "מישורים" או "החברה") ודירוג זה לאגרות חוב (סדרות ד'-ח') שהנפיקה החברה. בנוסף, מידרוג קובעת דירוג מותנה Baa1.il (P) באופק שלילי לאגרות החוב שתנפיק החברה באמצעות סדרה חדשה בסך של עד 126 מיליון ש"ח ערך נקוב. להבטחת פירעון הסדרה החדשה צפויים להיות משועבדים שני נכסים: פורטאון חיפה שער הנמל וביל"ו דיזיין, בשווי כולל של כ- 167 מיליון ש"ח בהתאם לדוחות הכספיים ליום 30.09.2020.

בהתאם לטיטוט שטר הנאמנות, החברה מתחייבת לשעבד שני נכסים בשווי של כ- 167 מיליון ש"ח כאמור לעיל, להבטחת סדרה ט' בהיקף גיוס של עד כ- 126 מיליון ש"ח ערך נקוב. שני נכסים אלו, משועבדים נכון להיום להבטחת חוב בנקאי בהיקף של כ- 70 מיליון ש"ח, כאשר תמורת ההנפקה צפויה, בין היתר, לשמש לצורך פירעון חוב זה. מלוא תמורת ההנפקה תועבר לחשבון הנאמנות, והנאמן יעשה שימוש בתמורת ההנפקה לצורך פירעון החוב הבנקאי בד בבד עם קבלת המסמכים הנחוצים להסרת השעבודים לטובת הבנק בגין החוב הבנקאי. לאחר הגשת כל המסמכים הדרושים לצורך רישום השעבודים מדרגה ראשונה לטובת הנאמן, יתרת תמורת ההנפקה תועבר לחברה מידי חשבון הנאמנות. הדירוג מותנה במילוי התנאים של רישום השעבודים על הנכסים בהתאם לשטר הנאמנות הידוע במועד הדירוג.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ד'	1132729	Baa2.il	שלילי	30.06.2022
סדרה ה' *	1140078	Baa2.il	שלילי	12.02.2024
סדרה ו'	1141258	Baa2.il	שלילי	11.06.2024
סדרה ח'	1143163	Baa2.il	שלילי	31.07.2026

* אגרות החוב מסדרה ה' מובטחות בשעבוד על הלוואות בעלים שניתנו ע"י החברה לחברות הבנות מישורים ארה"ב ו- Mishorim USA Inc. מידרוג בחנה את טיב הבטוחה בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" ספטמבר 2019, ולא מצאה מקום למתן הטבה דירוגית לסדרה זו.

אודות החברה

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ התאגדה בשנת 1990 כחברה פרטית. החברה הפכה חברה ציבורית, והחל מחודש מאי 2007, נרשמו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעל השליטה בחברה הינו מר אלכס שניידר (אשר מחזיק כ- 44.5%, סמוך למועד הדוח). החברה עוסקת ברכישה, השבחה, ניהול, תפעול ומכירה של נכסי נדל"ן מניב בישראל (בעיקר משרדים) ובארה"ב (בעיקר מסחר ופנאי). אסטרטגיית החברה מתמקדת בהשקעה בנכסים אשר להם פוטנציאל השבחה משמעותי. בנוסף, החברה מחזיקה בכ- 50% מהון המניות של חברת Skyline Investments Inc. (להלן: "סקייליין"), חברה ציבורית הרשומה בקנדה ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א) באופן המקנה לה שליטה. סקייליין, המדורגת על-ידי מידרוג בדירוג Baa1.il באופק שלילי, פועלת בתחום המלונאות ואתרי הנופש בארה"ב ובקנדה וכן, בתחום הייזום בקנדה.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בארה"ב מתמקדת בהחזקה יחד עם שותפים בנכסי נדל"ן מניב המשמשים בעיקר למסחר, שירותים ופנאי, אשר חווה פגיעה עם תחילת התפשטות נגיף הקורונה. בנוסף, לחברה נכסי נדל"ן מניב בישראל בתחום המשרדים אשר תורמים לחיזוק סביבת הפעילות והיציבות התזרימית של החברה.

- היקף המאזן של החברה בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג, יצוין כי היקף המאזן מושפע לחיוב מהיקף הנכסים של סקיליין. הפרופיל העסקי של החברה נתמך בפיזור הגיאוגרפי של הנכסים ובפיזור השוכרים. אולם, עיקר הנכסים נרכשו במהלך השנים האחרונות כך שהיסטוריית פעילות הנכסים הקצרה משליכה לשלילה על הדירוג.
- רמת המינוף של החברה בולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג. כך, יחס חוב נטו ל- CAP נטו המשתקף מהמאזן המאוחד ליום 30.09.2020 עומד על כ- 61%. בהתאם לתרחיש הבסיס, לרבות תרחישי רגישות לשווי הנכסים, יחס חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח 63%-65%, הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.
- היקף ה- FFO המאוחד של החברה על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג הכולל תרחישי רגישות על היקף ה- EBITDA בעיקר בפעילות המלונאית של סקיליין, מציג ירידה משמעותית בשנת 2020. להערכת מידרוג, צפויה התאוששות, בעיקר בפעילות המלונאית, בשנים שלאחר מכן. כך, להערכת מידרוג, בשנת 2021 החברה צפויה להציג היקף FFO מאוחד בטווח של 37-42 מיליון ש"ח, היקף הולם לרמת דירוג, ואשר צפוי אף לגדול בשנים שלאחר מכן. יחס הכיסוי של החברה חוב פיננסי נטו ל- FFO בשנת 2021 צפוי לנוע בטווח 35-40 שנים. יחס כיסוי זה הולם את רמת הדירוג.
- הגמישות הפיננסית של החברה נובעת משווי נכסי לא משועבד (בכלל זה מניות סקיליין לאחר תרחיש רגישות על שווי המניות) לסך המאזן הצפוי לנוע בטווח 7%-9%. כמו כן, לחברה גמישות מסוימת משיעור LTV (חוב פיננסי מובטח לסך נדל"ן להשקעה) על הנכסים העומד על כ- 60%-62% בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. להערכת מידרוג, לחברה יתרות נזילות ומקורות מספקים לשנת 2021. כך, נכון ליום 30.09.2020 לחברה יתרות נזילות (ללא סקיליין) בהיקף של 85 מיליון ש"ח אל מול פירעונות אג"ח צפויים בהיקף של כ- 77 מיליון ש"ח בשנת 2021. נציין כי הערכות מידרוג ליתרות הנזילות של החברה אינן כוללות את יתרות הנזילות של סקיליין ואינן מניחות תקבולי דיבידנד מסקיליין¹. כאשר יתרת הנזילות תושפע לחיוב מהשלמת עסקת מכירת הנכס בפתח תקווה - קרית מטלון והנכס ברעננה אשר יניב לחברה תזרים צפוי של כ- 20 מיליון ש"ח נטו (לאחר פירעון ההלוואות בגין הנכסים), וכן, מפעילותה השוטפת של החברה, כך גם מיתרת תמורת הגיוס של הסדרה החדשה של אגרות החוב הצפויה בהיקף של כ- 55 מיליון ש"ח (לאחר פירעון החוב הבנקאי).
- התפשטות נגיף הקורונה ממשיכה להגביר את אי-הוודאות והתנודות הכלכליות ברחבי העולם. אפשרות להמשך המשבר והחרפתו עלולה להוביל למשבר כלכלי ולמיתון ארוך אשר עלול להוביל לפגיעה בביקוש לנכסי נדל"ן. בהתאם לדיווחי החברה, הפגיעה בדמי השכירות בגין נכסי החברה המניבים בישראל ובארה"ב, תהיה נמוכה יחסית ולטווח שאינו ארוך, וצפויה להסתכם בפחות מ- 5% משכר הדירה השנתי. בנוסף, פעילות החברה בתחום המלונאות באמצעות סקיליין חשופה לפגיעה בתוצאותיה לאור הטלת הגבלות על תנועת ותעסוקת אזרחים. להערכת מידרוג, ככל שהמשבר ימשך ויוביל למיתון, עלולה להיות לכך השפעה בטווח הבינוני-ארוך על שיעורי התפוסה ורמות מחירי דמי השכירות. מנגד, הצגת שיפור בהיקף ה- NOI מנכסים זהים, וכן גיוס הון בהיקף של כ- 50 מיליון ש"ח שבוצע בינואר 2020 תורמים לחיזוק הפרופיל הפיננסי של החברה וצפויים למתן במידה מסוימת השפעה זו. נציין כי תרחיש הבסיס של מידרוג כולל תרחישי רגישות באשר לשווי נכסי החברה וכן להיקפי ה- NOI של נכסים אלו.
- פרופיל הסיכון של פעילות החברה מושפע לשלילה מהחזקת החברה בסקיליין (50%) הפועלת בענף המלונאות הטומן בחובו, להערכת מידרוג, סיכון גבוה יחסית לענפי נדל"ן אחרים וחשוף לתנודתיות בתוצאות הפעילות במיוחד לאור התפרצות נגיף הקורונה. בנוסף, אתרי הנופש והקרקעות בקנדה מהווים בעיקרם מוצרי פנאי, בעלי רגישות גבוהה יותר לשינויים מאקרו-כלכליים. נציין כי, רכישת פורטפוליו המלונות שבוצעה החברה בשנת 2017, הכולל 13 מלונות מסוג סלקט-סרוויס ברחבי ארה"ב, ממתנת את הסיכון מאחר ומלונות אלו פונים בעיקר למגזר העסקי ומושפעים במידה פחותה מסיכוני הענף, אף שעדיין רמת הסיכון בהם הינה גבוהה יחסית לענפי נדל"ן מניב אחרים.

¹ גמישות ונזילות החברה מתייחסים לנתוני ה"סולו מורחב" כהגדרתו בדוחות הכספיים ללא סקיליין

- לחברה קיימת קרבה לאמות המידה ביחס לאגרות החוב שלה אשר לפיהן יחס כיסוי החוב (EBITDA) מצטבר ל- 4 רבעונים רצופים ביחס לחוב פיננסי) העולה על 16 למשך 2 רבעונים רצופים וכן, יחס הון למאזן הנמוך מ- 25% למשך 2 רבעונים רצופים מהווה הפרה ועילה לפירעון מיידי. פגיעה בפעילות החברה ובעיקר בפעילות סקיליין מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג עלול להוביל לפגיעה בפרמטרים הפיננסיים ואף להפרה של אחת או יותר מאמות המידה שתוארו לעיל, ולהשפיע לשלילה על הדירוג.
- דירוג אגרות החוב בפועל Baa2.il נמוך בשתי דרגות מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, וזאת לאור השיקולים המפורטים בדוח זה.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, פירעון שוטף של הלוואות החברה ושל אגרות החוב בהיקף של כ- 135 מיליון ש"ח עד לסוף שנת 2021, השלמת עסקת מכירת הנכס בפתח תקווה - קרית מטלון והנכס ברעננה אשר צפויה להניב לחברה תזרים של כ- 20 מיליון ש"ח נטו (לאחר פירעון הלוואות בגין הנכסים בהיקף של כ- 38 מיליון ש"ח), השקעה בנכסים קיימים, תזרים מפעילות שוטפת וגיוס אגרות חוב בהיקף של 126 מיליון ש"ח כאשר כ- 70 מיליון ש"ח מתמורת ההנפקה תשמש לפירעון חוב בנקאי.

בהתאם להתפתחויות, ולהערכות מחודשות של גורמים מקצועיים בענף המלונאות, מידרוג עדכנה את תרחיש הבסיס ותרחיש הרגישות לפעילות סקיליין בשנים 2020-2022 כך שתרחיש הבסיס המעודכן מניח פעילות חלקית בלבד עד לסוף שנת 2020, והתאוששות איטית של ענף המלונאות במהלך 2021-2022, עם חזרה לנתוני פעילות טרום קורונה לא לפני 2024. הינכם מופנים לדוח דירוג של סקיליין המפורסם באתר מידרוג², כך, מידרוג ערכה תרחיש רגישות שונים, בין היתר, באשר לשווי נכסי החברה, להיקפי ה-NOI, להיקפי הרווח המלונאי, וכן, לגבי שערי החליפין.

בהתאם לכך, יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח 63%-65% ולבלוט לחיוב ביחס לדירוג. היקף ה- FFO של החברה בשנת 2021, צפוי להסתכם בכ- 37-42 מיליון ש"ח. יחס חוב נטו ל- FFO צפוי לנו בטווח 35-40 שנים ולהלום את רמת הדירוג.

שיקולים מבניים

מידרוג בחנה הטבה דירוגית לסדרת האג"ח ה' המגובה בבטוחה המובטחת בשעבוד על הלוואות בעלים שניתנו ע"י החברה לחברות הבנות מישורים ארה"ב ו-Mishorim USA Inc. בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" - ספטמבר 2019³. בהתאם לבחינה, נמצא כי אין מקום למתן הטבה דירוגית לאגרות החוב סדרה ה' היות והבטוחה אינה מהווה שעבוד על נכסי החברה אלא הינם מסדר שני ויכולים להיות מושפעים מהותית משינויי שווי הנכסים ותרחישי מימוש מהיר.

מידרוג בחנה בנוסף הטבה דירוגית לסדרה ט' - הסדרה החדשה שהחברה צפויה לגייס, המגובה בבטוחות -שעבודים על הנכס שער הנמל בחיפה ועל הנכס ביל"ז דיזיין. בהתאם לבחינה, מידרוג מגדירה את הבטוחה כחזקה, בין היתר, לאור היות הנכסים המשועבדים בתחום הנדל"ן המניב בישראל, הצפויים לתנודתיות נמוכה יחסית. כמו כן, מידרוג מניחה תרחיש רגישות לשווי הנכסים המועבדים הנע עד 40%, אשר מוביל לרמת השבה ביחס לחוב המובטח העולה על 70%.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע מקרבה לאמות המידה של החברה ביחס לאגרות החוב שלה אשר לפיהן יחס כיסוי החוב (EBITDA) מצטבר ל- 4 רבעונים רצופים ביחס לחוב פיננסי) העולה על 16 למשך 2 רבעונים רצופים וכן, יחס הון למאזן הנמוך מ- 25% למשך 2 רבעונים רצופים מהווה הפרה ועילה לפירעון מיידי, ומסיכון מוגבר ביחס לפעילות המלונאית המהווה חלק מהותי מפעילות החברה. פגיעה בפעילות החברה ובעיקר בפעילות סקיליין מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג עלול להוביל לפגיעה בפרמטרים הפיננסיים ואף להפרה של אחת או יותר מאמות המידה שתוארו לעיל, ולהשפיע לשלילה על הדירוג.

² דוחות הדירוג של חברת Skyline Investment Inc מפורסמים באתר מידרוג: www.midroog.co.il

³ המתודולוגיה מפורסמת באתר מידרוג: www.midroog.co.il

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 ישירות על ידי החברה
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה לרבות גידול בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים
- התאוששות בתוצאות החברה כך שיהיה מרחק מספק מאמות המידה בסדרות אג"ח של החברה ביחס לעילות להעמדה לפירעון מיידי

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי המינוף והכיסוי של החברה באופן הפוגע בפרופיל הסיכון
- ירידה משמעותית ביתרות הנזילות של החברה
- הרעה משמעותית בסביבת הפעילות העסקית של החברה בענף המלונאות ו/או בענף הנדל"ן למסחר בארה"ב
- פגיעה בפעילות החברה מעבר לתחזיות מידורג שתוביל להפרה של אחת או יותר מאמות המידה ביחס לאגרות החוב

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

	31.12.2018	31.12.2019	30.09.2020
סך מאזן	3,273	3,006	2,884
חוב פיננסי	1,934	1,718	1,735
יתרות נזילות	220	134	149
חוב פיננסי נטו	1,714	1,584	1,586
חוב נטו / CAP נטו	60%	59%	61%
FFO LTM	100	130	7
חוב נטו ל- FFO LTM	17	12	>46

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פעילות החברה בענף הנדל"ן המניב בארה"ב ובישראל אף שמאופיינות בכלכלות יציבות יחסית לאורך השנים, נפגעו ממשבר נגיף הקורונה אשר יוביל להרעה בטווח הקצר - בינוני

לחברה נכסי נדל"ן מניב הפזורים במיקומים שונים בישראל המשמשים בעיקר למשרדים. כמו כן, נכסי החברה בארה"ב משמשים למסחר, שירותים ופנאי אשר עיקרם ממוקמים בפלורידה, היתר ממוקמים בוירג'יניה, צפון קרוליינה וטנסי. בנוסף, החברה עוסקת (באמצעות סקיליין) בפעילות בתחום המלונאי ואתרי הנופש בקנדה ובארה"ב ובייזום ופיתוח נדל"ן בקנדה.

מדינת ישראל, המדורגת A1 באופק יציב על-ידי Moody's⁴, מתאפיינת בכלכלה חזקה וביציבות נתונים מאקרו-כלכליים. אופק הדירוג של מדינת ישראל התעדכן לאחרונה מאופק חיובי לאופק יציב וזאת בעיקר לאור הגידול בגירעון כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה ואתגרים פיסקליים הנובעים מחוסר יציבות פוליטית. בנוסף, על-פי תחזית בנק ישראל, בשנת 2020 צפויים שיעורי צמיחה שליליים בתוצר הנעים בטווח של 5% בתרחיש השליטה על התפתחות התחלואה ל- 6.5% בתרחיש השליטה הנמוכה, ובשנת 2021 בעקבות התאוששות המשק שיעורי הצמיחה הצפויים הינם בטווח של 1%-6.5%, בהתאם לשליטה על התפתחות התחלואה. בנוסף, שיעורי האבטלה צפויים לעלות לרמה של 16.7% בתרחיש השליטה ולרמה של 20.2% בתרחיש השליטה הנמוכה בסוף שנת 2020 ולאחר

⁴ בהתאם לדוח דירוג של Moody's

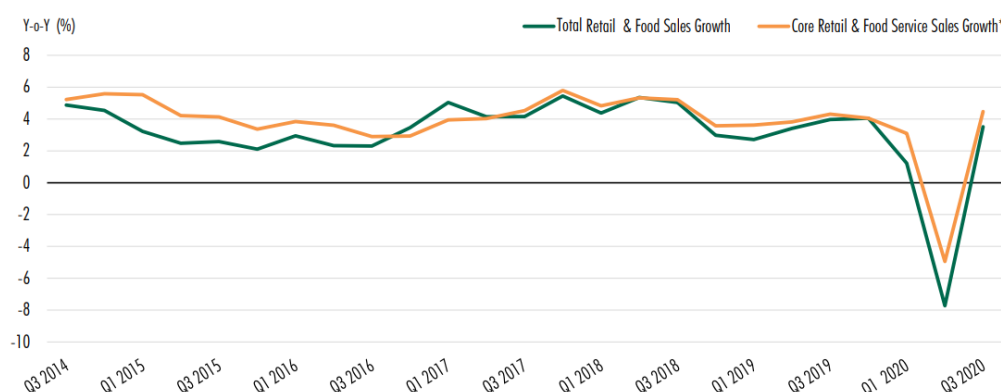
מכן לרדת לרמות של 7.8%-13.9% בסוף שנת 2021.⁵ מסקירת הרבעון השלישי של ענף המשרדים בישראל בשנת 2020⁶ עולה כי ישנה האטה. מאז תחילת משבר הקורונה, היקף העסקאות בענף נמוך, כך גם היקף ההשקעות בענף לאור חוסר הוודאות, וההערכה היא כי שוק המשרדים יהיה מושפע במידה רבה משיעורי האבטלה. להערכת מידרוג, עדיין קיימת אי וודאות בנוגע להשפעת התפרצות נגיף הקורונה על ענף המשרדים בישראל, להרחבה בנושא הינכם מופנים להערת ענף.⁷

ארה"ב, המדורגת בדירוג Aaa באופק יציב על-ידי Moody's⁴, מאופיינת בכלכלה חזקה ויציבה. להתפשטות וירוס הקורונה השפעות שליליות על הביצועים הכלכליים החזויים של ארה"ב בשנת 2020, כאשר הצפי הינו לצמיחה שלילית בתוצר הריאלי של כ- 3.6% ולגידול בשיעורי האבטלה ל- 8.1% (לעומת 3.8% ערב המשבר).

פלורידה, המדינה השלישית בגודלה בארה"ב, מדורגת בדירוג Aaa באופק יציב ע"י Moody's⁴ ואחראית על כ- 5% מכלל התוצר בארה"ב. הפגיעה בכלכלת פלורידה ובשיעורי האבטלה בעקבות משבר הקורונה הינה רבה, בעיקר לאור החשיפה הגדולה לענפי התיירות, הפנאי והמסחר המהווים כ- 25% מסך המשרות ואשר שהושפעו מהמגבלות שהוטלו בחודש מרץ 2020 במטרה למנוע את התפשטות הנגיף. יחד עם זאת, הצמיחה בתוצר בשנים שקדמו למשבר הנוכחי, שעלתה על הצמיחה בכלל ארה"ב, מאפשרת לפלורידה יותר גמישות בהתמודדות עם המשבר.

ענף המסחר בארה"ב חווה פגיעה עם תחילת המשבר, אולם ברבעון השלישי של שנת 2020, היקפי המכירות בענף חזרו להיקפים שהיו תרומם המשבר, כפי שניתן לראות בתרשים 1 מטה. שיעור הספיגה נטו של שטחי הנדל"ן למסחר ברבעון השלישי של השנה הינה שלילית, ושיעורי התפוסה בענף נמצאים במגמה של ירידה אם כי מתונה ומסתכמים ב- 93.4%. כמו כן, ענפי הפנאי כגון מסעדות, חדרי כושר, בתי קולנוע וכו' חוו פגיעה קשה תוצאה מהשלכות משבר הקורונה.⁸

תרשים 1: סך המכירות בענף המסחר:



Note: Sales figures are seasonally adjusted.
*Core Retail & Food Service Sales excludes gasoline stations and motor vehicle & parts dealers.

מקור: CBRE

חברת סקיליין (50%), הפועלת בענף המלונאות, מדורגת על-ידי מידרוג בדירוג Baa1.il ונמצאת באופק שלילי בשל השלכות משבר הקורונה האפשריות על הענף בו פועלת החברה.⁹ כמתואר בדוחות הדירוג של סקיליין, החברה פועלת במספר תת-מגזרים של ענף המלונאות, בכללם תת-מגזר ה- Select-Service, וכן באמצעות "תכנית השכרות" של יחידות נופש בבעלות צדדי ג', באופן הממתן את השלכות התפרצות הקורונה ביחס לתת-מגזרי המלונאות האחרים.

⁵ הדוח מפורסם באתר בנק ישראל: www.boi.org.il

⁶ CBRE - Tel Aviv Office MarketView Q3 2020

⁷ השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020, בדוח מפורסם באתר של מידרוג: www.midroog.co.il

⁸ Q3 2020 U.S. Retail Figures, CBRE

⁹ דוחות הדירוג של חברת Skyline Investment Inc מפורסמים באתר מידרוג: www.midroog.co.il

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף פעילות בולט ביחס לדירוג ובפיזור פעילות טוב. יחד עם זאת, רוב נכסי החברה נרכשו במהלך השנים האחרונות כך שהיסטוריית פעילות הנכסים הקצרה משליכה לשלילה על הדירוג

הפרופיל העסקי של החברה בולט ביחס לדירוג לאור סך המאזן המאוחד של החברה המסתכם בכ- 2.9 מיליארד ש"ח נכון ליום 30.09.2020, המאחד את נכסי סקייליין המשפיעים לחיוב על סך המאזן. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, סך המאזן צפוי לנוע בטווח של 2.5-2.8 מיליארד ש"ח.

נכון ליום 30.09.2020 לחברה 13 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 עומדים על כ- 88% (לאחר ירידה ברבעון האחרון של כ- 4% הנובעת משוכר בית קולנוע שנקלע לקשיים בעקבות הקורונה ופינה את הנכס). נציין כי רוב השוכרים חזרו לפעילות לאחר הקלות במגבלות שהוטלו בניסיון לבלום את התפשטות נגיף הקורונה, אולם חלק מהשוכרים פנו בבקשה להקלות בשכר דירה בעקבות הפגיעה שחוו, ולכן תרחיש הבסיס של מידרוג מניח פגיעה בהיקף ה- NOI של החברה מעבר להערכות החברה הכוללות ויתור על שכר דירה בשנת 2020 בהיקף של כ- 4 מיליון ש"ח מהפעילות בארה"ב. נכון ליום 30.09.2020, לחברה 11 נכסי נדל"ן מניב בישראל הממוקמים בערים מרכזיות ומתפתחות במרכז וצפון הארץ. נכסים אלו משמשים בעיקר למשרדים ומושכרים למשרדי ממשלה, חברות עסקיות ומוסדות אקדמיה. שיעורי התפוסה בנכסים אלו עומד על כ- 88% (ללא הנכס בבנימינה שנרכש ברבעון קודם וטרם יוצב). נדגיש כי שיעורי התפוסה כשלעצמם מושפעים לשלילה מאסטרטגיית החברה לרכישת נכסים בשיעורי תפוסה נמוכים, עם פעולות ההשבחה שהחברה מבצעת בנכסים, שיעורי התפוסה עולים בצורה משמעותית כפי שיפורט בהמשך.

לחברה מגוון רחב של שוכרים מתחומי עיסוק שונים ללא תלות בשוכר עיקרי. כמו כן, מח"מ חוזי השכירות הינו ארוך יחסית ומסתכם בכ- 4.11 שנים. בנוסף, לחברה פיזור נכסי טוב כך שהנכס העיקרי של החברה (ללא נכסי סקייליין) הינו מתחם מסחרי הממוקם בסמוך לטמפה שבפלורידה אשר נרכש בשנת 2019, ומהווה כ- 11% מסך ה- NOI. שלושת הנכסים העיקריים מהווים כ- 31% מסך ה- NOI. רוב נכסי החברה מוחזקים ברשותה מספר שנים מועטות כך שהיסטוריית פעילות הנכסים הקצרה חלשה ביחס לדירוג. נציין כי, 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. כך לדוגמא, החברה רכשה את הנכס בחיפה ביולי 2017 בשיעור תפוסה נמוך של 20% עם NOI שלילי וכיום נכס זה עומד על שיעורי תפוסה של 86% ותורם ל- NOI השנתי כ- 8 מ' ש"ח.

יחסי המינוף והכיסוי, הבולטים לחיוב לרמת הדירוג, תורמים ליציבות הפרופיל הפיננסי. לצד גמישות מוגבלת לאור היעדר נכסים שאינם משועבדים

נכון ליום 30.09.2020, יחס המינוף של החברה חוב נטו ל- CAP נטו מסתכם בכ- 61%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר תרחישי רגישות בנוגע לשחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה ובשערי החליפין, יחס זה צפוי להסתכם בכ- 63%-65% ולהמשיך לבלוט ביחס לדירוג.

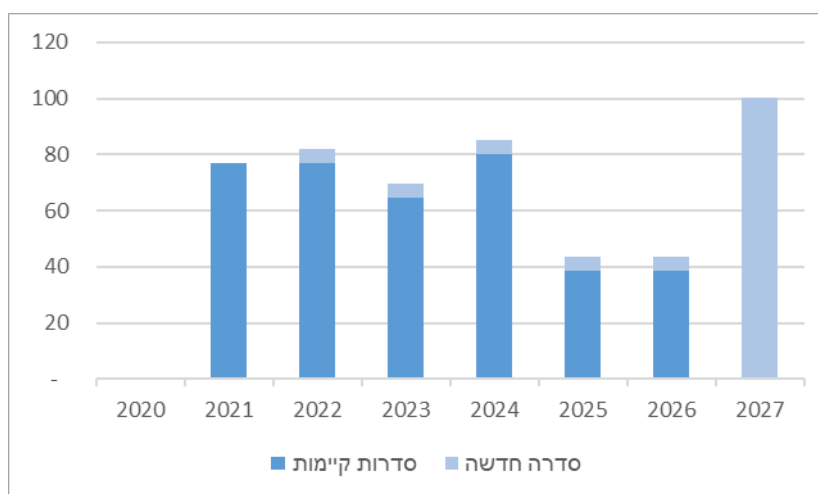
היקף ה- FFO LTM של החברה ליום 30.09.2020 מסתכם בכ- 7 מיליון ש"ח ומושפע לשלילה מ- FFO שלילי בסקייליין בעקבות השלכות משבר הקורונה. היקף זה חלש ביחס לרמת הדירוג. בהתאם, יחסי הכיסוי של החברה איטיים ביחס לרמת הדירוג כאשר יחס חוב נטו ל- FFO LTM של החברה הסתכם ליום 30.09.2020 עולה על 46 שנים. מידרוג מעריכה כי התאוששות הדרגתית תוביל בשנת 2021 להיקף FFO של כ- 37-42 מיליון ש"ח וליחס חוב נטו ל- FFO הצפוי לנו בטווח 35-40 שנים. בנוסף, נציין כי יחסים אלה, ההולמים את רמת הדירוג, אינם מתייחסים לתוצאות החברה לשנת 2020, אשר צפויות להערכת מידרוג להיות חלשות יותר לאור השלכות התפשטות נגיף הקורונה בטווח הקצר במיוחד בפעילות המלונאית באמצעות סקייליין, ומנגד אינם כוללים את הערכות מידרוג להתאוששות הדרגתית בשנים שלאחר מכן.

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

גמישות החברה ונזילותה מחושבים בהתאם לנתוני ה"סולו מורחב" כך שאינם כוללים את סקיליין. בהתאם לכך, לחברה גמישות מוגבלת לאור מיעוט נכסים שאינם משועבדים כך ששווי הנכסים הלא משועבדים, (בכלל זה מניות סקיליין לאחר תרחיש רגישות על שווי המניות), ביחס לסך המאזן צפוי להסתכם בכ- 7%-9%. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית מסוימת לאור שיעורי המינוף על הנכסים הלא משועבדים כאשר היחס בין החוב המובטח ליתרת הנדל"ן להשקעה צפוי לנוע בטווח של 60%-62%, יחס זה בולט ביחס לדירוג.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה לשמור על יתרות נזילות בגובה פירעונות קרן אגרות החוב בשנה העוקבת. כך, נכון ליום 30.09.2020, לחברה יתרות נזילות בהיקף של 85 מיליון ש"ח (ללא סקיליין). יתרות נזילות החברה הצפויות בהתאם לתרחיש מידרוג, הינן מספקות ביחס לצרכי החוב הלא מובטח, הכולל פירעונות קרן אגרות חוב בשנים 2021-2022 של כ- 77 מיליון ש"ח בממוצע לשנה, וזאת לאחר ביצוע תכנית רכישה עצמית של אגרות החוב של החברה במהלך שנת 2020 וכן, לאחר הנפקת הסדרה החדשה אשר תייצר לחברה נזילות נטו (לאחר פירעון החוב הבנקאי) של כ- 55 מיליון ש"ח. בנוסף, נזילות החברה צפויה להיות מושפעת לחיוב מפעילותה השוטפת וכן, מהשלמת עסקת מכירת הנכס בפתח תקווה - קרית מטלון והנכס ברעננה אשר יניב לחברה תזרים צפוי של כ- 20 מיליון ש"ח נטו (לאחר פירעון ההלוואות בגין הנכסים). מנגד, הנזילות צפויה לשמש לצורך פירעון החוב הבנקאי השוטף ואגרות החוב בהיקף של כ- 96 מיליון ש"ח עד לסוף שנת 2021. היקף הנזילות הצפוי, הינו הולם ביחס לצרכי שירות האג"ח לשנת 2021.

תרשים 2: לוח סילוקין אגרות חוב, דצמבר 2020 (מיליוני ש"ח)



שיקולים נוספים לדירוג

דירוג אגרות החוב בפועל Baa2.il נמוך בשתי דרגות מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, וזאת לאור השיקולים שלהלן:

החזקת החברה בסקיליין (50%) הפועלת בענף המלונאות. כך, החזקת החברה בסקיליין תורמת להיקף הפעילות והנכסים וליחסי הכיסוי, אשר מקבלים ביטוי במטריצת הדירוג. מנגד, מגזר המלונאות טומן בחובו, להערכת מידרוג, סיכון גבוה יחסית לענפי נדל"ן אחרים. אתרי הנופש והקרקעות בקנדה מהווים בעיקרם מוצרי פנאי, בעלי רגישות גבוהה יותר לשינויים מאקרו-כלכליים, באופן המגדיל את פרופיל הסיכון של פעילות החברה. בהתאם, בפעילות מלונאית מידרוג מצפה לשיעורי תשואה גבוהים יותר וליחסי כיסוי מהירים יותר מאשר בנכסים מניבים. סיכון ענף המלונאות וההתאמות הנגזרות אינם מקבלים ביטוי במטריצת הדירוג.

בנוסף, קיים חשש כי פגיעה בפעילות החברה מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג, עלול להוביל להפרה של אחת או יותר מאמות המידה ביחס לאגרות החוב של החברה. על פי אמות המידה, יחס כיסוי החוב (EBITDA) מצטבר ל- 4 רבעונים רצופים ביחס לחוב

פיננסי) העולה על 16 למשך 2 רבעונים רצופים, וכן יחס הון למאזן הנמוך מ- 25% למשך 2 רבעונים רצופים מהווה הפרה ועילה לפירעון מיידי.

נציין כי פעילות החברה באמצעות סקיליין בענף המלונאות חשופה לתנודתיות בטווח הקצר וקיימת אי-וודאות במיוחד לאור השלכות אפשריות של התפשטות נגיף הקורונה ובכללם סגרים והטלת מגבלות חוזרים ונשנים בהתאם להיקף התחלואה אשר עלולים להשפיע לשלילה על תוצאות פעילות סקיליין.

תרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל תרחיש רגישות של פגיעה בתוצאות החברה ובעיקר בפעילות סקיליין, מוביל לחריגה מאמת המידה של יחס כיסוי החוב ברבעון הראשון של שנת 2021 (בשל ההשפעה המצטברת החל מ- 01.04.2020 של הפגיעה בתוצאות בעקבות משבר הקורונה), אולם בשל התמתנות השפעת הקורונה בחציון השני של 2020, מידרוג מעריכה כי החריגה תוגבל רק לרבעון זה ולאחריו תרחיש הבסיס מניח שיפור ביחס הכיסוי. פגיעה בפעילות מעבר לתרחיש הבסיס עלולה להוביל להפרת יחס זה גם ברבעונים העוקבים. בהתאם, פגיעה מתמשכת בפעילות עלולה אף להוביל לירידות בשווי נכסי החברה ובעיקר בנכסי המלונאות של סקיליין ולהוביל לחריגה ביחס ההון למאזן.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il	2,500-2,800	A.il	2,884	סך מאזן (מיליוני ש"ח)	
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל עסקי
A.il	65%-63%	A.il	61%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Baa.il	37-42	Ba.il ומטה	7	היקף FFO LTM (מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
Baa.il	35-40	Ba.il ומטה	>46	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
Baa.il	9%-7%	Baa.il	8%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Baa.il	62%-60%	A.il	53%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Baa.il	50%	A.il	55%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A3.il				דירוג נגזר	
Baa2.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.

דוחות קשורים

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

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

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2019](#)

[דירוג חברות מלונאות - דוח מתודולוגי, פברואר 2016](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

07.12.2020

תאריך דוח הדירוג:

מישורים השקעות נדל"ן בע"מ

שם יוזם הדירוג:

מישורים השקעות 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' 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 וליסיוני 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>