

# קבוצת מנרב בע"מ

מעקב | פברואר 2025

## אנשי קשר:

זועי רביד

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי

[roy.r@midroog.co.il](mailto:roy.r@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## קבוצת מנרב בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרות ד', ו'
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרה ה' (מובטחת)

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לקבוצת מנרב בע"מ (להלן: "החברה") ולאגרות החוב (סדרות ד', ו') שהנפיקה החברה. כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות החוב (סדרה ה') מובטחות בשעבודים שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ד'	1550169	Baa1.il	יציב	15/04/2032
ה*'	1204692	A3.il	יציב	31/12/2026
ו'	1217355	Baa1.il	יציב	31/12/2033

\* אגרות חוב (סדרה ה') מובטחות בשעבודים קבועים מדרגה ראשונה על מלאי דירות למכירה בארה"ב כמפורט בשטר הנאמנות של אגרות החוב.

### שיקולים עיקריים לדירוג

- שיחקה ברווחיות החברות בענף קבלנות הבניה והתשתיות כתוצאה מהמשך השפעות המלחמה.** החברה פועלת בעיקר בתחומי ההנדסה, התשתיות והנדל"ן בישראל, הכוללים ביצוע עבודות בינוי ותשתיות, ייזום פרויקטים לבניה למגורים, זכינות בשיטת BOT והשכרה וניהול נכסים מניבים. ענף קבלנות הבניה והתשתיות, המהווה מגזר פעילות עסקי של החברה, מתמודד מאז פרוץ המלחמה עם אתגרים משמעותיים עקב מחסור בכוח אדם וסגירת אתרים כתוצאה מהמלחמה. אלו הובילו להתארכות פרויקטים ועדכון אומדנים בפרויקטים השונים והם מעיבים על הרווחיות עבור קבלניות הבניה. רווחיות החברות הפועלות בענף הושפעה לשלילה גם מעלויות מימון גבוהות, שיבושי סחר ועליה במחירי חומרי הגלם. להערכת מידרוג, הביקוש צפוי להתאושש בטווח הבינוני עד הארוך עם חידושי פרויקטי התשתיות ותחילת מאמצי השיקום, במיוחד באזורי עוטף עזה בדרום והגליל בצפון. עם זאת, ביצועי הענף יישארו בקורלציה לאקלים הגיאופוליטי של ישראל, לאינדיקטורים מאקרו-כלכליים, לזמינות כוח אדם, ליציבות שרשרת האספקה ולמגמות בתחום הנדל"ן בישראל.
- ניסיון רב ומוניטין חיובי במגזר הקבלנות תומכים בתחזית לגידול בהכנסות במגזר זה.** הפרופיל העסקי של החברה נתמך בניסיון של שנים רבות בתחומי הבניה והתשתיות ובהיקף הכנסות שבולט לחיוב לרמת הדירוג. צבר הזמנות עבודות הקבלנות של החברה במגמת גידול בשנים האחרונות, והסתכם בכ- 3.7 מיליארד ₪ ליום 30.09.2024, בהשוואה לכ- 2.4 מיליארד ₪ ליום 31.12.2023, כ- 2.7 מיליארד ₪ ליום 31.12.2022 וכ- 1.3 מיליארד ₪ ליום 31.12.2021. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה צפויות להסתכם בטווח של 1.6-1.9 מיליארד ₪ בשנים 2024-2025, בהשוואה לכ- 1.64 מיליארד ₪ ב-12 החודשים עד ליום 30.09.2024, כ- 1.55 מיליארד ₪ בשנת 2023 וכ- 1.47 מיליארד ₪ בשנת 2022. עיקר הגידול בהכנסות בתקופת התחזית מיוחס לגידול בהכנסות במגזר הקבלנות, שצפוי להוות כ- 88% מסך ההכנסות בשנים 2024-2025.
- רווחיות חלשה עם תחזית לשיפור במידה מסוימת, שעדיין נמוכה לרמת הדירוג.** רווחיות החברה חלשה מאוד עם יחס EBIT להכנסות בשיעור של כ- 1.4% ב-12 החודשים עד ליום 30.09.2024, בהשוואה לכ- 0.6% בשנת 2023, כ- 2.0% בשנת 2022 ורווחיות אפסית עד שלילית בשנים 2021 ו-2020. רווחיות החברה מושפעת לשלילה ממגזר הקבלנות שרשם רווחיות גולמית בשיעור של כ- 4.3% ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2024, בהשוואה לכ- 4.3% בשנת 2023, כ- 2.0% בשנת 2022 וכ- 0.4% בשנת 2021. רווחיות החברה מושפעת לחיוב מהשכרת נכסים מניבים וממכירת מלאי דירות בארה"ב. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח הגולמי במגזר הקבלנות צפוי להשתפר עם סיומם של פרויקטים ישנים שחלו בהם עיכובים, ומנגד

תרומתו של מגזר מכירת דירות בארה"ב צפויה להסתיים ברובה עד סוף שנת 2025 עם מכירת רוב הדירות במלאי. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס EBIT להכנסות צפוי לנוע בטווח של 0.5%-1.5% בממוצע בשנים 2024-2025.

- מהלכי החברה לצמצום החוב הפיננסי צפויים להערכת מידרוג להוביל לשיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, שעדיין מתבטא ביחסי כיסוי איטיים.** החברה פועלת לצמצום החוב באמצעות המשך מכירת מלאי הדירות בארה"ב, שיפור הגביה מלקוחות במגזר הקבלנות וביצוע מימושים והכנסת שותפים לפרויקטים. כמו כן החברה השלימה במאי 2024 מהלך להזרמת הון לחברה על ידי בעלת השליטה בהיקף של 100 מ' ש. יחס EBIT להוצאות ריבית עמד על כ-0.3 ב-12 החודשים עד ליום 30.09.2024 וצפוי להערכת מידרוג להשתפר לטווח של 0.5-1.5 בשנים 2024-2025. יחס הון למאזן עמד על כ-23.9% ליום 30.09.2024 וצפוי להערכת מידרוג לנוע בטווח של 23%-27% בשנים 2024-2025. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA עמד על כ-35 ב-12 החודשים עד ליום 30.09.2024, וצפוי להערכת מידרוג לנוע בטווח של 10-40 בממוצע בשנים 2024-2025.

**תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר, שיפור בהכנסות מביצוע עבודות קבלנות בהתאם לגידול בצבר ההזמנות תוך שיפור קל ברווחיות מגזר זה, קיטון בהכנסה התפעולית מהשכרת נכסים מניבים בעקבות מכירת מחצית מהזכויות במקרקעין באשדוד לקרן ריאליטי, מכירת רוב הדירות בארה"ב עד סוף שנת 2025, משיכת רווחים מפרויקט זכיינות בהתאם לתחזית החברה, חילוץ עודפים בפרויקטים למגורים מודליאני ודה-האז, השקעות בפרויקטים בהקמה של התחדשות עירונית ושל דירה להשכיר, נטילת הלוואות בנקאיות בפרויקטים של דירה להשכיר (בפרויקט מלחה עד למכירתו הצפויה בשנת 2025 ובפרויקט באר יעקב שצפוי להימכר בשנת 2026 להערכת מידרוג), פירעונות אגרות חוב בהתאם ללוחות סילוקין ופירעונות של אשראי מבנקים מתוך עודפי מזומנים שינבעו לחברה. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג נערכו תרחישי רגישות שונים, בין היתר, באשר להיקף ההכנסות והרווחיות במגזר הקבלנות, היקף הסכומים ותזמון קבלתם ממגזרי הקבלנות ומכירת הדירות בארה"ב.**

## שיקולים נוספים לדירוג

דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב שאינן מובטחות Baa1.il גבוה בדרגת דירוג אחת מעל הדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Baa2.il זאת בשל כך שהאחזקה בנכסי נדל"ן מניב וקרקעות ייזום למגורים מסבירים חלק מיחסי הכיסוי האיטיים של החברה ויש בכך למתן את ההשפעה השלילית של יחסי הכיסוי בדירוג. מגזר הנדל"ן המניב של החברה צפוי להצטמצם בטווח הקצר לאור עסקת ריאליטי בשל מכירת מחצית מנכסי הנדל"ן המניב באשדוד.

## שיקולים מבניים לדירוג

אגרות חוב (סדרה ה') שהנפיקה החברה מובטחות בשעבודים על מלאי דירות, יחידת מסחר ומחסנים שטרם נמכרו בשני פרויקטים של החברה בארה"ב, הידועים בשם 3<sup>rd</sup> Avenue ו- East 90<sup>th</sup>. מידרוג בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות החוב המגובות בבטוחות (סדרה ה') בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019)<sup>1</sup>. בחינת הסדרה המובטחת כללה הערכה של איכות הבטוחה ושל שיעור ההשבה של הבטוחה ביחס לחוב המובטח, ובהתחשב בדירוג המנפיק Baa1.il.

מידרוג מעריכה את מאפייני הבטוחה באיכות "גבוהה" בין היתר לאור מיקום הנכסים המשועבדים ברובע מנהטן בעיר ניו יורק, המאופיינת בסביבה כלכלית ומשפטית יציבה, ולאור מידת סחירות סבירה של הנכסים המשועבדים לאור היותם דירות מגורים נפרדות. קיומה של משכנתא מוגבלת בסכום על הנכסים המשועבדים מחלישה את איכות הבטוחה, אולם קיומם של שעבוד ראשון על מלוא זכויות החברות שבאמצעותן מחזיקה החברה בכל אחד מתאגידי הנכס לצד שעבוד שלילי מחזקים את איכות הבטוחה. מידרוג בחנה תרגיש רגישות לשווי הנכסים המשועבדים בשיעור של עד 30% ביחס לשוויים על פי הערכות שווי ליום 30.09.2024, אשר מוביל לשיעור השבה מהבטוחה ביחס לחוב מובטח העולה בסבירות גבוהה על 70%. לאור כך, מידרוג קבעה הטבה דירוגית לאגרות חוב (סדרה ה') בגובה נוטש אחד מעל דירוג המנפיק ודירוג החוב הבכיר שאינו מובטח.

<sup>1</sup> הדוח המתודולוגי מופיע באתר מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהערכת מידרוג כי החברה תציג שיפור בהכנסות וברווחיות מגזר הקבלנות ותמשיך לפעול לצמצום החוב הפיננסי, בין היתר באמצעות מימוש נכסים ויצאה מהפעילות בארה"ב.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה ברמת החוב הפיננסי ושיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן.
- שיפור מהותי ומתמשך בפעילות החברה בתחום הקבלנות בדגש על שיפור הרווחיות.

### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- מיזוגים ורכישות באופן שיגדיל את הסיכון הפיננסי של החברה.
- שחיקה ברווחיות הפרויקטים בתחום הקבלנות.

### קבוצת מנרב בע"מ - נתונים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	(LTM) 30.09.2024	
838	952	1,466	1,546	1,641	סך הכנסות
27	26	50	25	40	EBITDA מותאם (*)
775	1,610	1,642	1,531	1,393	חוב פיננסי ברוטו
415	237	180	184	146	מזומנים ותיק ני"ע
29	61	33	61	35	חוב פיננסי ל- EBITDA מותאם
38.1%	24.1%	21.6%	21.6%	23.9%	הון עצמי למאזן

(\*) רווח תפעולי בנטרול הוצאות מימון מהוונות שנוקפו לעלות המכר, שינוי בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה, חלק החברה ברווחי (הפסדי) כלולות, הכנסות (הוצאות) אחרות, תשלום מבוסס מניות ופחת והפחתות ובתוספת דיבידנדים שהתקבלו ממוחזקות.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### פעילות החברה בענפי הקבלנות והייזום למגורים משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות שלה

עיקר הכנסות החברה נובעות מפעילותה במגזר ביצוע עבודות קבלניות שהיווה שיעור של כ- 87% מסך הכנסות (במאוחד) ב- 12 החודשים עד ליום 30.09.2024, כ- 85% מסך הכנסות בשנת 2023 וכ- 79% מסך הכנסות בשנת 2022. הפעילות במגזר זה כוללת ביצוע עבודות קבלניות ממספר סוגים עיקריים: (א) עבודות בניה למגזר הפרטי/העסקי, כגון בנייני משרדים, מרכזי מסחר ומרכזי תעסוקה; (ב) עבודות בניה למגזר הציבורי, כגון משרדי ממשלה, רשויות מקומיות, חברות ממשלתיות ועמותות; (ג) עבודות בניה למגורים עבור הקבוצה (לרבות בפרויקטי דירה להשכיר) וכן מחוצה לה; (ד) ביצוע עבודות לבניית תשתיות למגזר הציבורי.

החברה מפתחת את פעילותה בתחום הייזום למגורים בישראל בדרך של רכישת קרקעות, השבחתן, פיתוחן, הקמת הפרויקטים ומכירת יחידות הדירוג, וכן באמצעות קידום פרויקטי התחדשות עירונית. להערכת מידרוג, אין בכוננת החברה להמשיך לפעול בארה"ב לאחר שתושלם מכירת מלאי הדירות בפרויקטים שבנייתם הושלמה.

מידרוג מעריכה את ענף שירותי הקבלנות כענף פעילות המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות הכנסות לאורך זמן, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה למחזוריות בהיקף ההשקעות בבנייה, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה, אי וודאות בתמחור פרויקטים, וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשים על פי רוב באמצעות מכרזים אשר מייצרים לחצים על המרווח הקבלי. הסיכון העסקי בענף נובע גם ממשיך הפרויקטים, היוצר סיכון טכנוני וחשיפה לסטייה מהיקף העלויות המתוכנן, ודורש יכולות ניהול ובקרה גבוהות.

ענף קבלנות הבניה והתשתיות בישראל מתמודד כיום עם אתגרים משמעותיים עקב מחסור בכוח אדם וסגירת אתרים כתוצאה מהמלחמה. עזיבתם של עובדים פלסטינים רבים, יחד עם חוסר זמינות של עובדים ישראלים שנמצאים במילואים, הובילה להתארכות

פרויקטים ועדכון אומדנים בפרויקטים השונים. על אלו מעיבים על הרווחיות עבור קבלני הבניה. רווחיות החברות הפועלות בענף הושפעה לרעה גם מעלויות מימון גבוהות, שיבושי סחר ועלייה במחירי חומרי הגלם. להערכת מידורג, הביקוש צפוי להתאושש בטווח הבינוני עד הארוך עם חידוש פרויקטי התשתית ותחילת מאמצי השיקום, במיוחד באזורי עוטף עזה בדרום והגליל בצפון. עם זאת, ביצועי הענף יישארו בקורלציה לאקלים הגיאופוליטי של ישראל, לאינדיקטורים מאקרו-כלכליים, לזמינות כוח אדם, ליציבות שרשרת האספקה ולמגמות בתחום הנדל"ן בישראל.

## **ניסיון ומוניטין במגזר הקבלנות תומכים בצמיחת המגזר אולם המגזר ידע בשנים האחרונות הפרשות להפסדי בגין פרויקטים גדולים והוא מושפע כיום גם מעיכובים בפרויקטים ממשיכים להכביד על רווחיותו**

דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי בולט לחיוב לרמת הדירוג, הנשען על מעמדה במגזר הקבלנות, הנתמך במוניטין גבוה, בניסיון רב שנים בתחומי הביצוע ההנדסיים ובפרט בתחום התשתיות. יחד עם זאת, לאורך השנים האחרונות הציגה החברה הפסדים כבדים במגזר הקבלנות, בשל פרויקטים וותיקים שחלו בהם עיכובים והפעלת מפעל הפלדה עד לסגירתו. בשנתיים האחרונות החברה חתרה לשפר את הרווחיות במגזר זה באמצעות הרחבת הפעילות בבנייה למגזר העסקי, שיפור תהליכים עסקיים ושינויים ארגוניים הכוללים בין היתר מינוי מנכ"ל חדש, מר אליהו כהן, שהחל לכהן בתפקידו בחודש ינואר 2024. החברה מחזיקה ברישיונות קבלניים נרחבים, והינה בעלת ותק וניסיון ארוכי שנים בענף. כמו כן, החברה מתמקדת בעיקר בביצוע פרויקטי תשתיות ופרויקטים רחבי היקף, ומזמיני העבודות מורכבים בעיקר מגופים ציבוריים ומגופים פרטיים בעלי איתנות פיננסית, כך שהסיכון הכרוך בזהות המזמין נמוך ביחס לענף.

בשנה האחרונה החברה פעלה להגדלת צבר ההזמנות של מגזר הקבלנות שהסתכם בכ- 3.74 מיליארד ₪ ליום 30.09.2024 בהשוואה לכ- 2.41 מיליארד ₪ ליום 31.12.2023. בחודש פברואר 2024 חברה ייעודית המוחזקת בשיעור של כ- 40.05% על ידי החברה נבחרה כזוכה במכרז להתקשרות בהסכם זיכיון למימון, תכנון, הקמה, תפעול ותחזוקה של פרויקט הרכבת הקלה "נופית" בין חיפה לנוף הגליל ונצרת, שהינו באורך של כ- 41 ק"מ ויכלול כ- 20 תחנות. להערכת החברה סך התמורה הצפויה בפרויקט למשך 25 שנה כולל תקופת ההקמה, התפעול והתחזוקה מוערכת בכ- 13 מיליארד ₪ כולל מענק הקמה בסך של כ- 1.8 מיליארד ₪ אשר ישולם לזכיין בהתאם לאבני דרך לאורך תקופת ההקמה של הפרויקט. בחודש ינואר 2025 זכתה החברה במכרז של חברת נתיבי איילון בע"מ לביצוע עבודות להקמת הקו הכחול בראשון לציון. תקופת הביצוע של הפרויקט הינה כ- 43 חודשים והתמורה הכוללת כ- 328 מ' ₪. באותו חודש נבחרה החברה לבצע, כקבלן ראשי, הקמת מבנה לשתי חוות שרתים בקמפוס MULTIDC בשוהם. תקופת הביצוע של הפרויקט הינה כ- 18 חודשים והתמורה הכוללת כ- 165.5 מ' ₪. כמו כן, בשנת 2024 נבחרה החברה לבצע כקבלן ראשי מגדל גריאטרי, מרפאות, משרדים ומסחר בבני ברק ופרויקטים להקמת בנייני מגורים, בין היתר, בירושלים, בית שמש ותל אביב.

שיעור הרווח הגולמי של מגזר הקבלנות הסתכם בכ- 4.3% ב- 12 החודשים עד ליום 30.09.2024 בהשוואה לשיעור זהה בשנת 2023 ושיעור של כ- 2.0% בשנת 2022. רווחיות המגזר מושפעת לחיוב מצד פעילות החברה בתחום התשתיות ומצד החברות הבנות משב ארדן ודרך עפר שנרכשו על ידי החברה בשנים 2021-2022 ותורמות הן לרווחיות והן לסינרגיה עם שאר חטיבות הקבוצה. מנגד, רווחיות המגזר מושפעת לשלילה מצד פעילות החברה בתחום ההנדסה שעדיין נרשמים בו הפסדים בעיקר כתוצאה מפרויקטים וותיקים שבנייתם צפויה להסתיים בשנת 2025 על פי תחזית החברה.

גיוון הפעילות על פני ארבעה מגזרים מרכזיים המייצרים סינרגיה ביניהם (שירותי קבלנות, ייזום בנייה למגורים, השכרה וניהול נכסים מניבים ופעילות זכיינות) תורם לחיוב לפרופיל העסקי, אם כי בשנים 2024-2025 מגזר הקבלנות צפוי להמשיך להוות מגזר פעילות עיקרי אשר ההכנסות ממנו צפויות להוות מעל 85% מסך הכנסות החברה במאחד.

בבעלות החברה (100%) נכסים מניבים בשווי מצרפי של כ- 547 מ' ₪ ליום 30.09.2024 המניבים NOI בטווח של 33-38 מ' ₪ בשנה, כנגדם לחברה חוב בנקאי בסך של 100 מ' ₪ בלבד לאותו מועד. הנכס העיקרי, סיטי טק באשדוד, הכולל שטחי משרדים בהיקף של כ- 34 א' מ"ר בשווי של כ- 276 מ' ₪ ומניב NOI בסך של כ- 13.4 מ' ₪ בשנה, הינו נקי מחוב ושעבודים, באופן המקנה לחברה גמישות פיננסית נוספת במידת הצורך. בחודש דצמבר 2024 התקשרה החברה בהסכם למכירה לקרן ריאליטי של מחצית מזכויותיה במקרקעין המצויים באזה"ת אשדוד שעליהם בנויים שלושה מתחמים (סיטי טק, מנרב סנטר ורבלון) תמורת 200 מ' ₪ בתוספת

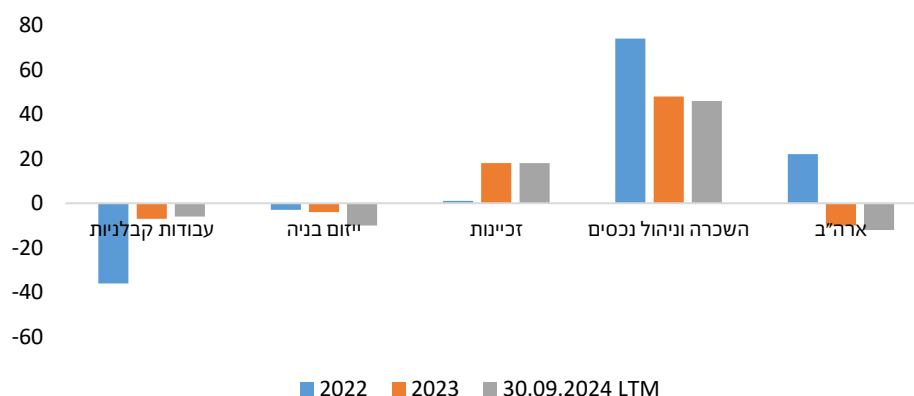
התחייבות של הרוכש לתשלום תמורה עתידית נוספת בגין זכויות הבניה הבלתי מנוצלות כיום במקרקעין. במקביל, הצדדים התקשרו בעסקה משותפת לצורך ניהול המקרקעין כנכס מניב וקידום ואישור תב"ע חדשה, בין היתר לצורך תוספת שימושים והגדלת זכויות הבניה במקרקעין. פעילות יציבה נוספת נובעת מאחזקת החברה בפרויקט זכיינות שבמסגרתו מספקת החברה שירותי מימון, תכנון, הקמה, תפעול ותחזוקה בהתאם להסכם הזיכיון.

במקביל ליציאה הדרגתית מהפעילות בארה"ב החברה מפתחת את פעילות הייזום למגורים בישראל בעיקר באמצעות קידום פרויקט פארק החורשות וקידום פרויקטים של התחדשות עירונית. נכון ליום 30.09.2024 בבעלות החברה 11 פרויקטי פיניו בינו ותמ"א 38/2 הכוללים היקף משוער של למעלה מ- 1,700 יח"ד המיועדות לשיווק על ידי החברה, שבהם הושג שיעור חתימות הנדרש.

רווחיות החברה חלשה מאוד עם יחס EBIT להכנסות של כ- 1.4% ב- 12 החודשים עד ליום 30.09.2024, בהשוואה לשיעור של כ- 0.6% בשנת 2023 ושיעור של כ- 2.0% בשנת 2022. רווחיות החברה מושפעת לשלילה ממגזר הקבלנות, מהפרשה בעלת אופי חד פעמי שהחברה ביצעה בגין הפחתה יזומה של מחירי מלאי הדירות בארה"ב וכן היא מושפעת לשלילה מהוצאות משמעותיות שהחברה משקיעה בתחום ההתחדשות העירונית. רווחיות החברה מושפעת לחיוב מהשכרת נכסים מניבים וממכירת מלאי דירות בארה"ב.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה מכלל המגזרים במאוחד צפויות לנוע בטווח 1.6-1.9 מיליארד ₪ לשנה בשנים 2024-2025, הרווח הגולמי צפוי לנוע בטווח של 130-160 מ' ₪ בשנה בממוצע, הרווח התפעולי צפוי לנוע בטווח של 20-50 מ' ₪ בשנה בממוצע ו- EBITDA מותאם צפוי לנוע בטווח של 40-70 מ' ₪ בשנה בממוצע.

**תרשים 1: תוצאות מגזרי הפעילות העיקריים לפי תקופות\*, במיליוני ₪:**



\* תוצאות מגזר השכרה וניהול נכסים כוללות עליית ערך גדל"ן להשקעה בסך כ- 37 מ' ₪ בשנת 2022, בסך כ- 9 מ' ₪ בשנת 2023 ובסך כ- 8 מ' ₪ ב- 12 החודשים על ליום 30.09.2024.

**יחסי כיסוי איטיים הנובעים מרווחיות תפעולית נמוכה וממרכיבי החוב בגין קרקעות, פרויקטים בהקמה ומלאי דירות למכירה שאינם מייצרים תזרים שוטף**

החוב הפיננסי המאוחד של החברה במגמת ירידה, והסתכם בסך של כ- 1.39 מיליארד ₪ ליום 30.09.2024, בהשוואה לסך של כ- 1.53 מיליארד ₪ ליום 31.12.2024 וכ- 1.64 מיליארד ₪ ליום 31.12.2023. החוב ליום 30.09.2024 מורכב בעיקר מהלוואות בנקאיות לז"ק (מסוג און-קול) בסך של כ- 164 מ' ₪, אג"ח (סדרות ב', ד', ה') בסך של כ- 769 מ' ₪, הלוואות בנקאיות בגין קרקעות (פארק החורשות ומתחם התחיה) בסך של כ- 268 מ' ₪ והלוואות בגין פרויקטי דירה להשכיר בסך של כ- 97 מ' ₪.

החברה מעריכה כי פארק החורשות ייכנס לליווי במהלך 2026 ובכוונתה להתחיל בשיווק הפרויקט במחצית השנייה של שנת 2025. ההלוואה בגין מתחם התחיה צפויה להיפרע להערכת מידרוג באופן חלקי במהלך השנים 2025-2026 באמצעות תמורה ממכירת חלק מהמתחם על ידי החברה והשותף שלה בקרקע לצד שלישי. אג"ח (סדרה ה') צפויות להיפרע בהדרגה באמצעות מכירת דירות

בשני הפרויקטים של החברה בארה"ב. היקף אג"ח (סדרה ה') ליום 30.09.2024 עמד על 150 מ' ש' ערך נקוב ולאחר תאריך המאזן בוצע פירעון מוקדם חלקי בסך 15 מ' ש' ערך נקוב. על פי הערכות שווי ליום 30.09.2024, בפרויקט 3<sup>rd</sup> Avenue נותרו 12 יח"ד, יחידת מסחר ו-17 מחסנים שטרם נמכרו בשווי כולל של כ-52 מ' דולר, ובפרויקט East 90<sup>th</sup> נותרו 8 יח"ד ו-10 מחסנים בשווי כולל של כ-25.9 מ' דולר. בהלוואות בגין פרויקטי דירה להשכיר צפויה השפעה מקזזת המורכבת מקיטון באשראי בעקבות השלמה ומכירה של פרויקט מלחה בירושלים בשנת 2025 וגידול באשראי בעקבות המשך הקמת פרויקט באר יעקב שבנייתו צפויה להסתיים בשנת 2026. להערכת מידרוג, ההלוואות הבנקאיות לז"ק צפויות להצטמצם באופן משמעותי בטווח הקצר והבינוני באמצעות קיטון בהון החוזר במגזר הקבלנות ועודף תזרימי ממימוש נכסים כמתואר לעיל. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הון למאזן צפוי לנוע בטווח של 28%-23% בשנים 2024-2025, בהשוואה לשיעור של כ-23.9% ביום 30.09.2024 וכ-21.6% ביום 31.12.2023. השיפור ביחס במהלך שנת 2024 נבע בעיקר מהזרמת הון מניות לחברה על ידי בעלי המניות בסך כ-100 מ' ש'. יחס חוב פיננסי ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 10-40 בממוצע בשנים 2024-2025, בהשוואה לכ-35 ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2024 וכ-61 בשנת 2023. יחס EBIT להוצאות מימון צפוי בטווח של 0.5-1.5 בממוצע בשנים 2024-2025, בהשוואה לכ-0.3 ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2024 וכ-0.1 בשנת 2023.

### נזילות הולמת ביחס לעומס פירעונות אגרות החוב בתקופת התחזית

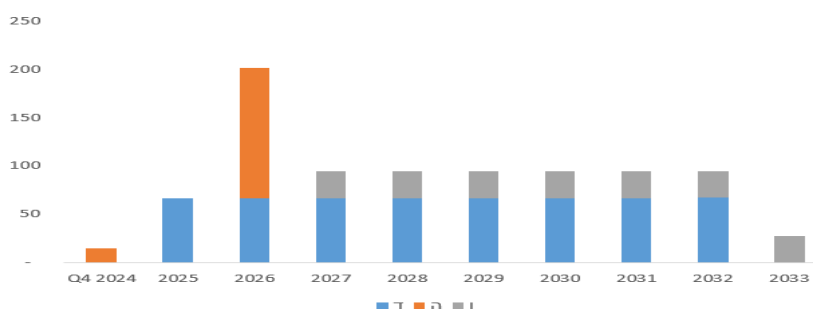
נכון ליום 30.09.2024 לחברה יתרות מזומנים בסך כ-103 מ' ש', תיק ני"ע סחירים בסך כ-43 מ' ש' המורכב בעיקר מקרנות כספיות ומאגרות חוב ממשלתיות ו/או קונצרניות בדירוג מינימלי של Aa3.il עם מח"מ מירבי של עד שנתיים לני"ע וכן מסגרות אשראי חתומות ו/או מובטחות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ-113 מ' ש'.

להלן אומדן מידרוג לתזרים המזומנים המצטבר של החברה (מאוחד) לתקופה של חמישה רבעונים מיום 30.09.2024 עד ליום 31.12.2025: מזומנים מפעילות שוטפת בסך של 120-150 מ' ש' הכוללים את מקורות החברה מפעילות שוטפת במגזרי ביצוע עבודות קבלנות, מכירת מלאי דירות בארה"ב בניכוי פירעונות אג"ח מובטח בשעבודים על מלאי הדירות, השכרת נכסים מניבים ומשיכת רווחים מפרויקט זכיינות בקיזוז הוצאות הנהלה וכלליות, שיווק ומכירה והוצאות מימון ומיסים. בנוסף, לחברה צפוי תזרים נטו ממימוש נכסים בסך של 410-440 מ' ש'. למול מקורות אלו, לחברה שימושים הכוללים השקעות הוניות בסך מצטבר של 200-230 מ' ש', לרבות, בין היתר, בפרויקטים של התחדשות עירונית והשקעות נדרשות בפרויקט פארק החורשות עד לכניסה לליווי (בקיזוז חילוץ הון עצמי ועודפים בפרויקטים שמסתיימים מודליאני ודה-האז) והשקעות להמשך הקמת פרויקטים של דירה להשכיר (מלחה ובאר יעקב).

הנפקת אג"ח (סדרה ו') בסך כ-190.6 מ' ש' ערך נקוב שהושלמה ברבעון הראשון של שנת 2025 שימשה לפירעון מוקדם מלא של אג"ח (סדרה ב') בסך כ-101 מ' ש' ותשלום חלויות שוטפות לפי לוחות סילוקין בסך כ-83 מ' ש' ערך נקוב.

עודף המקורות על השימושים כמפורט לעיל צפוי לשמש את החברה בעיקר להקטנת אשראי לז"ק. החברה לא חילקה דיבידנדים בשנת 2023 ולא צפויה לחלק לבצע חלוקות בשנים 2024-2025. בתרחיש הבסיס של מידרוג לא נכללו רכישות חדשות.

### תרשים 2: לוח סילוקין לפירעון קרן אג"ח פרופורמה ליום 30.09.2024\*, במיליוני ש'.



\* פרופורמה להנפקת אג"ח (סדרה ו') ופירעון מוקדם מלא של אג"ח (סדרה ב'). פירעון אג"ח (סדרה ה') מוצג לפי תאריך מנדטורי.

## שיקולי ESG

להערכת מידרוג, פעילותה העיקרית של החברה בענף קבלנות הבניה חושפת אותה במידה בינונית-גבוהה לסיכונים סביבה, אשר כוללים, בין היתר, ייצור זיהום ופסולת כחלק מהליך הבניה וכן תלות במשאבי טבע לצורך השלמת הבניה. כמו כן, החברה חשופה לסיכונים בתחום חברתי - סיכון גבוה לבטיחות העובדים, סיכון למוניטין החברה שעלול להיגרם עקב כשלים בהליכי הבניה ותלות בהון אנושי לצורך הליכי הבניה. בהתאם לנמסר למידרוג, לחברה מערך בטיחות הכולל מנהלי בטיחות וממוני בטיחות, דבר אשר ממתן במידה מסוימת את הסיכון. סיכונים אלו נלקחו בחשבון במדידת הסיכון הענפי.

## מטריצת הדירוג

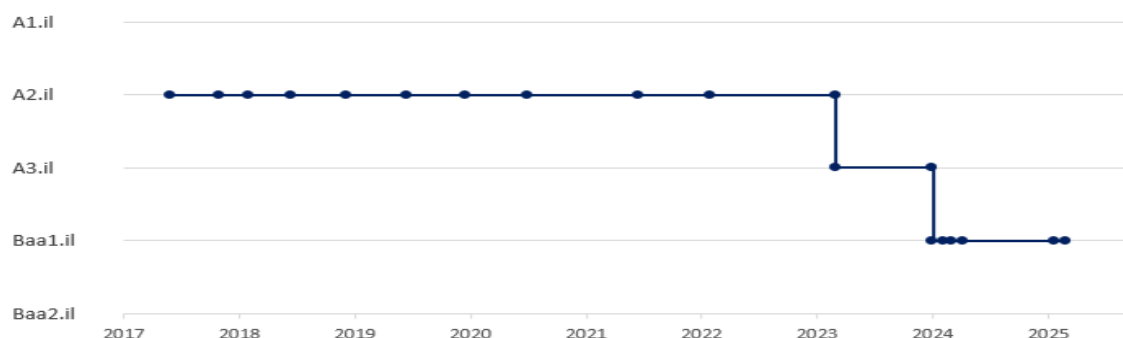
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,600-1,900	A.il	1,641	היקף הכנסות LTM (במיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	רווחיות
Ba.il	0.5%-1.5%	Ba.il	1.4%	שיעור EBIT להכנסות	פרופיל פיננסי
A.il	23%-27%	Baa.il	23.9%	הון עצמי / מאזן	
B.il	10-40	Caa.il	35	חוב פיננסי / EBITDA	
Baa.il	0.5-1.5	B.il	0.3	EBIT / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>Baa2.il</b>				<b>דירוג נגזר</b>	
<b>Baa1.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	

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

## אודות החברה

קבוצת מנרב בע"מ התאגדה בישראל בשנת 1969 כחברה פרטית, והפכה לחברה ציבורית בשנת 1983. בעקבות עסקת מיזוג משולש הופכי במהלך שנת 2021 הפכה החברה לפרטית ונתרה חברה מדווחת בבורסה לני"ע בת"א. החברה פועלת בתחומי ההנדסה והנדל"ן הכוללים ביצוע עבודות בניה ותשתיות במגזר הציבורי, העסקי והפרטי, ייזום למגורים בישראל וארה"ב, זכיינות בשיטת BOT, וכן הקמה, השכרה וניהול נכסים מניבים. בעלת המניות בחברה (100%) היא אסנס תשתיות וביצוע שותפות מוגבלת, שהשותף הכללי בה הוא אסנס פרויקטים בע"מ, חברה ללא בעל שליטה, והשותפים המוגבלים בה הם הגופים המוסדיים לאומי פרטנרס, כלל ביטוח מגדל ואחרים.

## היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**

[קבוצת מנרב בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

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

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

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, דצמבר 2020](#)

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

**מידע כללי**

27.02.2025	תאריך דוח הדירוג:
23.01.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.06.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת מנרב בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת מנרב 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 שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

## © 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, המוצגים, 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 נירות 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 ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל ניין 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 שייבסס 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, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, 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 הנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות 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 אמיתיים ומדויקים. 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 לתקן 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).