

# קרבן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ

מעקב | דצמבר 2024

## אנשי קשר:

### תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

[Tamir.s@midroog.co.il](mailto:Tamir.s@midroog.co.il)

### רועי רביד

ראש צוות, מעריך דירוג משני

[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)

## קידן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות ד', ה'

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ד' ו-ה') שהנפיקה קידן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.12.2026	יציב	A3.il	1162353	ד'
31.12.2028	יציב	A3.il	1172725	ה'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- תודתיות ואי וודאות גבוהות צפויות ללוות את הענף גם בשנה הקרובה ברקע הריבית הגבוהה והשלכות המלחמה על הביקוש וההיצע בענף.** ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס לאורך זמן על ביקושים יציבים יחסית לדירוג מצד משקי בית בישראל הנשענים על צמיחת האוכלוסייה ועל ביקוש מצד משקיעים לצורך השכרה. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך של המקרקעין, המעלה חשיפה לסיכון ביקוש ומחיר. בשלושת החודשים אוגוסט-אוקטובר 2024 חלה עלייה של 43.2% במספר הדירות החדשות שנמכרו בישראל בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. עם זאת, מגמת ההתחזקות במכירות של דירות חדשות נחלשה, והמכירות בחודשים אוגוסט-אוקטובר משקפות ירידה של 20.3% בהיקף העסקאות בהשוואה לשלושת החודשים שקדמו להם. העלייה בהיקף המכירות של דירות חדשות מאז תחילת השנה נובעת מחולשת המכירות שאפיינה את שנת 2023 בשל העלייה החדה בריבית באותה שנה וכן היא נתמכת במבצעי תשלומים מצד יזמים, והיא הובילה לעלייה מחודשת במדד מחירי הדירות של הלמ"ס, זאת ברקע גם חולשה בהיקף התחלות הבנייה והתארכות משך השלמת הפרויקטים בשל מחסור בעובדים. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים באשר לקצב ביצוע הפרויקטים לתקופת המכירות ולעלויות הפרויקטים.
- היקף הפעילות מייזום צפוי לקטון בשנת 2025 בשל מיעוט בפרויקטים בביצוע ולגדול בשנת 2026 לאור הבשלתם של פרויקטים בתכנון ועתודות.** פעילות החברה במגזר ייזום למגורים כוללת 5 פרויקטים בביצוע ליום 30.09.2024 הכוללים 456 יח"ד (חלק החברה), 7 פרויקטים בתכנון שצפויים לצאת לפועל בשנת 2025 הכוללים 883 יח"ד (חלק החברה) וכן פרויקטים נוספים בתכנון ועתודות קרקע להקמת פרויקטים נוספים הכוללים 8,455 יח"ד (חלק החברה). מכך כ- 6,104 יח"ד בתחומי ההתחדשות העירונית ועסקאות קומבינציה, שפיתוחם תלוי בתנאים שונים שטרם הבשילו. היקף ההכנסות מפעילות ייזום למגורים עמד על כ- 364 מ' ש בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2024, בדומה לכ- 368 מ' ש וכ- 344 מ' ש בשנים 2022 ו- 2023, בהתאמה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ההכנסות צפוי להסתכם בשנת 2025 בכ- 250 מ' ש בשל מספר מועט של פרויקטים בביצוע. עם זאת, לאור גידול הצבר בשנים האחרונות והבשלתם של פרויקטים הנמצאים בתכנון ועתודות, היקף ההכנסות צפוי להסתכם בטווח של 500-550 מ' ש בשנת 2026.
- תמהיל מגוון של פרויקטים לצד פיזור גאוגרפי רחב ואחזקה מלאה בזרוע הביצוע אל הר הנדסה ובנייה בע"מ ("אל-הר") תורמים למיצוב העסקי.** תמהיל הפרויקטים של החברה פונה לפלח אוכלוסייה רחב יחסית ובפיזור גיאוגרפי באזורי ביקוש מרכזיים ובשולי ערים מרכזיות, בין היתר בערים, כגון: בת ים, נהריה, ירושלים, רמת גן, תל אביב, קריית מוצקין, חדרה, חולון נתניה ועוד. היקף הפעילות של החברה גוזר ריכוזיות מסוימת בתרומת הפרויקטים כאשר מספר מועט של פרויקטים אחראים לחלק ניכר מהרווח הגולמי. עם זאת, ריכוזיות זו צפויה לקטון לאור גידול משמעותי בצבר החברה בשנים האחרונות והבשלתם של פרויקטים בתכנון ועתודות. להערכת מידרוג, אחזקת החברה (100%) בזרוע הביצוע אל הר הנדסה ובנייה בע"מ ("אל-הר") תורמת למיצוב העסקי והפיננסי בשל רווחיותה ויציבותה.

- **רווחיות גבוהה ויציבה יחסית לרמת הדירוג בשל תמהיל פרויקטים מגוון ואחזקה בזרוע הביצוע אל הר.** שיעור הרווח הגולמי מפעילות ייזום למגורים של החברה עמד בממוצע על כ-27% בשנים 2021-2023 בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח הגולמי צפוי להסתכם בטווח של 22%-24% אשר נובע מתמהיל הפרויקטים אשר נמצאים בביצוע ובתכנון לצד שיפור ברווח הגולמי בפרויקטים אשר זרוע הביצוע אל-הר בונה לחברה.
- **שיעור מינוף נמוך מהווה גורם ממתן לצד יחס כיסוי איטי אך יציב.** נכון ליום 30.09.2024 יחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו עמד על כ-43%. להערכת מידרוג, יחס המינוף צפוי לגדול לטווח של 50%-52% בשל השקעות בפרויקטים קיימים וחדשים. יחס זה עודנו בולט לחיוב לרמת הדירוג. יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית עמד על כ-3.5 בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2024 ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי להישחק בשנת 2025 לטווח של 1.7-1.8 כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי וקישור ברווח התפעולי. מנגד, היחס צפוי להשתפר לטווח של 2.5-3.0 בשנת 2026 לאור הבשלתם של פרויקטים בתכנון ועתודות. יחס הכיסוי של החברה מושפע לחיוב מפעילות אל-הר, שהינה רווחית ואינה נושאת חוב פיננסי.
- **ניהול נזילות שמרני יחסית לצד שמירה על יחסי מינוף מתונים יחסית.** מדיניות פיננסית בולטת לחיוב המתבטאת לאורך שנים בשמירה על יתרות נזילות בהיקף הולם ביחס לצורכי החוב ועל יחסי איתנות בולטים לחיוב. נכון ליום 30.09.2024 לחברה יתרות מזומנים ושווי מזומנים בסך של כ-106 מיליון ש"ח וכן השקעות לזמן קצר בהיקף של כ-72 מ' ש"ח. על פי הדוחות הכספיים המאוחדים, מתוכם כ-88 מיליון ש"ח סולו, זאת ביחס לפירעון צפוי של כ-83 מיליון ש"ח קרן אג"ח בתום שנת 2025. אין לחברה מדיניות סדורה או מוצהרת לחלוקת דיבידנדים, אך ניכר כי החלוקות מבוצעות באופן שאינו פוגע בגמישות הפיננסית של החברה.

**תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, השקעות הון עצמי בקרקעות שנרכשו ובפרויקטים בתכנון, גידול באשראי ליווי פרויקטים למגורים, תזרים צפוי בגין שחרור עודפים בפרויקטים, פירעונות אג"ח בהתאם ללוח הסילוקין וחלוקת דיבידנדים בהתאם לתחזית החברה.** מידרוג בחנה תרחישי רגישות, בין היתר באשר להיקפי המכירות וקצב ביצוע הפרויקטים.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי החברה תשמור על יציבות תזרימית מפעילות הייזום וכן על יחסי מינוף בולטים לחיוב ויתרות נזילות מספקות לשירות החוב.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ושיפור הפיזור, תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים

#### גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה מתמשכת בהיקפי הפעילות מעבר לתרחיש הבסיס של מידרוג ושחיקה ברווחים העתידיים
- שחיקה משמעותית ביחס המינוף של החברה

#### קרבן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	(LTM) 30.09.2024	
216	424	343	368	364	סך הכנסות מפעילות ייזום
22%	23%	28%	28%	24%	שיעור רווח גולמי מפעילות הייזום
149	249	467	539	579	חוב פיננסי נטו
22%	29%	28%	42%	43%	חוב נטו ל-CAP נטו
4.8	7.3	6.6	6.8	3.5	EBIT להוצאות ריבית

המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### מאפייני ענף הייזום למגורים בישראל משליכים על יציבות סביבת הפעילות, אשר מאוימת בטווח הקצר והבינוני בשל הריבית הגבוהה והשלכות המלחמה

ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש לדירות מצד משקי בית כאפיק השקעה בשל הביקוש לדירות לשכירות. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המדינה. הביקוש עלול לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור בשל הליכי תכנון ממושכים, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה של היקף מכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך.

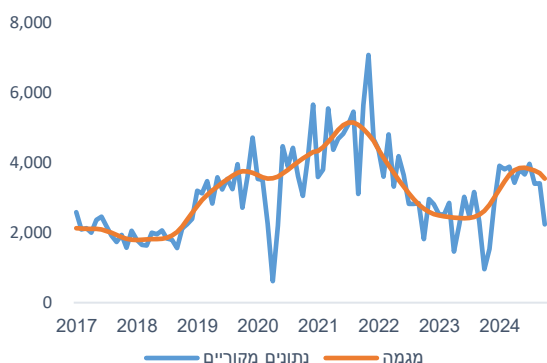
מאז הורדת הריבית בחודש ינואר 2024, היא נותרה על כנה לאורך 7 החלטות של הבנק המרכזי - האחרונה שבהן ב-25 בנובמבר 2024. בחודש אוקטובר 2024 בנק ישראל עדכן מטה את תחזית צמיחת התוצר לשנת 2024 ל-0.5%, חלף תחזית מחודש יולי של 1.5%, ובשנת 2025 ל-3.8% חלף 4.2%. עדכון תחזית הצמיחה כלפי מטה בתחזית העדכנית נובע מנתוני הצמיחה הנמוכים במחצית הראשונה של לשנת 2024 ומהשפעות ההסלמה הביטחונית האחרונה על הפעילות במשק. העדכון משקף עצימות מלחמה גבוהה יותר בתחילת 2025 ודחיית ההתאוששות ההדרגתית בפעילות למחצית השנייה. הבנק המרכזי מדגיש את מגבלות ההיצע במשק המקומי כגורם מגביל בצמיחת המשק, ובמידה רבה המחסור בעובדים בענף הבנייה. עוד מעריך הבנק המרכזי כי האינפלציה בשנת 2024 צפויה לעמוד על 3.8% (לעומת 3.0% בתחזית מיולי) ואילו במהלך שנת 2025 היא צפויה להתמתן ל-2.8% (ללא שינוי מתחזית קודמת) - קרוב למרכז טווח היעד. שוק העבודה נותר הדוק לאור ההיצע בשוק העבודה בשל המלחמה ושיעור האבטלה רשם ירידה במהלך שנת 2024. לפי הערכת בנק ישראל, שיעור האבטלה הרחבה אשר עמד על 4.4% בשנת 2023 בהשפעה גם של הוצאת עובדים לחל"ת בעקבות המלחמה, צפוי לעמוד על 4.0% בשנת 2024 ו-3.2% בשנת 2025. הבנק המרכזי מעריך כי הריבית בישראל צפויה לעמוד על 4.5% ברבעון השלישי של שנת 2025.

לאור עליית הריבית, עדכון שיעור מס הרכישה וכן ברקע עליות חדות במחירי הדירות בשנים האחרונות, במהלך המחצית השנייה של שנת 2022 החלה היחלשות בהיקף העסקאות בשוק המגורים ובתוך כך ירידה במכירה של דירות חדשות בשל הפגיעה ביכולת הקנייה של הרוכשים. מלחמת "חרבות ברזל" שפרצה בחודש אוקטובר 2023 הובילה לבלימה חדה בהיקף רכישת דירות בחודשים אוקטובר-נובמבר 2023. מאז דצמבר 2023 ניכרת התאוששות בהיקף העסקאות, בעיקר ברכישת דירות חדשות, כאשר עפ"י נתוני הלמ"ס<sup>2</sup>, נתוני המגמה של סך הדירות החדשות שנמכרו מצביעים כי מחודש אוגוסט 2021 ועד מרץ 2023 נצפתה ירידה חודשית ממוצעת של 3.6% היקף הרכישות של דירות חדשות ואילו מאפריל 2023 ועד מאי 2024 נצפתה עלייה בקצב של 3.5% בממוצע לחודש. החל מיוני 2024 המגמה חוזרת לירידה של 2.0% בממוצע בסך הדירות החדשות שנמכרו. הגידול במכירות הדירות החדשות נתמך בשיפור תנאי הרכישה לרוכשי דירות באמצעות מבצעי מימון, במסגרתם עיקר התשלום בגין הדירה משולם עם מסירת הדירה (כדוגמת 20/80) או שהיזם נושא במימון התשלומים לרכישת הדירה עד מסירתה (הלוואות קבלן). מדד מחירי הדירות של הלמ"ס (חדשות ויד שנייה) רשם עליה של 6.7% בחודשים ספטמבר-אוקטובר 2024 לעומת ספטמבר-אוקטובר 2023. מדד מחירי הדירות החדשות בלבד רשם עלייה בשיעור של 3.6% בין תקופות אלה. מגמת העלייה במחירי כלל הדירות נרשמה בכל אחד מהחודשים האחרונים מאז תחילת שנת 2024.

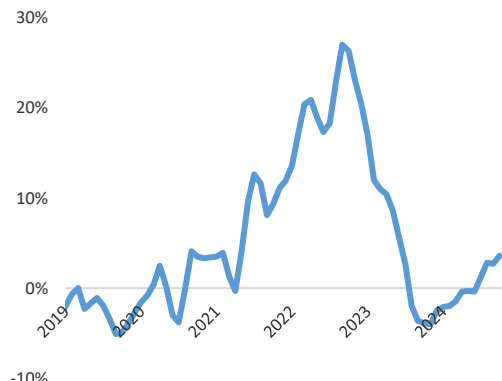
1 התחזית המאקרו כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, אוקטובר 2024

2 הלמ"ס: דירות בעסקאות נדל"ן יולי-ספטמבר 2024, 15 בדצמבר 2024

**תרשים 2: מכירת דירות חדשות בישראל 2017-2024**



**תרשים 1: אחוז שינוי במחירי דירות חדשות**



מקור: הלמ"ס, עיבוד מידרוג.

בצד ההיצע, על פי נתוני הלמ"ס, מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על כ- 69.7 אלפי יח"ד בסוף חודש אוקטובר 2024, ומספר חודשי ההיצע (מספר החודשים שיעברו עד שכל הדירות שנותרו למכירה תמכרנה) הינו 19.6 חודשים, כ-31.4% מהמלאי למכירה נמצא במחוז תל אביב וכ- 24.7% במחוז המרכז. בהשוואה לאוקטובר אשתקד, חל גידול של 13.2% במלאי הדירות שנותרו למכירה אולם הוא נותר יציב בהשוואה לחודש הקודם. על פי נתוני הלמ"ס, מספר התחלות הבנייה של דירות הסתכם בכ- 60.3 אלף יח"ד ב- 12 החודשים שהסתיימו בחודש יוני 2024, ירידה של 2.1% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. ברבעון השני של שנת 2024 נרשמה ירידה של 13.6% במספר התחלות הבנייה בהשוואה לרבעון השני אשתקד. בהיבט התפעולי, עשרות אלפי עובדים פלסטינאים באתרי הבניה אינם מורשים להיכנס לישראל, וכפועל יוצא, חלה פגיעה במשך זמן הקמת הפרויקטים. הוצאות ההקמה של הפרויקטים עלולות לגדול כתוצאה מהתייקרות הוצאות השכר וחומרי גלם וכן גידול בעלויות מימון שכר דירה לדיירים בפרויקטים של התחדשות עירונית. לעיכובים בפרויקטים ולגידול בעלויות ההקמה עלולות להיות השלכות שליליות על יזמי הנדל"ן שכן תקופת ההכרה בהכנסה מתארכת ומאידיך עלויות המכר ועלויות המימון עולות ומכבידות על הפרופיל הפיננסי ועל יחס כיסוי הריבית בפרט.

**היקף הכנסות החברה מייזום צפוי לקטון בשנת 2025 לאור סיומם של מרבית הפרויקטים בביצוע. עם זאת, גידול מתמשך בצבר והבשלתם של פרויקטים בתכנון משפר את הפרופיל העסקי**

פיזור הפרויקטים בביצוע של החברה מוגבל, כאשר נכון ליום 30.09.2024 לחברה 5 פרויקטים בביצוע הכוללים 501 יח"ד (חלק החברה 456 יח"ד), ביניהם מספר פרויקטים בולטים האחראים לחלק ניכר מהרווח הצפוי. בנוסף, לחברה 7 פרויקטים בתכנון הכוללים 883 יח"ד (חלק החברה) שהקמתם צפויה להתחיל בטווח הקצר, הכוללים בין היתר את השלב השני של פרויקט הולילנד בירושלים (144 יח"ד חלק החברה) ופרויקט פיני בינוי מצדה בבת ים (236 יח"ד חלק החברה לאחר רכישת 51% חלק השותף).

במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2024 מכרה החברה כ- 109 יח"ד (חלק החברה) בדומה לכ- 107 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד. ליום 30.09.2024, הפרויקטים בביצוע עומדים על שיעורי מכירות בטווח של 90%-100% למעט פרויקט הולילנד אשר עומד על שיעור מכירות של 55%, בעוד קצב ביצועו עומד על 20%.

היקף ההכנסות מייזום לתקופה של שלושת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2024, הסתכם בסך של כ- 255 מיליון ₪, וצפוי להסתכם בסך של כ- 316 מיליון ₪ בשנת 2024. היקף ההכנסות מייזום בשנת 2025 בהשוואה לשנים האחרונות צפוי לקטון, לאור מספר מועט של פרויקטים בביצוע, אשר מרבית ההכנסות בגינם הוכרו לאורך השנים האחרונות, ומרביתם יגיעו להשלמה בתחילת שנת 2025. ביניהם ניתן למנות את עלומים ברמת גן, נווה גנים קריית מוצקין, שלב א' נהריה ועוזיאל ברמת גן. כמו כן, בשנת 2025 צפויים להיפתח 7 פרויקטים אשר החברה תכיר בגינם הכנסה חלקית בשנת 2025 והשפעתם תלך ותגדל משנת 2026 ואילך. מידרוג הביאה בחשבון אפשרות לעיכובים בתחילת הביצוע של פרויקטים חדשים, תרחיש רגישות ביחס למשך תקופת המכירה, ובמשך ביצועם וכן ביחס לעלויות הביצוע. תרחישי הרגישות נלקחו על רקע ההאטה בשוק הדיור לצד אי ודאות כלכלית וחששות ביטחוניים והן בשל אתגרים

תפעוליים בפתיחה וקידום פרויקטים בשל המחסור בעובדי בנייה. להערכת מידרוג היקף ההכנסות בשנת 2026 צפוי להסתכם בטווח של 500-550 מ' ש.

החברה מקדמת פרויקטים בהיקפים גדולים יותר לעומת אלו שבוצעו על ידי החברה בעבר. לחברה עתודות קרקע ופרויקטים מותלים הכוללים כ- 8,455 יח"ד (חלק החברה), לרבות פרויקטים מסוג קומבינציה וכן פרויקטים מסוג התחדשות עירונית. המשמעותי שבהם הינו פרויקט בחדרה הכולל כ- 1,947 יח"ד (חלק החברה 973 יח"ד), אשר לאחרונה צד שלישי בפרויקט מימש את האופציה שניתנה לו להקצות לחברה 50% מהפרויקט בהתאם למנגנון שנקבע בהסכם. כמו כן, בבעלות החברה 5 קרקעות: קריית גת, תל אביב, עפולה, נהריה שלב ב' וקריית אתא אשר כוללות 1,653 יח"ד. בתחום ההתחדשות העירונית, החברה מקדמת פרויקטים הכוללים כ- 4,219 יח"ד (חלק החברה) בשיעור החתמה של מעל 67%. יציאתם לפועל של הפרויקטים המותלים צפויה להימשך זמן רב ותלויה בתנאים שונים כגון, אישור תכנית תב"ע לכל מתחם, עמידה בתנאי כדאיות כלכלית לפרויקט, הסכמים מול הדיירים וקבלת ליווי בנקאי. נדגיש כי עיקר ההכנסות הצפויות מהפרויקטים המותלים אינן מגולמות בתרחיש הבסיס של מידרוג, היות ואלו פרויקטים עתידיים אשר היקפם ומועד התממשותם אינם וודאיים בשלב זה להערכת מידרוג.

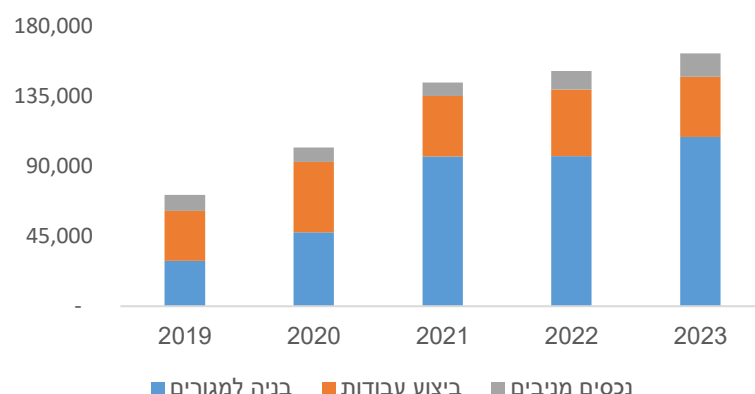
בתקופה של ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2024 שיעור הרווח הגולמי שרשמה החברה במגזר הייזום למגורים עמד על כ- 23.7% - זוהי רווחיות נמוכה ביחס לשנתיים הקודמות (כ- 29.5% וכ- 28.1% בשנים 2022 ו-2023, בהתאמה). אך דומה למוצע הרב שנתי של החברה. השחיקה ברווחיות במהלך השנה האחרונה נובעת מתמהיל משתנה של פרויקטים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג שיעורי הרווחיות בפעילות הייזום צפויים לנוע בטווח של 24%-22% בשנים 2025-2026. רווחיות החברה מושפעת לחיוב מכך שאל-הר בונה עבור החברה את מרבית הפרויקטים והחברה נהנית מהמרווח הקבלני וקיטון בהוצאות הבנייה.

### **מגזר הביצוע באמצעות אל-הר תורם לפרופיל העסקי והפיננסי, תוך שהוא מציג רווחיות נאה, אולם זהו מגזר תנודתי ובעל מאפייני סיכון גבוהים יחסית**

לחברה נפח פעילות משמעותי בתחום הביצוע, זאת באמצעות אחזקתה (100%) בחברת אל-הר, אשר פועלת בתחום הביצוע של עבודות בנייה לפרויקטים מסחריים ולמגורים הן עבור קרדן והן עבור מזמיני עבודה חיצוניים. לאל-הר סיווג קבלני גבוה (ג5), והיא בעלת ניסיון רב בתחום הביצוע עם התמחות בהקמת מבנים רבי קומות כשברזומה שלה ניתן למנות, בין היתר, את עזריאלי שרונה, עזריאלי המרובע, פרויקט אמות ועוד. צבר ההזמנות של אל-הר ל- 30.09.2024 עמד על כ- 2.3 מיליארד ש"ח בהשוואה לכ- 2.1 מיליארד ש"ח ולכ- 1.9 מיליארד ש"ח ל- 31.12.2023 ול- 31.12.2022, בהתאמה. להערכת מידרוג, צבר ההזמנות של אל-הר, אשר מרביתו נובע ממזמיני עבודה חיצוניים, אשר היה במגמת גידול בשנים האחרונות, עלול להיפגע בטווח הקצר כתוצאה מהירידה בהתחלות הבנייה ובכלל מההאטה בענף הנדל"ן. הרווח הגולמי הממוצע במגזר הביצוע (לאחר התאמות בינחברתיות באופן המשקף את פעילותה של אל-הר מול מזמיני עבודה חיצוניים) עמד על כ- 17% בשנים 2020-2023. עם זאת, בשל התייקרות חומרי הגלם וגידול בכוח העבודה במגזר הקבלנות לצד האטה בתחילת הביצוע של פרויקטים, הכנסות קרדן נדל"ן במגזר הביצוע בשלושת הרבעונים של 2024 הסתכמו בכ- 174 מ' ש"ח והרווחיות הגולמית הסתכמה בכ- 3%. בשנים 2025-2026 היקף ההכנסות והרווחיות הגולמית במגזר הביצוע צפויים לגדול לאור המשך התקדמות של פרויקטים משמעותיים בצבר. מידרוג מעריכה כי אל-הר מקנה לחברה ערך סינרגטי ביתרון בביצוע עצמי בחלק מהפרויקטים ללא תלות בקבלנים חיצוניים.

להערכת מידרוג, מגזר הביצוע מגלם רמות סיכון גבוהות וחשיפה לתנודתיות גבוהה בתוצאות. בין גורמי הסיכון בענף קבלנות הביצוע ניתן למנות את סיכונים ההקמה של הקבלן, לחצי התחרות הגבוהים בענף לצד מרווח מצומצם, חוסר גמישות בהתאמת עלויות ביצוע פרויקטים בין ההתחייבויות כלפי היזם לבין העלויות בפועל וסיכונים תמחור מול ביצוע. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי מיצובה החיובי והניסיון והמוניטין של אל-הר ממתנים במידת מה את הסיכונים כאמור.

### קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ: תוצאות מגזרי הפעילות העיקריים לשנים 2019-2023, באלפי ₪



### מינוף החברה צפוי להמשיך במגמת עליה, כפועל יוצא של מימוש אסטרטגיית החברה ליצירת צבר עתידי

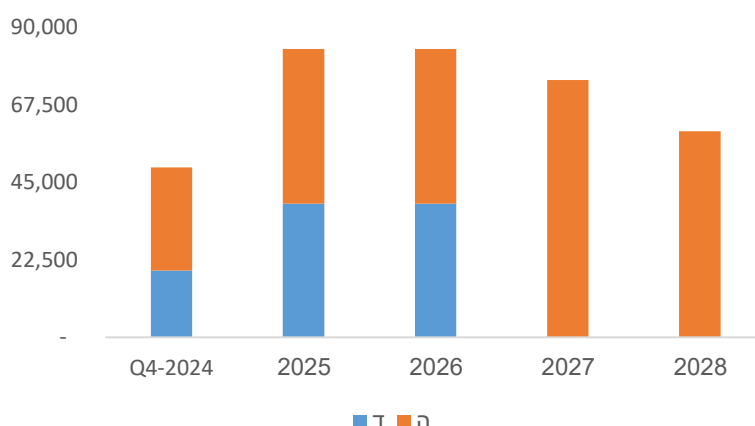
המינוף של החברה מצוי במגמת עליה הדרגתית מאז שנת 2021, וליום 30.09.2024 עמד יחס חוב נטו ל-CAP על כ-43% בהשוואה ליחס של כ-41% ליום 30.09.2023. העלייה במינוף בשנים האחרונות נובעת בעיקר מרכישת עתודות קרקע, ובפרט קרקע Rova 7 (מתחם פרדס שניר בתל אביב) אשר נרכשה בשנת 2022 יחד עם שותף בחלקים שווים ולחברה חוב בהיקף של כ-140 מיליון ₪ בגינה. בנוסף, בשנת 2022 רכשה החברה כ-60% מחברה כלולה לשעבר, הולילנד פארק בע"מ, בתמורה לסך של כ-126 מיליון ₪ אשר איחודה המלא לדוחות החברה הוסיף לחברה כ-80 מיליון ₪ חוב בדוחותיה המאוחדים ליום 30.09.2024. כמו כן, בשנת 2023 רכשה החברה קרקע בעפולה ולאחר תאריך החתך זכתה החברה גם בקרקע בקרית אתא בהיקף של כ-37 מ' ש. בשנת 2024 החברה חילקה דיבידנד בסך כ-30 מיליון ₪ שהיווה שיעור של כ-43% מסך הרווח הנקי של שנת 2023 ובשנה לפני כן, חילקה דיבידנד בסך כ-35 מיליון ₪ שהיווה שיעור של כ-29% מסך הרווח הנקי של שנת 2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל, בין היתר, תשלום בגין קרקע קריית אתא בהתאם להודעת הזכייה והמשך פיתוח פרויקטים בביצוע ובתכנון, יחס המינוף צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר-בינוני ולנוע בשיעור של 50%-52%, אם כי באופן אשר עודנו בולט לחיוב לרמת הדירוג.

בארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.09.2024 הסתכם יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון בכ-3.5. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הכיסוי להישחק לטווח של 1.7-1.8. במהלך שנת 2025 בשל הירידה הצפויה בהכנסות וברווח התפעולי בד בבד עם עלייה בהוצאות המימון בשל הגידול בחוב ומחזור אג"ח. בשנת 2026, עם הבשלתם של פרויקטים בתכנון, היקף ההכנסות צפוי לגדול וכפועל יוצא גם הרווחיות התפעולית בגין אותם פרויקטים. מנגד, הוצאות המימון צפויות להמשיך לגדול ויחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית יעמוד על 2.5-3.0.

### מדיניות פיננסית בולטת לחיוב המתבטאת בשמירה על נזילות הולמת ואיזון בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות

מידרוג מעריכה את המדיניות הפיננסית של החברה כשמרנית וניתנת לחיזוי, המתבטאת ביתרות מזומנים גבוהות לאורך זמן. יתרת נזילות החברה (בדוחות המאוחדים) ליום 30.09.2024 הינה כ-106 מיליון ₪ (מכך כ-88 מיליון ₪ סולו) וכן השקעות לזמן קצר בהיקף של כ-72 מ' ש. לאותו מועד החברה מחזיקה במסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף כולל של כ-50 מיליון ₪ (לא כולל מסגרות אשראי בפרויקטים במסגרת ליווי בנקאי). מקורות אלו, בנוסף לתזרים התפעולי ממגזר נכסים מניבים צפויים לשמש את החברה לפירעונות קרן אג"ח בסך כ-83 מיליון ₪ בתום כל אחת מהשנים 2025-2026, השקעות הון עצמי בפרויקטים ומימון הפעילות השוטפת מעבר לעודפים הצפויים מפרויקטים בביצוע. לחברה אין מדיניות סדורה או מוצהרת לחלוקת דיבידנד אך ניכר כי החברה מחלקת דיבידנדים באופן שאינו פוגע בגמישות הפיננסית שלה. מידרוג העריכה חלוקה של כ-30 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2025 ו-2026 בהתאם לתחזית החברה. בהתאם, מידרוג מעריכה כי נזילות החברה צפויה להיותר טובה ביחס לשירות החוב.

**קָרְדֵן נְדִל"ן ייזום ופיתוח בע"מ: לוח הסיילוקין לפירעון קרן אג"ח ליום 30.09.2024, באלפי ₪**



**שיקולי ESG**

שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה מתונה לסיכונים סביבה בתחום יזמות הנדל"ן - פעילות החברה תלויה בצבר הקרקעות אותו היא מחזיקה וכן ביכולת לרכוש קרקעות נוספות, המוצעות בחלקן לרכישה במכרזים של רמ"י. עם זאת, החשיפה ממותנת בחלקה באמצעות פעילות החברה בתחום ההתחדשות העירונית ועסקאות קומבינציה בקרקעות פרטיות. בתחום ייזום הנדל"ן קיימת חשיפה לסיכונים רגולטורים וחקיקה - לאחרונה אושרו בכנסת תיקונים בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה ופיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות. בתחום ההתחדשות העירונית יזמים חשופים למדיניות משתנה בין ראשויות מקומיות וסיכונים חברתיים בדמות מחאות על מחירי הדירה. כמו כן, במגזר הביצוע חשופה החברה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

**מטריצת הדירוג**

תחזית מידרוג		ל ליום 30.09.2024		מיליוני ₪	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה <sup>[1]</sup>	פרמטרים	
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	250-550	Baa.il	364	סך הכנסות מפעילות ייזום LTM (מיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
A.il	22%-24%	Aa.il	24%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
Aa.il	50%-52%	Aa.il	43%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Baa.il	1.7-3.0	A.il	3.5	EBIT / הוצאות ריבית LTM	פרופיל פיננסי
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>A3.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A3.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

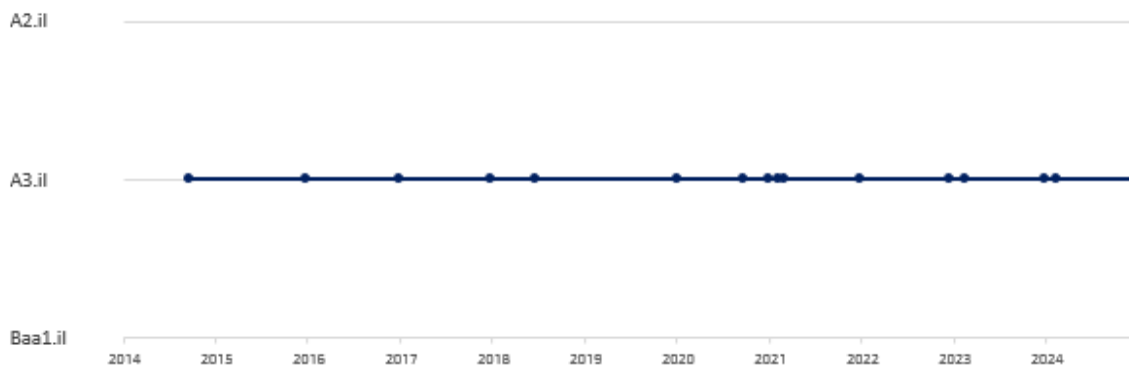
[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.



## אודות החברה

החברה התאגדה בישראל בשנת 1988 והפכה לחברה ציבורית לראשונה בשנת 1998, בשנת 2005 הפכה החברה לחברה פרטית. בשנת 2010 הנפיקה קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ מניות ואגרות חוב הניתנות להמרה ומשכך שבה החברה למעמד חברה ציבורית בישראל. בעלת השליטה בחברה היא קרדן ישראל בע"מ המחזיקה בכ- 60% מהון המניות המונפק בחברה. לחברה שלושה תחומי פעילות עיקריים: איתור ייזום ופיתוח של נדל"ן למגורים, נדל"ן מניב וביצוע עבודות בניה (באמצעות אל-הר).

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים, דוח מתודולוגי מאי 2020](#)

[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](#)

[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](#)

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

## מידע כללי

16.12.2024	תאריך דוח הדירוג:
30.01.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.09.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ	שם ייזום הדירוג:
קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

## כל הזכויות שמורות לחב' 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 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 וציפיה 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 שישבס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ פיננסי או ביעוץ 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, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג ובכתב 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 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 אמינים 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 המהלך 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 בודדו 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>.