

קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ

מעקב | דצמבר 2025

אנשי קשר:

גיל רז

ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן
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', ו'

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לקידן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ (להלן: "החברה") ולאגרות חוב (סדרות ד', ה' ו-ו') 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'	1162353	A3.il	יציב	31.12.2026
ה'	1172725	A3.il	יציב	31.12.2028
ו'	1217553	A3.il	יציב	31.12.2030

שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף הנדל"ן למגורים מציג האטה במכירות הקבלנים ברבעונים האחרונים, ברקע הריבית הגבוהה וכן מגבלות שהוטלו על המערכת הבנקאית בקשר עם מבצעי המימון, בעוד שמלאי הדירות החדשות מוסיף לגדול.** 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. נתוני הלמ"ס מצביעים על מגמת ירידה בהיקף העסקאות מאז תחילת שנת 2025, בהשוואה לשנת 2024, וכן עלייה במלאי הדירות החדשות למכירה אשר עמד בסוף חודש אוקטובר 2025 על רמת שיא של כ-83.6 אלפי יח"ד, עם 29.2 חודשי היצע. האטה זו נובעת בין היתר, מרמת ריבית גבוהה, התייקרות מתמשכת של מחירי הדירות לאורך מספר שנים והגבלת היקף מבצעי הקבלן בהשוואה לתקופות קודמות. מגמות אלו מובילות להערכת מידרוג להעלאת הסיכון בסביבה העסקית בענף הנדל"ן למגורים.
- היקף הפעילות מייזום צפוי לגדול בשנים 2026-2027 בשל כניסה לביצוע של פרויקטים בתכנון לאחר היחלשות במכירות בשנה האחרונה.** תמהיל הפרויקטים של החברה פונה לפלח אוכלוסייה רחב יחסית ובפיזור גיאוגרפי באזורי ביקוש מרכזיים ובשולי ערים מרכזיות, בין היתר בערים בת ים, נהריה, ירושלים, קרית גת, רמת גן, תל אביב, חדרה, חולון, נתניה, טירת הכרמל ועוד. פעילות החברה במגזר ייזום למגורים כוללת 3 פרויקטים בביצוע ליום 30.09.2025 הכוללים 305 יח"ד (חלק החברה), 7 פרויקטים בתכנון שצפויים לצאת לביצוע בשנת 2026 הכוללים 1,427 יח"ד (חלק החברה) וחלקם החלו בשיווק. לחברה פרויקטים בתכנון ועתודות קרקע בהיקף הנאמד ב-6,008 יח"ד (חלק החברה), הכוללים גם פרויקטים של התחדשות עירונית בשלבים מתקדמים ועסקאות קומבינציה. החברה מקדמת עסקאות התחדשות עירונית שמצויים בשלבי התקדמות שונים, המונות אלפי יח"ד נוספות שפיתוחם תלוי בתנאים שונים שטרם הבשילו. היקף ההכנסות מפעילות ייזום למגורים עמד על כ-151 מ' ש בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2025, לעומת כ-315 מ' ש וכ-368 מ' ש בשנים 2024 ו-2023, בהתאמה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ההכנסות צפוי להסתכם בשנת 2026 בטווח של 250-400 מ' ש לאור כניסה של פרויקטים לביצוע.
- שחיקה ברווחיות על רקע היקף מועט של פרויקטים בביצוע והתייקרות בעלויות הבניה.** שיעור הרווח הגולמי מפעילות ייזום למגורים של החברה עמד בממוצע על כ-28% בשנים 2022-2024 בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח הגולמי צפוי לרדת ולהסתכם בכ-17%-18%, בעיקר בשל תמהיל מצומצם של פרויקטים הנמצאים בביצוע, לצד התייקרות בעלויות הבניה, אשר מפעילה לחץ שלילי על שיעורי הרווח. הרווחיות של החברה מושפעת לחיוב מכך שחלק מהפרויקטים מבוצעים בידי החברה הבת אל-הר ומשקפת לפיכך את גם את הרווח הקבלני באותם פרויקטים.
- המינוף צפוי לעלות עקב הגידול בהיקף פרויקטים בביצוע ותכנון.** נכון ליום 30.09.2025 יחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו עמד על כ-45%. להערכת מידרוג, יחס המינוף צפוי לגדול לטווח של 53%-58% בשל השקעות בפרויקטים קיימים וחדשים. יחס הכיסוי

EBIT להוצאות ריבית עמד על כ-0.8 בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2025 ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי לעמוד בשנים 2025-2026 בטווח של 0.5-1.2, בעיקר כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי, גידול בהוצאות המימון וירידה ברווח התפעולי. עם זאת, יחס הכיסוי של החברה מושפע לחיוב מפעילות זרוע הביצוע אל-הר, שהינה רווחית ואינה נושאת חוב פיננסי.

- **לאורך השנים הפגינה החברה מדיניות מינוף מתונה וניהול נזילות שמרני.** מדיניות פיננסית בולטת לחיוב המתבטאת לאורך שנים בשמירה על יתרות נזילות בהיקף הולם ביחס לצורכי החוב ועל יחסי איתנות בולטים לחיוב. נכון ליום 30.09.2025 לחברה (מאוחד) יתרות מזומנים ושווי מזומנים בסך של כ-188 מ' ש. על פי הדוחות הכספיים המאוחדים, מתוכם כ-103 מ' ש סולו, זאת ביחס לחלויות קרן אג"ח בסך כ-83 מ' ש בתום שנת 2026. בשנים 2022-2025 חילקה החברה דיבידנדים בהיקף ממוצע של כ-33 מ' ש לשנה.

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. ביום 27 באוגוסט 2025 קיבלה החברה הצעה מקרן ישראל בע"מ, בעלת השליטה בה, לניהול משא ומתן לביצוע מיזוג סטטוטורי, במסגרתו קרדן נדל"ן תשמש כחברה הקולטת, אליה יועברו כלל הנכסים וההתחייבויות של קרדן ישראל. התמורה לבעלי מניות קרדן ישראל תשולם בהקצאת מניות קרדן נדל"ן בלבד, כאשר יחס ההחלפה ייקבע במסגרת המשא ומתן על בסיס הערכות שווי כלכליות. אין ודאות כי המשא ומתן יבשיל להסכם מחייב או כי יתקיימו התנאים להשלמת המיזוג. עסקת המיזוג לא נלקחה בחשבון בתרחיש הבסיס של מידרוג, וככל שתתקדם לכדי מתווה בשל מידרוג תבחן את מתווה העסקה ואת השלכתה על דירוג החברה.

שיקולים נוספים לדירוג

להערכת מידרוג, אחזקת החברה (100%) בזרוע הביצוע אל הר הנדסה ובניה בע"מ ("אל-הר") תורמת למיצובה העסקי והפיננסי בשל היקפי פעילותה ורווחיותה. לאל-הר צבר הזמנות משמעותיות בתחום קבלנות למגורים ומסחר ממזמיני עבודה חיצוניים שאינם קרדן. אל-הר הציגה רווחיות נאה לאורך השנים, אולם בשנים 2023-2024 היקף הביצוע והרווח נפגעו מהתארכות ודחייה של פרויקטים בין השאר בהשפעת ההאטה בשוק הנדל"ן ומלחמת "חרבות ברזל". בהתאם לצבר ההזמנות, מידרוג צופה עלייה בהכנסות וברווחיות של אל-הר בשנה-שנתיים הקרובות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תגדיל את היקף הכנסותיה והרווח מפעילות הייזום למגורים, תשפר ההכנסות והרווח ממגזר הקבלנות באמצעות אל-הר וכי יחס המינוף לא יעלה על טווח תרחיש הבסיס של מידרוג. אופק הדירוג היציב מניח כי החברה תפגין מדיניות חלוקה מרוסנת על מנת למתן את הגידול במינוף הכרוך בצמיחת הפעילות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025 (LTM)	
216	424	343	368	315	151	הכנסות ממכירת דירות ושירותי בנייה
22%	23%	28%	30%	27%	28%	שיעור רווח גולמי ממכירת דירות ושירותי בנייה
149	249	467	540	564	612	חוב פיננסי נטו
22%	29%	39%	42%	42%	45%	חוב נטו ל-CAP נטו
4.7	8.0	7.0	3.7	1.8	0.8	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 לשלילה 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 ועלולה 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.

ב-24.11.2025 הפחית בנק ישראל את הריבית לראשונה מאז ינואר 2024 ב-0.25% לרמה של 4.25%. בתחזית המאקרו כלכלית מחדש ספטמבר 2025¹, ציין בנק ישראל כי להערכתו הריבית צפויה לרדת בהדרגה לרמה של 3.75% ברבעון השלישי של 2026, כתוצאה מהתכנסות צפויה של האינפלציה למרכז היעד. התוצר צמח במהלך שנת 2024 בכ-1.0%, ולפי תחזית הבנק המרכזי, צפוי לצמוח בשנת 2025 בכ-2.5% וב-2026 ב-4.7%. עוד מציין בנק ישראל כי האינפלציה בשנת 2024 עמדה על 3.4% (מעל הגבול העליון של היעד) ואילו בשנת 2025 היא צפויה לעמוד על 3.0% ובמהלך שנת 2026 על 2.2%. הבנק המרכזי מדגיש בתחזיתו האחרונה את אי הוודאות הגבוהה בתקופה הנוכחית ביחס לרגיל, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה בהתייחס להשלכות ארוכות הטווח של מבצע "עם כלביא" ולמצב הביטחוני מול איראן, אפשרות של הסדרה רחבה של היחסים באזורינו וסיום הלחימה בעזה.

עפ"י נתוני הלמ"ס², בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2025 נמכרו 25.1 א' דירות חדשות, לעומת 32.6 א' בתקופה המקבילה, ירידה של כ-23%. שנת 2024 אופיינה בגידול חד בהיקף הדירות החדשות שנמכרו, במידה רבה בזכות היקף נרחב של מבצעי מימון מצד הזימים, כך שבהיקף הדירות שנמכרו ב-2024 נרשם גידול של 65% לעומת שנת 2023 ו-17% לעומת שנת 2022. להערכת מידרוג, ההיקף הנרחב של מבצעי מימון מהווה מוקד סיכון אשראי בענף, הנובע מחלק מסוים מרוכשי הדירות, ונגזר ממחירי הדירה, מצבו הפיננסי של הרוכש והמגמה במחירי הדירות בטווח הבינוני והארוך. מדד מחירי הדירות של הלמ"ס³ (חדשות ויד שנייה) רשם עליה מתונה של 0.1% בחודשים ספטמבר-אוקטובר 2025 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, כאשר בכלל המחוזות נרשמה עליית מחירים, מלבד תל אביב והמרכז. מדד מחירי הדירות החדשות רשם ירידה בשיעור של 2% באותה תקופה. בד בבד חלה גם עלייה במדד תשומות⁴ הבניה למגורים שמפרסם הלמ"ס בשיעור של 5.3% ב-12 החודשים עד נובמבר 2025, בעיקר בשל העלייה במחירי שכר העבודה ב-9.1% וחומרים ומוצרים ב-2.6%.

1 התחזית המאקרו כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, ספטמבר 2025

2 דירות עסקאות נדל"ן - יולי-ספטמבר 2025, 13 בנובמבר 2025

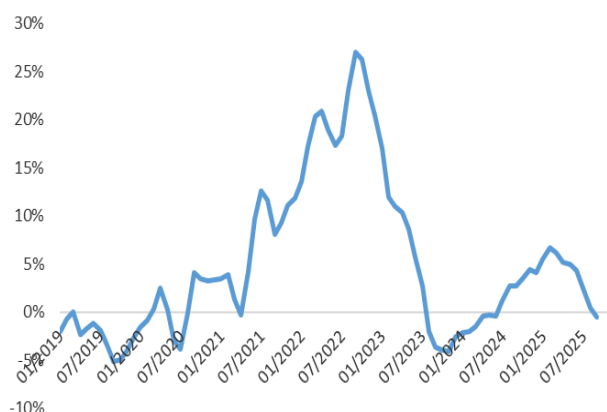
3 שינוי במחירי שוק הדירות - נובמבר 2025, 15 בדצמבר 2025

4 מדד מחירי תשומות בניה למגורים - נובמבר 2025, 15 בדצמבר 2025

תרשים 2: מכירת דירות חדשות בישראל 2017-09/2025



תרשים 1: אחוז שינוי במחירי דירות חדשות 2018-09/2025



מקור: הלמ"ס, עיבוד מידרוג.

בצד ההיצע, על פי נתוני הלמ"ס, מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על כ-83.6 אלפי יח"ד בסוף חודש אוקטובר 2025, ומספר חודשי ההיצע (מספר החודשים שיעברו עד שכל הדירות שנותרו למכירה תימכרנה) הינו 29.2 חודשים, כ-57% מהמלאי למכירה נמצא במחוז תל אביב ובמחוז המרכז. על פי נתוני הלמ"ס⁵, מספר התחלות הבנייה של דירות הסתכם בכ-81 אלף יח"ד ב-12 החודשים שהסתיימו בחודש ספטמבר 2025, עליה של 31.5% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. גמר הבנייה בתקופה זו עמד על 57.7 אלף יח"ד, עלייה של 4.3% לעומת 12 החודשים הקודמים. בהיבט התפעולי, על פי נתוני משרד האוצר⁶, מרבית פועלי הבנייה הפלסטינים שיצאו מהענף עם תחילת המלחמה הוחלפו בהדרגה בפועלים תושבי ישראל ועובדים זרים, אשר להערכת מידרוג עלות העסקתם גבוהה משמעותית. לעליית הריבית, עיכובים בפריקטים וגידול בעלויות ההקמה צפויים שליליות על רווחיות יזמי הנדל"ן. בתרחיש הבסיס מידרוג הביאה בחשבון התייקרות בעלויות הבנייה, התארכות בתקופה הקמת הפריקטים ופגיעה מסוימת ברווחיות.

היקף הכנסות החברה מייזום צפוי לגידול בשנת 2026 לאור הבשלה של פרויקטים בתכנון וכניסה של פרויקטים לביצוע

פיזור הפרויקטים בביצוע של החברה מוגבל, כאשר נכון ליום 30.09.2025 לחברה 3 פרויקטים בביצוע הכוללים 465 יח"ד (חלק החברה 305 יח"ד), העיקרי ביניהם הינו הולילנד קרקע I עם היקף של 153 יח"ד. בנוסף, לחברה 7 פרויקטים בתכנון הכוללים 1,427 יח"ד (חלק החברה) שהקמתם מתוכננת להתחיל בטווח הקצר, הכוללים בין היתר את השלב השני של פרויקט הולילנד בירושלים (144 יח"ד חלק החברה), פרויקט פיניו בינוי מצדה בבת ים (236 יח"ד חלק החברה לאחר רכישת 51% חלק השותף) ופרויקט כרמי גת (448 יח"ד חלק החברה כאשר 50% מהדירות במסגרת "מחיר מטר").

במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2025 מכרה החברה כ-82 יח"ד (חלק החברה) לעומת כ-109 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד. ליום 30.09.2025, הפרויקטים בביצוע עומדים על שיעורי מכירות בטווח של 16%-19% למעט פרויקט הולילנד אשר עומד על שיעור מכירות של 67%, בעוד קצב ביצועו עומד על 40%. היקף ההכנסות מייזום לתקופה של שלושת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2025, הסתכם בכ-91 מ' ש, וצפוי להסתכם בסך של כ-133 מ' ש בשנת 2025 כולה. זהו היקף נמוך מאוד בהשוואה לשנים האחרונות, לאור עיכובים של החברה בפתיחת פרויקטים שתוכננה לשנים אלו. אותם פרויקטים נדחו קדימה ובשנת 2026 צופה החברה פתיחה של 7 פרויקטים אשר השפעתם על ההכנסות והרווח תתבטא בעיקר משנת 2027 ואילך. מידרוג הביאה בחשבון אפשרות לעיכובים בתחילת הביצוע של פרויקטים חדשים, תרחיש רגישות ביחס למשך תקופת המכירה, ומשך ביצועם וכן ביחס לעלויות הביצוע. תרחישי הרגישות נלקחו על רקע ההאטה בשוק הדיור לצד מורכבויות תכנוניות ובשל אתגרים תפעוליים בפתיחה וקידום פרויקטים. בהתאם לכך, מידרוג הביאה בחשבון היקף הכנסות צפוי בשנת 2026 בטווח רחב יחסית של 250-400 מ' ש.

⁵ הלמ"ס: התחלות וגמר בנייה - אוקטובר 2024-ספטמבר 2025, 18 בדצמבר 2025

⁶ אגף הכלכלן הראשי: מיקוד: מגמות בתעסוקה בענף הבינוי, 26 ליוני 2025

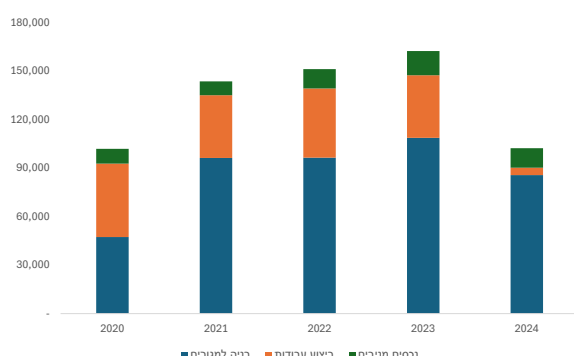
הקיסון בהיקף הפעילות של החברה הוביל לריכוזיות גבוהה בפרויקטים בביצוע, כאשר מספר מועט של פרויקטים אחראי לחלק ניכר מההכנסות והתרומה. מצב זה עשוי להשתפר במידה מסוימת עם כניסת פרויקטים חדשים לביצוע במהלך שנת 2026. בבעלות החברה 5 קרקעות: קריית גת, תל אביב, עפולה, נהריה (שליבים ב' ו-ג') וקריית אתא אשר כוללות 1,647 יח"ד במצטבר (חלק החברה). סה"כ לחברה עתודות קרקע ופרויקטים מותלים הכוללים כ-6,008 יח"ד (חלק החברה), לרבות פרויקטים מסוג קומבינציה והתחדשות עירונית בשלבים מתקדמים. פרויקט משמעותי מסוג קומבינציה הינו פרויקט בחדרה הכולל כ-2,100 יח"ד (חלק החברה 1,079 יח"ד). להערכת מידורג, 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 ההכנסות הצפויות מהפרויקטים המותלים אינן מגולמות בתרחיש הבסיס של מידורג.

בתקופה של ארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2025 שיעור הרווח הגולמי שרשמה החברה במגזר הייזום למגורים עמד על כ-28%, רווחיות זו נותרה בטווח הממוצע של שתי השנים הקודמות (כ-27.2% וכ-30% בשנים 2024 ו-2023, בהתאמה). בהתאם לתמהיל הפרויקטים של החברה בביצוע ובתכנון, שיעור הרווחיות בפעילות הייזום צפוי להישחק ולעמוד סביבות 17%-18% בשנים 2026-2027 בשל תמהיל הפרויקטים. הפרויקטים הבולטים בהיקפיהם הם הולילנד קרקע I וקרקע II וכן מצדה פינני בינוי בבית ים, שהרווחיות בהם נאמדת בכ-20% ומושפעת לחיוב מרווח קבלני בשל ביצוע בידי אל-הר, ועדיין נמוכה יחסית לשנים הקודמות. מספר פרויקטים נוספים קטנים יותר מאופיינים ברווחיות נמוכה יותר.

מגזר הביצוע באמצעות אל-הר תורם לפרופיל העסקי והפיננסי, תוך שהוא מציג רווחיות נאה, אולם בדומה למגזר הייזום, 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 (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 מצוי במגמת גידול ולימים 30.09.2025 עמד על כ-2.8 מיליארד ₪ בהשוואה לכ-2.2 מיליארד ₪ ולכ-2 מיליארד ₪ ל-31.12.2024 ול-31.12.2023, בהתאמה. עם זאת, בשל התייקרות חומרי הגלם וגידול בכוח העבודה במגזר הקבלנות, לצד האטה בתחילת הביצוע של פרויקטים, הכנסות קרדן נדל"ן במגזר הביצוע בשנת 2024 הסתכמה בכ-190 מ' ₪ והרווחיות הגולמית הסתכמה בכ-2%, זאת בהשוואה לממוצע רווחיות גבוה של כ-17% בשנים 2020-2023. בשלושת הרבעונים של 2025 הראו מגמת שיפור במגזר זה, וההכנסות הסתכמו בכ-252 מ' ₪ עם רווחיות גולמית של כ-10%.

קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ: תוצאות מגזרי הפעילות העיקריים לשנים 2020-2024, באלפי ₪



בשנים 2026-2027 היקף ההכנסות והרווחיות הגולמית במגזר הביצוע צפויים לגדול לאור המשך התקדמות של פרויקטים משמעותיים בצבר. מידורג מעריכה כי אל-הר מקנה לחברה ערך סינגרטי ביתרון בביצוע עצמי בחלק מהפרויקטים ללא תלות בקבלנים חיצוניים. בין גורמי הסיכון בענף קבלנות הביצוע ניתן למנות סיכוני תמחור של הקבלן וסיכוני ההקמה של הקבלן, לחצי התחרות הגבוהים בענף לצד מרווח מצומצם, וסיכוני תמחור מול ביצוע. יחד עם זאת, מידורג מעריכה כי מיצובה החיובי והניסיון והמוניטין של אל-הר ממתנים במידת מה את הסיכונים כאמור.

מינוף החברה נמצא במגמת עליה עם הגידול בצבר הפרויקטים וכניסה לביצוע של מספר פרויקטים בהתאם לתכנית החברה

מינוף החברה הינו מתון יחסית לרמת הדירוג, אך מצוי במגמת עליה הדרגתית בשנים האחרונות, וליום 30.09.2025 עמד יחס חוב נטו ל-CAP על כ-45% בהשוואה ליחס של כ-43% ליום 30.09.2024. העלייה במינוף בשנה האחרונה נבעה בעיקר מתשלומי מיסים בגין שנים קודמות ומחלוקת דיבידנד לבעלי המניות בחברה. מנגד, תזרים מזומנים חזק מפעילות שוטפת של אל-הר מיתן את העלייה במינוף. בשנים האחרונות רכשה החברה 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 מ' ש' בגינה. בנוסף, בשנת 2022 רכשה החברה כ-60% מחברה כלולה לשעבר, הולילנד פארק בע"מ, בתמורה לסך של כ-126 מ' ש'. בשנת 2023 רכשה החברה קרקע בעפולה וזכתה בקרקע במרכז של רמ" בקרית גת כאשר לצורך מימון הרכישה נטלה אשראי בנקאי בסך של 62 מ' ש'. באפריל 2025 החברה חילקה דיבידנד לבעלי המניות בסך כ-34 מ' ש' שהיווה שיעור של כ-69% מסך הרווח הנקי של שנת 2024 ובשנה לפני כן, חילקה דיבידנד בסך כ-30 מ' ש' שהיווה שיעור של כ-43% מסך הרווח הנקי של שנת 2023. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל המשך פיתוח פרויקטים בביצוע ובתכנון, יחס המינוף צפוי להישחק בטווח הזמן הקצר-בינוני ולנוע בשיעור של 53%-58%.

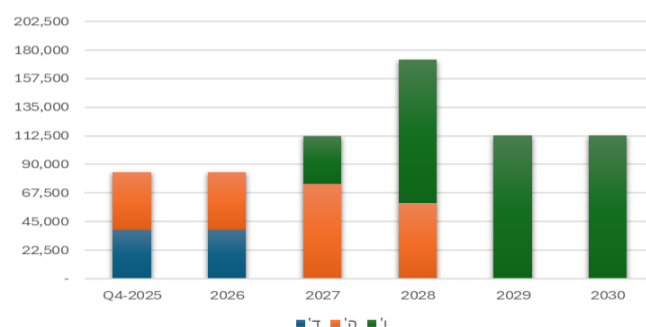
בארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.09.2025 הסתכם יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון בכ-0.8, בעיקר בשל רווח תפעולי חלש. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הכיסוי צפוי לעמוד בטווח של 0.5-1.2 בשנים 2025-2026 בזכות עלייה בהכנסות וברווח ממגזר הייזום וממגזר הקבלנות לצד עלייה מתונה יותר בהוצאות המימון.

החברה הפגינה לאורך השנים האחרונות מדיניות מינוף שמרנית יחסית, לצד חלוקת דיבידנדים עקבית לבעלי המניות בשיעור ממוצע של כ-45% מרווח נקי, בזכות השקעות מתונות יחסית ברכישת קרקעות וכן בזכות רווחיה של אל-הר. בהתאם להערכה לעיל לגידול בחוב ובמינוף, מידרוג הביאה בחשבון כי החברה תוסיף לשמור על איזון במדיניותה הפיננסית בין האינטרסים של בעלי המניות לבין אלו של מחזיקי החוב.

יתרות נזילות גבוהות לאורך זמן אולם לחברה צורכי מזמן גבוהים לצורך קידום פרויקטים בשנה הקרובה שנדרשים למימון

להלן תרחיש מקורות ושימושים לחברה לתקופה של 5 רבעונים החל מ-30.09.2025 ועד 31.12.2026: יתרת מזומנים (מאוחד) ליום 30.09.2025 בסך כ-188 מ' ש', מכך כ-70 מ' ש' באל-הר והיתר בחברה וחברות בנות, כמו כן ברבעון 4 2025 גייסה החברה אגרות חוב (סדרה ו') בתמורה ברוטו של כ-207 מ' ש' בדרך של הרחבת סדרה והיא צופה לתקבול ממכירת מניות מיקדן בסך כ-11 מ' ש'. למול מקורות אלו לחברה חלויות קרן אג"ח בסך כ-84 מ' ש' בדצמבר 2025 וכ-84 מ' ש' בדצמבר 2026, צורכי הון עצמי בפתיחת פרויקטים, נטו בניכוי משיכת עודפים, הנאמדים בסך כ-300 מ' ש' בהנחה כי החברה תוציא לפועל את תוכניתה העסקית וכן הוצאות שוטפות - מימון ומטה והשקעות הון חוזר ברמת אל-הר בהיקף הנאמד בכ-90 מ' ש' לכל התקופה. סה"כ טרם לגיוס חוב חדש לחברה צפוי גירעון מצטבר עד לסוף שנת 2026 בהיקף הנאמד בכ-150 מ' ש', לפני הנחה לחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. החברה מחזיקה במסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף כולל של כ-98 מ' ש' (לא כולל מסגרות אשראי בפרויקטים במסגרת ליווי בנקאי). החברה מעריכה כי עודף השימושים על המקורות כדלעיל ועיבוי הנזילות ימומנו באמצעות הנפקת אג"ח.

קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ: לוח הסילוקין לפירעון קרן אג"ח ליום 30.09.2025, באלפי ש"ח



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 ממונתת 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 הדיור. כמו כן, במגזר הביצוע חשופה החברה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

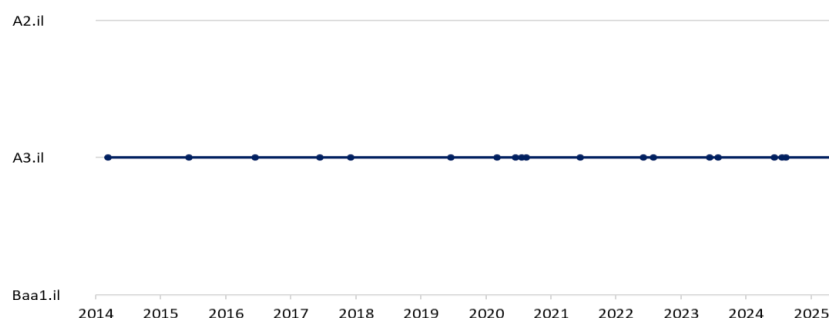
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2025		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	250-400	Ba.il	151	סך הכנסות מפעילות ייזום LTM (מיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Baa.il	17%-18%	Aa.il	28%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	53%-58%	Aa.il	45%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	0.5-1.2	Ba.il	0.8	EBIT / הוצאות ריבית LTM	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa1.il					דירוג נגזר
A3.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

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](#)

[האטה בביקושים מעלה את סיכון האשראי בענף ייזום הנדל"ן למגורים בישראל - דוח מיוחד - אוקטובר 2025](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

31.12.2025	תאריך דוח הדירוג:
26.11.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.09.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קרדן נדל"ן ייזום ופיתוח בע"מ	שם יזום 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 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 קטגוריית הדירוג שאלה 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 לכושר החזר 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 כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגיומה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר 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 בנוגע לכושר החזר 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 הדיון 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 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 מפקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי כושר החזר 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 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.