

מליסרון בע"מ

19 באפריל, 2021

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'AA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד
300 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733, evgeni.silishtian@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727, hila.perelmutter@spglobal.com

מתן דירוג 'ilAA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 300 מיליון ₪ ע.ג.

S&P מעלות מודיעה בזאת על מתן דירוג 'ilAA-' לאיגרות חוב בהיקף של עד 300 מיליון ₪ ע.ג. שיונפקו על ידי חברת מליסרון בע"מ (ilAA-/Negative/ilA-1+) באמצעות הרחבת סדרת אג"ח י"ז. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת של החברה.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו [דוח דירוג מיום 25 בפברואר, 2021](#).

מליסרון בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA-\Negative	01/12/1998	25/02/2021
טווח קצר	ilA-1+	02/05/2012	25/02/2021
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
ניירות ערך מסחריים	ilA-1+	29/03/2016	25/02/2021
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה ח	ilAA	22/04/2013	25/02/2021
סדרה טז	ilAA	27/12/2016	25/02/2021
סדרה י	ilAA	11/03/2015	25/02/2021
סדרה יד	ilAA	06/09/2015	25/02/2021
סדרה יח	ilAA	10/02/2020	25/02/2021
סדרה יט	ilAA	04/08/2020	25/02/2021
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ו	ilAA-	16/05/2011	25/02/2021
סדרה טו	ilAA-	06/09/2015	25/02/2021
סדרה יא, יג	ilAA-	11/03/2015	25/02/2021
סדרה יז	ilAA-	07/02/2018	25/02/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אפריל 07, 2020	ilAA-\Negative		
ספטמבר 06, 2015	ilAA-\Stable		
מרץ 11, 2015	ilA+\Positive		
אפריל 22, 2013	ilA+\Stable		
מאי 16, 2011	ilAA-\Negative		
ספטמבר 12, 2010	ilAA-\Watch Neg		
מאי 13, 2009	ilAA-\Stable		
דצמבר 03, 2007	ilAA\Stable		
דצמבר 01, 1998	-ilAA		
טווח קצר			
יולי 08, 2018	ilA-1+		
מרץ 29, 2016	ilA-1		
ספטמבר 06, 2015	ilA-1\Stable		
מרץ 11, 2015	ilA-1\Positive		
אפריל 22, 2013	ilA-1\Stable		
מאי 02, 2012	ilA-1\Negative		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	10:00 19/04/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	10:00 19/04/2021		
יזום הדירוג	החברה המדורגת		

מליסרון בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה. בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ

25 בפברואר, 2021

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA-', תחזית הדירוג נותרה שלילית
בשל אי הוודאות במגזר הפעילות העיקרי בעקבות
משבר הקורונה

אנליסט אשראי ראשי:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733, evgeni.silishtian@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727, hila.perelmutter@spglobal.com

תוכן עניינים

3	תמצית פעולת הדירוג
3	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
5	תחזית הדירוג
6	התרחיש החיובי
6	התרחיש השלילי
6	תיאור החברה
6	תרחיש הבסיס
7	נזילות: הולמת
8	ניתוח התניות
8	השפעת הקבוצה
8	התאמות לדירוג
8	ניתוח שיקום חוב
8	שיקולים עיקריים

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ

- 9..... הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
- 9..... מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
- 10..... מתודולוגיה ומאמרים קשורים
- 11..... רשימת דירוגים

אשרור דירוג 'ilAA', תחזית הדירוג נותרה שלילית בשל אי הוודאות במגזר הפעילות העיקרי בעקבות משבר הקורונה

תמצית פעולת הדירוג

- בשנה האחרונה, ובהתאם לתחזיותינו, התמודדה מליסרון בע"מ ("החברה" או "מליסרון") עם פגיעה מהותית בפעילות הליבה שלה, מגזר מרכזי המסחר, המהווה כ-80% מפעילותה, כתוצאה ממשבר הקורונה.
- להערכתנו, גם לאחר הסרת הסגר השלישי ועל אף התקדמות בחיסון האוכלוסייה, נותרה אי ודאות לגבי השפעותיו ארוכות הטווח של המשבר. פתיחת המרכזים המסחריים במתכונתם ערב פרוץ המשבר עשויה להיות הדרגתית, התאוששות התנועה הפרמננטית ופדיונות השוכרים עשויה לקחת זמן, ותיתכן ירידה בשיעורי הגבייה, בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה.
- התחזקות מגמות שהחלו עוד לפני המשבר, קרי העלייה בהיקף המסחר המקוון ועודף שטחי מסחר במקומות מסוימים, וכן שינויים אפשריים בהרגלי הצריכה, מפעילים לחץ על הפרופיל העסקי של החברה.
- למרות השפעה ישירה של המשבר על הביצועים התפעוליים, בשנה החולפת שמרה מליסרון על תיק נכסים בשווי גבוה והציגה שיעורי תפוסה גבוהים של כ-97% בממוצע. במקביל, על פי תרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, אנו מעריכים כי בסוף שנת 2020 היחסים הפיננסיים של החברה יישארו בטווח ההולם את הדירוג הנוכחי וכי נזילותה תישאר הולמת.
- ב-25 בפברואר, 2021, אשררנו את דירוג המנפיק '+1-ilAA-' של חברת מליסרון בע"מ כמו כן, אשררנו את דירוגי סדרות האג"ח המובטחות בנכסי נדל"ן, 'ilAA', ואת דירוגי סדרות האג"ח הלא מובטחות, '-ilAA'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי אי הוודאות במגזר הקניונים נותרה גבוהה בשל השלכות משבר הקורונה על הסביבה המאקרו כלכלית וכן בשל שינויים מבניים ענפיים שהוצאו בעקבותיו. התחזית השלילית משקפת את הערכתנו כי אם ההאטה הכלכלית תעמיק ותתארך מעבר לתחזיות הנוכחיות, ההתאוששות בפעילות הליבה של החברה תהיה איטית והדרגתית. כתוצאה מכך עשויות התוצאות העסקיות והפיננסיות של מליסרון לחרוג מתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו ב-12 החודשים הקרובים, ולהוביל להיחלשות באיכות האשראי שלה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

סגמנט הקניונים הוא סגמנט הנדל"ן שספג את הפגיעה החמורה ביותר בשל משבר הקורונה. מגזר זה מהווה כ-80% מפעילותה של החברה. בתגובה לכך, נקטה הנהלת מליסרון מספר צעדים שכללו, בין היתר, מתן הקלות משמעותיות בתשלומי השכירות ודמי הניהול למרבית השוכרים בנכסיה המסחריים, למעט דיירים

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ

המספקים שירותים חיוניים בעיקר בתחום המזון והפארם. כתוצאה מכך, אנו מעריכים כי בשנת 2020 חלה ירידה של כ-28%-32% ב-NOI (net operating income) של החברה.

מנגד, הערכת הפרופיל העסקי של מליסרון נתמכת במעמדה התחרותי, שכן להערכתנו היא אחת מקבוצות הנדל"ן הגדולות בישראל, ובפרט אחת משתי הקבוצות הגדולות בתחום מרכזי המסחר הסגורים. שוויו של תיק הנכסים המניבים של החברה נותר גבוה, וב-30 בספטמבר, 2020, הוא הסתכם בכ-18.6 מיליארד ₪ (כולל נדל"ן מניב בהקמה שהסתכם בכ-1.3 מיליארד ₪ ולא כולל את קניון לב-אשדוד המיועד למכירה בשווי של כ-200 מיליון ₪). כמו כן, שיעור התפוסה הממוצע נותר גבוה ועמד על כ-97% (כ-98% בממוצע במרכזי הקניות וכ-95% בממוצע במשרדים), מה שלהערכתנו משקף את האיכות הגבוהה של נכסי החברה ואת מיקומם באזורי ביקוש. בסיס השוכרים נותר יציב ומפוזר יחסית, ללא תלות בשוכר מהותי, כאשר השוכרת הגדולה ביותר בקניונים היא קבוצת פוקס, האחראית לכ-8% מההכנסות השנתיות ממגזר הקניונים.

נכון להיום, הפרופיל העסקי של מליסרון מאופיין בריכוזיות מגזרית וגיאוגרפית, עם חשיפה גבוהה של כ-80% לענף מרכזי המסחר בישראל. אנו מעריכים כי משבר הקורונה הביא להאצת שינויים מבניים בענף שהחלו עוד לפניו. מגמות אלו כוללות עלייה בהיקף המסחר המקוון ועודף שטחי מסחר במקומות מסוימים, והן עשויות להערכתנו להחליש את הפרופיל העסקי של החברה בטווח הבינוני ולכן לפגוע באיכות האשראי שלה.

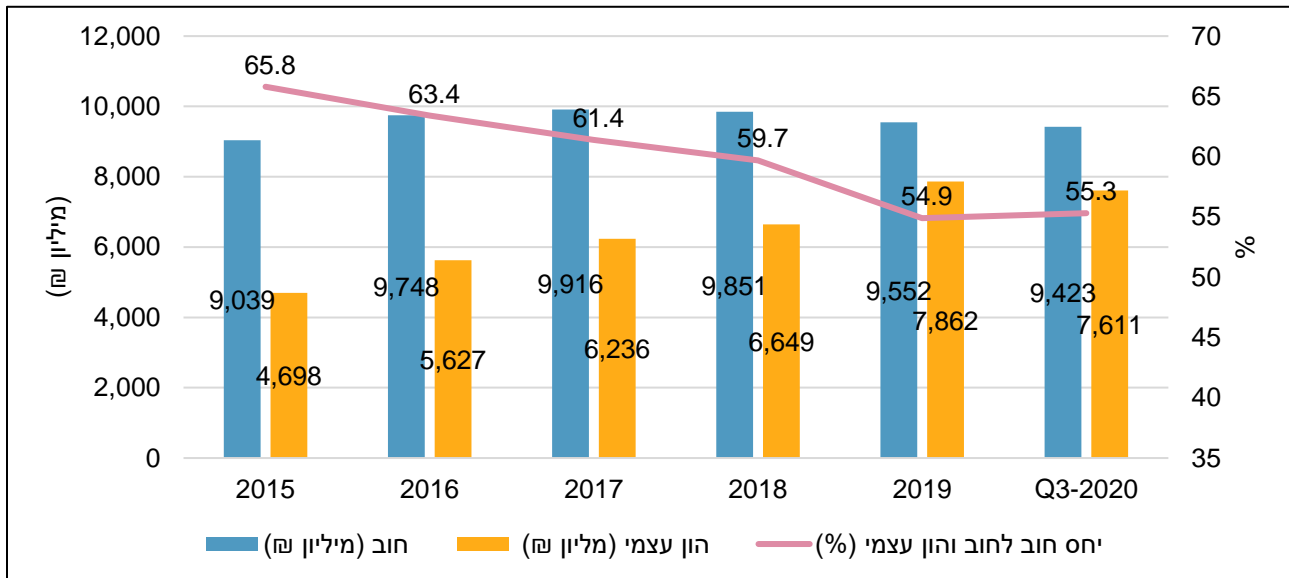
להבנתנו, מנועי הצמיחה העיקריים של החברה הם השבחת נכסים קיימים ופיתוח נכסים חדשים. נכון להיום, לחברה חמישה פרויקטים בשלבי ביצוע שונים בשיעורי החזקה של בין 50% ל-100%, שעם השלמתם צפויים לתרום כ-2 מיליארד ₪ לשווי תיק הנכסים של מליסרון. היקף הייזום מסך הפעילות נותר יציב, ואינו מגביל את הערכת הפרופיל העסקי. השלמה ואכלוס מוצלחים של הפרויקטים צפויים להגדיל את היקף הנכסים שאינם מרכזי מסחר, להפחית את הריכוזיות המגזרית ולתמוך בדירוג החברה.

בשנים האחרונות וכחלק מהמדיניות הפיננסית של ההנהלה, שמרה מליסרון על יחסי מינוף וכיסוי במרווח מספק ביחס לרמה ההולמת את הדירוג הנוכחי, מה שתומך בהערכתנו לפרופיל הפיננסי היציב שלה, גם בהינתן השחיקה בשווי תיק הנכסים ואף בהינתן שחיקה אפשרית נוספת ברמה מתונה. ב-30 בספטמבר, 2020, עמד היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי על כ-55.3%, לעומת כ-54.9% בסוף 2019. העלייה המתונה במינוף נבעה מקיטון בהון העצמי לכ-7.61 מיליארד ₪ מכ-7.86 מיליארד ₪ בסוף 2019, בעיקר כתוצאה מהפסד נקי של כ-188 מיליון ₪ שרשמה החברה, שכלל ירידת שווי נדל"ן בהיקף של כ-651 מיליון ₪, ומחלוקת דיבידנד בהיקף של כ-65 מיליון ₪ (כולל זכויות מיעוט). במקביל, בתשעת החודשים הראשונים של 2020 חל קיטון בחוב המתואם שמיתן את העלייה במינוף, וב-30 בספטמבר, 2020, הוא הסתכם בכ-9.42 מיליארד ₪ לעומת כ-9.55 מיליארד ₪ בסוף 2019. הקיטון בחוב המתואם נבע בעיקר מתזרים מפעילות שוטפת (כ-367 מיליון ₪) שהיה גבוה מהיקף ההשקעות בפרויקטי הייזום (כ-250 מיליון ₪) ומעצירת חלוקות דיבידנדים עם התפרצות המשבר. להערכתנו ישנה חשיבות לשמירה על מרווח הולם מרמת המינוף ההולמת

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ

את הדירוג הקיים, בהינתן האתגרים העומדים בפני ענף מרכזי המסחר בישראל ובצורך בהשקעות נוספות בנכסי נדל"ן בתחומים נוספים במטרה לפזר את תיק הנכסים ולהקטין את החשיפה לענף מרכזי המסחר, ובשל צרכי מחזור החוב הגבוהים יחסית של החברה בשנתיים הקרובות.

תרשים 1: התפתחות ההון, החוב ויחס המינוף



נכון ל-30 בספטמבר, 2020, יחס ה-EBITDA להוצאות מימון נותר הולם, כ-4.0x בחישוב שנתי, וזאת על אף הקיטון של למעלה מ-23% ב-NOI מתחילת השנה, שנבע בעיקר מהקלות בהיקף של כ-197 מיליון ₪ שנתנה החברה לשוכריה. יחס זה הושפע לחיוב מאינפלציה שלילית של כ-0.6% בתקופה, שכן מרבית החוב הפיננסי של מליסרון צמוד למדד המחירים לצרכן. אולם בתרחיש של עליית הריבית במשך או של עלייה באינפלציה, אם המיתון במשך יעמיק או יתמשך מעבר לציפיות, התאוששות המרכזים המסחריים תיקח זמן והפגיעה ברשתות הקמעונאיות תעמיק ותחול ירידה בשיעורי התפוסה וביעורי הגבייה, ייתכן קיטון מתמשך ב-EBITDA, יחס הכיסוי ולפגוע בהערכתנו לפרופיל הפיננסי.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי אי הוודאות במגזר הקניונים נותרה גבוהה בשל השלכות משבר הקורונה על הסביבה המקרו כלכלית וכן בשל השינויים מבניים ענפיים שהוצאו בעקבותיו. התחזית השלילית משקפת את הערכתנו כי אם ההאטה הכלכלית תעמיק ותתארך מעבר לתחזיות הנוכחיות, ההתאוששות בפעילות הליבה של החברה תהיה איטית והדרגתית. כתוצאה מכך התוצאות העסקיות והפיננסיות של מליסרון עשויות לחרוג מתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו ב-12 החודשים הקרובים, ולהוביל להיחלשות באיכות האשראי שלה.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את תחזית הדירוג ליציבה אם נעריך כי החברה הצליחה לחזור ליציבות תפעולית ותמשיך לשמור על יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי. תרחיש זה עשוי להתממש, בין היתר, אם תחום הקניונים יחזור לפעילות מלאה על פני זמן, בעוד ששווי תיק הנכסים המניבים, דמי השכירות, שיעור הגבייה ושיעורי התפוסה לא ייפגעו מהותית מהתמשכות ההגבלות ומהמיתון הכלכלי. תרחיש זה עשוי להתממש גם אם ישתפר הפיזור הסגמנטלי של תיק הנכסים ותפחת החשיפה לקניונים ומרכזי מסחר.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את דירוג החברה אם השפעות משבר הקורונה והמיתון יהיו מתמשכות ועמוקות מהתחזית הנוכחית שלנו, ויובילו למצוקת שוכרים חמורה, לשחיקה מהותית ב-NOI, לירידה מתמשכת בשיעורי הגבייה, לעלייה בשיעורי ההיוון שתוביל לשערוכים שליליים, לעלייה בעלויות המימון ולהתדרדרות במצב הנזילות של החברה. התגברות והתמשכות הלחצים התחרותיים על רקע העלייה בהיקף המסחר המקוון, שינויים בהרגלי הצריכה ועודף שטחי מסחר במקומות מסוימים, עשויים להוביל ללחץ שלילי על איכות האשראי של מליסרון בטווח הבינוני אם החשיפה אליהם תהיה גבוהה. בנוסף, אנו עשויים להוריד את הדירוג אם החברה תציג יחס EBITDA להוצאות מימון נמוך מ-2.0x ויחס חוב לחוב והון עצמי גבוה מ-65% לאורך זמן.

תיאור החברה

מליסרון בע"מ היא חברה ציבורית שמניוטיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב והיא מחברות הנדל"ן המובילות בישראל בתחום מרכזי המסחר. החברה והחברות הבנות שבבעלותה המלאה מחזיקות בתיק נכסים הכולל 17 מרכזי מסחר, חמישה מתחמי משרדים וחמישה נכסים עם שוכר יחיד. ב-30 בספטמבר, 2020, עמד שווי תיק הנכסים של מליסרון על כ-18.6 מיליארד ₪, והשתרע על פני כ-830 אלף מ"ר ועוד כ-26 אלף מקומות חניה. תיק הנכסים כולל חמישה פרויקטים להקמת נדל"ן מניב בתהליך ביצוע ששוים המצטבר עמד על כ-1.3 מיליארד ₪. נכסי החברה כולם ממוקמים בישראל ומרביתם בבעלות מלאה של החברה.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צפי להתאוששות כלכלית בישראל בשנת 2021 שתתבטא בצמיחה של כ-4.5% בתמ"ג ובשיעור אינפלציה של כ-0.5%.
- שמירה על שיעור תפוסה ממוצע של למעלה מ-95%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני, פרט להשלמת מכירת קניון לב אשדוד שצפוי להניב תזרים נטו של כ-200 מיליון ₪.
- ירידה של כ-28%-32% ב-NOI בשנת 2020 וגידול של כ-7%-11% בשנת 2021, כולל תרומה מהשלמה ואכלוס של נכסים בפיתוח, ובהתבסס על תמהיל הפעילות הקיים, הקלות אפשריות נוספות בעיקר לשוכרים במרכזים המסחריים והתאוששות הדרגתית של ענף המסחר במהלך 2021.

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ

- השקעות ורכישות בהיקף כולל של כ-1.2-1 מיליארד ₪ בשנים 2021-2022, הכוללות השקעות הוניות (capex) והשקעות בפיתוח נכסים חדשים.

- שערוכים שליליים בשיעור חד ספרתי של תיק הנכסים בהינתן צפי לקיטון ב-NOI בעיקר בנכסים המסחריים, או עלייה אפשרית בשיעורי ההיוון בשל עלייה בסיכון הענפי.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי הכיסוי והמינוף חזויים להיות כדלקמן:

- יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.9x-3.1x בשנת 2020 וכ-1.9x-2.3 בשנת 2021.
- יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-55%-57% בשנים 2020-2021.

נזילות: הולמת

אנו מעריכים את רמת הנזילות של מליסרון כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושי שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021. הערכתנו נתמכת בהיקף המזומנים ושווי המזומנים הגבוה יחסית בקופת החברה, בתזרים מפעילות שוטפת איתן גם ועל אף משבר הקורונה, ומנגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית והמוסדית. כמו כן, נכון להיום בבעלות מליסרון נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-6.2 מיליארד ₪, המקנים לה להערכתנו גמישות פיננסית נוספת ותומכים בהערכתנו לרמת הנזילות.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021, הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪.
- מסגרות אשראי פנויות מחייבות בהיקף של כ-300 מיליון ₪.
- FFO (funds from operation) במזומן של כ-350-400 מיליון ₪ (הערכה שלנו).

הנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- חלויות שוטפות של הלוואות ואג"ח – כ-1 מיליארד ₪.
- פירעון ניירות ערך מסחריים בהיקף של כ-100 מיליון ₪.
- תשלום בגין קניון הצפון בנהריה בהיקף של כ-120 מיליון ₪ (בהתאם לפשרה עליה דיווחה החברה).

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ

- השקעות שוטפות בנכסים קיימים (capex) בהיקף של כ-100-120 מיליון ₪. המקורות אינם כוללים הנפקת סדרת אג"ח י"ז בהיקף של 220 מיליון ₪ ע.ג., ותמורה בגין מימוש קניון לב אשדוד בהיקף של כ-200 מיליון ₪, שכן אלה לא הושלמו סופית ולכן אינם ודאיים.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

השפעת הקבוצה

בריטיש ישראל השקעות בע"מ היא חברה בת בבעלות מלאה של מליסרון בע"מ. אי לכך אנו משווים את דירוג המנפיק ותחזית הדירוג שלה לדירוג המנפיק ולתחזית הדירוג של מליסרון.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוף) אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח המובטחות בנכסי נדל"ן של מליסרון (סדרות ח', י', י"ד, ט"ז, י"ח ו-י"ט). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של מליסרון שאינן מובטחות בנכסי נדל"ן (סדרות ו', י"א, י"ג, ט"ו ו-י"ז). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.
- דירוג שיקום החוב של סדרות האג"ח המובטחות בנכסי נדל"ן מביא בחשבון את העובדה שכל אחת מהסדרות מובטחת בנכס נדל"ן אחד בלבד וששיעור ה-LTV המקסימלי בשטר הנאמנות שלהן הוא 80%.

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ

- להערכתנו, דירוג שיקום החוב לסדרות האג"ח עם שעבוד שני על נכסי הנדל"ן נתמך בכך שסדרות האג"ח הקודמות להן בסדר הנשייה נפרעות השנה, בעוד שבתרחיש הבסיס שלנו שנת כשל הפירעון ההיפותטית היא 2026 ובה יהיה לסדרות אלו שעבוד ראשון על הנכסים.
- כמו כן, הערכתנו לשיעור שיקום החוב לוקחת בחשבון הנפקות אג"ח עתידיות והגדלת חובות בנקאיים בהתאם לאסטרטגיית ההשקעות של החברה.
- הערכת שיקום החוב נתמכת בהיקף גבוה של נכסים לא משועבדים (כ-6.2 מיליארד ₪ נכון ל-30 בספטמבר, 2020).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- מיתון עמוק בכלכלה הישראלית ועלייה משמעותית ברמת האבטלה והאינפלציה יובילו לירידה חדה בצריכה הפרטית. במקביל יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בענף הקמעונאות, בעיקר מצד המסחר המקוון, ויפחת הביקוש לשטחי מסחר פיזיים.
- שווי הנכסים נטו של החברה יקטן ב-40% בשל ריכוזיות השווי במספר נכסים גדולים והלחצים התחרותיים בענף מרכזי המסחר, ובהתחשב באיכות הגבוהה והמיקום המרכזי של הנכסים.
- שווי הנדל"ן בפיתוח יקטן ב-55%, בהתחשב במועד ההשלמה הצפוי, בהון הדרוש להשקעה ובהיקף הבנייה הספקולטיבי בפרויקטים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית במצב החברה, היא תשתמש ב-85% ממסגרות האשראי המובטחות וממסגרות האשראי אליהן משועבדים נכסים. ניירות הערך המסחריים יפרעו לפני החזר האג"ח.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-11.3 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-11 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי ומוסדי בכיר: כ-2.2 מיליארד ₪ (כולל ניצול מסגרות אשראי וניירות ערך מסחריים).
- שווי פנוי לכיסוי אג"ח מובטח בנכסי נדל"ן: כ-8.5 מיליארד ₪ (מתוכם כ-4 מיליארד ₪ משועבדים ספציפית לסדרות האג"ח).
- סך אג"ח מובטח בנכסי נדל"ן: כ-6 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח: 70%-90%. בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, התחשבנו גם בשווי הנכסים הלא משועבדים, שיכסה את החוב המובטח, פארי פאסו עם סדרות האג"ח הלא מובטחות.

- סך אג"ח לא מובטח: כ-4.5 מיליארד ₪.
- שווי פנוי לכיסוי אג"ח לא מובטח (לאחר הפחתת כיסוי לאג"ח מובטח פארי פאסו): כ-3.1 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70%.
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק	ציון הערכת שיקום חוב	תיאור	הערכת שיקום חוב באחוזים
3+ נוצ'ים	1+	צפי להחזר מלא	100%
2+ נוצ'ים	1	שיקום חוב גבוה מאד	100%-90%
1+ נוצ'	2	שיקום חוב גבוה	90%-70%
0 נוצ'ים	3	שיקום חוב משמעותי	70%-50%
0 נוצ'ים	4	שיקום חוב ממוצע	50%-30%
1- נוצ'	5	שיקום חוב צנוע	30%-10%
2- נוצ'ים	6	שיקום חוב זניח	10%-0%

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 26 בפברואר, 2018
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 5 בינואר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	מליסרון בעמ
07/04/2020	01/12/1998	ilAA-\Negative	דירוג(י) המנפיק
07/04/2020	02/05/2012	ilA-1+	טווח ארוך טווח קצר
			דירוג(י) הנפקה
			<u>ניירות ערך מסחריים</u> ניירות ערך מסחריים
			<u>חוב בכיר מובטח</u>
07/04/2020	22/04/2013	ilAA	סדרה ח
07/04/2020	27/12/2016	ilAA	סדרה טז
07/04/2020	11/03/2015	ilAA	סדרה י
07/04/2020	06/09/2015	ilAA	סדרה יד
07/04/2020	10/02/2020	ilAA	סדרה יח
04/08/2020	04/08/2020	ilAA	סדרה יט
			<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
07/04/2020	16/05/2011	ilAA-	סדרה ו
07/04/2020	06/09/2015	ilAA-	סדרה טו
07/04/2020	11/03/2015	ilAA-	סדרה יא, יג
07/04/2020	07/02/2018	ilAA-	סדרה יז
			היסטוריית דירוג המנפיק
			טווח ארוך
		ilAA-\Negative	אפריל 07, 2020
		ilAA-\Stable	ספטמבר 06, 2015
		ilA+\Positive	מרץ 11, 2015
		ilA+\Stable	אפריל 22, 2013
		ilAA-\Negative	מאי 16, 2011
		ilAA-\Watch Neg	ספטמבר 12, 2010
		ilAA-\Stable	מאי 13, 2009
		ilAA\Stable	דצמבר 03, 2007
		ilAA-	דצמבר 01, 1998
			טווח קצר
		ilA-1+	יולי 08, 2018
		ilA-1	מרץ 29, 2016
		ilA-1\Stable	ספטמבר 06, 2015
		ilA-1\Positive	מרץ 11, 2015
		ilA-1\Stable	אפריל 22, 2013
		ilA-1\Negative	מאי 02, 2012

תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	דירוג	בריטיש ישראל השקעות בעמ
08/04/2012	07/04/2020	ilA-1+	דירוג(י) המנפיק טווח קצר
11/06/2007	07/04/2020	ilAA-\Negative	טווח ארוך
			היסטוריית דירוג המנפיק
		ilAA-\Negative	טווח ארוך
		ilAA-\Stable	אפריל 07, 2020
		ilA+\Positive	ספטמבר 06, 2015
		ilA+\Stable	מרץ 12, 2015
		ilAA-\Negative	אפריל 22, 2013
		ilA+\Stable	אפריל 08, 2012
		ilA+\Stable	מאי 16, 2011
		ilA\Watch Dev	ספטמבר 12, 2010
		ilA\Stable	יולי 27, 2010
		ilA\Negative	מאי 27, 2009
		ilA\Stable	יוני 11, 2007
			טווח קצר
		ilA-1+	יולי 08, 2018
		ilA-1	מרץ 29, 2016
		ilA-1\Stable	ספטמבר 06, 2015
		ilA-1\Positive	מרץ 12, 2015
		ilA-1\Stable	אפריל 22, 2013
		ilA-1\Negative	אפריל 08, 2012
			פרטים נוספים
	13:43 25/02/2021		זמן בו התרחש האירוע
	13:43 25/02/2021		זמן בו נודע לראשונה על האירוע
	החברה המדורגת		יוזם הדירוג

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא יישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.