

# קבוצת מנרב בע"מ

מעקב | מרץ 2026

## אנשי קשר:

סאני אגאבאבא

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי  
[sunny.a@midroog.co.il](mailto:sunny.a@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## קבוצת מנרב בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לקבוצת מנרב בע"מ (להלן: "החברה") ולאגרות חוב (סדרות ד', ו') שהנפיקה החברה. כמו כן

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרה ה') מובטחות בשעבודים שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

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

### שיקולים עיקריים לדירוג

- ביקושים גדלים בתחום התשתיות הצפויים לתמוך בענף, לצד היעדר צמיחה בינוי במגזר הפרטי.** החברה פועלת בעיקר בתחומי ההנדסה, התשתיות והנדל"ן בישראל, הכוללים ביצוע עבודות בינוי שלא למגורים עבור המגזר הפרטי והציבורי וביצוע עבודות תשתית עבור המגזר הציבורי. הפעילות בענף הבינוי שלא למגורים מושפעת מהביקוש למבני משרדים, מסחר ותעשייה, המושפע לשלילה מהעלאת הריבית החל משנת 2022 ומאי הוודאות הגיאופוליטי. להערכת מידרוג, גורמים אלו יוסיפו להשהות החלטות השקעה בפרויקטים חדשים במגזר הפרטי לפחות בטווח הקצר. הביקוש בתחום התשתיות מושפע מיעדי הממשלה והינו דפנסיבי יחסית. לאורך זמן הממשלה מגדילה את תקציבי ההשקעות בתשתית התחבורה והביטחון, אולם המלחמה המתמשכת והימשכות אישור התקציב השפיעו לשלילה על קצב הפתיחה של פרויקטים חדשים, שהחל להשתחרר בשלהי שנת 2025. ענף קבלנות הבניה והתשתיות פועל בסביבה רוויית אתגרים על רקע השלכות מתמשכות של המלחמה בישראל. הענף המשיך להתמודד עם מחסור בכוח אדם, התארכות לוחות זמנים בפרויקטים ועלייה במדד תשומות הבניה, אשר הובילו לעדכוני אומדנים והעיבו על רווחיות החברות, לצד סביבת ריבית גבוהה ועלויות מימון משמעותיות. להערכת מידרוג, צפויה התאוששות בטווח הקצר-בינוי בביקוש לפרויקטים בתחום התשתיות, הנתמכת בחידוש והאצה של פרויקטי תשתית לאומיים ובמאמצי שיקום ופיתוח, בעיקר באזורי הדרום והצפון.
- רווחיות חלשה עם התאוששות ברבעונים האחרונים ותחזית לשיפור במידה מסוימת, לצד גידול חד בצבר ההזמנות.** הפרופיל העסקי של החברה נתמך בניסיון של שנים רבות בתחומי הבניה והתשתיות. צבר הזמנות עבודות הקבלנות של החברה במגמת גידול בשנים האחרונות, והסתכם בכ- 3.9 מיליארד ש"ח ליום 30.09.2025, בהשוואה לכ- 3.5 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2024 וכ- 2.4 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2023. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה צפויות להסתכם בטווח של 1.8-2.1 מיליארד ש"ח בשנים 2025-2026, בהשוואה לכ- 1.76 מיליארד ש"ח ב- 12 החודשים עד ליום 30.09.2025. עיקר הגידול בהכנסות בתקופת התחזית מיוחס למגזר הקבלנות, שצפוי להוות מעל 90% מסך ההכנסות בשנים 2025-2026. מגזר הקבלנות בחברה רשם הפסדים משמעותיים בשנים 2023-2024 כתוצאה מרווחיות גולמית חלשה בעיקר בתחום העבודות הקבלניות אשר מותן מצד רווחיות סבירה בתחומי התשתיות ואלקטרו-מכניקה. בתקופה ינואר-ספטמבר 2025 עבר המגזר לרווח מתון. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח הגולמי במגזר הקבלנות צפוי להמשיך במגמת שיפור עם סיומם של פרויקטים ישנים שחלו בהם עיכובים ועם כניסתם של פרויקטים חדשים.
- מהלכי החברה לצמצום החוב צפויים להוביל לשיפור בפרופיל הפיננסי, שעדיין גוזר יחסי כיסוי איטיים.** החברה פועלת לצמצום החוב באמצעות מימוש נכסים והכנסת שותפים לפרויקטים, שיפור הגבייה מלקוחות במגזר הקבלנות והמשך מכירת מלאי

הדירות בארה"ב. כפועל יוצא, החברה התקשרה בהסכם למכירה של מחצית מזכויותיה במקרקעין המצויים באזור התעשייה באשדוד שעליהם בנויים 3 מתחמים, בתמורה לסך של 200 מ' ש, ובמהלך שנת 2025 הושלמה העסקה. יחס חוב פיננסי ברוטו ל- EBITDA שלילי ב- 12 החודשים עד ליום 30.09.2025 בעיקר בשל ההפסד התפעולי ברבעון הרביעי של שנת 2024, וצפוי להערכת מידרוג לנוע בטווח של 10-14 בממוצע בשנים 2025-2026. יחס כיסוי זה איטי לרמת הדירוג ומושפע לשלילה מרווחיות נמוכה יחסית וכן מאחזקות החברה בקרקעות ובנדל"ן מניב. יחס הון למאזן עמד על כ- 21.9% ליום 30.09.2025 וצפוי להערכת מידרוג לנוע בטווח של 23%-25% בשנים 2025-2026.

• **מדיניות פיננסית לשיפור המיצוב הפיננסי, עם זאת היא נפגמת בהערכתנו בשל קירבה לאמת מידה פיננסית.** בשנתיים האחרונות הנהלת החברה מבצעת מהלכים לצמצום החוב הפיננסי ושיפור המינוף עם הנפקת הון שבוצעה ומימוש נכסים, ומגמה זו צפויה להימשך. החברה אינה צפויה לבצע השקעות בקרקעות במסגרת מגזר הייזום למגורים או השקעות במיזוגים ורכישות בהיקפים מהותיים. אנו רואים לחיוב את בחירת החברה לגדר את סדרת האג"ח הצמודה למדד בצד ניהול הסיכונים. לצד כל זאת נציין, כי הקירבה של החברה לאמת מידה פיננסית של יחס הון עצמי למאזן מגבילה מלכתחילה את גמישותה העסקית והפיננסית ונזקפת לשלילה בהערכתנו את המדיניות הפיננסית של החברה.

**תרחיש הבסיס של מידרוג מניח,** בין היתר, גידול בהכנסות מביצוע עבודות קבלנות בהתאם לגידול בצבר ההזמנות תוך שיפור מסוים ברווחיות מגזר זה, קיטון בהכנסה התפעולית מהשכרת נכסים מניבים בעקבות מכירת מחצית מהזכויות במקרקעין באשדוד לקרן ריאליטי, מכירת מרבית הדירות בארה"ב עד סוף שנת 2026, משיכת רווחים שוטפים מפרויקט זכיינות בהתאם לתחזית החברה, השקעות בפרויקטים בהקמה של התחדשות עירונית, פירעונות אגרות חוב בהתאם ללוחות סילוקין ופירעונות של אשראי מבנקים מתוך עודפי מזומנים שינבעו לחברה. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג נערכו תרחישי רגישות שונים, בין היתר, באשר להיקף ההכנסות, הרווחיות וההון החוזר במגזר הקבלנות.

### שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה מושפע לשלילה מקרבה לאמת מידה פיננסית של יחס הון עצמי למאזן אשר נדרש לעמוד על 20% ומעלה ועומד בפועל על 21.9% ליום 30.09.2025 ופוגע בגמישות הפיננסית של החברה. בבחינת היחס ליום 30.09.2025 פרופורמה למכירת פרויקט דירה להשכיר בבאר יעקב ומתחם התחייה יחס הון עצמי למאזן משתפר ומגיע לשיעור של כ- 23%. האחזקה בנכסי נדל"ן מניב וקרקעות ייזום למגורים מסבירים חלק מיחסי הכיסוי האיטיים ויש בכך לייצר גמישות פיננסית לחברה ולמתן את ההשפעה השלילית של יחסי הכיסוי האיטיים.

### שיקולים מבניים לדירוג

אגרות חוב (סדרה ה') שהנפיקה החברה מובטחות בשעבודים על מלאי דירות, יחידת מסחר ומחסנים שטרם נמכרו בשני פרויקטים של החברה בארה"ב, הידועים בשם 368 3<sup>rd</sup> Avenue ו- 427 East 90<sup>th</sup>. מידרוג בחנה מתן הטבה דירוגית לאגרות החוב המוגבות בבטוחות (סדרה ה') בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי"<sup>1</sup>. בחינת הסדרה המובטחת כללה הערכה של איכות הבטוחה ושל שיעור ההשבה של הבטוחה ביחס לחוב המובטח, ובהתחשב בדירוג המנפיק Baa1.il. מידרוג מעריכה את מאפייני הבטוחה באיכות "גבוהה" בין היתר לאור מיקום הנכסים המשועבדים ברובע מנהטן בעיר ניו יורק, המאפיינת בסביבה כלכלית ומשפטית יציבה, ולאור מידת סחירות סבירה של הנכסים המשועבדים לאור היותם דירות מגורים נפרדות. קיומה של משכנתא מוגבלת בסכום על הנכסים המשועבדים מחלישה את איכות הבטוחה, אולם קיומם של שעבוד ראשון על מלוא זכויות החברות שבאמצעותן מחזיקה החברה בכל אחד מתאגידי הנכס לצד שעבוד שלילי מחזקים את איכות הבטוחה. מידרוג בחנה תרגיש רגישות לשווי הנכסים המשועבדים בשיעור של עד 30% ביחס לשוויים על פי הערכות שווי ליום 30.09.2025, אשר מוביל לשיעור השבה מהבטוחה ביחס לחוב מובטח העולה בסבירות גבוהה על 70%. לאור כך, מידרוג קבעה הטבה דירוגית לאגרות חוב (סדרה ה') בגובה נוטש אחד מעל דירוג המנפיק ודירוג החוב הבכיר שאינו מובטח.

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

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהערכת מידרוג כי החברה תציג שיפור בהכנסות וברווחיות מגזר הקבלנות ותמשיך לפעול לצמצום החוב הפיננסי והגדלת היחס הון עצמי למאזן, בין היתר באמצעות מימוש נכסים.

מבצע "שאגת הארי" שהחל ב- 28 בפברואר 2026 הוביל לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, סגירת התנועה האווירית האזרחית, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן גיוס מילואים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק הישראלי ולירידה בפעילות הכלכלית. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות.

## גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

## גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- שחיקה ברווחיות הפרויקטים בתחום הקבלנות.
- אי שיפור ביחס הון עצמי למאזן.
- מיזוגים ורכישות באופן שיגדיל את הסיכון הפיננסי של החברה.

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

31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2024	30.09.2025	
952	1,466	1,546	1,611	1,223	1,371	סך הכנסות
(2.8%)	(1.3%)	(0.6%)	(4.0%)	0.9%	4.0%	רווח תפעולי להכנסות
8	2	6	(49)	20	65	EBITDA מותאם (*)
1,610	1,642	1,531	1,350	1,393	1,289	חוב פיננסי ברוטו
237	180	184	171	146	139	מזומנים ותיק ני"ע
50<	50<	50<	NEG	50<	NEG	חוב פיננסי ל- EBITDA מותאם, LTM
24.1%	21.6%	21.6%	21.6%	23.9%	21.9%	הון עצמי למאזן

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

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## ענף הקבלנות מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית בשל מאפיינים פרויקטליים ולחצי רווחיות

עיקר הכנסות החברה נובעות מפעילותה במגזר ביצוע עבודות קבלניות שהיווה שיעור של כ- 90% מסך הכנסות (במאוחד) ב- 12 החודשים עד ליום 30.09.2025 וצפוי להיות ברמה זו גם בשנה הקרובה. הפעילות במגזר זה כוללת ביצוע עבודות קבלניות ממספר סוגים עיקריים: (א) עבודות בניה למגזר הפרטי/העסקי, כגון בניית משרדים, מרכזי מסחר ומרכזי תעסוקה; (ב) עבודות בניה למגזר הציבורי, כגון משרדי ממשלה, רשויות מקומיות, חברות ממשלתיות ועמותות; (ג) עבודות בניה למגזרים עבור הקבוצה (לרבות בפרויקטי דירה להשכיר) וכן מחוצה לה; (ד) ביצוע עבודות לבניית תשתיות למגזר הציבורי.

אופיו הפרויקטלי של ענף קבלנות הביצוע מעלה את הסיכון העסקי בו בשל משך הפרויקטים, היוצר סיכון תכנוני וחשיפה לרטייה מהיקף העלויות המתוכנן, ודורש יכולות ניהול ובקרה גבוהות. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת תחרות גבוהה, אי וודאות בתמחור פרויקטים, וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשים על פי רוב באמצעות מכרזים ומייצרים לחצים על המרווח הקבלני. הישענות על כניסת הזמנות חדשות מגבילה את נראות ההכנסות לאורך זמן ואת תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי.

הפעילות בענף חשופה למחזוריות בהיקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. הפעילות בענף על בסיס צבר הזמנות תורמת לנראות ההכנסות בטווח הקצר והבינוי.

ענף קבלנות הבניה והתשתיות בישראל ממשיך לפעול בסביבה מאתגרת, על רקע השלכות מתמשכות של המלחמה והאי ודאות הגיאופוליטית. הענף התמודד בשנתיים האחרונות עם מחסור בכוח אדם, בין היתר עקב היעדרות עובדים פלסטינים והיקפי גיוס למילואים, לצד הפרעות נקודתיות בפעילות אתרי בניה, אשר הובילו להתארכות לוחות זמנים ועדכון אומדנים בפרויקטים שונים והעיבו על רווחיות קבלני הבניה. רווחיות החברות בענף מושפעת גם מעליה מצטברת בעלויות חומרי הגלם והשירותים ועליית הריבית.

להערכת מידורג, הביקושים במגזר הפרטי התמתנו בשל הריבית הגבוהה ודחיית החלטות השקעה בשל כך, מצב זה עשוי להשתנות ככל שתרד הריבית וכתלות בסביבה הגיאופוליטית. במגזר התשתיות ניכרת לאורך השנים הגדלת התקציבים הממשלתיים לפרויקטים בתחום התחבורה בעיקר, עם זאת שחרור התקציבים עלול להתעכב מעת לעת בשל השפעות גיאופוליטיות. בשנה האחרונה ניכרת עלייה בהיקף התחלות פרויקטים תשתיתיים לאחר חולשה שאפיינה את תקופת המלחמה, מגמה זו עשויה להימשך אם כי פרוץ המלחמה הנוכחית מציב אי וודאות לגבי תקציב המדינה.

### ניסיונה ומעמדה של החברה בענף הבינוי מתבטאים בצמיחת צבר ההכנסות שהינו רחב ומגוון

דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי בולט לחיוב לרמת הדירוג, הנובע ממעמד בולט במגזר הקבלנות, הנתמך בותק וניסיון רב שנים בתחומי הביצוע ההנדסיים ובתחום התשתיות ומתבטא בצבר הזמנות משמעותי שכולל פרויקטים רחבי היקף. החברה מחזיקה ברישיונות קבלניים נרחבים ומחזיקה במומחיות במגוון תחומים בענף הכוללים פרויקטי תשתיות, הנדסה ואלקטרו-מכניקה. זהות מזמיני העבודות הם בעיקר גופים ציבוריים וגופים פרטיים בעלי איתנות פיננסית, כך שהסיכון הכרוך בזהות המזמין נמוך ביחס לענף.

יחד עם זאת, לאורך השנים האחרונות הציגה החברה הפסדים מהותיים במגזר הקבלנות, אשר מיוחסים בעיקר לפרויקטים וותיקים יחסית, שסבלו מאתגרי תכנון ותמחור, התארכות משך פרויקטים והתייקרות תשומות, מורכבויות סטטוטוריות, וכן מהשפעות אקסוגניות, לרבות השלכות המלחמה. הפסדים אלו קיבלו ביטוי בשנים 2022-2024. בשנתיים האחרונות נקטה החברה צעדים לשיפור הרווחיות במגזר, שכללו התאמות בתמחור פרויקטים חדשים, הידוק מנגנוני הבקרה וניהול פרויקטים, לרבות הטמעת מערכות מידע ומערכות ניהוליות לשיפור הבקרה וכן שינויים ארגוניים. ב-9 החודשים הראשונים לשנת 2025 נרשם שיפור בתוצאות המגזר, המשקף סיום הפרשות על פרויקטים הפסדיים והתקדמות פרויקטים בעלי רווחיות.

בשנה האחרונה החברה פעלה להגדלת צבר ההזמנות של מגזר הקבלנות שהסתכם בכ- 3.98 מיליארד ₪ ליום 30.09.2025 בהשוואה לכ- 3.7 מיליארד ₪ ליום 30.09.2024 וכ- 2.4 מיליארד ₪ ליום 30.09.2023. הגידול בצבר במהלך 2024-2025 התבטא גם בעלייה בהכנסות החברה במגזר הקבלנות, בשיעור של 17% בתקופה ינואר-ספטמבר 2025, בהשוואה לתקופה המקבילה, והן הסתכמו בכ- 1.247 מיליארד ₪. בין הפרויקטים הבולטים בצבר ניתן למנות את פרויקט רק"ל נופית (בהיקף חזוי של 850 מ' ₪, טרם החל), פרויקט רק"ל קו כחול ראשון לציון (בהיקף חזוי של 330 מ' ₪, החל לאחרונה) פרויקט 461 (בהיקף של 518 מ' ₪) ופרויקט מגורים בבית שמש (בהיקף של 342 מ' ₪).

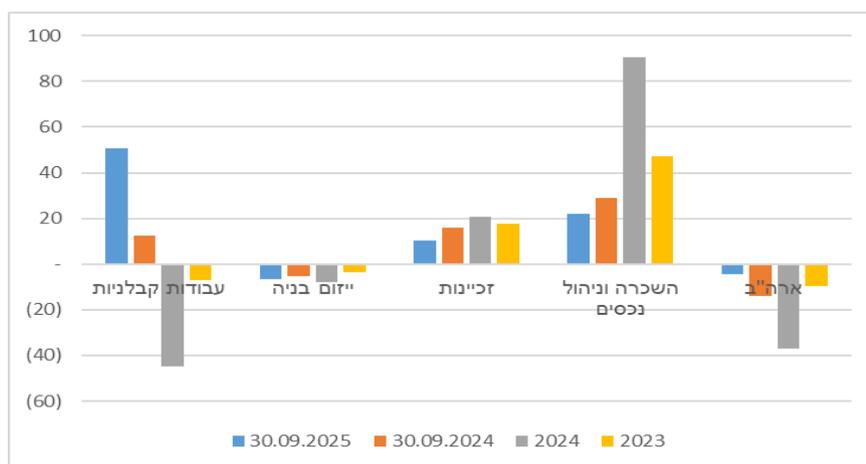
הרווח המגזרי של מגזר הקבלנות נאמד בכ- 61 מ' ₪ בתקופה ינואר-ספטמבר 2025, המהווים כ- 4.9% מההכנסות, זאת בהשוואה לרווח של 12.8 מ' ₪ בתקופה המקבילה אשתקד שהיוו כ- 1.1% מהכנסות המגזר ובהשוואה להפסד של 44 מ' ₪ בשנת 2024 כולה. השיפור ברווחיות המגזר במהלך שנת 2025 נבעה משיפור ברווח הגולמי, זאת בהשוואה להפסדים כבדים שנרשמו ברבעון הרביעי בשנת 2024 בגין שינוי אומדני עלויות במספר פרויקטים ותיקים. רווחיות המגזר נתמכת בפעילות החברה בתחום התשתיות ובתרומת החברות הבנות משב ארדן ודרך עפר, שנרכשו על ידי החברה בשנים 2021-2022. בחודש יולי 2025 רכשה החברה את יתרת האחזקות בחברת דרך עפר, כך שלאחר הרכישה מחזיקה החברה במלוא הונה המונפק. הפרויקטים ההפסדיים בתחום ההנדסה צפויים להסתיים במחצית הראשונה של 2026 ולפי נתוני החברה, הופרשו במלואם לתאריך המאזן. בהתאם לכך צפויה ירידה בהשפעתם השלילית על רווחיות המגזר קדימה. עם זאת, יש לבחון לאורך זמן את הביטוי של המהלכים המבניים שביצעה החברה לשמירה רווחיות הולמת בפרויקטים הנמשכים והחדשים.

הנכס העיקרי של החברה בתחום הנדל"ן המניב הינו מתחם סיטי טק באשדוד, הכולל שטחי משרדים בהיקף של כ-34 א' מ"ר, המהווה חלק ממתחם מקרקעין שעליו בנויים שלושה נכסים - סיטי טק, מנרב סנטר ורבלון. בחודש דצמבר 2024 התקשרה החברה בהסכם למכירת 50% מזכויותיה במתחם לקרן ריאליטי בתמורה כוללת של 200 מ' ש, בתוספת התחייבות לתמורה עתידית נוספת בגין זכויות בניה בלתי מנוצלות. העסקה הושלמה בסוף הרבעון הראשון לשנת 2025. לחברה פעילות יציבה נוספת במגזר הזכיינות, הנובעת מהחזקות אקוויטי בפרויקט עיר הבה"דים באמצעות אחזקה של 32.18% ביזם הפרויקט וכ-56% בזכויות המפעיל התורמים לחברה דמי ניהול ודיבידנדים מידי שנה. במגזר הייזום למגורים בישראל החברה מקדמת את פרויקט פארק החורשות ופרויקטים של התחדשות עירונית. נכון ליום 30.09.2025 בבעלות החברה 14 פרויקטי פינוי בינוי ותמ"א 38/2 בתכנון, הכוללים היקף משוער של כ-2,500 יח"ד המיועדות לשיווק על ידי החברה, שבהם הושג שיעור חתימות הנדרש.

גיוון הפעילות על פני ארבעה מגזרים מרכזיים המייצרים סינרגיה ביניהם (שירותי קבלנות, ייזום בנייה למגורים, השכרה וניהול נכסים מניבים ופעילות זכיינות) תורם לחיוב לפרופיל העסקי, אם כי בשנים 2025-2026 מגזר הקבלנות צפוי להמשיך להוות מגזר פעילות עיקרי אשר ההכנסות ממנו צפויות להוות מעל 90% מסך הכנסות החברה במאוחד.

רווחיות החברה נותרה חלשה במונחי 12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2025, עם שיעור EBIT מותאם להכנסות (לא כולל רווחי שערך נדל"ן להשקעה/ רווחי כלולות/ הכנסות והוצאות אחרות) שלילי של כ-1.1%, שהושפע בעיקר מהפסדים והפרשות שנרשמו ברבעון הרביעי לשנת 2024, ובהשוואה לשיעור שלילי של 4% בשנת 2024 ולשיעור שלילי של כ-0.6% בשנת 2023. רווחיות החברה במבט מצטבר ממשיכה לשקף השפעות של החלטות עבר, לרבות הפרשה חד פעמית בגין הפחתה יזומה של מחירי מלאי הדירות בארה"ב ומהוצאות בתחום ההתחדשות העירונית, אשר טרם מתורגמות להכנסות. עם זאת, ב-9 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2025 עמד שיעור ה-EBIT על 4% בשל התייצבות מגזר הקבלנות. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה מכלל המגזרים במאוחד צפויות לנוע בטווח 1.8-2.1 מיליארד ש"ח לשנה בשנים 2025-2026, הרווח הגולמי צפוי לנוע בטווח של 180-200 מ' ש בשנה בממוצע, הרווח התפעולי צפוי לנוע בטווח של 70-50 מ' ש בשנה בממוצע ו-EBITDA מותאם צפוי לנוע בטווח של 80-90 מ' ש בשנה בממוצע.

**תרשים 1: תוצאות מגזרי הפעילות העיקריים לפי תקופות\*, במיליוני ש"ח**



\* תוצאות מגזר השכרה וניהול נכסים כוללות עליית ערך נדל"ן להשקעה בסך כ-9 מ' ש בשנת 2023 ובסך כ-53 מ' ש בשנת 2024.

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

החוב הפיננסי המאוחד של החברה במגמת ירידה, והסתכם בסך של כ-1.28 מיליארד ש"ח ליום 30.09.2025, בהשוואה לסך של כ-1.39 מיליארד ש"ח ליום 30.09.2024 וכ-1.53 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2023. החוב ליום 30.09.2025 מורכב בעיקר מאג"ח (סדרות ד', ה',

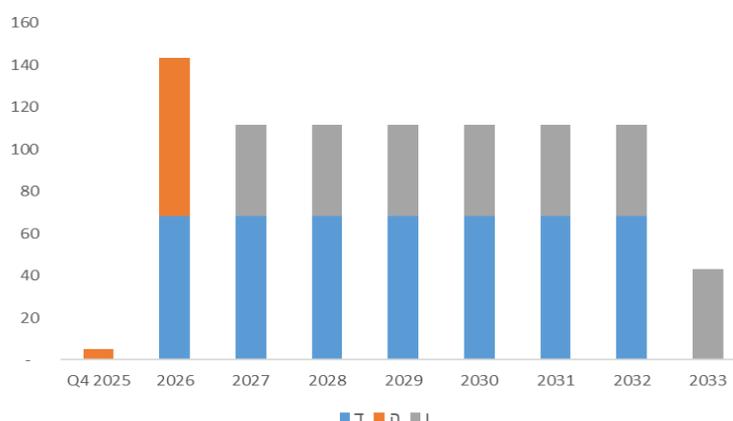
ו) בסך של כ- 840 מ' ש, הלוואות בנקאיות בגין קרקעות (פארק החורשות ומתחם התחייה) בסך של כ- 193 מ' ש, הלוואות בנקאיות לז"ק (מסוג און-קול) בסך של כ- 133 מ' ש, והלוואות בגין פרויקטי דירה להשכיר בסך של כ- 96 מ' ש.

החברה מעריכה כי פארק החורשות ייכנס לליווי בתחילת 2026 והחלה לאחרונה בשיווק הפרויקט. ההלוואה בגין מתחם התחייה צפויה להיפרע עד סוף שנת 2026 באמצעות תמורה ממכירת חלק מהמתחם על ידי החברה והשותף שלה בקרקע לצד שלישי. אג"ח (סדרה ה') צפויה להיפרע בהדרגה באמצעות מכירת דירות בשני הפרויקטים של החברה בארה"ב עד לסוף שנת 2026. היקף אג"ח (סדרה ה') ליום 30.09.2025 עמד על 80 מ' ש ערך נקוב ולאחר תאריך המאזן בוצע פירעון מוקדם חלקי בסך 5 מ' ש ערך נקוב. על פי הערכות שווי ליום 30.09.2025, בפרויקט 3<sup>rd</sup> Avenue נותרו 5 יח"ד, יחידת מסחר ו- 15 מחסנים שטרם נמכרו בשווי כולל של כ- 29 מ' דולר, ובפרויקט East 90<sup>th</sup> נותרו 3 יח"ד ו- 7 מחסנים בשווי כולל של כ- 13 מ' דולר. הלוואות בגין פרויקטי דירה להשכיר נפרעו במלואן ביום 31.12.2025. היקף הירידה באשראי לז"ק תלוי בהתפתחות ההון החוזר במגזר הקבלנות וכן החברה תידרש להשקעות הון עצמי בפארק החורשות שימומנו מירידה בנזילות ו/או נטילת חוב. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הון למאזן צפוי לנוע בטווח של 25%-23% בשנים 2025-2026, בהשוואה לשיעור של כ- 21.9% ביום 30.09.2025 וכ- 21.6% ביום 31.12.2024. יחס חוב פיננסי ל-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 10-14 שנים במוצע בשנים 2025-2026, בהשוואה ליחס שלילי בתקופות קודמות. יחס EBITDA להוצאות מימון צפוי בטווח של 0.7-1.5 במוצע בשנים 2025-2026, בהשוואה ליחס שלילי מתון ב- 12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2025.

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

נכון ליום 30.09.2025 לחברה יתרות מזומנים בסך כ- 93 מ' ש, תיק ני"ע סחירים בסך כ- 46 מ' ש המורכב בעיקר מקרנות כספיות ומאגרות חוב ממשלתיות ו/או קונצרניות בדירוג מינימלי של Aa3.il עם מח"מ מירבי של עד שנתיים. כמו כן לחברה מסגרות אשראי חתומות ו/או מובטחות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ- 180 מ' ש. להלן אומדן מידרוג לתזרים המזומנים המצטבר של החברה (מאוחד) לתקופה של חמישה רבעונים מיום 30.09.2025 עד ליום 31.12.2026: תזרים מפעילות שוטפת בטווח של 55-35 מ' ש הכולל את מקורות החברה מפעילות שוטפת במגזרי ביצוע עבודות קבלנות, מכירת מלאי דירות בארה"ב בניכוי פירעונות אג"ח מובטח בשעבודים על מלאי הדירות, השכרת נכסים מניבים ומשיכת רווחים מפרויקט זכיינות בקיזז הוצאות הנהלה וכלליות, שיווק ומכירה והוצאות מימון ומיסים. בנוסף, לחברה צפוי תזרים נטו לאחר פירעון חוב ייעודי בגין מימוש נכסים בסך כ- 120 מ' ש, ואנו מניחים שהחברה תפרע כ- 60 מ' אשראי לז"ק ע"י כספי התמורה. למול מקורות אלו, לחברה שימושים בסך מצטבר של כ- 110 מ' ש, לרבות, בין היתר, בפרויקטים של התחדשות עירונית והשקעות נדרשות בפרויקט פארק החורשות עד לכניסה לליווי, וכן בנוסף חלויות שוטפות לפי לוח סילוקין של אג"ח ד' בסך של כ- 68 מ' ש.

**תרשים 2: לוח סילוקין לפירעון קרן אג"ח ליום 30.09.2025, במיליוני ש**



## שיקולי ESG

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

## מטריצת הדירוג

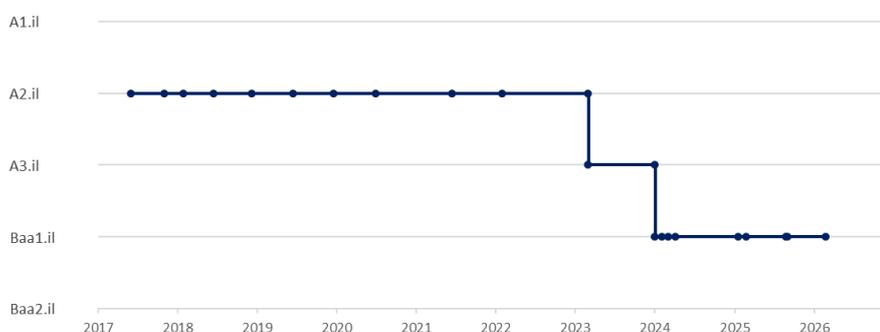
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2025		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,800-2,100	A.il	1,759	היקף הכנסות LTM (במיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Baa.il	2.5%-3.7%	Caa.il	(1.1%)	שיעור EBIT להכנסות	רווחיות
Baa.il	23%-25%	Baa.il	21.9%	הון עצמי / מאזן	
B.il	10-14	Ca.il	NEG	חוב פיננסי / EBITDA	פרופיל פיננסי
Baa.il	0.7-1.5	Baa.il	1.2	EBIT / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>Baa1.il</b>				<b>דירוג נגזר</b>	
<b>Baa1.il</b>				<b>דירוג בפועל</b>	

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

## אודות החברה

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

## היסטוריית דירוג



**דוחות קשורים**[קבוצת מנרב בע"מ - דוחות קשורים](#)[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)[טבלת זיקות והחזקות](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, דצמבר 2020](#)[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

05.03.2026	תאריך דוח הדירוג:
02.09.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.06.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת מנרב בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת מנרב בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**מידע מן המנפיק**

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

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי 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 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 פגימה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכויי נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכויי 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 נירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

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

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ 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 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 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 מפיקה, 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 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 אמין 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 בתהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il).