

# קבוצת מנרב בע"מ

מעקב | מרץ 2023

## אנשי קשר:

### תמיר שרמן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

[Tamir.s@midroog.co.il](mailto:Tamir.s@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: שלילי	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: שלילי	A3.il	דירוג סדרות

מידרוג מורידה את דירוג המנפיק ואת דירוג אגרות החוב (סדרות ב' ו-ד') שהנפיקה קבוצת מנרב בע"מ ("החברה") מ-A2.il ל-A3.il ומוותרת על כנו את אופק הדירוג השלילי.

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01/07/2030	שלילי	A3.il	1550052	ב'
15/04/2032	שלילי	A3.il	1550169	ד'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- הורדת הדירוג נובעת מהיחלשות הפרופיל הפיננסי הכוללת עלייה בחוב הפיננסי לצד רווחיות תפעולית חלשה ויחסי כיסוי איטיים של החברה, שנובעים בין היתר מרכישת קרקעות במינוף גבוה, אשר בנוסף אינן תורמות תזרים שוטף. מכירת דירות בפרויקטי החברה בארה"ב תוכננה להסתיים במהלך שנה זו ולתרום להורדת חוב והחזר הון ורווחים, אולם קצב המכירות בפרויקטים אלו הואט בחודשים האחרונים עם העלייה בריבית. החברה חותרת לצמצום החוב באמצעות מכירת נכסים ומלאי הדירות בארה"ב וכן באמצעות מהלכים לעיבוי ההון אשר עשויים לשפר במידת מה את הפרופיל הפיננסי. כמו כן החברה נקטה בשנה האחרונה במהלכים לטיוב צבר ההזמנות הקבלני ובשינויים ארגוניים לשיפור ניהולי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA צפוי לעמוד בטווח של 0.5-30X ב-2023-2024, לעומת יחס חלש מאוד עד שלילי בשנים 2021-2022. יחס EBIT לעומת יחסים שליליים בשנים 2021-2022.
- קבוצת מנרב פועלת בתחומי ההנדסה והנדל"ן, הכוללים ביצוע עבודות בנייה ותשתיות במגזר הציבורי, העסקי והפרטי, ייזום למגורים בישראל ובארה"ב, זכיינות בשיטת B.O.T, וכן הקמה, השכרה וניהול נכסים מניבים. ענף קבלנות הבנייה למבנים ותשתיות, אשר מהווה מגזר פעילות עיקרי של החברה, מאופיין בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות בטווח הארוך, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הסיכון העסקי בענף נובע גם ממשיך הפרויקטים, היוצר סיכון תכנוני וחשיפה לסטייה מהיקף העלויות המתוכנן, ודורש ניהול ובקרה הדוקים. הפעילות בענף חשופה למחזוריות בהיקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה, אי וודאות בתמחור פרויקטים, וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשים על פי רוב באמצעות מכרזים אשר מייצרים לחצים על המרווח הקבלני.
- דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי בולט לחיוב לרמת הדירוג שמאופיין בארבעה מגזרי פעילות מרכזיים המייצרים סינרגיה ביניהם: שירותי קבלנות, ייזום בנייה למגורים, השכרה וניהול נכסים מניבים ופעילות זכיינות. מיצובה של החברה נתמך במוניטין גבוה, בניסיון רב בתחום הבנייה והתשתיות ובהיקף הכנסות שבוולט לחיוב לדירוג. החברה הגדילה בשנה האחרונה את צבר ההזמנות, שהסתכם ליום 30.09.2022 בהיקף של כ-2,300 מיליון ש"ח, בהשוואה לכ-1,300 מיליון ש"ח ל-31.12.2021. לאחר מועד המאזן החברה דיווחה על פרויקטים חדשים בהם זכתה בהיקף של כ-450 מיליון ש"ח. על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות החברה בשנת 2022, צפוי לעמוד על כ-1,200 מיליון ש"ח. בנוסף, על פי תרחיש זה, שכולל בין היתר, גידול בהכנסות ממגזרי הפעילות של החברה, ובפרט במגזר הקבלנות, היקף הכנסות החברה צפוי לעמוד בשנים 2023-2024 בטווח של 1,700-1,300 מיליון ש"ח לשנה. לחברה רווחיות חלשה מאוד במגזר הקבלנות, שרשם הפסד תפעולי ב-12 החודשים האחרונים, תוך מגמת שיפור החל מהמחצית השנייה של 2022 בעקבות איחוד לראשונה של שתי חברות קבלניות שרכשה החברה. פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב ובתחום הזכיינות תורמת הכנסות יציבות ורווח תפעולי בהיקף שנתי של 35-40 מיליון ש"ח ומשפרת את הרווחיות ואת תזרימי המזומנים. לחברה אסטרטגיה להתמקדות בפרויקטים קבלניים עבור המגזר הפרטי לצד המגזר הציבורי שהיה דומיננטי יותר בעבר, במטרה לשפר את הרווחיות. החברה ביצעה רה-ארגון שיתמוך בצעד זה, ולהערכת מידרוג הפסדי המגזר עשויים להיבלם והחברה עשויה לעבור לפסי רווחיות בשנים 2023-2024 אולם הרווחיות התפעולית עשויה להיות נמוכה בטווח של 3.0%-1.5% (כולל מגזר המניבים והזכיינות וללא מגזר המגורים בארה"ב).

- מינוף החברה עלה במהלך 2021-2022 בעקבות גידול בנכסי החברה, לאחר שהפעילות צומצמה בשנת 2020 עם מכירת פעילות הנדל"ן היזמי. עיקר הגידול בחוב נבע בשל איחוד חברת הפרויקט המהותי בארה"ב (368 ט"רד) ובעקבות נטילת אשראי בנקאי לטובת רכישת שתי הקרקעות בישראל (פארק החורשות ומתחם התחיה). כך, נכון ליום 30.09.2022 שיעור הון עצמי למאזן הינו כ- 25%, בהשוואה לכ- 24% ליום 31.12.2021 וכ- 38% ליום 31.12.2020. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הון עצמי למאזן צפוי להשתפר, בעיקר לנוכח מכירת נכסים ומכירת מלאי דירות בארה"ב, ולעמוד בטווח של 26%-28% בשנים 2023-2024.
- יחסי הכיסוי של החברה בולטים לשלילה ביחס לדירוג ומעידים על הפרופיל הפיננסי שלה. יחס חוב פיננסי נטו ל- EBITDA צפוי לעמוד בטווח של 25X-30X בשנים 2023-2024, לעומת יחס חלש מאוד עד שלילי בשנים 2021-2022. יחס EBIT להוצאות מימון צפוי לעמוד בטווח 0.5-1.0 בשנים 2023-2024, לעומת יחסים שליליים בשנים 2021-2022. היחסים מוטים לשלילה מחוב בגין קרקעות שטרם מניבות הכנסות וכן מיחסי כיסוי ארוכים יחסית המאפיינים את מגזר המניבים. מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את מרכיב הנדל"ן המניב ויחסי הכיסוי המאפיינים מגזר זה במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג.
- המדיניות הפיננסית של החברה צפויה לאזן במידה טובה בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות. החברה אינה צפויה לחלק דיבידנדים במהלך השנתיים הקרובות לפחות וצפויה לנקוט במהלכים לשיפור האיתנות. התיאבון העסקי למיזוגים הינו בינוני שנובע בין היתר ממספר מיזוגים שהחברה ביצעה בשנה וחצי האחרונות (משאב ארדן ודרך עפר). עם זאת, מיזוגים אלה פועלים ליצור סינרגיה בתחומי הפעילות של החברה, ונובעים בין היתר משינוי ומיקוד באסטרטגיית החברה לאור שינוי הבעלות בה.
- דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב A3.il גבוה בשתי דרגות דירוג מעל הדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Baa2.il, וזאת בשל השיקולים הבאים: בבעלות החברה שלושה נכסים ביעוד מסחר, משרדים ותעשייה המאוכלסים בשיעורי תפוסה גבוהים, ומניבים NOI מצרפי בסך כ- 29 מיליון ₪ לשנה. הנכס המרכזי (סיטי טק באשדוד) בשווי ספרים של כ- 300 מיליון ₪ אינו משועבד אלא בשעבוד שלילי ואילו שני הנכסים הנוספים משועבדים לטובת הלוואות בשיעור מינוף נמוך המקנים לחברה גמישות פיננסית. מגזר הנדל"ן המניב והדיבידנד היציב מ-"מבט לנגב" במגזר הזכיינות תורמים ליציבות הרווח התפעולי. האחזקה בנכסי נדל"ן מניב מסבירה חלק מיחסי הכיסוי האיטיים של החברה ויש בכך למתן את ההשפעה השלילית של יחסי הכיסוי בדירוג. בנוסף, הכנסות החברה ממגזר ארה"ב לא הובאו בחשבון במסגרת יחסי הרווחיות ויחסי הכיסוי בתרחיש הבסיס, והן צפויות להעלות לחברה בשנים 2023-2024 תזרים נקי משמעותי שצפוי להקטין את החוב הפיננסי (קיטון שנקלח בחשבון ביחס המינוף).

### תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח בין היתר גידול במגזרי הפעילות של החברה. עיקר הגידול נובע במגזר הקבלנות, שצפוי להגדיל את הכנסותיו בשל גידול בצבר ההזמנות ובשיעורי הרווחיות לאור הרחבת הפעילות מול המגזר הפרטי. כמו כן, המשך השקעות הון עצמי ב"דירה להשכיר", פירעונות חוב בהתאם ללוחות הסילוקין, גיוס חוב, מכירת נכסים בהתאם לאסטרטגיית החברה להקטנת החוב הפיננסי והשקעות נוספות כוללות גם בהיקף מכירת הנכסים שתבוצע, לרבות מכירת החזקות החברה בחברת קוואליטס, תזרים צפוי בגין מכירת מלאי דירות בארה"ב ומגזר הקבלנות, בעיקר בגיית הכנסות מפרויקטים בשלבי סיום. מידרוג לא הניחה בתרחיש הזרמה הונית לחברה, אולם הקנתה לכך משקל בשיקולי הדירוג בשל נכונות החברה לשפר את מבנה ההון. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה, בין היתר, תרחישי רגישות להיקפי מכירת דירות בארה"ב ובישראל וקצב ביצוע הפרויקטים במגזר הקבלנות.

### אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע מהשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה במהלך השנתיים האחרונות, ובייחוד הגידול בחוב הפיננסי שמוביל להאטת יחסי הכיסוי של החברה אשר ללא שיפור מהותי במבנה ההון צפוי להוסיף ולהשפיע לשלילה על הדירוג. כמו כן, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח שיפור בהון ובמינוף בשל מכירת נכסים, שאלמלא כך הדירוג עשוי להיפגע.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- מיזוגים ורכישות באופן שיגדיל את הסיכון הפיננסי של החברה.
- שחיקה ברווחיות הפרויקטים בתחום הקבלנות.
- אי ביצוע מהלכים משמעותיים לחיזוק ההון של החברה.

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

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	
804	838	952	808	1,529	סך הכנסות (LTM)
66	(6)	64	(9)	69	רווח (הפסד) תפעולי לפני הכנסות אחרות
67	(13)	65	(1)	47	רווח (הפסד) נקי לתקופה
66	31	(8)	(7)	34	* EBITDA
906	775	1,610	1,135	1,504	חוב פיננסי ברוטו
492	415	237	262	191	מזומנים ותיק נ"ע
6X	12X	neg	neg	39X	חוב פיננסי נטו / EBITDA
37%	38%	24%	28%	25%	הון עצמי / סך מאזן

המדדים הפיננסיים מוחשבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי

"2020

\* בנטרול רווחי (הפסדי) שערך נדל"ן להשקעה

### פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

#### ענף הקבלנות מאופיין בסיכון עסקי גבוה. מנגד, פעילות החברה בנדל"ן מניב תמנן סיכון זה

עיקר הכנסות החברה נובעות מפעילותה במגזר שירותי הקבלנות, שהיווה כ-70% מסך ההכנסות (במאוחד) בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2022, ולאחר נטרול ההכנסות ממגזר ייזום נדל"ן למגורים בארה"ב, היווה כ-95% מההכנסות.

מידרוג מעריכה את ענף שירותי הקבלנות כענף פעילות המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה למחזוריות בהיקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, בין היתר, בשל רמת התחרות הגבוהה, אי וודאות בתמחור פרויקטים, וכן בשל מאפייני ההתקשרות, הנעשים על פי רוב באמצעות מכרזים אשר מייצרים לחצים על המרווח הקבלני. הסיכון העסקי בענף נובע גם ממשיך הפרויקטים, היוצר סיכון תכנוני וחשיפה לסטייה מהיקף העלויות המתוכנן, ודורש יכולות ניהול ובקרה גבוהות. החברה מתמקדת בעיקר בביצוע פרויקטי תשתיות ופרויקטים רחבי היקף, ומזמיני העבודות מורכבים בעיקר מגופים ציבוריים ומגופים פרטיים בעלי איתנות פיננסית משמעותית, כך שהסיכון הכרוך בזהות המזמין הינו סיכון נמוך ביחס לענף. כמו כן, החברה מחזיקה ברישיונות קבלניים נרחבים, והינה בעלת ותק וניסיון ארוכי שנים בענף. עם שינוי הבעלות בחברה בשנת 2021 החברה גבשה אסטרטגיה לצמיחה בתחום הביצוע, ביסוס מחדש של זרוע היזמות באמצעות הגדלת צבר הפרויקטים בדרך של רכישת קרקעות, כניסה לפרויקטים של התחדשות עירונית והרחבת פורטפוליו נכסי הנדל"ן המניב, תוך יציאה מפעילויות שאינן בליבת העסקים של החברה.

ענף הייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירוג 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 המרכז לפריפריה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, 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 להיקף מכירות והרווחיות ולתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך, כתלות גם באזורי הפעילות. הביקוש עלול לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף, וכן השפעות מחזוריות כלכליות, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה. ב-20.02.2023 העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.5% לרמה

של 4.25%, כאשר הוא מעריך שהתוצר יצמח בשנת 2023 בשיעור של 2.8%. שיעור האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים עומד על 5.4%, ובמהלך שנת 2023 הוא צפוי לחזור לתוך תחום היעד ולרדת לטווח של 2.8%-2.7%<sup>1</sup>.

ענף הנדל"ן המניב נשען על חוזי השכרה במח"מ בינוני-ארוך התורמים לנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. תחום המשרדים בישראל מציג מחירי שכירות גבוהים עם ביקושים גבוהים בעיקר במרכז הארץ. אולם, להערכת מידרוג ישנו פוטנציאל להאטה כלכלית עולמית בשנה הקרובה אשר מהווים איום על סקטור הנדל"ן המניב למשרדים בישראל בטווח הקצר-בינוני, לאור חשיפתו לענף ההייטק אשר תרם בחדות לצמיחת הביקושים ועליית דמי השכירות בשנתיים האחרונות, בעיקר בריכוזי ההייטק הבולטים באזור תל אביב. תחום המניבים למסחר חשוף להשפעות המסחר המקוון על השוק הקמעונאי. לאורך השנים מגמת הקניות באון-ליין בעלייה על חשבון החנויות הפיזיות ברחבי העולם ובישראל, אם כי בישראל עודנה נמוכה יחסית לארה"ב וייתכן שבשל כך מגמה זו תתחזק, לצד המשך רשתות פיזיות שיפעלו על פני מספר ערוצים. כתוצאה מכך, תחום הנדל"ן המסחרי חווה תמורות בתמהיל השוכרים, בעיצוב חווית הקניה, ותמהיל התרבות והפנאי במרכזים המסחריים. המחצית הראשונה של שנת 2022 בשוק הנדל"ן המסחרי בישראל אופיינה במגמת עלייה ניכרת בפדיונות בקניונים, מרכזי קניות וחנויות רחוב, לצד עלייה מתונה יותר בהיקף העסקאות בתחום המסחר המקוון.

### ניסיון ומוניטין במגזר הביצוע תומכים בצמיחת המגזר לצד אסטרטגיה להגדיל את הפעילות בתחום הייזום והמניבים

דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי שבולט לחיוב לרמת הדירוג אשר מאופיין בארבעה מגזרי פעילות מרכזיים המייצרים סינרגיה ביניהם: שירותי קבלנות, ייזום בנייה למגורים, השכרה וניהול נכסים מניבים ופעילות זכינות. אסטרטגיית החברה, אשר גובשה על ידי החברה עם שינוי הבעלות בשנת 2021, הינה למקד את הפעילות הקבלנית בתחומי הבנייה לתשתיות לפרויקטים פרטיים ולבנייה למגורים תוך צמצום הפעילות במגזר הבנייה הציבורית. במסגרת זו, החברה בצעה בשנת 2021 שתי רכישות של חברות קבלניות (דרך עפר ומשב ארדן), שתרמו לגידול הכנסותיה במגזר זה ולרווחיותה. בנוסף, הנהלת החברה נקטה בשינויים ארגוניים שצפויים להגביר את המיקוד הניהולי במגזר הקבלנות. מידרוג מעריכה כי הכנסותיה השנתיות במגזר שירותי קבלנות יעמדו בטווח של 1,200-1,600 מיליון ₪ בשנים 2023-2024 לאור איחוד החברות הנרכשות ולאור צמיחה בצבר ההזמנות במהלך שנת 2022.

במהלך שנת 2021 החלה החברה לחדש את פעילותה בתחום ייזום נדל"ן למגורים עם ביצוע שתי עסקאות לרכישת מקרקעין באזור תל-אביב בהיקף השקעה של כ-325 מיליון ₪: עסקת "פארק החורשות" בקרית שלום הכוללת זכויות חכירה לבניית 89 יח"ד בתמורה לכ-137.5 מיליון ₪ (חלק החברה 100%) ועסקת "מתחם התחיה" לרכישת מחצית מהזכויות במקרקעין בשטח של כ-10.5 דונם המיועד לייזום וקידום משותף של תב"ע חדשה לשינוי ייעוד המתחם להקמת 400 יח"ד וכ-30 אלף מ"ר תעסוקה ומסחר (חלק החברה הצפוי כ-38%) בתמורה לכ-187.5 מיליון ₪. לחברה ניסיון רב בייזום והקמת פרויקטים למגורים בישראל לאורך השנים במסגרת החברה הבת "מנרב פרויקטים" שנמכרה בשנת 2020 במסגרת ארגון מחדש של פעילות החברה. הבשלת הפרויקט של מתחם התחיה צפויה בטווח הבינוני-ארוך. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח התחלת עבודות בפרויקט פארק החורשות ברבעון הראשון לשנת 2024 ותחילת שיווק הדירות ברבעון הרביעי לשנת 2023.

בבעלות החברה (100% בעלות) שלושה נכסים מניבים בשווי מצרפי של כ-517 מיליון ₪ ליום 30.09.2022, אשר כנגדם קיים אשראי כספי מצרפי בסך של כ-54 מיליון ₪. סיטי טק באשדוד כולל שטחי משרדים להשכרה בהיקף של כ-33,800 מ"ר, מאוכלס בשיעור תפוסה של כ-87%, ומניב NOI בסך כ-11 מיליון ₪ לשנה. באפריל 2022 אושרה בקשה (בתנאים) להוצאה של היתר בניה עבור שני מבנים נוספים בשטח כולל של כ-21,000 מ"ר במתחם זה. מנרב סנטר באשדוד כולל שטחי מסחר להשכרה בהיקף של כ-19,000 מ"ר, מאוכלס בשיעור תפוסה של כ-100%, ומניב NOI בסך כ-9 מיליון ₪ לשנה. ביופארק בירושלים כולל שטחי תעשייה להשכרה בהיקף של כ-10,300 מ"ר, מאוכלס בשיעור תפוסה של 100%, ומניב NOI בסך כ-8 מיליון ₪ לשנה.

מיצובה של החברה בתחום קבלנות הביצוע נתמך במוניטין גבוה, בניסיון רב שנים בתחומי הביצוע ההנדסיים ובפרט בתחום התשתיות עם צבר הזמנות משמעותי שגוזר היקף הכנסות בולט לחיוב לדירוג. שני הפרויקטים המרכזיים בצבר ההזמנות של החברה בתחום ההנדסה

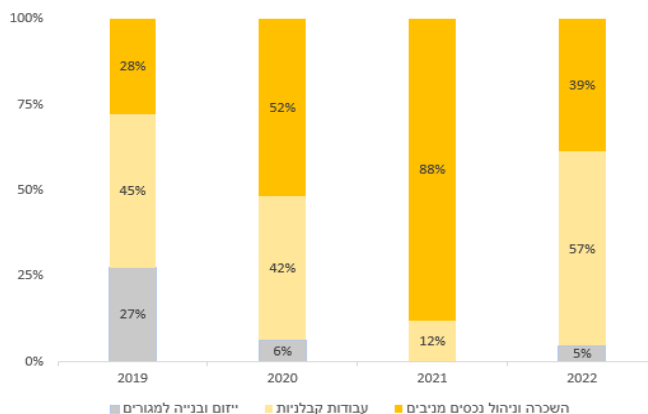
<sup>1</sup> החלטת הועדה המוניטרית 20.02.2023

הינם הקמת פרויקט של 279 יח"ד להשכרה בבאר יעקב בהיקף כספי של כ- 289 מיליון ₪ והקמת מגדל G City בראשל"צ בהיקף כספי של כ- 319 מיליון ₪. הפרויקט המרכזי בתחום התשתיות הינו תכנון וביצוע של מקטע בדרך 461 בהיקף כספי של כ- 327 מיליון ₪. מידרוג מעריכה כי הכנסותיה השנתיות במגזר הקבלנות יעמדו בטווח של 1,200-1,600 מיליון ₪ בשנים 2023-2024 לאור איחוד החברות הנרכשות ולאור צמיחה בצבר ההזמנות במהלך שנת 2022.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הרווח התפעולי בנטרול פעילות ארה"ב צפוי לעמוד בטווח 30-35 מיליון ₪ לשנה בשנים 2023-2024, וה-EBITDA צפוי לעמוד בטווח 40-45 מיליון ₪ באותן שנים. בנטרול פעילות ארה"ב ובנטרול גם של ההפסדים שנבעו ממפעל הפלדה שפעילותו הופסקה, הרווח התפעולי המותאם בשנת 2021 נאמד בכ- 15 מיליון ₪, ובשנת 2022 צפוי להסתכם בטווח של 0-5 מיליון ₪. עיקר התרומה לרווחיות התפעולית נבעה בשנים אלה ממגזרי המיניבים והזכיינות. המעבר מהפסד תפעולי לרווח תפעולי הצפוי במגזר הקבלנות בשנות התחזית הינה הודות לרכישת משאב ארדן ודרך עפר המציגות רווחיות טובה, סגירת מפעל הפלדה, וכן בשל צמצום הפרשות להפסדים בגין פרויקטים ותיקים שהחברה רשמה בשנים האחרונות.

הנתונים לעיל כאמור אינם כוללים את מגזר הייזום בארה"ב, הכולל בעיקר מכירת מלאי דירות למגורים, ועל פי תרחיש הבסיס של מידרוג צפוי לתרום הכנסות בהיקף של 200-250 מיליון ₪ לשנה ורווח גולמי בטווח של 30-45 מיליון ₪ לשנה בשנים 2023-2024 לאחר תרחישי רגישות של מידרוג. מידרוג לא כללה את מגזר הייזום בארה"ב ביחסי הרווחיות של החברה (למרות שהחברה מגדירה אותו כפעילות ליבה למשך השנים הקרובות) על מנת לשקף את מרכיב הפעילות הפרמננטי של החברה היות ועיקר התזרים בגין הפעילות בארה"ב צפוי להתקבל במהלך השנים 2023-2024, ובשנים שלאחר מכן להוות מגזר פעילות פחות משמעותי להערכת מידרוג.

**קבוצת מנרב בע"מ: התפלגות רווח גולמי בחלוקה למגזרי פעילות עיקריים, 2019-2022, באחוזים**



**יחסי כיסוי איטיים הנובעים בין היתר מתרומה נמוכה במגזר הקבלנות וממרכיב החוב בגין קרקעות**

החוב הפיננסי נטו המאוחד של החברה (חוב פיננסי בניכוי מזומנים ושווי מזומנים ובניכוי תיק ני"ע סחיר) הסתכם בכ- 1,313 מיליון ₪ ליום 30.09.2022, עלייה חדה בהשוואה לחוב נטו של כ- 872 מיליון ₪ ליום 30.09.2021. הגורמים העיקריים לגידול בחוב הפיננסי בתקופה זו: איחוד לראשונה של פרויקט המגורים בארה"ב (368 ט"רד) ורכישת חטיבות הקרקע פארק החורשות ומתחם התחיה בדרום ת"א. נכון ליום 30.09.2022 החוב המיוחס למגזר ארה"ב עמד על כ- 223 מיליון ₪ והחוב בגין הקרקעות הנ"ל עמד על כ- 290 מיליון ₪.

החברה רכשה בספטמבר 2021 60% ממניות חברת דרך עפר תמורת כ- 52 מיליון ₪, ורכשה בדצמבר 2021 100% ממניות קבוצת משב ארדן תמורת כ- 72 מיליון ₪. העלייה בחוב נטו, ובפרט רכישת הקרקעות שאינן נושאות תזרימי מזומנים, מעיבה על יחסי הכיסוי של החברה שהואטו בחדות בשנת 2022. מידרוג מעריכה כי החברה תקטין את החוב הפיננסי בטווח הזמן הקצר-בינוני, בעיקר באמצעות המשך מכירה ומסירת דירות הפרויקט בארה"ב ומכירת נכסים נוספים.

מינוף החברה עלה משנת 2021 בעקבות גידול בפעילות החברה לאחר שהפעילות צומצמה בשנת 2020 עם מכירת פעילות הנדל"ן היזמי. נכון ליום 30.09.2022 שיעור הון עצמי למאזן הינו כ- 25%, בהשוואה לכ- 24% ליום 31.12.2021 וכ- 38% ליום 31.12.2020. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הון עצמי למאזן צפוי להשתפר במידה מסוימת ולעמוד בטווח של 28%-26% בשנים 2023-2024. מידרוג הביאה בחשבון את תוכניות החברה, תחת קבוצת הבעלים החדשה בחברה, להקטנה החוב הפיננסי בשנתיים הקרובות ולטיוב פעילות הקבלנות באמצעות הגברת המיקוד העסקי ושיפורים ניהוליים. יחד עם זאת, קיימת אי וודאות באשר להוצאה לפועל של מהלכים אלו על ידי החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס חוב פיננסי נטו ל- EBITDA צפוי לעמוד בטווח של 25X-30X בשנים 2023-2024, לעומת יחס חלש מאוד עד שלילי בשנים 2021-2022. יחס EBIT להוצאות מימון צפוי לעמוד בטווח 0.5-1.0 בשנים 2023-2024, לעומת יחסים שליליים בשנים 2021-2022. היחסים הנ"ל מותאמים ואינם כוללים את פעילות מגזר ארה"ב.

### מדיניות פיננסית בולטת לחיוב לרמת הדירוג

המדיניות הפיננסית של החברה צפויה להיות במידה טובה אשר מאזנת בין האינטרס של בעלי החוב ושל בעלי המניות. החברה אינה צפויה לחלק דיבידנדים במהלך השנתיים הקרובות לפחות וצפויה לנקוט במהלכים לשיפור האיתנות. התיאבון העסקי למיזוגים הינו בינוני שנובע בין היתר ממספר מיזוגים שהחברה ביצעה בשנה וחצי האחרונות (משב ארדן ודרך עפר). עם זאת, מיזוגים אלה פועלים ליצור סינרגיה בתחומי הפעילות של החברה שנובעים בין היתר משינוי ומיקוד באסטרטגיית החברה לאור שינוי הבעלות בה.

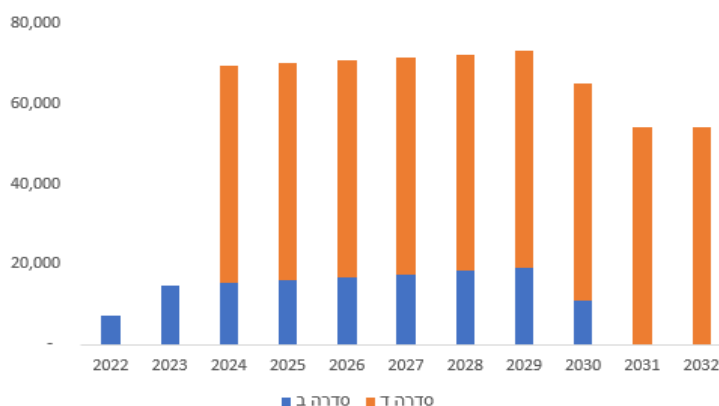
### נזילות

נזילות החברה סבירה בין היתר לאור חליות נמוכות יחסית של חוב לז"א בטווח הקצר. להלן הערכת מידרוג למקורות ושימושים של החברה בתקופה שהחל מ- 30.09.2022 ועד לסוף שנת 2023 (חמישה רבעונים):

יתרות נזילות ב- 30.09.2022 בסך כ- 190 מיליון ₪, ובנוסף לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ- 38 מיליון ₪, ומקורות נוספים בטווח של 130 עד 160 מיליון ₪ הכוללים בעיקר קיטון בהון החוזר בפעילות הקבלנות ומימוש נכסים מסוימים. למול זאת, לחברה חליות שוטפות של אג"ח והלוואות בהיקף של כ- 95 מיליון ₪. החברה הודיעה ביום 28.02.2023 על פירעון מלא של הנע"מ בסך 75 מיליון ₪.

לחברה תוכניות להשקעות בהגדלת פעילות הייזום והמניבים, שמימושן תלוי בין היתר בהיקף המימושים והתזרים שינבע מהפעילות בארה"ב, לפיכך אלו לא נלקחו על ידי מידרוג בניתוח הנזילות. החברה שיפרה את מבנה החוב בשנה האחרונה לאחר שפרעה ניירות ערך מסחריים לז"ק ואשראים לז"ק באמצעות גיוס אג"ח בעלי מח"מ ארוך יותר, באופן שצמצם את הנזילות של החברה. לוח סילוקין האג"ח של החברה בשנה הקרובה גוזר פירעונות אג"ח נוחים יחסית אולם בשנים שאחרי ניכרת עלייה בעומס הפירעונות והחברה תידרש למחזור התחייבויות. החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות של אגרות החוב במידה הולמת, לאחר שפעלה להקל באמת המידה של יחס הון עצמי למאזן באג"ח ב' כך ששיעור הון העצמי למאזן לא יפחת מ- 20% חלף 23%. באג"ח ד' נקבע כי שיעור ההון העצמי למאזן לא יפחת מ- 18%.

### קבוצת מנרב בע"מ: לוח הסילוקין של קרן אגרות החוב ליום 30.09.2022, במיליוני ₪



## שיקולים נוספים לדירוג

דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב A3.il גבוה בשתי דרגות דירוג מעל הדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Baa2.il, וזאת בשל השיקולים הבאים: בבעלות החברה שלושה נכסים בייעוד מסחר, משרדים ותעשייה המאוכלסים בשיעורי תפוסה גבוהים, ומניבים NOI מצרפי בסך כ- 29 מיליון ₪ לשנה. הנכס המרכזי (סיטי טק באשדוד) בשווי ספרים של כ- 300 מיליון ₪ אינו משועבד אלא בשעבוד שלילי ואילו שני הנכסים הנוספים משועבדים לטובת הלוואות בשיעור מינוף נמוך המקנים לחברה גמישות פיננסית. מגזר הנדל"ן המניב והדיבידנד היציב מ-"מבט לנגב" במגזר הזכיינות, תורמים לחברה רווח תפעולי של 35-40 מיליון ₪ לשנה, ומהווים את עיקר הרווח התפעולי מפעילות שוטפת, ותורמים ליציבות הרווח התפעולי. האחזקה בנכסי נדל"ן מניב מסבירה חלק מיחסי הכיסוי האיטיים של החברה ויש בכך למתן את ההשפעה השלילית של יחסי הכיסוי בדירוג. בנוסף, הכנסות החברה ממגזר ארה"ב לא הובאו בחשבון במסגרת יחסי הרווחיות ויחסי הכיסוי בתרחיש הבסיס, והן צפויות להעלות לחברה בשנים 2023-2024 תזרים נקי משמעותי שצפוי להקטין את החוב הפיננסי (קישור) שנקלח בחשבון ביחס המינוף).

## שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. כחברה קבלנית החברה חשופה לסיכון של בטיחות עובדיה באתרי הבנייה ולסיכונים משפטיים וסיכונים מוניטין הכרוכים בכך. החברה בעלת ותק וניסיון ארוכי שנים בתחום שירותי הקבלנות. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת בשמירה על נזילות הולמת. להערכת מידרוג החשיפה של החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה.

## מטריצת הדירוג

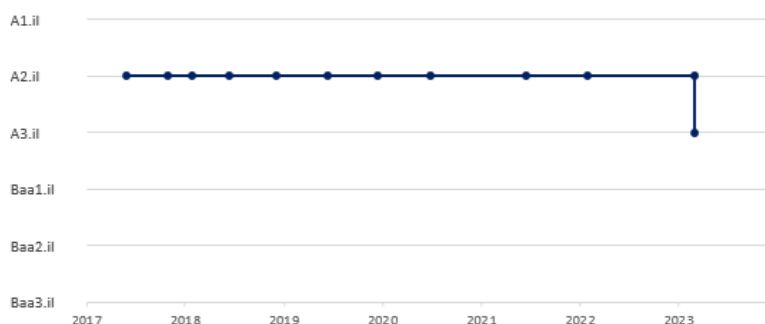
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מידה	ניקוד	מידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,300-1,700	A.il	1,119	היקף הכנסות LTM (במיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Baa.il- Ba.il	1.5%-3.0%	Caa.il	שלילי	שיעור EBIT מותאם	רווחיות
A.il	26%-28%	A.il- Baa.il	25%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
B.il- Caa.il	25X-30X	Ca.il	שלילי	חוב נטו / EBITDA מותאם	
Ba.il	0.5X-1.0X	Caa.il	שלילי	EBIT / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>Baa2.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A3.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

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

## אודות החברה

קבוצת מנרב בע"מ ("החברה" או "הקבוצה", לשעבר "מנרב אחזקות בע"מ") התאגדה בישראל בשנת 1969 כחברה פרטית, והפכה לחברה ציבורית בשנת 1983. בעקבות עסקת מיזוג משולש הופכי במהלך שנת 2021 הפכה החברה לפרטית ונתרה 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 בשיטת BOT, 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 ואחרים.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[קבוצת מנרב בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידיים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים, מאי 2020](#)

[העלייה בריבית מעלה את סיכון האשראי בענף ייזום הנדל"ן למגורים בישראל - דוח מיוחד, פברואר 2023](#)

[השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - דוח מיוחד, יוני 2022](#)

[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

תאריך דוח הדירוג: 02.03.2023

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 03.04.2022

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 20.06.2017

שם יוזם הדירוג: קבוצת מנרב בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: קבוצת מנרב בע"מ

## מידע מן המנפיק

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

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

**סולם דירוג מקומי לזמן קצר**

P-1.il	מנפיקים המדרגים il-1 Prime הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדרגים il-2 Prime הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדרגים il-3 Prime הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדרגים il-Not Prime 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 קיימים<sup>2</sup>

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	

<sup>2</sup> 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דיקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>