

# סלע קפיטל נדל"ן בע"מ<sup>2,1</sup>

מעקב | דצמבר 2023

## אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח  
ראשת צוות, מעריכת דירוג ראשית  
[shiranfh@midroog.co.il](mailto:shiranfh@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראשת תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

<sup>1</sup> מהדיווח המידי שמסרה החברה ביום 23.1.2019 במערכת מאיה נודע למידרוג שסלע קפיטל נדל"ן בע"מ רכשה את זכויות הבעלות של המשרדים אותם שוכרת מידרוג. מידרוג שכרה את משרדיה מהבעלים הקודמים, שהיא חברה שאיננה מדורגת על ידי מידרוג. השכירות של מידרוג החלה ביום 2.5.2018 והיא תסתיים ביום 31.8.2028, אך למידרוג הזכות לסיים את השכירות ביום 31.8.2024.

<sup>2</sup> ד"ר אביטל שטיין מכהנת כדירקטורית בלתי תלויה בסלע קפיטל נדל"ן בע"מ, וכן כדירקטורית חיצונית במידרוג בע"מ. אין לד"ר אביטל שטיין כל נגיעה לדירוגים הנקבעים ע"י מידרוג בע"מ.

## סלע קפיטל נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות / מנפיק
-	P-1.il	דירוג נייר ערך מסחרי

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa3.il לאגרות חוב המונפקות (סדרות ב', ג', ד') ולדירוג המנפיק של סלע קפיטל נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג מותירה על כנו דירוג זמן קצר P-1.il לניירות ערך מסחריים (סדרה 1) שהנפיקה החברה בסך 120 מיליון ₪ ע.ג.

### אגרות החוב במחזור החוב וניירות הערך המסחריים המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
13/01/2025	יציב	Aa3.il	1132927	ב'
13/04/2029	יציב	Aa3.il	1138973	ג'
27/03/2033	יציב	Aa3.il	1167147	ד'
21/02/2024	-	P-1.il	1157189	נע"מ סדרה 1

### שיקולים עיקריים לדירוג

- מצבת נכסים הכוללת כ-45 נכסי נדל"ן מניב בפריסה ארצית כאשר עיקרם ממוקמים בתל אביב ובמחוז המרכז. נכון ליום 30.09.2023 כ-54% מהשווי ההוגן של נכסי החברה מיוחס לנכסי משרדים וחניונים, כ-27% לשטחי מסחר, כ-11% לנכסי לוגיסטיקה וכ-8% לשימושים אחרים. החברה שומרת על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך שנים, אשר נכון ליום 30.09.2023 עומדים על כ-95%. כמו כן, לחברה 555 שוכרים במגוון תחומים עם מח"מ שכירות של 10-2 שנים.
- היקפי הפעילות והנכסים הולמים לרמת הדירוג, עם סך מאזן צפוי בטווח של 5.3-5.7 מיליארד ₪ ותחזית FFO שנתי בטווח של 240-220 מיליון ₪, בהתאם להערכת מידרוג. היקפים אלו מושפעים לחיוב ממספר רכישות של נכסים במהלך שנת 2022 בהיקף של 1.3 מיליארד ₪, העיקריים שבהם הינם 6 קומות משרדים במגדלי הארבעה בתל אביב בסך של כ-300 מיליון ₪ ועסקת בית מאני בתמורה ל-623 מיליון ₪ שהשלמתה צפויה ברבעון הראשון של שנת 2024.
- יחסי מינוף ההולמים את רמת הדירוג, עם יחס חוב נטו ל-CAP נטו ליום 30.09.2023 של כ-56%, כאשר תחת תרחיש הבסיס מידרוג מניחה כי שיעור המינוף צפוי לנוע בטווח של 56%-60%. יחס כיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי תחת תרחיש הבסיס לנוע בטווח של 15-12 שנים.
- גמישות פיננסית בולטת לחיוב לרמת הדירוג לאור נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-5.1 מיליארד ₪, המהווים כ-96% מהיקף המאזן.
- הדירוג בפועל גבוה בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצה הדירוג וזאת בשל הערכת מידרוג כי החברה מציגה לאורך זמן נגישות גבוהה לשוק ההון כולל הנפקות הון וגיוסי חוב באופן התורם לגמישות בהתאם לצרכי המימון, בין היתר בשל מעמדה כקקן ריט, המאפשר את מימוש אסטרטגיית החברה לצמיחה תוך מיתון הסיכון בשל מגבלות המינוף החלות על החברה, באופן אשר תורם לחיוב לדירוג.
- מדיניותה הפיננסית של החברה מושפעת לחיוב מהיותה קרן ריט משנת 2008, הפועלת תחת מגבלות חקיקה המכתיבות אסטרטגיית שמרנית בכל הנוגע לרמת המינוף ומדיניות השקעה בנכסים. נוסף לכך, לחברה נזילות טובה הודות למסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקף של 430 מיליון ₪.

- הדירוג לזמן קצר לנירות ערך מסחריים (סדרה 1) מבוסס על דירוג המנפיק Aa3.il ועל תחזית המקורות והשימושים לחברה לתקופה של 12 חודשים. כמו כן, מבוסס דירוג הנע"מ על הצהרת 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.

**תרחיש הבסיס** של מידרוג מניח, בין היתר, שמירה על מעמד החברה כקרן "ריט" כהגדרתה בישראל, לרבות חלוקת דיבידנד בהתאם לחובת חלוקת דיבידנד מינימלי, תזרים מפעילות שוטפת, השקעות Capex בנכסים, פירעונות שוטפים של חוב בנקאי ואג"ח בהתאם ללוחות סילוקין וכן השלמת עסקת בית מאני הכולל תשלום של 474 מיליון ₪ ברבעון הראשון של שנת 2024 שימומן באמצעות גיוס חוב אג"ח. תרחיש הבסיס כולל תרחיש רגישות בנוגע לשווי הנכסים והיקף ההגבה מהם.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על יציבות תזרימית בנכסיה, ועל יתרות נזילות ולאו מסגרות אשראי פנויות מספקות לשירות אגרות החוב.

המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלה גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. כמו כן, כתוצאה מהמלחמה נרשמו ירידות חדות בשווקים הפיננסיים בישראל ופיחות בשער החליפין של השקל. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הנכם מופנים לדוח מידרוג המתייחס להשלכות אפשריות ואופן בחינתן<sup>3</sup>.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות וההון העצמי, תוך שמירה על יחסי איתנות טובים אף מעבר למגבלות תקנות קרן "ריט"

#### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- אי עמידה בהגדרת החברה כקרן "ריט"
- חלוקת דיבידנד עקבית מעבר ל-65% מ-FFO

#### סלע קפיטל נדל"ן בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023	
3,424	3,571	4,436	5,165	5,310	סך מאזן
1,553	1,641	2,065	2,230	2,256	הון עצמי
1,770	1,775	1,914	2,845	2,866	חוב פיננסי נטו
53%	52%	48%	56%	56%	חוב נטו / CAP נטו
141	154	125	90	116	FFO LTM
13	11	15	31	25	חוב פיננסי נטו / FFO LTM *

<sup>3</sup> המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים, מאי 2020", ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. \* היקף ה- FFO ויחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO לעיל מבוסס על חישוב ה- FFO הנומינלי הכולל את הוצאות המימון החשבונאיות לרבות הפרשי הצמדה.

<sup>3</sup> [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדרוגים על ידי מידרוג – דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### סביבת הפעילות נתמכת בכלכלה יציבה ובמגמות ביקוש יציבות לאורך זמן המתבטאות ביציבות מחירים

מדינת ישראל מדורגת A1 על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה ויכולת עמידה טובה בעת משברים כלכליים. מנגד, קיימת חשיפה למשברים גיאופוליטיים אשר בא לידי ביטוי בהצבת תחזית הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות בשל מלחמת "חרבות ברזל" המגבירה את החשיפה לסיכונים גיאופוליטיים. עפ"י Moody's, למשך ולהיקף הלחימה השלכות שליליות, כאשר גם אם משך הלחימה יהיה קצר עדיין יכולה להיות השפעה שלילית על סיכון האשראי אך ככל ומשך הלחימה יתארך תהיה השפעה מהותית יותר על מדדי האשראי המרכזיים של ישראל.

עפ"י התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל מחדש נובמבר 2023<sup>4</sup>, ההשפעה הישירה של המלחמה על המשק תהיה בשיאה ברבעון הרביעי של 2023 ותימשך אל תוך 2024 בעצימות פוחתת במידה וחלקה הארי של המלחמה יהיה בחזית מול עזה. בהתאם לכך, התוצר צפוי לצמוח ב-2% בכל אחת מהשנים 2023 ו-2024 כלומר, בהשוואה לתחזית ערב המלחמה, המלחמה תגרע בממוצע עד סוף 2024 כ-3 אחוזי תוצר. עוד מעריכים בבנק ישראל כי שיעור האבטלה הרחב בגילאי העבודה העיקריים שעלה ברבעון הרביעי של 2023 לרמה של 4.3% (בהשוואה ל-3.6% ב-2022), ייוותר ברמה גבוהה גם ב-2024. תקציב המדינה חשוף לאי ודאות ניכרת בנוגע להשפעות המלחמה בשל גידול בהוצאות הביטחון, החלטות הממשלה בנוגע לסיוע לתושבים באזור הלחימה ולנפגעים וכן פגיעה בהכנסות ממיסים. לאור הגידול הנדרש בתקציב המדינה, בנק ישראל צופה גידול בגירעון שיסתכם ב-3.7% תוצר וב-5% תוצר בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה. על פי תחזית הבנק המרכזי, שיעור האינפלציה צפוי להסתכם בכ-3.5% ו-2.4% בשנים 2023 ו-2024 בהתאמה, כאשר התמתנות האינפלציה בטווח התחזית נובעת בעיקרה מהפגיעה בסנטימנט הצרכני ובביקוש לצריכה. הריבית צפויה לעמוד על 3.75%-4.00% ברבעון הרביעי של 2024. רמת הריבית בתקופת התחזית תסייע לייצוב השווקים הפיננסיים ולתמיכה בביקושים המקומיים.

ענף הנדל"ן המניב מציג בחציון הראשון של שנת 2023 האטה בביקושים, וצימצום משמעותי בעסקאות רכישת והשכרת נכסים כתוצאה מהעלייה החדה בשיעור הריבית. שיעורי הריבית הנמוכים שהונהגו מאז שנת 2008 על ידי בנקים מרכזיים ברחבי העולם, הציפו את השווקים בכסף זול, שהוביל לעליה חדה במחירי הנכסים, והחל מ-2021 גם לעליה במחירי השירותים ומוצרי הצריכה. על מנת לרסן את האינפלציה, בנק ישראל העלה את שיעור הריבית מ-0.1% בשנת 2022 ועד לרמה של 4.75% כיום - רמת שיא של כ-20 שנה. מדו"ח Natam לחציון הראשון של שנת 2023, עולה כי בתקופה זו נמשכת מגמת הירידה מרמות השיא בדמי השכירות ובמחירי המשרדים בתל אביב. ניתן לראות כי אזורים אשר הציגו עליה משמעותית במחירי השכירות בשנים 2021-2022 כעת מציגים תיקון. ההערכה היא כי טווחי המחירים הנוכחיים ישמרו על יציבות, כאשר חברות ששכרו בעבר שטחים גדולים ימשיכו את מגמת השכרות המשנה אשר מגדילות את ההיצע ומנגד, חברות בינוניות ישכירו שטחים על-פי צורך קיים ולא ישכירו שטחים גדולים כפי שהיה בעבר. ההשפעה על שיעורי התפוסה, בעיקר בתל אביב ברמות גימור גבוהות, צפויה להיות שלילית בשנים 2024-2026 עם כניסתם של מגדלי משרדים חדשים לשוק.

תחום הנדל"ן המניב למסחר חשוף להתפתחויות טכנולוגיות ושינויים בהרגלי הצריכה המקוונת צפויים לאתגר את המסחר המסורתי בחנויות ובמרכזי המסחר. מרכזים מסחריים שכונתיים וחנויות Discount נחשבים חסינים למגמת הגידול של ה-E-commerce, וצפויים להנות מביקושים יציבים, שכן מרכזי המסחר השכונתי נותנים פתרון נגיש ויעיל לקניות מוצרי צריכה בסיסיים. קיימים ביקושים ערים לרכישת נכסים מסחריים שכונתיים, ולמרות העלייה בשיעור הריבית, משקיעים מגלים נכונות לרכוש נכסים אלו בתשואות של 6.5%-7%.

<sup>4</sup> [התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, נובמבר 2023](#)

## מצבת נכסים מניבה וסולידית המאופיינת בפיזור במגוון שימושים ובשיעורי תפוסה גבוהים

החברה מציגה המשך גידול במצבת הנכסים המניבים, צמיחה בהכנסות מהשכרה מנכסים זהים, פיזור השקעות בסוגי נדל"ן מניב שונים ופיזור ברמת השוכרים.

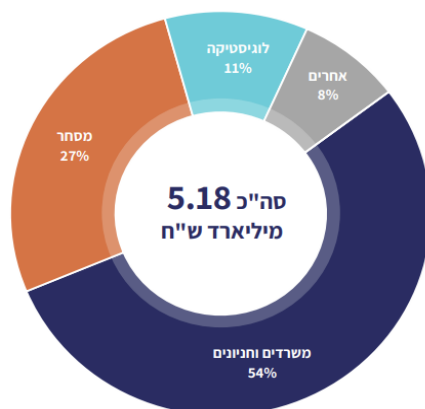
נכון ל-30.09.2023 סך המאזן של החברה הסתכם לכ- 5.3 מיליארד ₪, זאת אל מול סך מאזן של כ-5.2 מיליארד ₪ וכ- 4.4 מיליארד ₪ נכון ליום 31.12.2022 ויום 31.12.2021, בהתאמה. היקפים אלו מושפעים לחיוב ממספר רכישות של נכסים במהלך שנת 2022 בסך של 1.3 מיליארד ₪, העיקריים שבהם הינם 6 קומות משרדים במגדלי הארבעה בתל אביב בסך של כ- 300 מיליון ₪ ועסקת בית מאני בתמורה ל- 623 מיליון ₪ שהשלמתה צפויה ברבעון הראשון של שנת 2024.

מצבת הנכסים, כוללת כ-45 נכסים, כאשר העיקריים שבהם הינם נכסי משרדים וחניונים המהווים כ- 54% משווי נדל"ן להשקעה של החברה ונכסי מסחר המהווים 27%. יתר הנכסים כוללים בעיקר שימושים של לוגיסטיקה ושימושים אחרים. נכסי החברה ממוקמים על פני 24 ישובים, בעיקר בערים מרכזיות באזור המרכז וגוש דן. נכסי החברה הם בעלי שיעורי תפוסה גבוהים, ויציבים לאורך השנים, ושיעור התפוסה המשוקלל ליום 30.09.2023 הינו כ-95% בהשוואה לכ-96% בשנת 2022. בנוסף, נכון ליום 30.09.2023, הנכס העיקרי של החברה, קומות משרדים במגדל משה אביב בבורסה ברמת גן, מהווה כ-10% מסך השווי הנכסי ושלושת הנכסים העיקריים מהווים כ-23% מסך השווי הנכסי, פיזור ההולם את רמת הדירוג.

נכסי החברה מאופיינים ברמת איכות וגימור שאינה אחידה, כאשר חלק מהנכסים ותיקים יחסית לצד נכסים ששופצו בשנים האחרונות. לחברה 555 שוכרים במגוון תחומים, עם מח"מ שכירות של 2-10 שנים, בשטח כולל של כ-526 אלף מ"ר. בין השוכרים המרכזיים של החברה ניתן למנות שוכרים איכותיים כדוגמת קבוצת בזק, בנק מזרחי-טפחות, אסותא ומשרדי ממשלה שונים. השוכר המשמעותי של החברה, בנק מזרחי-טפחות הנמצא במגדלי משה אביב ברמת גן ושוכר כ- 2.4% מכלל השטחים המניבים של החברה, צפוי לסיים את החוזה במהלך שנת 2025 ולפנות את השטח. נוסף לכך, עם מסירת בית מאני לידי החברה במהלך הרבעון הראשון של שנת 2024 ויציאת הנהלת בנק לאומי מהנכס, שיעורי התפוסה בו יהיו נמוכים והחברה נדרשת לאכלס מחדש שטחים אלו. סיכון השיווק של שטחים אלו, יחד עם צרכי ההשקעה וההתאמות לשוכרים שידרשו מעיבים על תזרים המזומנים ועל סיכון האשראי. יחד עם זאת, מיקומם ואיכותם של נכסים אלו ממתנים במעט את הסיכון.

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2023 רשמה החברה הכנסה תפעולית NOI בסך כ- 240 מיליון ₪, עם גידול בהכנסה התפעולית מנכסים זהים בשיעור של כ- 5% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, שעיקרו נבע משיפור ההכנסה התפעולית בנכס שעבר שיפוץ מסיבי וכן עליה במדד המחירים לצרכן, אליו צמודות הכנסות החברה מהשכרת נכסים. בתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה- NOI לשנים 2023-2024 צפוי לעמוד בטווח 320-340 מיליון ₪ לשנה, בהתבסס על הנחה לשמירה על שיעורי התפוסה הגבוהים בנכסי החברה, חוזי שכירות ארוכי טווח בנכסים הקיימים וכן כניסת נכסים חדשים שהחברה רכשה בשנה האחרונה כנזכר לעיל.

### תרשים 1: התפלגות שווי הוגן לפי שימושים, 30.09.2023



### תרשים 2: גידול בשווי הנכסים תוך שמירה על יחסי מינוף נמוכים (חוב נטו ל- CAP נטו)



### היקף הפעילות צפוי לגדול עם ההשקעות שביצעה החברה בשנה האחרונה ויחסי המינוף צפויים להיות יציבים והולמים לרמת הדירוג

באפריל 2022 זכתה החברה במכרז לרכישת בנין ההנהלה הראשית של בנק לאומי הכולל 13 קומות וחניון בשטח של 22 אלפי מ"ר הממוקם ברח' יהודה הלוי במע"ר הוותיק של לב תל אביב, בתמורה ל- 623 מיליון ש"ח. נכון ליום 30.09.2023 החברה העבירה לבנק לאומי מקדמה ונתר לה להעביר 474 מיליון ש"ח לצורך השלמת העסקה שצפויה ברבעון הראשון של שנת 2024 שאז הנכס יימסר לחברה. הנחת הבסיס של החברה היא התפנות של בנק לאומי מהנכס באותו מועד או מספר חודשים לאחריו, באופן שהחברה תידרש למצוא שוכר לנכס בטווח הקצר במקביל להתאמות שתערוך בנכס. החברה מניחה NOI שנתי של לפחות 30 מיליון ש"ח לשנה. ברבעון השלישי של 2023, החברה הכירה בירידת ערך של כ- 37 מיליון ש"ח בגין עסקה זו.

מעצם היות החברה קרן ריט, היא מחויבת לשמור על מינוף מתון הנמוך מ- 60%. לאור זאת, אסטרטגיית החברה לצמיחה בהיקף הפעילות והיקף הנכסים כוללת הנפקות הון וחוב לצורך מימון רכישות. תרחיש הבסיס מניח השלמת עסקת בית מאני שימומן באמצעות גיוס אג"ח, בהתאם להערכות החברה ובהתחשב למגבלות החלות על קרנות ריט בישראל. מידרוג איננה מניחה רכישות נוספות בהיקפים משמעותיים בשנה הקרובה, אלא בעיקר הנחה להשקעות בשימור ושיפור הנכסים הקיימים. כמו כן מידרוג לוקחת תרחיש רגישות ביחס לשווי הנכסים הקיימים. בהתאם לכך מינוף החברה חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 60%-56% וזאת בהשוואה ליחס של 56% נכון ליום 30.09.2023.

עיקר החוב הפיננסי של החברה הוא בריבית קבועה צמודת מדד. לפיכך, העלייה במדד המחירים לצרכן הביאה לגידול בחוב ובעלויות המימון של החברה. מנגד, הנדל"ן המניב של החברה בישראל, שהיקפו מסתכם בכ- 5.2 מיליארד ש"ח נכון ליום 30.09.2023, מושכר בהסכמי שכירות צמודי מדד. העלייה במדד הביאה לגידול בהכנסות החברה מהשכרת נכסים ולעליה בשווי ההוגן של נכסים אלה ומבחינת כלכלית החברה רואה בכך הגנה אינפלציונית לטווח הארוך. בהתאם לכך, שיעור ה- NOI ביחס לשווי הנדל"ן להשקעה נותר ללא שינוי משמעותי, כך נכון ליום 30.09.2023 שיעור זה בשקלול שנתי עומד על 6.2% לעומת שיעור של 6.2% ושיעור של 6.5% בשנים 2020 ו- 2019 בהתאמה. בשנים 2021 ו- 2022 שיעור זה מעט נמוך לאור רכישות נכסים מהלך השנים והנבה חלקית של נכסים אלו.

החוב הפיננסי נטו של החברה צפוי לגדול עם ההשלמה הצפויה של עסקת בית מאני. בהתאם לכך מידרוג צופה כי היקף ה- FFO השנתי של החברה יעמוד על 220-240 מיליון ש"ח בשנים 2023-2024. יחס כיסוי חוב נטו ל- FFO, צפוי לנוע בטווח של 12-15 שנים.

### גמישות פיננסית בולטת לחיוב לאור היקף משמעותי של נכסים לא משועבדים ומדיניות פיננסית טובה

נכון ליום 30.09.2023, לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ- 5.1 מיליארד ש"ח המהווים כ- 96% מהיקף מאזן החברה. יצוין, כי עיקר החוב הפיננסי של החברה ליום 30.09.2023 מיוחס לאג"ח בלתי מובטח (סדרות אג"ח ב', ג', ד'). יתר החוב הפיננסי מיוחס לנע"מ המהווה כ- 4% ולהלוואה ממוסד פיננסי המהווה כ- 2%.

החברה הינה קרן "ריט", ועל כן מחויבת לפעול ללא בעלי שליטה, מחויבת להשקיע לפחות 95% מהנכסים בנדל"ן מניב, מחויבת בחלוקת מרבית רווחיה כדיבידנד שוטף (לפחות 90% מהכנסתה החייבת), מחויבת בשיעור מינוף של עד 60% משווי הנכסים וכן בשיעור השקעה בישראל של מעל 75% משווי הנכסים. להערכת מידרוג, מגבלות אלו ממתנות את רמת הסיכון של החברה וכן מקנות לה חופש פעולה בכל הקשור לגיוסי הון וחוב בהתאם לצורך.

### נזילות החברה סבירה בהתחשב בצורך להשלים את עסקת בית מאני, שהונח כי תמומן בגיוס אג"ח

ככלל, החברה אינה נוהגת להחזיק ביתרות נזילות מהותיות בקופתה והיא נשענת על מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ- 430 מיליון ₪, יכולת ייצור מזומנים טובה ונגישותה הטובה לשוק ההון. מסגרות האשראי של החברה מקורן במספר בנקים. החברה נוהגת לחדש מידי שנה את המסגרות לתקופה של שנה לפחות.

הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, Aa3.il באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות לתקופה של 4 רבעונים. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר, תחזית מזומנים מפעילות שוטפת, השקעות הוניות ופירעונות צפויים לצד גיוס אג"ח. בהתאם לניתוח המקורות מול שימושים להלן, מידרוג מעריכה בחשבון עודף שימושים על מקורות כולל מסגרות אשראי ולפני גיוס חוב/הון נוסף בהיקף של עד 300 מיליון ₪ וזאת בשל התשלום הנוסף על עסקת בית מאני בהיקף של 474 מיליון ₪ שצפוי ברבעון הראשון של שנת 2024. להערכת מידרוג, ביכולת החברה ובכונתה לגשר על עודף השימושים באמצעות מחזור חוב וגיוס הון, זאת על בסיס גמישותה הפיננסית הטובה, נראות ההכנסות החזקה והסביבה תפעולית נוחה יחסית. להערכת מידרוג, יחס המקורות לשימושים מצביע על רמת נזילות סבירה. נכון למועד הדוח, לחברה סדרה אחת של ניירות ערך מסחריים (נע"מ סדרה 1) בהיקף של 120 מיליון ₪ ע.ג. המתחדשים מדי 90 יום. תנאי נע"מ 1 מקנים למשקיעים זכות לדרוש מהחברה פירעון מידי של הנע"מ בכפוף להתראה של שבעה ימי עסקים מראש. בשל כך, החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ, כפי שתהיה מעת לעת.

להלן הערכת מידרוג להיקף המקורות והשימושים של החברה לתקופה של 4 רבעונים החל ב-30.09.2023:

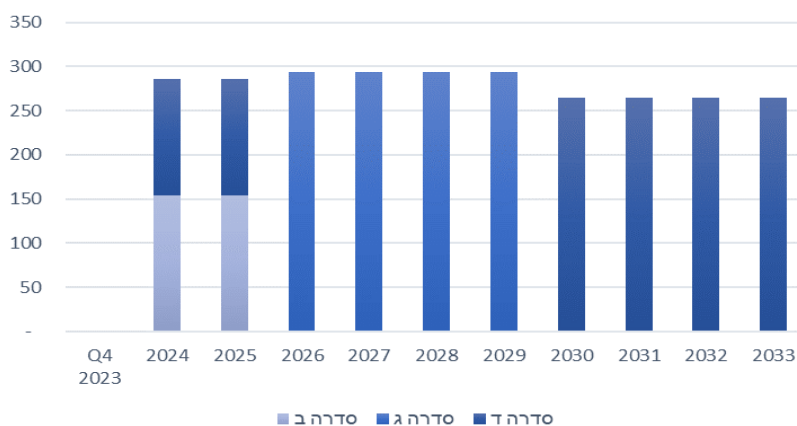
#### מקורות לתקופה:

- יתרות מזומנים ושוי מזומנים ליום 30.09.2023, בהיקף של כ-121 מיליון ₪ ובנוסף כאמור מסגרת אשראי חתומה ובלתי מנוצלת בהיקף של כ-430 מיליון ₪, המשמשת בחלקה ככרית לטובת ניירות הערך המסחריים.
- מקורות מפעילות שוטפת (FFO) בהתאם לתחזית מידרוג בטווח של בין 55-60 מיליון ₪ ברבעון.
- גיוס אג"ח (לצורך תשלום על בית מאני ברבעון הראשון של שנת 2024).

#### שימושים לתקופה:

- דיבידנד לבעלי מניות החברה בהתאם למדיניות החלוקה של החברה בסך כ-30 מיליון ₪ לרבעון.
- פירעון חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות ז"א לפי לוח הסילוקין בסך כ-310 מיליון ₪ וכן פירעון הנע"מ בסך כ-120 מיליון ₪.
- השלמת עסקת בית מאני ותשלום של 474 מיליון ₪.
- השקעות CAPEX כולל התאמות לשוכרים בבית מאני בסך של עד 50 מיליון ₪.

תרשים 3: לוח סילוקין צפוי לאג"ח ליום 30.09.2023 (מיליוני ש"ח)



### פירוט השיקולים הנוספים לדירוג

הדירוג בפועל Aa3.il גבוה בדרגה אחת מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג, וזאת לאור נגישות החברה לשוק ההון והחוב. מידרוג מניחה כי בשל הנגישות לשוק ההון והחוב והמגבלות החלות על החברה בשל היותה קרן ריט, מתאפשרת מימוש אסטרטגית החברה לצמיחה תוך מיתון הסיכון באופן אשר תורם לחיוב לדירוג.

### 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 וכן יישום המגבלות המפורטות לעיל החלות על החברה מעצם היותה קרן ריט.

### מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2023 <sup>5</sup>		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדדה	ניקוד	מדדה		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	<b>סביבת הפעילות</b>
Aa.il	5.3-5.7	Aa.il	5.3	סך מאזן (מיליארדי ₪)	<b>פרופיל עסקי</b>
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	56-60%	A.il	56%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	<b>פרופיל פיננסי</b>
Aa.il	220-240	A.il	116	היקף FFO (מיליוני ₪)	
Aa.il	12-15	A.il	25	חוב פיננסי נטו / FFO	
Aaa.il	90%	Aaa.il	96%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	<b>דירוג נגזר</b>
Aaa.il	1%	Aaa.il	1%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A1.il					<b>דירוג בפועל</b>
Aa3.il					

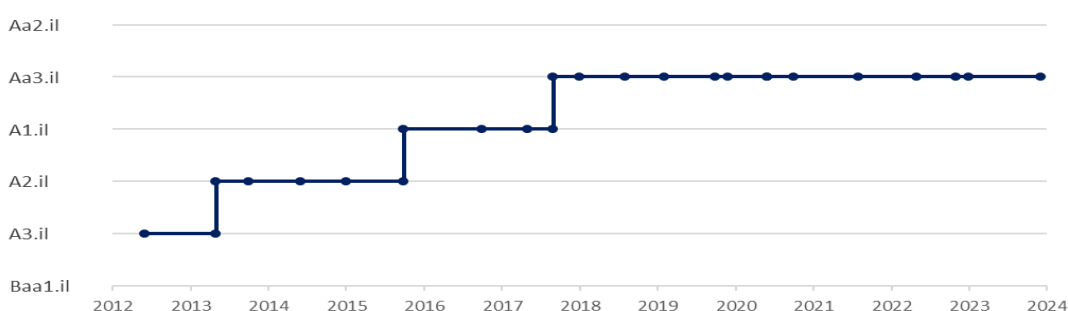
\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

<sup>5</sup> הנתונים התוצאתיים מתייחסים ל-12 החודשים שהסתיימו בתאריך ה- 30.09.2023.

## אודות החברה

סלע קפיטל נדל"ן בע"מ הוקמה ביוני 2007 כחברה פרטית, ובפברואר 2008 הפכה לחברה ציבורית. החברה הוקמה במטרה לפעול כקרן להשקעות במקרקעין (להלן "ריט"), בהתאם להוראות חלק ד' פרק שני לפקודת המס. החברה פועלת בישראל בהחזקה וניהול של נכסי נדל"ן מניבים, כגון משרדים, מרכזים מסחריים, תחנות דלק ומבני תעשייה קלה. היות והחברה הינה קרן "ריט", מניות החברה מוחזקות ברובן על ידי הציבור וגופים מוסדיים ואין בה בעלי שליטה מקרב הציבור. מיום הקמתה קשורה החברה בחוזה ניהול עם חברת ניהול חיצונית - סלע קפיטל אינווסטמנט בע"מ, לפיו תספק חברת ניהול שירותי ייעוץ בנושאי איתור, רכישה ותפעול של נכסים מניבים עבור החברה בלבד.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[סלע קפיטל נדל"ן בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

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

[השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - דוח מיוחד, יוני 2022](#)

[השלכות מלחמת "חברות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

04.12.2023	תאריך דוח הדירוג:
11.01.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
03.06.2012	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
סלע קפיטל נדל"ן בע"מ	שם יוזם הדירוג:
סלע קפיטל 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 הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של 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 המדורגים il-Prime-1 הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים il-Prime-2 הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים il-Prime-3 הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים il-Not Prime 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 קיימים<sup>6</sup>

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	Prime-3.il
Baa3.il	
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	NotPrime
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	
Ca.il	
C.il	

<sup>6</sup> 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 כשלהו 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 לאמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

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

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

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

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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