

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ אבנת השכרות בע"מ

20 בפברואר, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

3.....	תמצית
4.....	תחזית הדירוג: יציבה
4.....	התרחיש השלילי
5.....	התרחיש החיובי
5.....	תרחיש הבסיס
5.....	הנחות עיקריות
5.....	יחסים עיקריים
6.....	תחזיות תרחיש הבסיס
6.....	תיאור החברה
6.....	הפרופיל העסקי
10.....	הפרופיל הפיננסי
11.....	נזילות: הולמת
12.....	חלויות חוב
12.....	ניתוח התניות
12.....	השפעת הקבוצה
12.....	התאמות לדירוג
13.....	ניתוח שיקום חוב

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

13 שיקולים עיקריים

13 הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

14 מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

14..... התאמות לדיווח הכספי

16..... מתודולוגיה ומאמרים קשורים

17..... רשימת דירוגים

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ אבנת השכרות בע"מ

ilAA-/Stable/ilA-1+

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> חשיפה גבוהה לענף מרכזי המסחר, המאופיין בלחצים מצד המסחר המקוון ובריבוי שטחי מסחר באזורים מסוימים, שלהערכתנו עלולים ליצור לחץ על פדיונות השוכרים והאטה בצמיחת דמי השכירות בטווח הקצר-בינוני. מגבלות רגולטוריות על רכישת מרכזי מסחר באזורים מסוימים בהם יש לחברה נתח שוק גבוה, המצריכות לייזום לצורך התרחבות. צפי לרמת מינוף יציבה בטווח הקרוב. היקף חלויות צפויות גבוה בשנת 2020, סיכון המתמתן בזכות היקף גבוה של נכסים לא משועבדים. 	<ul style="list-style-type: none"> אחת מקבוצות הנדל"ן הגדולות בישראל ובפרט אחת משתי הקבוצות הגדולות בתחום מרכזי המסחר. תיק נכסים מניבים גדול בשווי של כ-17.1 מיליארד ₪, במיקומים איכותיים בישראל. שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים של כ-97% בממוצע. פיזור שוכרים נאות, ומשך חוזה ממוצע ארוך של כ-4.5 שנים. גמישות פיננסית גבוהה ונגישות טובה למגוון מקורות מימון. סביבת ריבית נמוכה בשנים האחרונות, התומכת בעלויות מימון נמוכות של החברה.

ב-2018 שמרה מליסרון על יציבות בתוצאות התפעוליות, כפי שהשתקף בגידול מתון ב-NOI (Net Operating Income) מנכסים זהים; היקף תיק הנכסים ושיעורי התפוסה נשארו יציבים. בשנתיים האחרונות עלתה להערכתנו רמת הסיכון בענף מרכזי המסחר, המהווה כ-80% מפעילות החברה, בשל התגברות הלחצים תחרותיים בענף, בין היתר כתוצאה מפתחת שטחי מסחר חדשים, גידול בחלקו של המסחר המקוון ומדיניות השמיים הפתוחים, שמפנה חלק הולך וגדל של הצריכה הפרטית אל מחוץ לישראל. לחצים אלה פוגעים בפדיון של השוכרים בתחום הקמעונאות שמליסרון חשופה אליו מהותית. אף על פי כן, ב-2018 הציגה מליסרון גידול שנתי של כ-1.5% ב-NOI, שנבע מגידול של כ-1.7% ב-NOI מנכסים זהים ומאכלוס של נכסים שבנייתם הושלמה (בית עופר ברעננה, בניין משרדים בקניון עופר בפתח תקוה ובניין A בפארק עופר בפתח תקוה), ובקיזוז נכסים שנמכרו במהלך התקופה. שווי תיק הנכסים נותר יציב בהשוואה ל-2017, כ-17.5 מיליארד ₪, לא כולל נדל"ן בהקמה בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪. שיעור התפוסה הממוצע נשאר גבוה ויציב, כ-97%.

מליסרון בע"מ בריטיש ישראל השקעות בע"מ אבנת השכרות בע"מ

החברה המשיכה בהורדת המינוף ושמרה על יחסי כיסוי יציבים. שמירה על מרווח ברמת המינוף חשובה

לדעתנו בהינתן האתגרים העומדים בפני ענף מרכזי המסחר בישראל, שעלולים להוביל לשערוכים שליליים בטווח הבינוני ולהצריך השקעות נוספות בנכסי נדל"ן בתחומי המשרדים או בתחומים נוספים במטרה לפזר את תיק הנכסים ולהקטין את החשיפה לענף הקניונים. יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של מליסרון מושפע כיום לטובה מסביבת הריבית והאינפלציה הנמוכות, מאחר שמרבית החוב של החברה צמוד למדד. להערכתנו, גם בתרחיש של עליית שיעור האינפלציה, החברה תעמוד ביחס כיסוי ההולם את הדירוג, למרות שמרבית החוב שלה הוא צמוד מדד. זאת בין היתר בזכות מחזורי החוב שבוצעו בשנים האחרונות בריביות ראליות נמוכות.

למליסרון היקף גדול של פירעונות חוב צפויים בשנת 2020, כ-1.95 מיליארד ₪, בעיקר פירעונות גדולים של הלוואות בנקאיות ואג"ח נכס משועבדים. בשנתיים האחרונות פעלה החברה להקטנת היקף הפירעונות הצפויים לשנת 2020, וזאת כחלק ממדיניות פיננסית, בין היתר באמצעות החלפת סדרות אג"ח קצרות באמצעות הנפקת סדרות ארוכות. בהקשר זה נציין שלהערכתנו לחברה נגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית, ונכון להיום בבעלותה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-5.5 מיליארד ₪. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שהחברה תבצע פעולות יזומות למיחזור החוב המובטח בזמן הולם לפני מועד החלויות.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי למרות הלחצים התחרותיים בענף מרכזי המסחר והקשיים של שוכרים בענף הקמעונאות, ב-12 החודשים הקרובים תציג מליסרון יחסי מינוף וכיסוי ההולמים את הדירוג הנוכחי, קרי יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-65% יחס EBITDA להוצאות המימון של כ-2.0x, ובמקביל תשמור על נזילות הולמת.

התחזית היציבה מתבססת גם על הערכתנו כי החברה תשמור על מרווח מסוים של יחס המינוף מהיחס שהולם את הדירוג הנוכחי, שיאפשר לה לספוג שערוכים שליליים או להשקיע במנועי צמיחה חדשים. זאת בהתבסס על אסטרטגיית ההשקעות של החברה ועל ייצור תזרים מזומנים איתן, ולנוכח האתגרים הניצבים בפני ענף מרכזי המסחר בישראל והצפי להתמשכותם בטווח הנראה לעין.

התרחיש השלילי

פעולת דירוג שלילית תיתכן אם תחול שחיקה לאורך זמן במיצוב הפיננסי של מליסרון, בין היתר כתוצאה ממגמות שליליות בענפי הפעילות שיובילו ללחץ על דמי השכירות, ה-NOI ושיעורי ההיוון. כמו כן, אם החברה תסטה מהמדיניות הפיננסית שהוצגה לנו, ונעריך כי פחתה מחויבות ההנהלה לשמור על מינוף ההולם את הדירוג ובכלל זה נכונות לביצוע פעולות יזומות במידת הצורך, למשל הקטנת הדיבידנד או הנפקת הון, ייווצר לחץ שלילי על הדירוג. פעולה שלילית תיתכן גם אם תחול הרעה בפרופיל העסקי, כגון הרחבה משמעותית של פעילות הייזום או כניסה בהיקף מהותי לשווקים גיאוגרפיים המאופיינים בסיכונים גבוהים או שבהם מעמדה התחרותי של החברה חלש יותר ממעמדה בישראל.

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

בנוסף, במידת חשיבות זהה לפחות, עלול להיווצר לחץ על הדירוג אם נעריך כי היערכות החברה לחלויות החוב הגבוהות בשנת 2020 אינה מספקת ובמועד, וכי פרופיל הנזילות שלה עשוי להיפגע.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית תיתכן אם החברה תציג קיטון פרמננטי ביחס החוב לחוב והון עצמי לכ-50%-55% בד בבד עם יחס EBITDA להוצאות מימון העולה על 2.5x, גם בהינתן סביבת ריבית ואינפלציה גבוהה יותר, ובמקביל תשמור על יציבות תפעולית ועל נזילות הולמת. להערכתנו, תרחיש חיובי זה יכול להתממש, בין היתר, אם החברה תחזק את בסיס ההון שלה על ידי גיוס הון או הפחתת היקף הדיבידנדים, ותגדיל משמעותית את תיק הנכסים תוך שיפור הגיוון הסגמנטלי על ידי הקטנת החשיפה לתחום מרכזי המסחר.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- סביבה כלכלית יציבה בישראל התומכת בפעילות החברה, עם צמיחה של 3.2%-3.4% בתמ"ג ב-12-24 החודשים הקרובים, שיעור אבטלה נמוך של כ-4% ושיעור אינפלציה של כ-1.5%-1.8%.
- גידול שנתי מתון בלבד ב-NOI מנכסים קיימים, המשקף את הערכתנו להמשך הלחצים התחרותיים על הקמעונאים בכלל ובתחום הקניונים בפרט, שיקוזז במידת מה בזכות הצמדת דמי השכירות למדד המחירים.
- NOI שנתי של כ-25-50 מיליון ₪ ב-2019-2021 מנכסים שפיתוחם הושלם ויאוכלסו לראשונה.
- שמירה על שיעור תפוסה ממוצע של למעלה מ-95%, ללא מימוש של נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- עלות מימון ממוצעת של כ-3.5%-4.0%.
- השקעות בהיקף של כ-900 מיליון ₪ בשנים 2019-2021, הכוללות הוצאות הוניות (capex) והשקעות בפיתוח נכסים חדשים.
- חלוקת דיבידנד שנתי של כ-240-260 מיליון ₪ ב-2019-2021.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2018A	2019E	2020E
EBITDA/הוצאות מימון	כ-2.3x	2.1x-2.0x	2.0x-1.9x
חוב/חוב והון עצמי	כ-59.9%	62%-60%	62%-60%
חוב/EBITDA	כ-9.1x	10.0x-9.0x	10.0x-9.0x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחה מתונה ב-NOI מנכסים קיימים ב-2019 וב-2020

למרות ההיחלשות בתחום מרכזי המסחר בשנתיים האחרונות, נשמרה יציבות יחסית בפדיונות השוכרים במרבית נכסי הדגל של מליסרון וחל גידול מתון ב-NOI מנכסים זהים. אנו סבורים שבשנתיים הקרובות האינפלציה שאנו חוזים תתמוך ביציבות בדמי השכירות מנכסים קיימים והחברה תציג גידול של כ-30-60 מיליון ש"ח ב-NOI, בעיקר כתוצאה מאכלוס נכסים שבנייתם הושלמה.

יציבות ביחס החוב לחוב והון עצמי בשנים 2019-2020; צפי לירידה קלה ביחס ה-EBITDA להוצאות

מימון בעיקר ב-2019

יחס החוב לחוב והון עצמי המתואם עמד על כ-59.9% בסוף 2018, ואנו צופים כי הוא יישמר ברמה זו בשנתיים הקרובות בזכות יכולת הנבת תזרימי מזומנים גבוהים ויציבים, ובהתחשב בחלוקות דיבידנדים צפויות ותוכנית ההשקעות של החברה. יחס ה-EBITDA להוצאות מימון המתואם עמד ב-2018 על כ-2.3x, וכיום הוא מושפע לטובה מסביבת הריבית והאינפלציה הנמוכות, מאחר שמרבית החוב של החברה צמוד למדד. עם זאת, בתרחיש של עליית הריבית במשק או של עלייה באינפלציה, אנו צופים כי בשנים 2019-2020 יעמוד היחס על כ-1.9x-2.1x.

תיאור החברה

מליסרון בע"מ היא חברת נדל"ן מניב מהמובילות בישראל בתחום מרכזי המסחר. החברה והחברות הבנות שבבעלותה המלאה מחזיקות בתיק נכסים הכולל 20 מרכזי מסחר וארבעה מתחמי משרדים, כולם בישראל וחלקם הגדול בבעלות מלאה. שוויו העדכני של תיק הנכסים המניבים עומד על כ-17.1 מיליארד ש"ח, ולחברה מספר פרויקטים בשלבי הקמה שונים בעלות מצטברת של כ-1.3 מיליארד ש"ח.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של מליסרון נתמכת במיצובה העסקי הגבוה המשקף תיק נכסים גדול יחסית, מעמד מוביל בשוק הישראלי בתחום מרכזי המסחר ואת העובדה שחלק מנכסי החברה נמנים עם מרכזי המסחר המובילים בישראל. יחד עם זאת, בשנתיים האחרונות עלתה להערכתנו רמת הסיכון בענף מרכזי המסחר, המהווה כ-80% מסך פעילות החברה, בשל התגברות הלחצים תחרותיים בענף, בין היתר כתוצאה מפתיחת שטחי מסחר חדשים, גידול בחלקו של המסחר המקוון, פטור ממע"מ על מוצרים שמחירם אינו עולה על 75 דולר ומדיניות השמיים הפתוחים, שמפנה חלק הולך וגדל של הצריכה הפרטית אל מחוץ לישראל. לחצים אלה כבר הובילו לקשיים פיננסיים של שוכרים בתחום הקמעונאות, שמליסרון חשופה אליו מהותית. למרות זאת, נשמרה יציבות יחסית בפדיונות השוכרים במרבית נכסי הדגל של החברה, שיעורי התפוסה נותרו יציבים וגבוהים (כ-98% במרכזים המסחריים וכ-96% במשרדים), וחל גידול מתון ב-NOI מנכסים זהים, נתונים המעידים על מיצובם התחרותי הגבוה של נכסי החברה.

מליסרון בע"מ

בריטיש ישראל השקעות בע"מ

אבנת השכרות בע"מ

הפרופיל העסקי נתמך גם על ידי גיוון השוכרים ומבנה החוזים הקיים. נכון להיום, האורך הממוצע המשוקלל של חוזי השכירות הכולל הוא כ-4.5 שנים ובסיס השוכרים יציב ומפוזר יחסית, עם למעלה מ-2,500 שוכרים, ללא תלות בשוכר מהותי המהווה יותר מ-5% מההכנסות של החברה. השוכרת הגדולה ביותר בקניונים היא קבוצת פוקס, האחראית לכ-6.7% מההכנסות השנתית משכירות בתחום הקניונים.

הערכת הפרופיל העסקי מביאה בחשבון את פוטנציאל ההתרחבות המוגבל של מליסרון במגזר מרכזי המסחר באמצעות רכישת נכסים קיימים, בשל מגבלות רגולטוריות. מנועי הצמיחה העיקריים הם השבחת נכסים קיימים ופיתוח נכסים חדשים. נכון להיום, לחברה שמונה פרויקטים בשלבי פיתוח שונים בשיעורי החזקה של בין 50% ל-100%, שצפויים לשמש בעיקר למסחר ולקניונים ולתרום כ-2 מיליארד ש"ח לשווי תיק הנכסים של מליסרון בשנים הקרובות, עם השלמתם. היקף הייזום מסך הפעילות נותר יציב בהשוואה ל-2017, ואינו מגביל את הערכת הפרופיל העסקי.

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

Table 1.

Melisron Ltd -- Peer Comparison

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

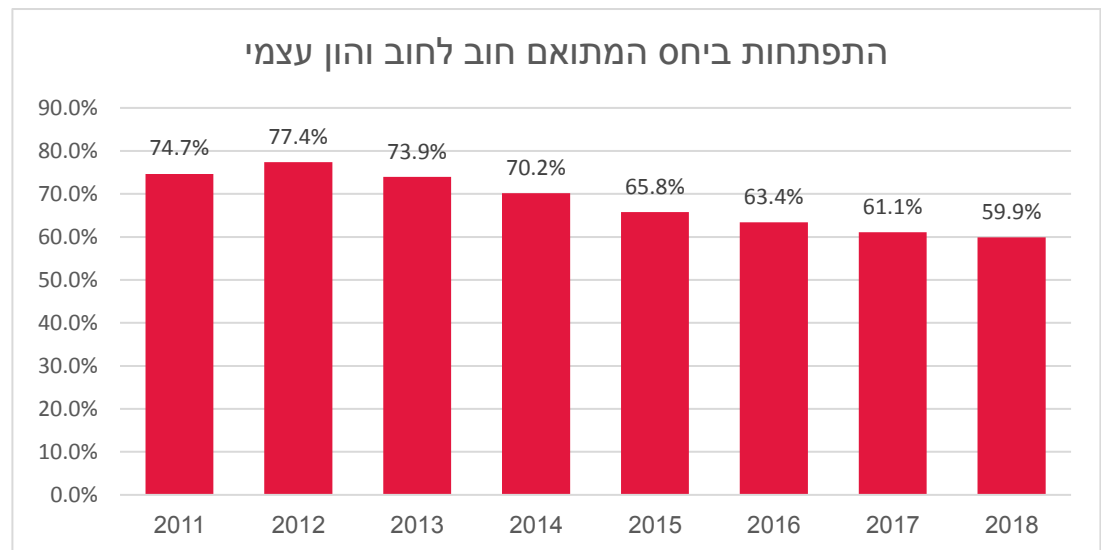
	Melisron Ltd.	Gazit Globe Ltd.	Azrieli Group Ltd.	Amot Investments Ltd.	Bayside - Gav Yam - Land Corp. Ltd.	Reit1 Ltd.	Big Shopping Centers Ltd.	Brack Capital Properties N.V.
National Scale Rating	iiAA- /Stable/ iIA-1+	iiAA- /Stable/iIA-1+	iiAA+/Stable/ iIA-1+	iiAA/Stable/ iIA-1+	iiAA/Stable	iiAA/Stable/ iIA-1+	iiAA- /Stable/iIA-1+	iiAA- /Stable
Financial Data (Mil NIS)	2018	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2017
Revenues	1,556.5	2,831.0	2,592.0	662.6	457.2	282.8	743.1	160.1
EBITDA	1,085.7	1,958.5	1,510.0	582.6	408.5	244.0	474.6	63.0
Funds From Operations	544.5	817.5	1,140.0	412.9	236.7	199.3	298.3	36.2
Interest Expenses	477.3	1,012.0	212.0	159.9	142.2	45.2	168.7	19.5
Cash Flow From Operations	648.8	766.0	1,078.0	385.4	221.1	177.6	263.3	58.5
Capex	2.8	20.0	86.0	35.0	5.6	.0	1.5	.0
Free Operating Cash Flow	646.0	746.0	992.0	389.8	215.5	177.6	261.8	58.5
Discretionary Cash Flow	391.4	-130.0	512.0	16.0	-14.4	79.3	177.0	47.0
Cash and Short Term Investments	527.4	1,694.0	1,209.0	314.1	1,345.7	15.6	314.0	114.1
Debt	9,944.7	24,865.9	8,107.0	4,829.5	2,618.2	2,136.6	5,030.6	692.2
Equity	6,648.5	18,117.0	16,321.0	4,297.4	3,091.4	2,098.7	3,235.7	698.6
Valuation of Investment Property	18,017.1	40,670.0	25,206.0	10,059.8	6,281.7	4,195.1	8,000	1,431.6
Adjusted ratios								
RoC (%)	6.0%	5.1%	5.7%	5.8%	6.7%	6.0%	6.9%	4.6%
EBITDA Margin (%)	69.8%	69.2%	58.3%	87.9%	89.3%	86.3%	63.9%	39.3%

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

	Melisron Ltd.	Gazit Globe Ltd.	Azrieli Group Ltd.	Amot Investments Ltd.	Bayside - Gav Yam - Land Corp. Ltd.	Reit1 Ltd.	Big Shopping Centers Ltd.	Brack Capital Properties N.V.
EBITDA/Int. expense	2.3	1.9	7.1	3.6	2.9	5.4	2.8	3.2
Debt/EBITDA	9.2	12.7	5.4	8.3	6.4	8.8	10.6	11.0
FFO/Debt (%)	5.5%	3.6%	14.1%	8.5%	9.0%	9.3%	5.9%	5.2%
Cash Flow From Operations/Debt (%)	6.5%	3.1%	13.3%	8.0%	8.4%	8.3%	5.2%	8.4%
Free Operating Cash Flow/Debt (%)	6.5%	3.0%	12.2%	8.1%	8.2%	8.3%	5.2%	8.4%
Discretionary Cash Flow/Debt (%)	3.9%	-0.5%	6.3%	0.3%	-0.5%	3.7%	3.5%	6.8%
Debt/Debt + Equity (%)	59.9%	57.9%	33.2%	52.9%	45.9%	50.4%	60.9%	49.8%

הפרופיל הפיננסי

כחלק ממדיניות ההנהלה להפחתת מינוף, יחס החוב לחוב והון עצמי ירד ב-2018 לכ-59.9% מכ-61.5% בסוף 2017. אנו צופים כי המינוף יישמר ברמה זו בשנתיים הקרובות. זאת בהתבסס על יכולת הנבת תזרימי מזומנים גבוהים ויציבים, ובהתחשב בחלוקות דיבידנדים צפויות של כ-250-260 מיליון ש"ח בשנה ב-2019-2021 ובתוכנית ההשקעות של החברה בנכסים קיימים ובנכסים בהקמה בהיקף של כ-900 מיליון ש"ח בשנתיים הקרובות. שמירה על מרווח בין יחס המינוף בפועל ליחס המינוף שהצבנו ביעד לדירוג חשובה לדעתנו, בהינתן האתגרים העומדים בפני ענף מרכזי המסחר בישראל, שעלולים להוביל לשערוכים שליליים בטווח הבינוני ולהצריך השקעות נוספות בנכסי נדל"ן בתחומי המשרדים או בתחומים נוספים במטרה לפזר את תיק הנכסים ולהקטין את החשיפה לענף הקניונים.



ב-2018 עמד יחס ה-EBITDA להוצאות מימון המתואם של החברה על כ-2.3x יחס החוב ל-EBITDA עמד על כ-9.2x, יחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי. יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של מליסרון מושפע כיום לטובה מסביבת הריבית והאינפלציה הנמוכות, מאחר שמרבית החוב של החברה צמוד למדד. עם זאת, גם בתרחיש של עליית הריבית במשק או של עלייה באינפלציה, אנו צופים כי בשנים 2019-2020 יעמוד יחס ה-EBITDA להוצאות מימון בקנה אחד עם יחס המטרה ההולם את הדירוג הנוכחי, קרי 2.0x ומעלה, בהינתן הפרופיל העסקי הקיים.

למליסרון פירעונות חוב גבוהים בשנת 2020, בסך כולל של כ-1.95 מיליארד ש"ח, מרביתם (כ-68% מהסכום) תשלומים חד פעמיים ("בולט") של הלוואות בנקאיות ואג"ח כנגד נכסים משועבדים איכותיים ב-LTV נמוך יחסית, מה שמקנה להערכתנו יכולת מחזור גבוה. בשנתיים האחרונות פעלה החברה להקטנת היקף הפירעונות הצפויים לשנת 2020, וזאת כחלק ממדיניות פיננסית, בין היתר באמצעות החלפת סדרות אג"ח

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

קצרות באמצעות הנפקת סדרות ארוכות. בהקשר זה נציין כי לחברה נגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית והמוסדית, ונכון להיום בבעלותה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-5.5 מיליארד ₪. בנוסף, יחס ה-LTV על מרבית ההלוואות שנפרעות ב-2020 הוא נמוך ולכן אנו מעריכים שמימון מחדש יהיה אפשרי.

Table 2.

Melisron Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

Fiscal Year	2018	2017	2016	2015	2014
Revenues	1,556.5	1,547.5	1,473.1	1,417.9	1,413.3
EBITDA	1,085.7	1,073.7	1,052.2	1,018.7	997.3
FFO	544.5	579.0	663.8	644.0	571.2
Interest Expense	477.3	464.5	345.5	311.6	359.2
Net income from continuing operations	584.4	775.7	926.8	684.7	531.3
Cash flow from operations	648.8	496.5	612.9	642.6	584.5
Discretionary cash flow	391.4	248.5	386.7	424.7	403.3
Cash and short-term investments	537.4	756.6	368.4	445.3	400.2
Debt	9,934.7	10,002.7	9,840.3	9,039.4	9,208.2
Equity	6,648.5	6,236.1	5,627.2	4,697.9	3,912.2
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	69.8	69.4	71.4	71.8	70.6
Return on capital (%)	6.0	6.2	6.9	7.2	7.0
EBITDA interest coverage (x)	2.3	2.3	3.0	3.3	2.8
FFO cash interest coverage (x)	2.9	2.7	2.6	2.4	2.2
Debt/EBITDA (x)	9.2	9.3	9.4	8.9	9.2
FFO/debt (%)	5.5	5.8	6.7	7.1	6.2
Cash flow from operations/debt (%)	6.5	5.0	6.2	7.1	6.3
Free operating cash flow/debt (%)	3.9	4.9	6.2	7.1	6.3
Discretionary cash flow/debt (%)	59.9	2.5	3.9	4.7	4.4
Debt/debt and equity (%)	59.9	61.6	63.6	65.8	70.2

נדילות: הולמת

אנו מעריכים את רמת הנדילות של מליסרון כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2019. הערכתנו לרמת הנדילות של החברה נתמכת על ידי תזרים מזומנים איתן מפעילות שוטפת, נגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית, היקף גבוה של נכסים לא משועבדים (כ-5.5 מיליארד ₪) ושיעור LTV (loan to value) נמוך יחסית כנגד הנכסים המשועבדים (כ-50% בממוצע) המקנה גמישות פיננסית ומאפשר מימון מחדש על הנכסים. להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2019:

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

שימושים עיקריים**	מקורות עיקריים*
<ul style="list-style-type: none"> חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ואג"ח – כ-624 מיליון ₪. פירעון ניירות ערך מסחריים בהיקף של כ-205 מיליון ₪. השקעות שוטפות בנכסים קיימים (capex) בהיקף של כ-80-120 מיליון ₪. 	<ul style="list-style-type: none"> מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-548 מיליון ₪. הרחבת סדרת ניירות ערך מסחריים בהיקף של כ-16 מיליון ₪ (הושלם). FFO (funds from operation) במזומן של כ-650-700 מיליון ₪ (הערכה שלנו).

*לא כולל הרחבת סדרת אג"ח י' בהיקף של עד 230 מיליון ₪, שטרם הושלמה ולכן אינה ודאית.

** לא כולל חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-240 מיליון ₪, שאינה מחייבת וניתנת לדחייה או לשינוי על פי שיקול דעת החברה.

חלויות חוב					
2023 ואילך	2022	2021	2020	2019	
5,232	1,567	715	1,958	829	חלויות (מיליון ₪)

החלויות הן על בסיס הדוחות המאוחדים וכוללות ניירות ערך מסחריים (כולל אלו שהונפקו בפברואר 2019).

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 נכסים בע"מ ואבנת השכרות בע"מ הן חברות בנות בבעלות מלאה של מליסרון בע"מ. אי לכך אנו משווים את דירוג המנפיק של חברות אלו לדירוג המנפיק 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 ה, ז, ח, י, יד, טז) ושל אבנת השכרות (סדרה א). 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, יא, יג, טו, יז). 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 (loan to value) המקסימלי בשטר הנאמנות שלהן נע בין 70% ל-80%. להערכתנו, ניצול מקסימלי של היקף החוב עלול להקטין את שיעור שיקום החוב.
- להערכתנו, דירוג שיקום החוב לסדרות האג"ח עם שעבוד שני ושלישי על נכסי הנדל"ן נתמך בכך שסדרות האג"ח הקודמות להן בסדר הנשייה נפרעות בשנת 2020, בעוד שבתרחיש הבסיס שלנו שנת כשל הפירעון ההיפותטית היא 2024 ובה יהיה לסדרות אלו שעבוד ראשון על הנכסים.
- כמו כן, הערכתנו לשיעור שיקום החוב נתמכת בהיקף גבוה של נכסים לא משועבדים (5.5 מיליארד ₪).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- 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, ופחת 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-45%, 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 תהליך ההתדרדרות ההיפותטי 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-10.7 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-10.1 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי ומוסדי בכיר: כ-2.1 מיליארד ₪ (כולל ניצול מסגרות אשראי וניירות ערך מסחריים).
- שווי פנוי לכיסוי אג"ח מובטח בנכסי נדל"ן: כ-8 מיליארד ₪ (מתוכם כ-4 מיליארד ₪ משועבדים ספציפית לסדרות האג"ח).
- סך אג"ח מובטח בנכסי נדל"ן: כ-5.45 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-4.6 מיליארד ₪.
- שווי פנוי לכיסוי אג"ח לא מובטח ויתרת האג"ח המובטח (ככל שאלו נותרו לא מכוסות על ידי הבטוחה הספציפית): כ-4 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 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

- על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של מליסרון בע"מ לשנת 2018:
- קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

- הוספת ערבות פיננסית שנתנה החברה לחברה בשליטה משותפת לחוב.
- נטרול חלק החברה ברווחי/הפסדי חברות מוחזקות והכנסות/הוצאות אחרות מהרווח התפעולי.
- שימוש בריבית התוצאתית מדוח הרווח וההפסד לצורך חישוב ה-FFO. ריבית זו כוללת גם הכרה בעלויות הצמדה, על מנת ליצור בסיס להשוואה בין חברות עם סוגי מימון שונים (חוב צמוד-מדד מול חוב שקלי).
- הוספה של הוצאות מימון מהוונות ל-EBITDA.

Table 3.

Reconciliation Of Melisron Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2018

Melisron Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA
Reported	10,281.6	5,996.7	1,119.8	1,262.8	471.4	1,119.8
S&P Global Ratings adjustments						
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(471.4)
Interest income (reported)	--	--	--	--	--	(5.3)
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	--	(58.6)
Surplus cash	(537.4)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	11.1	(11.1)
Share-based compensation expense	--	--	1.7	--	--	1.7
Non-operating income (expense)	--	--	--	3.4	--	--
Non-controlling Interest/Minority interest	--	651.8	--	--	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	84.1	--	--	--	--	--
Debt - Guarantees	106.4	--	--	--	--	--
EBITDA - Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(36.6)	(36.6)	--	(36.6)
EBITDA - Other	--	--	0.8	0.8	--	0.8
D&A - Asset Valuation gains/(losses)	--	--	--	(145.8)	--	--
EBIT - Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	36.6	--	--
Interest expense - Other	--	--	--	--	(5)	5
Total adjustments	840.7	(77.7)	41.3	(1,546.4)	(43.0)	28.5
S&P Global Ratings adjusted amounts						
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations
Adjusted	9,934.7	6,648.5	1,085.7	1,121.2	477.3	544.5

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 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
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 31 באוקטובר, 2018
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-20 בפברואר, 2019)

מליסרון בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
ilAA-\Stable	טווח ארוך
ilA-1+	טווח קצר
דירוג(י) הנפקה	
ilA-1+	<u>ניירות ערך מסחריים</u> ניירות ערך מסחריים
ilAA	<u>חוב בכיר מובטח</u> סדרה ה,ז,ח,ט,י,יז
ilAA-	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה ו,טו,יא,יג,יז
היסטוריית דירוג המנפיק	
ilAA-\Stable	טווח ארוך
ilA+\Positive	ספטמבר 03, 2015
ilA+\Stable	מרץ 11, 2015
ilAA-\Negative	אפריל 22, 2013
ilAA-\Watch Neg	מאי 16, 2011
ilAA-\Stable	ספטמבר 12, 2010
ilAA\Stable	מאי 13, 2009
ilAA\Stable	דצמבר 02, 2007
ilAA-	דצמבר 01, 1998
ilA-1+	טווח קצר
ilA-1	יולי 08, 2018
ilA-1\Stable	מרץ 24, 2016
ilA-1\Positive	ספטמבר 03, 2015
ilA-1\Stable	מרץ 11, 2015
ilA-1\Negative	אפריל 22, 2013
	מאי 02, 2012

בריטיש ישראל השקעות בע"מ

דירוג(י) המנפיק

ilA-1+	טווח קצר
ilAA-\Stable	טווח ארוך

היסטוריית דירוג המנפיק

	טווח ארוך
ilAA-\Stable	ספטמבר 03, 2015
ilA+\Positive	מרץ 11, 2015
ilA+\Stable	אפריל 22, 2013
ilAA-\Negative	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 24, 2016
ilA-1\Stable	ספטמבר 03, 2015
ilA-1\Positive	מרץ 11, 2015
ilA-1\Stable	אפריל 22, 2013
ilA-1\Negative	אפריל 08, 2012

אבנת השכרות בע"מ

דירוג(י) המנפיק

ilAA-\Stable	טווח ארוך
--------------	-----------

דירוג(י) הנפקה

חוב בכיר מובטח

ilAA	סדרה א'
------	---------

היסטוריית דירוג המנפיק

	טווח ארוך
ilAA-\Stable	ספטמבר 03, 2015
ilA+\Positive	מרץ 11, 2015
ilA+\Stable	אפריל 22, 2013
ilAA-\Negative	אפריל 08, 2012
ilA+\Stable	מאי 16, 2011
ilA\Watch Dev	ספטמבר 21, 2010
ilAA-\Watch Neg	מרץ 04, 2010
ilAA-\Stable	יולי 22, 2009
ilAA-	נובמבר 14, 2005

מליסרון בע"מ
בריטיש ישראל השקעות בע"מ
אבנת השכרות בע"מ

09:18 20/02/2019
09:18 20/02/2019
החברה המדורגת

פרטים נוספים
זמן בו התרחש האירוע
זמן בו נודע לראשונה על האירוע
יזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "הצדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס S&P AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

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

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.