

צ.מ.ח המרמן בע"מ

בחינת דירוג | יולי 2025

אנשי קשר:

גיל רז

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

צ.מ.ח המרמן בע"מ

דירוג מנפיק	Baa1.il	בחנית דירוג עם השלכות חיוביות
דירוג סדרות	Baa1il	בחנית דירוג עם השלכות חיוביות

מידרוג מכניסה לבחינה (CREDIT REVIEW) עם השלכות חיוביות את דירוג המנפיק ודירוג אגרות חוב (סדרות ז' ו- ח') שהנפיקה צ.מ.ח המרמן בע"מ.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ז'	1186402	Baa1.il	בחנית דירוג עם השלכות חיוביות	31/12/2027
ח'	1204197	Baa1.il	בחנית דירוג עם השלכות חיוביות	31/12/2029

למידע אודות שיקולי הדירוג הנכם מופנים לדוח מעקב מחודש פברואר 2025¹.

שיקולים עיקריים להכנסת הדירוג לבחינה

ביום 22 ביוני 2025 דיווחו צמח המרמן בע"מ² ("צמח" או "החברה") וקבוצת עזריאלי בע"מ³ ("עזריאלי", Aa1.il) כי חתמו על הסכם מיזוג (להלן: "עסקת המיזוג") במסגרתו תרכוש עזריאלי באמצעות חברה בת בבעלותה המלאה 66.67% מהון מניותיה המונפק של החברה, מתוכן כ- 10% תימכרנה על ידי בעלי השליטה, כך ש-33.33% מהון המניות תמשכנה להיות מוחזקות על ידי בעלי השליטה הנוכחיים בחברה (משפחת פיגלין ומשפחת בן אברהם), בגין כל המניות הנרכשות תשלם עזריאלי לצמח סך כולל של כ- 559.4 מיליון ₪. תמורת המיזוג נקבעה על פי שווי חברה לצמח (100%) בסך של 855 מיליון ₪, בניכוי הפחתות והתאמות של כ-15.9 מיליון ₪. כמו כן, ככל שהחברה תחלק דיבידנדים נוספים ממועד חתימת ההסכם ועד למועד ההשלמה, תופחת תמורת המיזוג בהתאם. במועד ההשלמה, תהפוך צמח לחברה פרטית ותיוותר חברה מדווחת (שהינה חברת איגרת חוב, כמשמעה בחוק החברות).

השלמת עסקת המיזוג כפופה להתקיימותם של מספר תנאים מתלים, ביניהם אישור אסיפה כללית מיוחדת של החברה, אשר צפויה להתקיים ב-6 באוגוסט 2025, אישור לא מותנה של הממונה על התחרות, אישור בעלי אגרות סדרות החוב ועוד.

מלבד הסכם המיזוג התקשרו בעלי השליטה בחברה ועזריאלי בהסכם בעלי מניות הקובע בין היתר את הרכב הדירקטוריון כחברה לכשתהפוך פרטית, תיחום פעילות, אופציית רכישה (Call) לעזריאלי ואופציית מכירה (Put) לבעלי השליטה על יתרת הון המניות שנותר בידי בעלי השליטה הנוכחיים, במועדים ובתנאים הקבועים בהסכם. במסגרת הסכם בעלי המניות התחייבה עזריאלי להעמיד לחברה את המימון שיידרש לה לצורך פעילותה לאחר השלמת המיזוג, לרבות מימון הפעילות ופרויקטים מסוימים. כמו כן, ההסכם קובע שבעלי המניות שיוותרו לא יידרשו להעמיד מימון לפעילותה של צמח.

לפי דיווחה של עזריאלי בקשר עם עסקת המיזוג, מטרתה ברכישת צמח הינה התרחבות עסקית לתחום הנדל"ן למגורים למכירה בישראל באמצעות רכישה של הידע הקיים בחברה, כמו גם ההנהלה המנוסה, צבר הפרויקטים וכו', זאת חלף הקמה של חברה עצמאית, והיא שואפת להרחיב את פעילותה צמח.

¹ הדוחות מתפרסמים באתר מידרוג: www.midroog.co.il

² דיווח מיידי של צ.מ.ח המרמן בע"מ מיום 22.06.2025: "הסכם מיזוג עם עזריאלי, עזריאלי תרכוש מניות החברה ב-41.9061 שח, החברה תהפוך לחברה פרטית שהינה חברת אגח"

³ דיווח מיידי של עזריאלי מיום 22.06.2025: "עזריאלי בעסקת מיזוג לרכישת צמח, תחזיק כ-66.67% תמורת כ-599,378 א' שח, צמח תהפוך לחברה פרטית שהינה חברת אגח"

להערכת מידרוג לעסקת המיזוג ישנן השלכות חיוביות על דירוג החברה בשל העברת השליטה בחברה לידי עזריאלי, המאופיינת בפרופיל עסקי ופיננסי חזקים מאוד, ומשום כך שעסקה זו הינה חלק מאסטרטגית הצמיחה של עזריאלי. ככל שעסקת המיזוג תושלם, מידרוג סבורה כי מיזוג החברה עם חברת בת בבעלות עזריאלי, צפוי לשפר את גמישותה הפיננסית של צמח בכל הנוגע לנגישותה למקורות מימון ועלויות המימון.

דירוג האשראי של צמח מושפע כיום לשלילה מהיקף פעילות מצומצמת יחסית וריכוזי ומרבית הפרויקטים של החברה מתבצעים ביחד עם שותפים. לחברה צבר פרויקטים עתידי של 2,600 יח"ד (חלק החברה), עיקרו באיזור המרכז. בד בבד, החברה הינה קבלנית מבצעת באופן התומך ברווחיותה הגולמית לאורך זמן. הפרופיל הפיננסי של צמח מאופיין במינוף ברמה של 63-65 אחוז ויחס כיסוי EBIT להוצאות מימון) סביב 1 ועשוי להשתפר בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. יחסים אלו חלשים, אך הולמים לרמת הדירוג.

להערכת מידרוג, השלמת עסקת המיזוג כשלעצמה לא צפויה, בטווח הקצר, לשנות מהותית את הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה, בשל המחזוריות העסקית הארוכה בענף היזום למגורים למכירה ומשך הזמן הכרוך בביצוע עסקאות והוצאתן לפועל. כמו כן אין לנו וודאות בשלב זה לגבי ההשפעה המיידית של העסקה על מבנה החוב של החברה ורמת המינוף לאחר העסקה. יחד עם זאת, התחייבות עזריאלי לתמיכה בצורכי המימון של החברה במסגרת הסכם המיזוג, בשילוב המוניטין וחוסנה הפיננסי המקבל ביטוי בדירוג האשראי שלה, עשויים להוביל אותנו לשקול שיפור בדירוג החברה על בסיס איכות ותמיכת בעלי המניות. על מנת לעשות כן, מידרוג תבחן את מדיניותה הפיננסית של החברה תחת בעלת השליטה החדשה, ברקע אסטרטגיית הצמיחה שהיא מייעדת לחברה ומבנה המימון המתוכנן לה וכן השלכות, ככל ויהיו, על תנאי איגרות החוב של החברה, המדורגות על ידי מידרוג. יוער כי אין וודאות באשר להשלמת העסקה. במסגרת בחינת הדירוג מידרוג תעקוב אחר התפתחות השלבים בהשלמת העסקה וכן תבחן את השלכותיה על דירוג האשראי של החברה.

אודות החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים: ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, וביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בישראל עבור החברה ואחרים באמצעות החברה הכלולה סיון ביצוע בע"מ (50%). בעלי המניות העיקריים בחברה כוללים את בעלי השליטה הנוכחיים - משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם המחזיקים 43.3% ממניות החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[צ.מ.ח המרמן בע"מ - דוחות קשורים](#)

[קבוצת עזריאלי בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות ייזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[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](#)
[העלייה בריבית מעלה את סיכון האשראי בענף יזום הנדל"ן למגורים בישראל - הערת ענף, פברואר 2023](#)
[השלכות המלחמה 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

08.07.2025	תאריך דוח הדירוג:
05.02.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
28.06.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
צ.מ.ח המרמן בע"מ	שם יזום הדירוג:
צ.מ.ח המרמן 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 גבוה 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 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, 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 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 ביועץ 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 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 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 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 שנמסר או נוצר 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 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 נזק 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.