

ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

מעקב | יולי 2018

אנשי קשר:

רובי ויניצקי, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
Rubiv@midroog.co.il

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

ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

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

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

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.07.2020	יציב	A3.il	1129436	ב'
31.01.2025	יציב	A3.il	1137439	ג'

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב ממצבת נכסי נדל"ן מניב בישראל, גרמניה וספרד, המאופיינת בשיעורי תפוסה גבוהים ובחוזים ארוכים יחסית באופן המשפיע לחיוב על יציבות התזרים ומהיקפי פעילות התורמים לצמצום פרופיל הסיכון. כך, נכון ל-31.03.18, סך המאזן של החברה מסתכם בכ-2 מיליארד ש"ח (בשקלול חלק החברה בחברות המוצגות על פי שיטת השווי המאזני) באופן הבולט לחיוב לרמת הדירוג יחד עם היקף ההון עצמי המסתכם בכ-500 מיליון ש"ח והולם את רמת הדירוג; הדירוג מושפע לחיוב משינוי בתמהיל פעילות החברה, הכולל, בין היתר, שינוי מודל הפעילות בנכסי המלונות של החברה על ידי מעבר ממודל תפעול למודל שכירות, המאפשר יציבות בתזרים וצמצום פרופיל הסיכון. בחודש מרץ 2018, התקשרה החברה עם תאגיד בשליטתה בעקיפין של פתאל החזקות (1998) בע"מ להשכרת המלון "Wyndham Mannheim" במאנהיים, גרמניה, לתקופה של 20 שנים.

יחסי האיתנות הולמים את רמת הדירוג. כך, נכון ל-31.03.18, יחס חוב ל-CAP הינו כ-69% (בשקלול חלק החברה בחוב החברות המוצגות על פי שיטת השווי המאזני). לחברה גמישות פיננסית לאור שיעור מינוף משוקלל של כ-51% על הנכסים המשועבדים, וכן יתרת נזילות משמעותית של כ-206 מיליון ש"ח, לרבות מסגרת אשראי חתומה של כ-80 מיליון ש"ח.

דירוג החברה מושפע לשלילה מריכוזיות פעילות החברה בישראל, החשופה בעיקר לשוכרים מקבוצת "שלמה" וכן בגין פיזור שוכרים נמוך המשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. כך, השוכר העיקרי של החברה, קבוצת שלמה, מהווה כ-30% מסך הכנסות החברה ו-3 השוכרים העיקריים מהווים כ-60% מסך הכנסות החברה; חשיפה לענף המלונאות בפרנקפורט, גרמניה, על ידי הנכס העיקרי של החברה, "SCANDIC FRANKFURT MUSEUMSUFER" אשר מהווה כ-21% מסך השווי הנכסי על פי חלק החברה וחושף את החברה לשחיקת שווי משמעותית יחסית במקרה של האטת הענף; חשיפה להלוואות בריבית משתנה בהיקף משמעותי ביחס לחוב הפיננסי אשר, בהתחשב במגמת הריבית העולה בארה"ב, צפויה להעלות את הוצאות המימון.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון התייצבות וגידול בתזרים השוטף בטווח הבינוני לאור רכישת נכסים והשבחתם שכחלק מהפעילות השוטפת, לרבות נכס מסחרי בבני ברק ובניין משרדים בפרנקפורט, גרמניה, אשר נרכשו בפברואר 2018 והינם בתהליכי אכלוס. כך גם, תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון פירעון שוטף של אגרות החוב ותשלום הלוואות הבעלים בסך של כ-26 מיליון ש"ח אשר צפויים להיפרע בינואר 2019.

נכון ל-31.03.18 יחס האיתנות של החברה, חוב ל-CAP מסתכם בכ-69% (בשקלול חלק החברה בחוב החברות המוצגות על פי שיטת השווי המאזני). מידרוג צופה יציבות באיתנות החברה אשר צפויה לנוע בטווח של 70%-68% ולהלום את רמת הדירוג. בנוסף, מידרוג צופה עלייה ביחסי הכיסוי בטווח הקצר, עקב גידול בהוצאות המימון לאחר גיוס האג"ח בפברואר 2018, והתייצבות בטווח הבינוני-ארוך

לאחר תחילת הנבה של הנכסים החדשים ורכישות עתידיות. כך, יחס חוב ל-FFO צפוי לנוע בטווח של 25-28 שנים בטווח הבינוני-ארוך ולהלום את רמת הדירוג.

ש.ר. שלמה נדל"ן בע"מ - נתונים עיקריים

31/12/2015	31/12/2016	31/03/2017	31/12/2017	31/03/2018	נתונים פיננסיים-אלפי ש"ח
60,783	68,229	22,484	78,121	19,546	רווח גולמי
33,155	28,751	(804)	12,243	3,377	שינוי שווי הוגן נדל"ן להשקעה
48,840	57,061	19,523	56,947	15,033	EBITDA בנטרול שערכים
1,150	1,275	56,317	56,726	-	הכנסות אחרות
31,558	49,073	45,081	68,142	8,079	רווח (הפסד) נקי
839,043	881,330	862,661	1,029,814	1,150,885	חוב פיננסי כולל חוב לבעל השליטה
126,101	83,081	103,472	175,810	206,521	יתרות נזילות
712,942	798,249	712,589	854,004	944,364	חוב פיננסי נטו
316,852	361,210	402,157	438,396	499,424	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,258,357	1,355,582	1,391,424	1,631,348	1,851,901	סך מאזן
1,199,078	1,293,144	1,318,737	1,540,260	1,733,707	Cap
1,072,977	1,210,063	1,168,665	1,364,450	1,527,186	Cap נטו
1,291	53,166	13,690	33,369	7,004	FFO
25.2%	26.6%	28.9%	26.9%	27.0%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
70.0%	68.2%	65.4%	66.9%	66.4%	חוב ל-Cap
66.4%	66.0%	61.0%	62.6%	61.8%	חוב נטו ל-Cap
649.9	16.6	ל"ר	30.9	ל"ר	חוב פיננסי ל-FFO
552.2	15.0	ל"ר	25.6	ל"ר	חוב פיננסי נטו ל-FFO

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

גידול מתמשך במצבת הנכסים המניבים של החברה מחזק את נראות התזרים ואת יכולת שירות החוב בטווח הארוך; ריכוזיות פעילות החברה בישראל וחשיפה לשוכר עיקרי באופן המגדיל את פרופיל הסיכון

נכון למועד הדוח לחברה 15 נכסי נדל"ן מניב בישראל (מסחר, לוגיסטיקה ומשרדים), 9 נכסים בגרמניה (בתי מלון, משרדים ומסחר) ובית מלון בספרד. נכסי החברה מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים וחוזים ארוכי טווח אשר תורמים לפרופיל העסקי של החברה וליציבות התזרים. עם זאת, החברה חשופה לשוכר מרכזי, קבוצת "שלמה" - בעלת השליטה בחברה, באופן היוצר תלות בשוכר ומשפיע לשלילה על פרופיל הסיכון. כך, קבוצת "שלמה" מהווה כ-30% מסך ההכנסות על פי חלק החברה ו-3 השוכרים העיקריים מהווים כ-60% מסך ההכנסות. יש לציין, כי ככל ותגדיל החברה את מצבת הנכסים בארץ ובחו"ל, על פי האסטרטגיה אשר הוצגה למידרוג, חשיפה זו צפויה להצטמצם. כפי שצוין לעיל, בפברואר 2018, החברה רכשה, כחלק מהפעילות השוטפת, נכס מסחרי בבני ברק ובניין משרדים בפרנקפורט, גרמניה. נכון למועד הדוח, הנכסים נמצאים בתהליכי אכלוס. רכישות עתידיות, בשילוב עם השבחת נכסים קיימים ומעבר ממודל תפעול מלונות למודל שכירות, מחזקים את יציבות ונראות התזרים השוטף ותורם לפרופיל העסקי של החברה.

הון עצמי ויחסי איתנות ההולמים את רמת הדירוג; המשך גידול בתזרים הפרמננטי תורם ליחסי הכיסוי של החברה

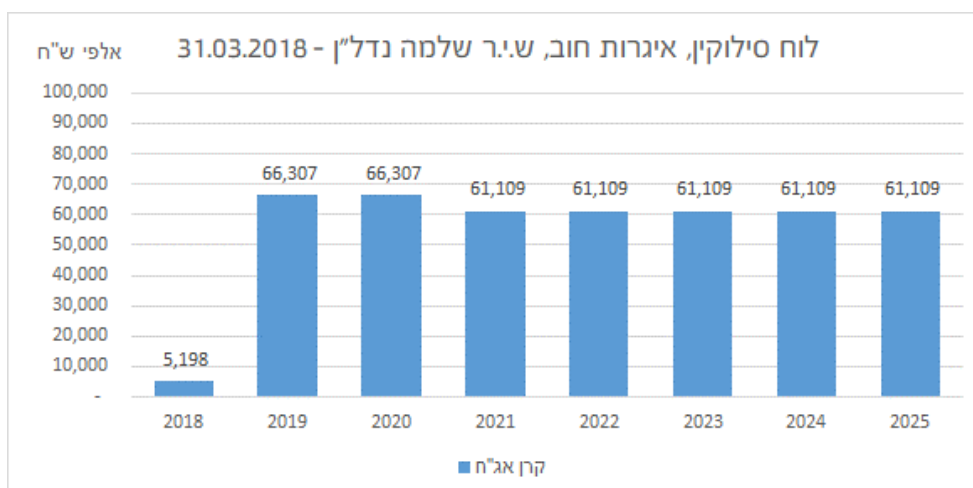
נכון ל-31.03.18 לחברה היקף הון עצמי של כ-500 מיליון ש"ח באופן ההולם את רמת הדירוג. נכון לתאריך זה, יחס האיתנות, חוב ל-CAP, הסתכם בכ-69% (בשקלול חלק החברה בחוב החברות המוצגות על פי שיטת השווי המאזני) אשר הולם את רמת הדירוג. על פי תרחיש הבסיס, מידרוג צופה יציבות ביחסי האיתנות, אשר צפויים לנוע בטווח של 68%-70% ולהמשיך להלום את רמת הדירוג. יחסי הכיסוי של החברה צפויים, בטווח הזמן הקצר, להיוותר איטיים ביחס לרמת הדירוג ולהסתכם ליחס חוב ל-FFO של כ-35 שנים. זאת עקב גידול בהוצאות המימון לאחר גיוס האג"ח בפברואר 2018 ומעבר ממודל תפעול למודל שכירות בנכסה המרכזי של החברה, אשר כולל השבחת הנכס וישפיע על היקף ההכנסות בטווח הקצר. כך, בהתאם לתרחיש הבסיס, מידרוג צופה כי יחסי הכיסוי של החברה צפויים להשתפר בטווח הבינוני-ארוך, לאחר תחילת הנבה של הנכסים החדשים, רכישות עתידיות והתייצבות הנכס המרכזי, ולנוע בטווח של 25-28 שנים, באופן ההולם את רמת הדירוג.

גמישות פיננסית הנובעת משיעור מינוף משוקלל של כ-51%, בשילוב יתרות מזומנים משמעותיות התורמות ליכולת שירות החוב של החברה; תזרים מזומנים מצומצם בטווח הקצר פוגע בפרופיל הסיכון

נכון ל-31.03.18, לחברה יתרות נזילות של כ-206 מיליון ש"ח ומסגרת אשראי חתומה בסך של עד כ-80 מיליון ש"ח. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית מסוימת הנובעת משיעור LTV של כ-51% על הנכסים המשועבדים, במקביל למספר נכסים לא משועבדים (בהיקף נמוך יחסית).

מנגד, יש לציין כי, עקב גידול בהוצאות המימון ומעבר ממודל תפעול למודל שכירות, כפי שצוין לעיל, התזרים השיורי של החברה צפוי להצטמצם בטווח הזמן הקצר. עם זאת, על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, תזרים זה צפוי לגדול בטווח הבינוני-ארוך, זאת לאחר תחילת הנבה של הנכס בבני ברק, נכס המשרדים בגרמניה, רכישות עתידיות והתייצבות הנכס המרכזי.

להלן לוח הסיילוקין, אג"ח, של החברה*:



*בחודש ינואר 2018 נפרעו כ-60 מ' ש"ח מקרן אג"ח ג'

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי המינוף והכיסוי
- גידול משמעותי בהיקף הפעילות
- שיפור בפיזור השוברים והנכסים של החברה

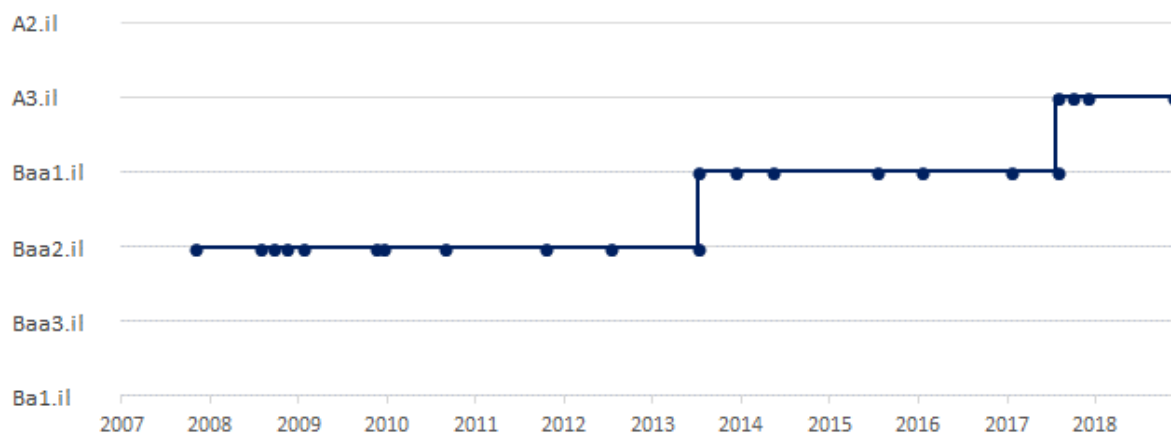
גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית בשיעור המינוף ויחסי הכיסוי של החברה
- ייזום משמעותי באופן המגדיל את פרופיל הסיכון
- דיבידנד משמעותי שיש בו בכדי לפגוע באיתנות החברה

אודות החברה

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

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

25.07.2018	תאריך דוח הדירוג:
20.02.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
25.10.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' 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 ולסיכויי 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 לסיכויי 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>