

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ

מעקב | אפריל 2024

אנשי קשר:

תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

Tamir.s@midroog.co.il

נאור סולטן

אנליסט, מעריך דירוג משני

Naor.s@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ

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

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

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|--------|------------|------------------|
| טז' | 2260438 | Aa2.il | יציב | 30.06.2028 |
| יז' | 2260446 | Aa2.il | יציב | 30.06.2028 |
| יט'* | 2260487 | Aa1.il | יציב | 31.03.2027 |
| כ' | 2260495 | Aa2.il | יציב | 31.12.2029 |
| כג'* | 2260545 | Aa1.il | יציב | 30.09.2026 |
| כד'/** | 2260552 | Aa2.il | יציב | 30.06.2028 |
| כה' | 2260636 | Aa2.il | יציב | 30.09.2033 |
| נע"מ 1 | 1188804 | P-1.il | - | 17.08.2023 |

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

שיקולים עיקריים לדירוג

- שוק הנדל"ן המניב בישראל מאופיין בסביבה כלכלית חזקה וצומחת לאורך זמן, כאשר עליית הריבית בשנתיים האחרונות והאטה מאקרו כלכלית מעיבות על הענף.** עליית הריבית בעולם ובישראל האטה את הצמיחה הכלכלית ואת ההשקעות החדשות ומעלה סיכון להאטה כלכלית עולמית, כאשר ישראל מושפעת גם מהשלכות המלחמה ואי הוודאות הכרוכה בה. להערכת מידרוג, בטווח הקצר-הבינוני גורמים אלו מהווים איום על חברות הנדל"ן המניב בישראל הפועלות בענף התעשייה, המשרדים והמסחר והמשרדים. להערכת מידרוג, איכות הנכסים ומיקומם יוסיפו להוות גורם מפתח בשיעור התפוסה ובגובה דמי השכירות גם במחזור כלכלי שלילי.
- פרופיל עסקי הנתמך בפזיור נכסי וסקטוריאלי שבוולט לחיוב לרמת הדירוג.** ליום 31.12.2023 לחברה 575 נכסים הכוללים בעיקר נכסי נדל"ן מניב בישראל במספר מגזרים: תעשייה, משרדים, לוגיסטיקה, מסחר ודירור להשכרה. נכסי החברה בעלי איכות גימור מגוונים, חלקם נכסים קטנים וותיקים וחלקם חדשים יחסית. לחברה פיזור נכסי וסקטוריאלי, התורם לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכונים לצד פיזור שוכרים בולט לטובה. סך מאזן החברה בולט בהיקפו לרמת הדירוג והסתכם בכ- 18.1 מיליארד ₪ בשנת 2023 וזאת בהשוואה לסך של כ- 16.8 מיליארד ₪ בשנת 2022 וכ- 14.7 מיליארד ₪ בשנת 2021. עיקר הגידול לאורך השנים נובע מעליית ערך נדל"ן להשקעה בשנים אלו לצד השקעות בפרויקטים ביזום.
- תזרים מזומנים גבוה ויציב הנשען על חוזי שכירות לטווח בינוני-ארוך ופיזור רחב של הנכסים.** NOI של החברה הסתכם בכ- 825 מ' ₪ בשנת 2023 לעומת כ- 759 מ' ₪ בשנת 2022. נכסי החברה בישראל רשמו גידול ב-NOI של כ- 2.4% בשל השפעות מדד גידול בדמי שכירות בגין השכרות חדשות וחדוש חוזים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף NOI צפוי להיוותר בטווח של 825-850 מ' ₪. כמו כן, FFO הסתכם בכ- 604 מ' ₪ (בנטרול הפרשי הצמדה בגין שערך חוב צמוד בסך של כ- 206 מ' ₪ שנכללו בהוצאות המימון בשנה זו) בשנת 2023, בהשוואה לכ- 539 מ' ₪ בשנת 2022. להערכת מידרוג, היקף FFO צפוי לעמוד בטווח של 540-600 מ' ₪ לשנה בנטרול הפרשי הצמדה. היקף זה הולם לרמת הדירוג. יחס כיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO צפוי לעמוד בטווח של 13-15 שנה.

- **החברה שומרת על יחסי איתנות הולמים לדירוג לצד השקעות בפרויקטים בייזום.** ליום 31.12.2023 החוב פיננסי נטו הסתכם בכ- 6.9 מיליארד ₪ וזאת בהשוואה לכ- 6.4 מיליארד ₪ ליום 31.12.2022, הגידול נבע בעיקר בשל השקעות בפרויקטים בייזום שעיקרם הינו פרויקט הסוללים בתל אביב. ההון העצמי גדל במידה מתונה בלבד בין התקופות בשל חלוקות דיבידנדים והוצאות הפרשי הצמדה, לצד שערורן שלילי בנכסים בהיקף מתון יחסית. בהתאם, יחס חוב נטו ל- CAP נטו הסתכם לכ- 41% וזאת בהשוואה לכ- 39% ליום 31.12.2022 וכ- 38% ליום 31.12.2021. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה להגדיל את החוב פיננסי נטו בשנה הקרובה ומינוף החברה צפוי לעלות ולעמוד בטווח של 43%-45% בשנה-שנתיים הקרובות.
- **נמישותה הפיננסית של החברה הולמת את רמת הדירוג.** ליום 31.12.2023 לחברה נכסים בלתי משועבדים בישראל ובח"ל, ששוויים ההוגן הכולל עמד על סך של כ- 8 מיליארד ₪. כמו כן, ליום 31.12.2023 לחברה יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ- 1.0 מיליארד ₪, זאת ביחס לשירות חוב לא מובטח של החברה הצפוי להסתכם בכ- 837 מ' ₪ במצטבר בשנים 2024 ו- 2025.
- **מדיניות פיננסית יציבה ושמרנית יחסית לצד חלוקת רווחים עקבית בהיקף משמעותי.** לאורך השנים החברה מציגה צמיחה עקבית במצבת הנכסים ובהיקף ההכנסות, תוך שהיא שומרת על רמת מינוף מתונה ואמצעים נזילים מספקים למול חלויות החוב. האסטרטגייה העסקית של החברה ממוקדת וברת חיזוי. ייזום החברה מתבצע בעיקר באמצעות ניצול זכויות הבנייה בנכסים הקיימים של החברה, במידה המשמרת את האינטרס של בעלי החוב. במרץ 2024 החליט דירקטוריון החברה על אימוץ מדיניות דיבידנד לפיה בכוונת החברה לחלק מדי שנה עד 50% מ-FFO שנתי של החברה, בהתחשב בכך שיחס החוב פיננסי נטו ל- CAP הרצוי בחברה לא יעלה על 50%; טרם למדיניות החדשה נהגה החברה לחלק דיבידנד בהיקף של כ- 50% מ-FFO.
- **הדירוג לזמן קצר מבוסס על דירוג המנפיק Aa2.il באופק יציב וכן על ניתוח הנזילות של החברה.** ניתוח הנזילות לתקופה של 4 רבעונים מצביע על נזילות טובה המושתתת על כ- 955 מ' ₪ יתרות נזילות בקופת החברה ועל מסגרות אשראי בנקאיות מחייבות ממספר בנקים בסך כ- 1.0 מיליארד ₪ בסמוך למועד דוח זה. כמו כן לחברה תזרים שוטף יוציא מהנכסים המניבים. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת בכל עת מיתרת הנע"מ לאור קיומה של אופציה לפרעון מיידי של הנע"מ בהתראה של 7 ימי עסקים

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

שיקולים נוספים לדירוג

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

שיקולים מבניים

לחברה שתי סדרות אג"ח אשר מובטחות בשעבוד על נכסים מניבים - סדרות יט' ו- כג' וכן אג"ח סדרה כד' המובטחת במניות דרבן. מידרוג בחנה את טיב הבטוחות ואת יחס ההשבה תחת תרחישי רגישות לכל אחת מהסדרות בהתאם למתודולוגיה של מידרוג "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019). ביחס לסדרות יט' ו- כג', מידרוג מעריכה את איכות הבטוחות כ- "גבוהה" וכן מידרוג בחנה תרחישי רגישות בהינתן כשל פרעון לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכסים המניבים המשועבדים לגבי כל אחת מהסדרות יט' ו- כג' ביחס לשוויים בספרי החברה ליום 31.12.2023 ובהתחשב במאפייני הנכסים. בהתאם לכך מידרוג העניקה לאג"ח סדרות יט' ו- כג' הטבה דירוגית בגובה נוטש אחד מעבר לדירוג המנפיק והחוב הבכיר שאינו מובטח. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאג"ח סדרה כד' מאחר ושעבוד מניות דרבן הוערך על ידי מידרוג כבעל איכות "בינונית ומעלה" בלבד אשר אינה מספקת בהתחשב ברמת הדירוג של החברה.

אופק הדירוג

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

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ב- FFO של החברה ושיפור רמת המינוף ויחסי כיסוי
- גידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה וירידה במחירי השכירות לאורך זמן
- הרעה משמעותית ביחסי המינוף והכיסוי של החברה

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

| 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.12.2021 | 31.12.2022 | 31.12.2023 | |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------------------|
| 13,239 | 13,082 | 14,698 | 16,763 | 18,101 | סך מאזן |
| 5,449 | 4,908 | 5,102 | 6,374 | 6,876 | חוב פיננסי נטו |
| 5,556 | 6,062 | 6,892 | 8,026 | 8,111 | הון עצמי וזכויות מיעוט |
| 44.7% | 40.1% | 37.9% | 39.4% | 40.9% | חוב נטו / CAP נטו |
| 403 | 404 | 471 | 534 | 604 | *FFO |
| 13.5 | 12.2 | 10.8 | 11.8 | 11.4 | חוב נטו ל *FFO |

המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. * FFO מחושב בנטרול הפרשי הצמדה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בעיקר בישראל בענף הנדל"ן המניב על פני מספר מגזרים: לוגיסטיקה ותעשייה (כ- 43% מ- NOI וכ- 41% משווי נדל"ן להשקעה), משרדים (כ- 37% מ- NOI ומשווי נדל"ן להשקעה) ומסחר (כ- 19% מ- NOI וכ- 20% משווי נדל"ן להשקעה). עיקר נכסי החברה מצויים בישראל (כ- 94% משווי הנדל"ן ו- 91% מ- NOI) והיתרה פזורה ב- 4 מדינות בחו"ל.

מדינת ישראל מדורגת A2 באופק שלילי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה וצומחת לאורך זמן. האינפלציה בישראל גבוהה, אך מתונה ביחס ליתר מדינות OECD, כאשר על פי נתוני בנק ישראל האינפלציה ב-12 החודשים שהסתיימו במרץ 2024 עמדה על שיעור של כ- 2.7% ובהתאם לתחזית הבנק המרכזי מחודש אפריל 2024, היא צפויה לעמוד על 2.7% בסוף שנת 2024 לעומת 2.4% בתחזית ינואר 2024. על פי נתוני בנק ישראל מחודש אפריל 2024, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ- 2% בשנת 2024 ובשיעור של כ- 5% בשנת 2025. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנים 2024 ו- 2025 יעמוד על 3.7% ו- 3.3% בהתאמה.

סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל מצוי תחת איום ההאטה בכלכלה העולמית ברקע העלאת הריבית ובנוסף למלחמת "חרבות ברזל" והמצב הגיאוגרפי בישראל אשר טרם ניתן לאמוד את השפעותיהם. שוק המשרדים בישראל אשר בשנים האחרונות נהנה מביקושים חזקים ומעלייה במחירי השכירות במרכז הארץ בין היתר בזכות הצמיחה המהירה בהיקף ההשקעות והמועסקים במגזר ההיי-טק בישראל, החל להציג סימני האטה בשנה האחרונה. ע"פ דוח נת"מ¹ בחציון השני של שנת 2023 חלה ירידה מסוימת בדמי

¹ דו"ח נת"מ גיליון מספר 52

השכירות בשוק המשרדים, כאשר באזור תל אביב חלה ירידה ממוצעת של כ- 3.7% בדמי השכירות לעומת המחצית הראשונה של שנת 2023 למשרדים מסוג Class A. במשרדים במיקומי "פריים לוקיישן" חלה ירידה מתונה יותר בדמי השכירות - דבר אשר מעיד על חוזקו של פלח שוק זה הנשען על מיקומים מרכזיים, נגישות תחבורתית ונכסים ברמת גימור גבוהה. גם להערכת מידרוג הפערים בדמי השכירות ובשיעורי התפוסה בין משרדים ברמת איכות גבוהה, המאופיינים במיקום אטרקטיבי, וברמת גבוהה של גימור ושירותים הם משמעותיים, בפרט לאור התייקרות עלויות הבנייה, כאשר מבנים באיכות גבוהה מבוקשים יחסית גם בשל היצע מוגבל לסוג כזה של משרדים. נכסי משרדים באיכות פחותה ובמעגלים הסובבים את ת"א עלולים לסבול מירידת מחירים ומירידה בשיעורי תפוסה במידה חדה יותר. מאז פרוץ הקורונה, עליית הריבית ומלחמת "חרבות ברזל" ניכרת נטייה של שוכרים חדשים לקצר את משך החוזים בשל אי הוודאות וכדי לשמור על גמישות. מגמה זו צפויה להימשך, לרבות באמצעות שכירות משנה מצד חברות שצמצמו מועסקים. באופן כללי, שוק המשרדים בישראל מאופיין במיעוט עסקאות מהותיות יחסית להיקף השוק, במידה המקשה על שקיפות שווי הנכסים וכיוונם ברקע העלייה בריבית.

להערכת מידרוג, תחום התעשייה והלוגיסטיקה הינו בעל סיכון נמוך יותר יחסית למגזרי הנדל"ן האחרים כגון משרדים ומסחר והינו תחום בצמיחה, בין היתר לאור תמורות טכנולוגיות וגידול המהיר במסחר המקוון אשר צפוי להימשך בשנים הקרובות. שוק הנדל"ן לתעשייה ולוגיסטיקה ממשיך במגמת הצמיחה ולגידול בביקושים בנוסף ענפים עיקריים: חוות שרתים, קמעונאות ומזון, מוצרים רפואיים ותרופות וכן קמעונאים המפעילים פלטפורמות למכירות אונליין. עקב העדפת בנייה למגורים במרכז הארץ נוצר מחסור בשטחים לוגיסטיים במיקומים מרכזיים וכתוצאה מכך נוצר ביקוש הולך וגובר לשטחי לוגיסטיקה ואחסנה במיקומים מרכזיים ונגישים במרכז הארץ.

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

צבר הנכסים של החברה כולל כ- 575 נכסים מניבים, מתוכם כ- 565 נכסים ברחבי מדינת ישראל והיתר מפוזרים על פני 4 מדינות ברחבי העולם (שוויץ, אוקראינה, צפון אמריקה וצרפת). נכון ליום 31.12.2023 לחברה 11 פרויקטים בייזום ובתכנון מתקדם למשרדים, מסחר, דיור להשכרה וייזום למגורים בנוסף למלאי קרקעות ונכסים בתכנון לטווח הבינוני-ארוך. לחברה קיימות זכויות בנייה נוספות בחלק מנכסיה המניבים. החברה מציגה גידול עקבי בשווי הנדל"ן להשקעה, העומד נכון ליום 31.12.2023 על כ- 15.1 מיליארד ₪ בהשוואה לכ- 14.6 מיליארד ₪ ליום 31.12.2022 ולכ- 12.1 מיליארד ₪ ליום 31.12.2021. שיעורי התפוסה בנכסי החברה בישראל עמדו על כ- 92.7% במוצק בשנת 2023 בהשוואה לכ- 94.5% בשנת 2022 ולכ- 93% בשנת 2021. הגידול ביתרת נדל"ן להשקעה לאורך שנים האחרונות נובעת מהשקעות החברה בפרויקטים בפיתוח, מרכישות של נכסים נוספים בישראל וכן מעליית שווי נדל"ן להשקעה שתרמה לשווי הנכסים כ- 1.3 מיליארד ₪ בשנים 2022-2023.

פעילות החברה בישראל אחראית לכ- 91% מ- NOI וכ- 94% מסך הנדל"ן להשקעה. הפעילות בישראל כוללת בעיקר נכסים מניבים בתחומי המשרדים, התעשייה, הלוגיסטיקה והמסחר מבוסס סופרמרקטים. בנוסף, מפתחת החברה את תחום הדיור להשכרה בעיקר באמצעות רכישת דירות או נכסים שלמים מיזמים והינה בעלת מספר פרויקטים לייזום למגורים. לאור הפיזור הרחב של נכסי החברה, אין פרויקט אחד שהינו מהותי לפעילות ומעלה את הסיכון לפגיעה בתזרים מהנכסים. לחברה נכסים מניבים ברמות איכות משתנות, בהתאם גם למיקומם ולתמהיל השימושים, חלקם נכסים קטנים יחסית וותיקים מאוד, לגבי חלקם החברה בוחנת לאורך זמן פיתוח והשבחה. שיעורי תשואה הממוצעים בנכסי התעשייה של החברה הסתכמו בכ- 6.8% בשנת 2023 לעומת 6.3% בשנת 2022, ובנכסי המשרדים הסתכמו בכ- 6.3% בשנת 2023 לעומת כ- 5.9% בשנת 2022.

ה- NOI של החברה בשנת 2023 הסתכם בכ- 825 מ' ₪ לעומת של כ- 760 מ' ₪ בשנת 2022, גידול של כ- 8.5%, כאשר עליית מדד המחירים לצרכן תרמה כ- 37 מ' ₪. יתר הגידול נבע בין היתר מגידול במצבת הנכסים, גידול בגין השכרות חדשות ועלייה בדמי השכירות בחוזים חדשים. ה- NOI מנכסים זהים רשם גידול של כ- 2.4% בשנת 2023. בהתאם לתחזית מידרוג, בשנת 2024 היקף ה- NOI של החברה צפוי להסתכם בכ- 825-850 מ' ₪ בעיקר לאור גידול בהכנסות מאנרגיה סולארית.

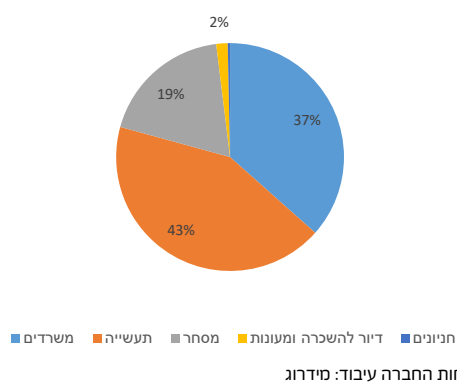
מנוע הצמיחה של החברה מתבסס על ייזום נכסים מניבים בעיקר למשרדים ושימושים מעורבים, הרחבת הפעילות בתחום ההשכרה למגורים, ייזום נדל"ן למגורים ואנרגיה סולארית. בייזום נכסים מניבים למסחר ומשרדים, לחברה 6 פרויקטים בביצוע שסך עלויות ההשקעה בהם נאמדו על ידי החברה בכ- 862 מ'ש, הפרויקטים המשמעותיים הינם הסוללים תל אביב ומגדל מבנה בהרצליה אשר צפויים להסתיים בשנים 2026 ו-2027, בהתאמה. כמו כן, פרויקט מבנה כפר סבא ונטר. בשדרות צפויים להסתיים בשנת 2024. למעט פרויקט נטר. ששווק במלואו, שאר הפרויקטים בהיקף מצויים כיום ללא השכרות מראש - גורם סיכון המתמתן במידה מסוימת בהתחשב בגודל החברה ופיזור.

במגזר ייזום נדל"ן למגורים לחברה 7 פרויקטים בביצוע ובתכנון: עמינדב, הסוללים, רמלה ואור עקיבא (נבנים על קרקעות בבעלות החברה), מרום השרון (פרויקט בשלבים הנבנה על קרקעות מושב צור יצחק, פרויקט שדה דב (קרקע שנרכשה במהלך שנת 2021 במסגרת עסקה משותפת) וכן חלק המגורים של מגדל מבנה הרצליה. במהלך שנת 2024 החברה תמשיך בביצוע של 3 פרויקטים: הסוללים, מרום השרון ומבנה הרצליה, כאשר מרום השרון שלב ו' צפוי להסתיים במהלך השנה.

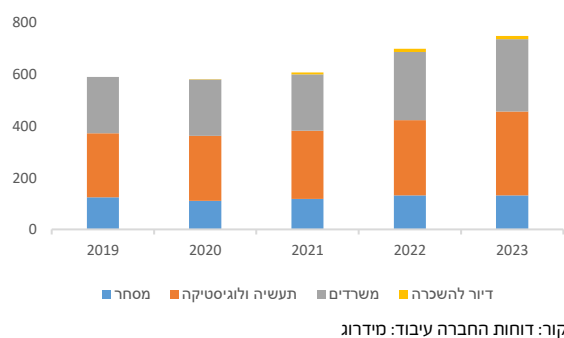
במגזר ההשכרה למגורים לחברה 3 פרויקטים מניבים בירושלים ובקריית אנו, ובהתאם לעסקת אאורה שנחתמה בשנת 2021, החברה צפויה להרחיב את פעילותה בתחום זה בעוד ארבעה פרויקטים כאשר בשנת 2024 צפויים להימסר לידי החברה שני פרויקטים מאאורה - ברמת השרון ובן שמן בלוד.

במסגרת פעילותה באנרגיה סולארית, הוסדרה תוכנית להתקנת 375 מערכות, מתוכן הופעלו 351 מערכות. בפברואר 2024 חתמה החברה על עסקה לרכישת 101 מתקנים פוטו-וולטאיים בהספק של כ- 5 מגה וואט ובתמורה לכ- 80 מ'ש ("עסקת סאנפלאוור").

תרשים 2: פילוח NOI בחלוקה לשימושים לשנת 2023



תרשים 1: התפתחות NOI בין השנים 2019-2023 במיליוני ₪



יחסי איתנות וכיסוי יציבים ההולמים את רמת הדירוג; ייזום של פרויקטים שיניבו הכנסה בשנים הקרובות

יתרת החוב הפיננסי נטו של החברה ל- 31.12.2023 הסתכמה בכ- 6.9 מיליארד ₪ בהשוואה לכ- 6.4 מיליארד ₪ ל- 31.12.2022. מידרוג מניחה עלייה בחוב הפיננסי גם בשנה הקרובה לאור המשך השקעות צפוי של החברה בהקמת נכסים בייזום, וכן רכישת 101 מתקנים סולאריים כאמור לעיל. היקף FFO (בהתאם לתחשיב מידרוג) הסתכם בשנת 2023 בכ- 604 מ'ש בהשוואה לכ- 534 מ'ש בשנת 2022, זאת בניטרול הוצאות מימון בגין הפרשי הצמדה בהיקף של כ- 206 מ'ש וכ- 282 מ'ש בכל אחת מהשנים, בהתאמה. להערכת מידרוג, FFO לשנת 2024 צפוי לנוע בטווח של 540-600 מ'ש, כאשר מחד, ההכנסות צפויות לגדול לאור עסקת סאנפלאוור בעיקר בשנת 2024 ומאידך, הגידול בחוב צפוי להעלות את היקף הוצאות המימון. לאור אלו יחס חוב נטו ל- FFO צפוי לנוע בטווח של 13-15 שנים. אף שטווח זה בולט לטובה ביחס לקבוצת השוואה, הוא אינו בולט לטובה ביחס לרמת הדירוג.

מינוף החברה יציב והולם לרמת הדירוג לאורך זמן, על אף חלוקת דיבידנדים והמשך השקעות משמעותיות שמבצעת החברה בנכסים בהקמה, ובזכות עליית שווי הוגן נדל"ן להשקעה שהחברה רושמת בספריה. נכון ליום 31.12.2023, יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו עמד על כ- 41% ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח גם תרחיש רגישות על שווי הנכסים, היחס צפוי לנוע בטווח 43%-45%.

גמישות פיננסית הולמת לדירוג לאור העדר נכסים משועבדים לצד נזילות חזקה

ליום 31.12.2023 לחברה נכסים בלתי משועבדים בישראל ובחו"ל, ששוויים ההוגן הכולל עמד על סך של כ-8 מיליארד ₪. מתוך סכום זה, שווים ההוגן של הנכסים המניבים הבלתי משועבדים של החברה בישראל עומד על סך של כ-6.1 מיליארד ₪. כמו כן, ליום 31.12.2023 לחברה נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-1.0 מיליארד ₪ ביחס לשירות החוב הלא מובטח של החברה הצפוי להסתכם בכ-837 מ' ₪ בשנים 2024 ו-2025 יחד. כמו כן, נזילות החברה נשענת על תזרים תפעולי משמעותי מהנכסים המניבים כנזכר לעיל.

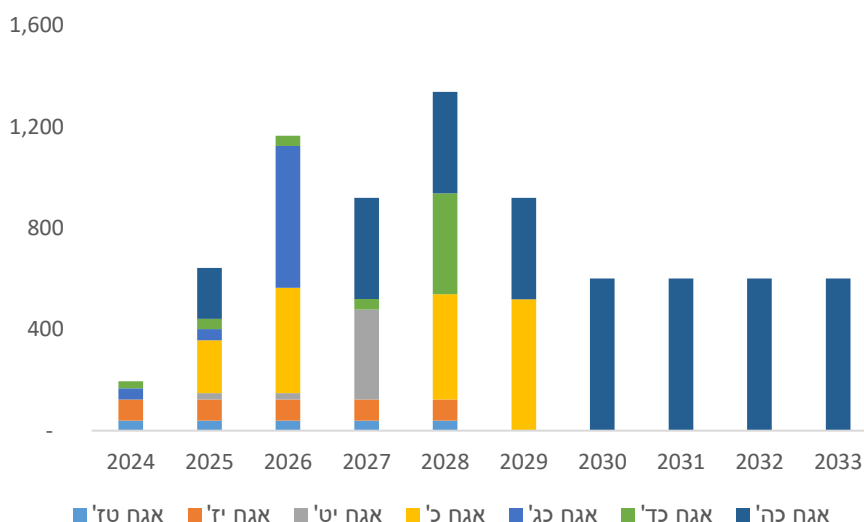
לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ-78% מהחוב הפיננסי של החברה הינו אג"ח סחיר בישראל. עלויות המימון של החברה פחתו עם השנים כך שעל פי נתוני החברה, עלות המימון האפקטיבית המשוקללת של החברה ליום 31.12.2023 עמדה על כ-2.35% צמודת מדד והמרווח בין שיעור ההיוון לעלות החוב עמד על כ-4.79%.

לחברה הלוואות שניתנו לחברות בנות בחו"ל מגופים פיננסיים למימון רכישת נכסים בחו"ל ללא זכות חזרה בהיקף של כ-55 מ' ₪ בהן נקבעו מספר התניות פיננסיות, ביניהן שמירה על יחסי כיסוי לשירות החוב (DSCR) מינימאליים, כאשר ליום 31.12.2023, ההלוואות הנ"ל לא עמדו ביחס הנ"ל אשר לגבי אחת מהן הופעל מנגנון של CASH SWEEP בהתאם לתנאי הסכם ההלוואה. מעבר לכך, החברה וחברות בנות עומדות באמות המידה הפיננסיות למול המממנים (מחזיקי אג"ח, בנקים ואחרים).

מדיניות פיננסית סולידית יחסית עם מרכיב ייזום מהותי אך סיכון מתון לעסקאות ממונפות

המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת ברמת מינוף מתונה לאורך זמן כאשר מעת לעת תיתכן עליה נקודתית עם מימוש אסטרטגיית הצמיחה (שהינה מדודה). כמו כן, לחברה ניהול נזילות סולידי ועקבי. ייזום החברה מתבצע בעיקר באמצעות ניצול זכויות הבנייה בנכסים הקיימים של החברה, אין השכרות מראש בפרויקטים בביצוע אך זה מתמתן במידה מסוימת לאור גודלה ופיזור של החברה. במרץ 2024, החליט דירקטוריון החברה על אימוץ מדיניות דיבינדנד לפיה בכוונת החברה לחלק מדי שנה עד 50% מ-FFO שנתי, בהתחשב בכך שיחס החוב פיננסי נטו ל-CAP הרצוי בחברה לא יעלה על 50%, לפני כן נהגה החברה לחלק דיבינדנד בהיקף של כ-50% מה-FFO.

מבנה נדל"ן (כ.ד.) בע"מ: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב ליום 31.12.2023, במיליוני ₪:



שיקולי ESG

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

מטריצת הדירוג

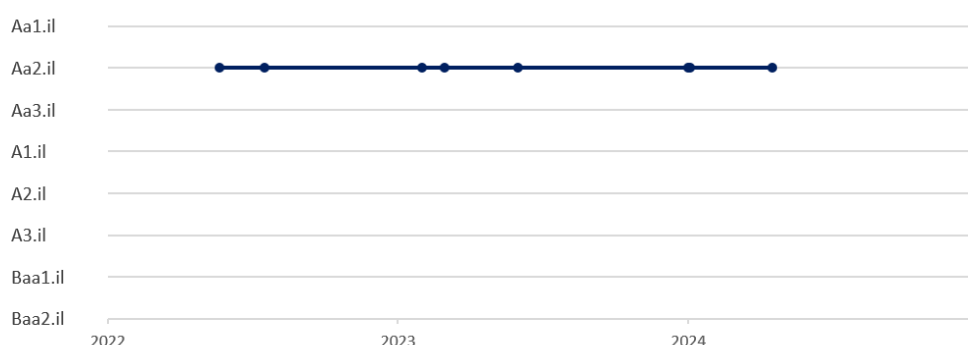
| תחזית מידרוג | | ליום 31.12.2023 | | פרמטרים | קטגוריה |
|---------------|-----------|-----------------|-----------|-----------------------------------|--------------------|
| ניקוד | מדידה | ניקוד | מדידה [1] | | |
| A.il | --- | A.il | --- | תחום פעילות וסביבה כלכלית | סביבת הפעילות |
| Aaa.il | 18.1-1.85 | Aaa.il | 18.1 | סך מאזן (מיליארד ₪) | פרופיל עסקי |
| Aa.il | --- | Aa.il | --- | איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים | |
| Aa.il | 43%-45% | Aa.il | 41% | חוב פיננסי נטו/ CAP נטו | פרופיל סיכון |
| Aa.il | 540-600 | Aa.il | 604 | היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ₪) | פרופיל פיננסי |
| Aa.il | 13-15 | Aa.il | 11.4 | חוב פיננסי נטו/ FFO | |
| A.il | 40%-44% | A.il | 44% | שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן | |
| Aa.il | 35%-37% | Aa.il | 39% | חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה | |
| A.il | --- | A.il | --- | מדיניות פיננסית | |
| Aa3.il | | | | | דירוג נגזר |
| Aa2.il | | | | | דירוג בפועל |

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

אודות החברה

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

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

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

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - פברואר 2022](#)

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

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

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

| | |
|-----------------------|--------------------------------------|
| 18.04.2024 | תאריך דוח הדירוג: |
| 03.01.2024 | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 22.05.2022 | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: |
| מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ | שם יוזם הדירוג: |
| מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ | שם הגורם ששילם עבור הדירוג: |

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

| | |
|--------|--|
| Aaa.il | מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה 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.

סולם דירוג מקומי לזמן קצר

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

הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר

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

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

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

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, 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>.