

מבנה נדל"ן (כ.ד.) בע"מ

מעקב | אפריל 2025

אנשי קשר:

לידור אוזן
אנליסט, מעריך דירוג ראשי
lidor.u@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרות טז', יז', כ', כד', כה'
אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות יט', כג'
-	P-1.il	דירוג ניירות ערך מסחריים

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק Aa2.il למבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ ("החברה") וכן דירוג זהה לאגרות חוב (סדרות טז', יז', כ', כד', כה') והנפיקה החברה. כמו כן, מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב שהנפיקה החברה המובטחות בשעבוד על נכסים מניבים (סדרות יט' ו-כג'). אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג מותירה דירוג P-1.il לנייר ערך מסחרי 1 שהנפיקה החברה.

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
טז'	2260438	Aa2.il	יציב	30.06.2028
יז'	2260446	Aa2.il	יציב	30.06.2028
יט'*	2260487	Aa1.il	יציב	31.03.2027
כ'	2260495	Aa2.il	יציב	31.12.2029
כג'*	2260545	Aa1.il	יציב	30.09.2026
כד'*	2260552	Aa2.il	יציב	30.06.2028
כה'	2260636	Aa2.il	יציב	30.09.2033
נע"מ 1	1188804	P-1.il	-	17.08.2025

* אגרות חוב סדרות יט' ו-כג' מובטחות במשכנתא ראשונה על נכסים מניבים כמפורט בשטרי הנאמנות לאגרות החוב.
** אגרות חוב סדרה כד' מובטחות במשכנתא ראשונה על מניות דרבן כמפורט בשטר הנאמנות לאגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

- שוק הנדל"ן המניב בישראל מאופיין בסביבה כלכלית חזקה וצומחת לאורך זמן, לצד האטה בביקושים ולחץ מחירים בתחום המשרדים.** עליית הריבית בעולם ובישראל האטה את הצמיחה הכלכלית ואת ההשקעות החדשות ומעלה את הסיכון להאטה כלכלית עולמית, כאשר ישראל מושפעת גם מהשלכות המלחמה, הימשכותה ואי הוודאות הכרוכה בה. להערכת מידרוג, בטווח הקצר-הבינוני גורמים אלו מהווים איום על חברות הנדל"ן המניב בישראל הפועלות בענף המשרדים. בפרט חשוף הענף באזורים מסוימים בישראל להאטה בסקטור ההיטק ובמעגלים הסובבים אותו, אשר תרמו רבות לעליות החדות בדמי השכירות בשנים 2021-2022, בעיקר סביב ריכוזי ההיטק הבולטים באזור תל אביב. להערכת מידרוג, איכות הנכסים ומיקומם יוסיפו להוות גורם מפתח בשיעורי התפוסה ובגובה דמי השכירות גם במחזור כלכלי שלילי.
- פרופיל עסקי הנתמך בפזיזור נכסי וסקטוריאלי שבוטל לחיוב לרמת הדירוג.** נכון ליום 31 בדצמבר 2024, לחברה 564 נכסים מניבים בישראל בשטח כולל של כ-1.6 מיליון מ"ר בשווי הוגן בספרי החברה של כ-12.1 מיליארד ₪. הנכסים פרוסים על פני מספר מגזרים: תעשייה ולוגיסטיקה (כ-41% משווי נדל"ן להשקעה בספרי החברה), משרדים (כ-37%), מסחר (כ-19%) ודירוג להשכרה (כ-3%). נכסי החברה בעלי איכות וגימור מגוונים, חלקם נכסים קטנים וותיקים וחלקם חדשים יחסית. נכסי החברה נפרסים לאורך כל מדינת ישראל וכן לחברה פיזור נכסי וסקטוריאלי, התורם לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכונים לצד פיזור שוכרים בולט לטובה. החברה מציגה לאורך השנים גידול בשווי הוגן של נכסיה שיעקרו נובע מעליית ערך נדל"ן להשקעה לצד השקעות בפרויקטים ביזום.
- תזרים מזומנים גבוה ויציב הנשען על חוזי שכירות לטווח בינוני-ארוך ופיזור רחב של הנכסים.** NOI של החברה הסתכם בכ-853 מיליון ₪ בשנת 2024 בהשוואה לכ-825 מיליון ₪ בשנת 2023, המהווה גידול של 3.3%; נכסי החברה בישראל רשמו עלייה נומינלית של כ-2.7% ב-NOI מנכסים זהים באותה תקופה, אך בניכוי אינפלציה שנתית של כ-3.2% מדובר בירידה

ריאלית. הצמיחה הושפעה לחיוב מצמיחת סקטור תעשייה ולוגיסטיקה וסקטור המסחר, ומנגד הושפעה לשלילה מהשלכות המלחמה על אכלוס שטחים באזור הצפון וכן מהחולשה בענף המשרדים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף NOI צפוי לצמוח ולעמוד בטווח של 850-930 מיליון ₪ בשנים 2025-2026, לאור הנבה של פרויקטים בייזום.

- החברה שומרת על יחסי איתנות הולמים לדירוג לצד השקעות בפרויקטים בייזום.** נכון ליום 31 בדצמבר 2024 חוב פיננסי נטו הסתכם בכ-7,681 מיליון ₪ וזאת בהשוואה לכ-6,876 מיליון ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2023. הגידול נבע בעיקר בשל השקעות בפרויקטים בייזום שעיקרם הינו פרויקט הסוללים בתל אביב וכן בשל הצמדת החוב למדד. ההון העצמי גדל במידה מתונה בלבד בין התקופות בצל חלוקות דיבידנדים, רכישה עצמית של מניות והוצאות הפרשי הצמדה, לצד שערור חיובי בנכסים בהיקף מתון יחסית. בהתאם, יחס חוב נטו ל-CAP נטו הסתכם לכ-42.7% וזאת בהשוואה לכ-40.9% נכון ליום 31 בדצמבר 2023. החברה צפויה להמשיך ולהגדיל את החוב הפיננסי נטו במהלך השנתיים הקרובות לנוכח תכנית ההשקעות של החברה וכתלות בהיקפה בפועל. מידרוג מעריכה כי יחס המינוף יעלה לטווח של 45%-48%.
- מדיניות פיננסית יציבה ושמרנית יחסית לצד חלוקת רווחים ורכישה עצמית של מניות עקבית בהיקף משמעותי.** לאורך השנים החברה מציגה צמיחה מדודה ועקבית במצבת הנכסים ובהיקף ההכנסות, תוך שמירה על רמת מינוף מתונה ואמצעים נזילים מספקים למול חלויות החוב. האסטרטגיה העסקית של החברה ממוקדת וברת חיזוי. בתוכנית האסטרטגית לשנים 2024-2028, החברה הציגה מנועי צמיחה בדמות פיתוח זכויות הבנייה בנכסים הקיימים, ייזום קרקעות בתחומי הליבה וכניסה לסגמנטים צומחים כגון דאטה סנטרס ודיר להשכרה, וכן ייזום פרויקטי CLASS A במרכזי ביקוש זאת תוך שמירה על פרופיל פיננסי סולידי. ברקע זאת, במרץ 2024 החליט הדירקטוריון על אימוץ מדיניות דיבידנד לפיה בכוננת החברה לחלק מדי שנה עד 50% מ-FFO שנתי, בהתחשב בכך שיחס החוב פיננסי נטו ל-CAP הרצוי בחברה לא יעלה על 50%.
- היקף נכסים חופשיים משעבוד חלש יחסית לרמת הדירוג ונזילות טובה הנתמכת ביתרות נזילות ומסגרות אשראי רחבות.** נכון ליום 31 בדצמבר 2024, לחברה כ-7.0 מיליארד ₪ נכסים מניבים לא משועבדים שרובם נכסי נדל"ן מניב בישראל המהווים כ-48% מסך מאזן החברה, שיעור זה, מקנה לחברה גמישות פיננסית אם כי לא בולטת לטובה לרמת הדירוג. בד בבד, שיעור חוב מובטח לנדל"ן להשקעה הינו נמוך ונאמד בכ-17%, המצביע על מינוף מתון של הנכסים המובטחים ותורם לחוזק הגמישות הפיננסית. החברה מחזיקה לאורך זמן יתרות מזומנים ומסגרות אשראי בהיקפים משמעותיים כשמנגד לחברה חלויות אג"ח והלוואות בהיקפים משמעותיים גם כן. ניתוח הנזילות לתקופה של 4 רבעונים מצביע על נזילות טובה המושתתת על תזרים שוטף ויציב מהנכסים המניבים ומקורות נזילים בהיקף כ-1,500 מיליון ₪ הכוללים יתרות מזומנים בקופת החברה ומסגרות אשראי מחייבות ממספר בנקים. ליום 31 בדצמבר 2024 לחברה חלויות של אג"ח בסך כ-661 מיליון ₪, לשנת 2025 וכ-1,200 מיליון ₪ לשנת 2026. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת בכל עת מיתרת הנע"מ לאור קיומה של אופציה לפירעון מיידי של הנע"מ בהתראה של 7 ימי עסקים.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל המשך הפעילות השוטפת, המשך השקעות בפרויקטים בפיתוח בישראל, הנבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח הקצר (תחת תרחישי רגישות להיקף ההכנסות ולמועד אכלוסם), גיוס ופירעון אג"ח וחוב בנקאי כחלק מהפעילות השוטפת, וכן חלוקות דיבידנד לבעלי המניות ו/או רכישה עצמית של מניות החברה בהסתמך על מדיניות הדיבידנד. מידרוג הביאה בחשבון תרחיש רגישות על שווי הנכסים המניבים.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Aa2.il גבוה בנוטש אחד מהדירוג Aa3.il הנגזר במטריצת הדירוג לאור פיזור נכסי ושימושים רחב מאוד, פרופיל פיננסי שמרני תוך צמיחה ותוך מינוף מתון המאפשר עודף תזרימי משמעותי.

שיקולים מבניים

אגרות חוב סדרה יט' וסדרה כג' שהנפיקה החברה מובטחות בשעבוד על נכסים מבניים ואגרות חוב סדרה כד' שהנפיקה החברה מובטחות במניות דרבן. מידרוג בחנה את טיב הבטוחות ואת יחס ההשבה תחת תרחישי רגישות לכל אחת מהסדרות בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019). ביחס לסדרות יט' ו-כג', מידרוג מעריכה את איכות הבטוחות כ-"גבוהה" וכן מידרוג בחנה תרחישי רגישות בהינתן כשל פירעון לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכסים המבניים המשועבדים לטובת כל אחת מהסדרות יט' ו-כג', ביחס לשוויים בספרי החברה נכון ליום 31 בדצמבר 2024, ובהתחשב במאפייני הנכסים. בהתאם לכך מידרוג העניקה לאג"ח סדרות יט' ו-כג' הטבה דירוגית בגובה נטש אחד מעבר לדירוג המנפיק והחוב הבכיר שאינו מובטח. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאג"ח סדרה כד' מאחר ושעבוד מניות דרבן הוערך על ידי מידרוג כבעל איכות "בינונית ומעלה" בלבד אשר אינה מספקת בהתחשב ברמת הדירוג של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג יציב בטווח התחזית זאת לאור הערכת מידרוג לשמירה על ביצועים תפעוליים בנכסים ויציבות בפרמטרים הפיננסיים של החברה בהתחשב גם במדיניות המינוף של החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ועלייה בתזרימי המזומנים השוטפים שיובילו לשיפור יחסי הכיסוי של החברה וירידה ביחס המינוף
- גידול משמעותי בהיקף הנכסים הלא משועבדים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה והיחלשות הביצועים התפעוליים של החברה לאורך זמן
- עלייה מתמשכת במינוף וירידה ביחס הכיסוי של החברה
- ירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד

מבנה נדל"ן (כ.ד.) בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	
13,082	14,698	16,763	18,101	19,095	סך מאזן
4,908	5,102	6,374	6,876	7,681	חוב פיננסי נטו
6,062	6,892	8,026	8,111	8,397	הון עצמי וזכויות מיעוט
40.1%	37.9%	39.4%	40.9%	42.7%	חוב נטו / CAP נטו
409	484	548	616	690	*FFO
12.0	10.5	11.6	11.2	11.1	חוב נטו ל *FFO

המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. * FFO כולל רווח ממגזר ייזום למגורים וכן הוא מוצג לעיל וביחס לחוב כשהוא מנוטרל מהפרשי הצמדה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת פעילות כלכלית חזקה וביקוש גבוה לאורך זמן לצד אתגרים בעיקר בתחום המשרדים

החברה פועלת בעיקר בישראל בענף הנדל"ן המניב על פני מספר מגזרים: תעשייה ולוגיסטיקה (כ-41% משווי נדל"ן להשקעה), משרדים (כ-37% משווי נדל"ן להשקעה) ומסחר (כ-19% משווי נדל"ן להשקעה). עיקר נכסי החברה מצויים בישראל (כ-93% משווי הנדל"ן) והיתרה פזורה ב-5 מדינות בחו"ל.

מדינת ישראל מדורגת Baa1 באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה וצומחת, מגמה שנחלשה מאז פרוץ המלחמה. על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה בשנת 2024 עמדה על שיעור של כ-3.2% ובהתאם לתחזית בנק ישראל מחודש אפריל 2025, היא צפויה לעמוד על 2.6% בסוף שנת 2025. על פי תחזית בנק ישראל, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ-3.5% בשנת 2025 בהשוואה לשנת 2024 שהפגינה חולשה בצמיחה (כ-1%) בשל המלחמה, ובשיעור של כ-4.0% בשנת 2026. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2025-2026 ינוע סביב 3%.

בשל הריבית הגבוהה השוררת במשק כבר תקופה ארוכה ובשל אי הוודאות להמשך והיקפה לצד חוסר ודאות פוליטית ללא צפי לסיומה, סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מצוי בהאטה וזאת לאחר שנהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ עד לשלהי שנת 2022, במידה רבה בזכות ענף ההייטק. ע"פ דוח נת"ם¹ בחציון הראשון של שנת 2024 חלה ירידה נוספת בדמי השכירות בשוק המשרדים, כאשר באזור תל אביב חלה ירידה ממוצעת של כ-5.7% בדמי השכירות לעומת המחצית השניה של שנת 2023 למשרדים מסוג Class A. במשרדים במיקומי "פריים לוקיישן" חלה ירידה מתונה יותר בדמי השכירות - נתון אשר מעיד על חוזקו של פלח שוק זה הנשען על נגישות תחבורתית וכתלות בסוג ובאיכות הנכסים. החל מהמחצית השנייה של השנה, ניכרת התאוששות הדרגתית בביקושים ובעסקאות בענף המשרדים. קיומם של חוזי שכירות ארוכי טווח בענף המשרדים מהווה גורם מתן בפני ירידה חדה בביקושים, אולם זו ייתכן ותיתן אותותיה בירידה בשיעורי התפוסה ובירידה בדמי השכירות לאורך זמן. להערכת מידרוג הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת גבוהה, המאופיינים במיקום אטרקטיבי בלב אזורי תעסוקה ובקרבת אמצעי תחבורה ציבורית, וברמת גבוהה של גימור ושירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, כאשר מבנים באיכות גבוהה מבוקשים יחסית גם בשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א סובלים מירידת מחירים ומירידה בשיעורי התפוסה.

מאז פרוץ הקורונה, עליית הריבית ומלחמת "חרבות ברזל" ניכרת נטייה של שוכרים חדשים לקצר את משך החוזים בשל אי הוודאות וכדי לשמור על גמישות לאור האירועים המאקרו - כלכליים הפוקדים את מדינת ישראל ובראשם הריבית הגבוהה ששוררת במשק ובעולם, המצב הפוליטי ומלחמת "חרבות ברזל". מגמה זו צפויה להימשך, לרבות באמצעות שכירות משנה מצד חברות שצמצמו מועסקים. באופן כללי, שוק המשרדים בישראל מאופיין במיעוט עסקאות מהותיות יחסית להיקף השוק, במידה אשר מקשה על שקיפות שווי הנכסים וכיוונום ברקע העלייה בריבית.

להערכת מידרוג, סקטור הנדל"ן לשימושי תעשייה ולוגיסטיקה הינו בעל סיכון מתון יחסית למגזרי הנדל"ן האחרים היות והינו מאופיין בחוזים ארוכי טווח ובגידול בביקושים, בין היתר לאור תמורות טכנולוגיות וגידול המהיר במסחר המקוון אשר צפוי להימשך בשנים הקרובות. הסקטור ממשיך במגמת הצמיחה ולגידול בביקושים במספר ענפים עיקריים: חוות שרתים, קמעונאות ומזון, מוצרים רפואיים ותרופות וכן קמעונאים המפעילים פלטפורמות למכירות אונליין. עקב העדפת בנייה למגורים במרכז הארץ נוצר מחסור בשטחים לוגיסטיים במיקומים מרכזיים וכתוצאה מכך נוצר ביקוש הולך וגובר לשטחי לוגיסטיקה ואחסנה במיקומים מרכזיים ונגישים.

היקף פעילות גבוה ופיזור נכסי וגאוגרפי בולטים לחיוב, עם שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן

צבר הנכסים של החברה כולל כ-572 נכסים מניבים, מתוכם כ-564 נכסים ברחבי מדינת ישראל בשטח של כ-1.6 מ' מ"ר והיתר מפוזרים על פני 5 מדינות ברחבי העולם (שוויץ, אוקראינה, ארה"ב, קנדה וצרפת). החברה מתמקדת בפעילות בתחום הנדל"ן המניב בישראל, תוך צמצום חשיפה לחו"ל באמצעות מימוש נכסים והגדלת פורטפוליו הנכסים המקומי. הפעילות בישראל כוללת בעיקר נכסים מניבים בתחומי המשרדים, התעשייה, הלוגיסטיקה והמסחר. בנוסף, בבעלות החברה דירות להשכרה ומעונות סטודנטים והינה בעלת מספר פרויקטים לייזום למגורים.

פיזור נכסי החברה בישראל רחב מאוד לכל אורך רוחב המדינה. לחברה נכסים מניבים ברמות איכות משתנות, בהתאם גם למיקומם ולתמהיל השימושים, חלקם נכסים קטנים יחסית וותיקים מאוד, לגבי חלקם החברה בוחנת לאורך זמן פיתוח והשכלה. שיעורי התפוסה בנכסי החברה בישראל עמדו על כ-93% בממוצע בשנת 2024 בדומה לממוצע הרב שנת.

¹ דו"ח נת"ם גיליון מספר 53

NOI מנכסי החברה הסתכם בשנת 2024 בכ-853 מיליון ₪, לעומת כ-825 מיליון ₪ בשנת 2023. על אף עלייה בדמי השכירות בחוזים החדשים, נכסי החברה בישראל רשמו עלייה נומינלית של כ-2.6% ב-NOI בשנת 2024, אך בניכוי אינפלציה שנתית של כ-3.2% מדובר בירידה ריאלית. NOI מנכסים זהים רשם גידול מתון של כ-2.3%, המשקף יציבות תפעולית ושיעורי תפוסה גבוהים.

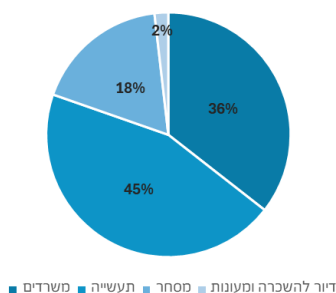
החברה מציגה גידול מדוד ועקבי בשווי בספריה של נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה, העומד נכון ליום 31 בדצמבר 2024 על כ-15.8 מיליארד ₪ בהשוואה לכ-15.1 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2023 וכ-14.6 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2022. הגידול לאורך השנים האחרונות נובע מהשקעות החברה בפרויקטים בפיתוח, מרכישות נכסים בישראל וכן מעליית שווי נדל"ן להשקעה שתרמה לשווי הנכסים כ-1,200 מיליון ₪ בין השנים 2022-2024. שיעורי תשואה הממוצעים בנכסי התעשייה של החברה הסתכמו בכ-6.9% בשנת 2024 ובשנת 2023 לעומת 6.3% בשנת 2022, ובנכסי המשרדים הסתכמו בכ-6.2% בשנת 2024 ובכ-6.4% בשנת 2023, לעומת כ-5.9% בשנת 2022. בהתאם לתחזית מידרוג, NOI של החברה צפוי לנוע בטווח של 850-940 מיליון ₪ לשנה בשנים 2025-2026, בעיקר הודות לאכלוס נכסים המצויים בשלבי הקמה מתקדמים, אשר צפויים להניב הכנסות משמעותיות עם השלמתם.

נכון ליום 31 בדצמבר 2024 לחברה 5 פרויקטים בייזום ובתכנון מתקדם למשרדים, מסחר וייזום למגורים, בנוסף למלאי קרקעות בהיקף מצטבר של כ-136 אלפי מ"ר ונכסים נוספים בתכנון לטווח הבינוני-ארוך. יש לציין כי לחברה זכויות בנייה משמעותיות בחלק מנכסי המניבים. הפרויקטים המשמעותיים בייזום הינם הסוללים תל אביב ומגדל מבנה בהרצליה אשר צפויים להסתיים בשנים 2026 ו-2027, בהתאמה. פרויקט הסוללים מיועד לשימוש משרדים ומסחר בשטח להשכרה של כ-68.3 אלפי מ"ר, בעלות מצטברת של כ-593 מיליון ₪ בספרי החברה ליום 31 בדצמבר 2024 ובשווי הוגן של כ-1.1 מיליארד ₪ לאותו מועד, מצוי בשלבי בנייה מתקדמים וצפוי להסתיים ברבעון הראשון של 2026. בחודש ספטמבר 2024 דיווחה החברה על הסכם שכירות עם שוכר עוגן בנכס (חברות וורקספייס ו-סוויצ אפ מקבוצת פתאל) בשטח של כ-24.5 אלפי מ"ר, במרץ 2025 עדכנה החברה על הרחבת ההסכם, עם השכרת שטח נוסף של כ-4 אלפי מ"ר לאותן החברות.

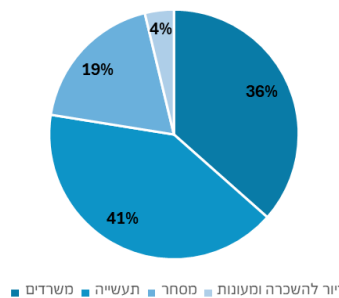
במגזר ייזום נדל"ן למגורים לחברה 6 פרויקטים בביצוע ובתכנון: הסוללים, מרום השרון (פרויקט בשלבים הנבנה על קרקעות מושב צור יצחק, רמלה ואור עקיבא (נבנים על קרקעות בבעלות החברה) ופרויקט שדה דב (קרקע שנרכשה במהלך שנת 2021 במסגרת עסקה משותפת). במהלך שנת 2025 החברה תמשיך בביצוע הפרויקטים הסוללים ומרום השרון.

במגזר השכרה למגורים לחברה פרויקטים מניבים בירושלים, קריית אונו, רמת השרון ובן שמן, ובהתאם לעסקת אאורה שנחתמה בשנת 2021, בשנים 2025-2026 צפויים להימסר לחברה יתרת הפרויקטים מאאורה - בחדרה וברמת חן ומספר דירות ברמת השרון.

תרשים 2: פילוח NOI בחלוקה לשימושים לשנת 2024



תרשים 1: פילוח שווי נדל"ן להשקעה בחלוקה לשימושים לשנת 2024



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

ייזום נכסים צפוי להוסיף לגידול בחוב בשנתיים הקרובות, יחסי הכיסוי צפויים לשיפור בשל גידול ב-NOI

נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יתרת החוב הפיננסי נטו של החברה הסתכמה בכ-7.7 מיליארד ₪ בהשוואה לכ-6.9 מיליארד ₪ נכון ליום 31 בדצמבר 2023. הגידול נבע מהשקעות הוניות בפיתוח נדל"ן מניב, מרכישת קרקעות ומהתקדמות הבנייה של פרויקטי המגורים של החברה, מעבר לתזרים השוטף מהנכסים וחלוקת דיבידנדים. כמו כן הושפע הגידול בחוב מהפרשי הצמדה למדד של החוב. מידרוג מניחה עלייה בחוב הפיננסי גם בשנה הקרובה לאור המשך השקעות של החברה בהקמת נכסים בייזום.

היקף FFO (בהתאם לתחשיב מידרוג הכולל בין היתר, רווח גולמי ממגזר נדל"ן למגורים) הסתכם בכ-690 מיליון ₪ בשנת 2024, בהשוואה לכ-616 מיליון ₪ בשנת 2023, זאת בניטרול הוצאות מימון בגין הפרשי הצמדה בהיקף של כ-255 מיליון ₪ וכ-205 מיליון ₪ בשנים 2023 ו-2024, בהתאמה. להערכת מידרוג, FFO בשנות התחזית צפוי לנוע בטווח של 700-735 מיליון ₪, כאשר היקף ההכנסות צפוי לצמוח לאור הנבה של פרויקטים חדשים, ומהשפעת עליית המדד על חוזי השכירות ועלייה ריאלית בדמי השכירות, לאור כך, יחס חוב נטו ל-FFO צפוי לנוע סביב כ-12 שנים. אף שטווח זה מהיר יחסית, הוא אינו בולט לטובה ביחס לרמת הדירוג. מינוף החברה מצוי בצמיחה מתונה, לאור ההשקעות המשמעותיות בייזום, אך עודנו הולם לרמת הדירוג לאורך זמן. נכון ליום 31 בדצמבר 2024, יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו עומד על כ-42.7%, בהשוואה לכ-40.9% ליום 31 בדצמבר 2023. יחסי המינוף נתמכים בעליית שווי הוגן נדל"ן להשקעה שהחברה רושמת בספריה. בהסתמך על תרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל גם תרחיש רגישות לשווי הנכסים, יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP נטו צפוי להמשיך לעלות ולנוע בטווח 45%-48% בשנים 2025-2026.

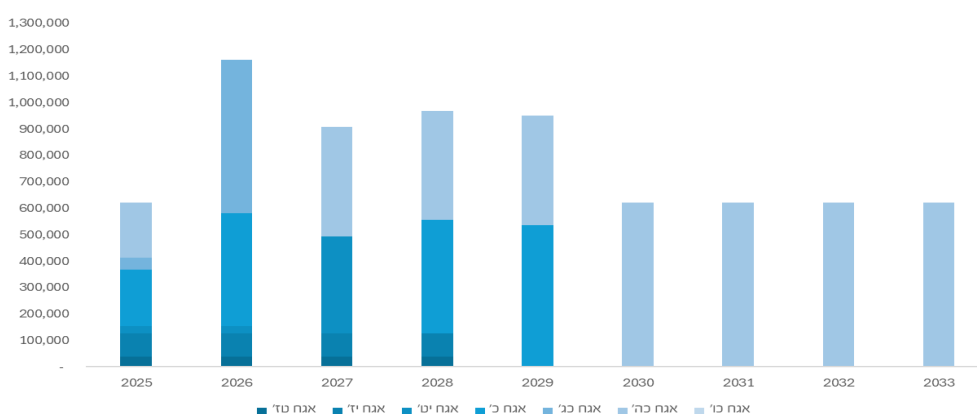
גמישות פיננסית הולמת לדירוג לאור היקף משמעותי של נכסים מניבים פנויים משעבוד, לצד נזילות טובה

נכון ליום 31 בדצמבר 2024 לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ-798 מיליון ₪, ומסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ-980 מיליון ₪, זאת אל מול חלויות קרן אג"ח של כ-661 מיליון ₪ בשנת 2025 וכ-1,200 מיליון ₪ בשנת 2026. כמו כן, נזילות החברה נשענת על תזרים תפעולי משמעותי מהנכסים המניבים כנזכר לעיל. נכון ליום 31 בדצמבר 2024 היו לחברה נכסים מניבים בלתי משועבדים בישראל ובחו"ל, ששוויים ההוגן בספרי החברה עמד על סך של כ-7,030 מיליון ₪, שרובו נכסים מניבים בישראל. לחברה גישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ-86% מהחוב הפיננסי של החברה הינו אג"ח סחיר בישראל.

הדירוג לזמן קצר לנע"מ מבוסס על דירוג המנפיק לז"א, Aa2.il, ועל ניתוח הנזילות של החברה לזמן קצר. לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, מקורות החברה הכוללים יתרות מוזמנים ומסגרות אשראי חתומות, תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (לרבות הון חוזר), מכסים במידה טובה את כלל שימושי החברה, לרבות השקעות הונית בנכסים קיימים ובייזום נכסים, חלויות אג"ח והלוואות וחלוקת דיבידנד.

נע"מ (סדרה 1) בערך נקוב של 100 מיליון ₪ הונפק על ידי החברה לתקופה של 365 יום עם אופציה לחידוש אוטומטי של עד 4 תקופות נוספות, ועד לאוגוסט 2027. לנייר קיימת אפשרות לקריאה לפירעון מוקדם בכל עת, בהודעה של 7 ימי עסקים מראש. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת חיי הנע"מ על יתרות של אמצעים נזילים ו/או מסגרות אשראי חתומות, בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ.

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב נכון ליום 31 בדצמבר 2024, באלפי ₪:



שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג.

מטריצת הדירוג

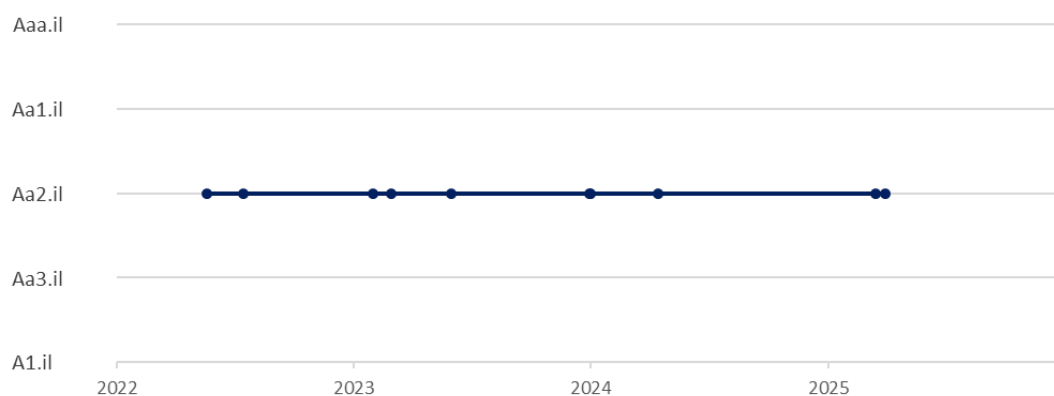
תחזית מידרוג		31/12/2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	19.0-19.5	Aaa.il	19.0	סך מאזן (מיליארד ₪)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	48%-45%	Aa.il	42.7%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Aa.il	735-700	Aa.il	674	היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ₪)	פרופיל פיננסי
Aa.il	~12	Aa.il	11.4	חוב פיננסי נטו / FFO	
A.il	~37%	A.il	37%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	19%-17%	Aa.il	19%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
Aa3.il					דירוג נגזר
Aa2.il					דירוג בפועל

[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

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ ("החברה") פועלת בתחום ייזום, השכרה וניהול של נכסי נדל"ן מניב, בעיקר למשרדים, מסחר ותעשייה וכן פועלת בייזום נדל"ן למגורים. החברה פועלת בעיקר בישראל וכן במספר ארצות בחו"ל, כאשר האסטרטגיה של החברה הינה לממש את נכסיה בחו"ל ולהמשיך להעמיק את פעילותה בישראל. החברה הייתה בשליטת כלכלית ירושלים עד לנובמבר 2019, המועד בו התמזגה כלכלית ירושלים עם ולתוך החברה, והחל מאותו מועד החברה הינה ללא בעל שליטה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מבנה נדל"ן \(כ.ד\) בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

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

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

10.04.2025	תאריך דוח הדירוג:
20.03.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
22.05.2022	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה 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.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

P-1.il	מנפיקים המדורגים il-1 Prime הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים il-2 Prime הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים il-3 Prime הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים il-Not Prime אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים²

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	Prime-2.il
Baa1.il	
Baa2.il	
Baa3.il	Prime-3.il
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	NotPrime
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	
Ca.il	
C.il	

² דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") ©

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, 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 מפקיה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדיקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

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

התוכן של חומרי מידרוג איננו 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: <http://www.midroog.co.il>