

קרדן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ

מעקב | דצמבר 2022

אנשי קשר:

אורית תשובה

ראש צוות בכירה, מערכת דירוג ראשית
Orit.teshuva@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

קידן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (סדרות ג', ד' ו-ה') שהנפיקה קידן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ (להלן: "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ג'	1150911	A3.il	יציב	30.06.2024
סדרה ד'	1162353	A3.il	יציב	31.12.2026
סדרה ה'	1172725	A3.il	יציב	31.12.2028

שיקולים עיקריים לדירוג

- הסיכון הענפי של ענף היזום למגורים מוערך על ידי מידרוג כגבוה יחסית, בין השאר בשל הישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה את החשיפה של הרווחיות ותזרימי המזומנים לתנודתיות הביקושים. הביקוש לדירות מגורים עשוי להיות מושפע מהשפעות אקסוגניות כגון רגולציה ומדיניות ממשלתית וזאת לצד השפעות שיעורי הריבית והאינפלציה. לאורך זמן הביקושים לדירות מגורים בישראל עולים על היצע יח"ד בשל שיעור צמיחה גבוה יחסית של האוכלוסיה בישראל, אל מול מחסור מתמשך בקרקעות לשיווק, בעיקר באזורי ביקוש מרכזיים.
- החברה הגדילה בשנה האחרונה את צבר הפרויקטים בתכנון, הכולל נכון ליום 30.09.2022 יותר מ- 1,500 יח"ד. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה להראות ירידה בהיקף ההכנסות בשנת 2023 בהשוואה לשנת 2022, לאור סיום פרויקטים בביצוע וגידול בהיקף ההכנסות. כמו כן, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ההכנסות צפוי לעלות שוב החל משנת 2024 כתוצאה מהתחלת פרויקטים הנמצאים בשלבי תכנון שונים ביניהם פרויקטים משמעותיים של התחדשות עירונית שמועד התחלתם תלוי במספר גורמים ויכול להוביל לתנודתיות מסוימת בהכנסות.
- היקף פעילות נמוך יחסית ופיזור מוגבל של פרויקטים, לצד גידול משמעותי בצבר הפרויקטים בתכנון בטווח זמן בינוני-ארוך. לחברה 8 פרויקטים בביצוע (514 יח"ד חלק החברה), בהם מספר פרויקטים בולטים האחראים לחלק ניכר מהרווח הצפוי. להערכת מידרוג, שנת 2022 צפויה להסתכם הכנסה מייזום למגורים בכ- 360 מ' ש, ירידה ביחס להיקף הכנסות של כ- 425 מ' ש בשנת 2021.
- יחסי כיסוי ויחסי איתנות בולטים לחיוב הדירוג אולם נמצאים במגמת שחיקה לאור רכישת קרקעות שביצעה החברה בשנה האחרונה. נכון ליום 30.09.2022 יחס חוב נטו ל-CAP נטו עמד על כ-42% ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המניח, בין היתר, צרכי השקעות חדשות, השקעות בפרויקטים ותרחישי רגישות שונים יחס זה צפוי לנוע בטווח הבינוני-ארוך בין 55%-50%, אשר הולם לדירוג. העלייה במינוף מתבטאת גם ביחס כיסוי EBIT להוצאות מימון שצפוי להישחק ולעמוד בטווח של 3.0-3.5 שנים ביחס ל-5.7 ב-12 החודשים שעד 30.09.2022.
- מדיניות פיננסית בולטת לחיוב המתבטאת לאורך שנים בשמירה על יתרות נזילות בהיקף הולם ביחס לצורכי החוב ועל יחסי איתנות בולטים לחיוב. נכון ל-30.09.2022 לחברה (בדוחות המאוחדים) יתרות מזומנים בסך של כ-115 מ' ש זאת ביחס לפירעון של כ-58 מ' ש קרן אג"ח בשנת 2023.
- פעילות משמעותית בתחום ביצוע עבודות בנייה באמצעות אל-הר הנדסה (להלן: "אל-הר") אשר בבעלותה המלאה של החברה. להערכת מידרוג, ענף קבלנות הביצוע מאופיין ברמת סיכון גבוהה יחסית וחשיפה לתנודתיות גבוהה בתוצאות. יחד עם זאת, טרק רקורד חיובי ויציב ומיצובה החיובי של אל-הר בענף, לצד גם היתרון והיכולת של החברה בביצוע עצמי ממתנים את הסיכון הענפי.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, החזר הון עצמי ועודפים הצפויים בפרויקטים בביצוע ובתכנון, השקעה בפרויקטים חדשים לצד גידול בחוב הפיננסי נטו, הוצאות שוטפות של החברה, פירעונות אג"ח בהתאם ללוח הסילוקין וחלוקת דיבידנדים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור על יציבות תזרימית מפעילות הייזום וכן על יחסי מינוף בולטים לחיוב ויתרות נזילות מספקות לשירות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ושיפור הפיזור, תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים
- שיפור ברווחיות העתידית בפרויקטים בתכנון וגידול בהיקף הרווח התפעולי השנתי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

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

קרבן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022	
130	216	424	278	סך הכנסות מפעילות ייזום
232	249	219	201	סך הכנסות מביצוע עבודות
22.4%	21.9%	22.7%	28.5%	שיעור רווח גולמי מפעילות הייזום
252	368	424	615	חוב פיננסי
108	219	175	115	מזומנים שווי מזומנים
119	149	249	500	חוב פיננסי, נטו
18.8%	21.5%	28.9%	41.6%	חוב נטו ל- CAP נטו
1.9	3.1	4.5	5.7	EBIT להוצאות מימון ברוטו LTM

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: ["התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020"](#)

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

התנודתיות בענף הייזום למגורים בישראל משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות של החברה

ענף ייזום הנדל"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 המרכז לאזורי הפריפריה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן.

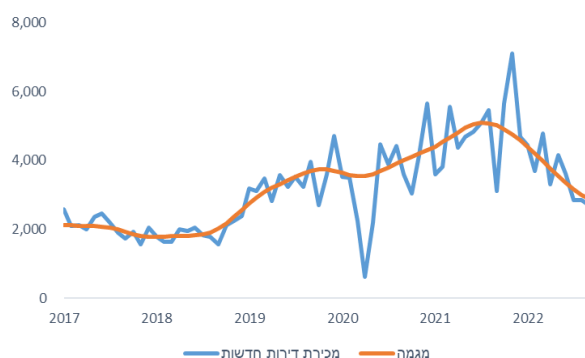
להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה להיקף המכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך, כתלות גם באזורי הפעילות. הביקוש עלול לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה.

ב- 21.11.2022 העלה בנק ישראל את הריבית ב- 0.5% לרמה של 3.25%, כאשר הוא מעריך שהתוצר יצמח בשנת 2022 בשיעור של 6% ובשנת 2023 בשיעור של 3%, בנוסף שיעור האינפלציה 12 חודשים האחרונים עומד על 5.1%, ובמהלך שנת 2023 הוא צפוי לחזור לקרבת מרכז היעד ולרדת ל- 2.5%. העלאות הריבית צפויות להביא לייקור בתנאי המשכנתאות ובכך עלולות להביא להאטה בביקושים.

נתוני הכלכלנית הראשית במשרד האוצר מחודש ספטמבר 2022² מצביעים על המשך החולשה בשוק הנדל"ן למגורים במהלך חודש ספטמבר 2022, עם היקף מכירות קבלנים של כ- 2.9 אלף דירות, ירידה של 5% בהשוואה לספטמבר אשתקד זאת בהמשך לירידה שהולכת ומתעצמת מאז חודש פברואר 2022. בשוק החופשי הסתכמו במכירות הקבלנים בכ- 2.3 אלף דירות - עלייה של 5% בהשוואה לספטמבר אשתקד, תוך שונות גבוהה בין האזורים. על פי נתוני הכלכלנית הראשית במשרד האוצר³, מאז הועלה מס הרכישה על משקיעים בנובמבר 2021, חלה ירידה של 32% ברכישות המשקיעים בהשוואה לתקופה המקבילה שנה קודמת (דצמבר 2021 - אוגוסט 2022). גם על פי נתונים עדכניים שפרסמה הלמ"ס ניכרת האטה משמעותית בקצב המכירות של דירות חדשות. לפי הלמ"ס⁴, בספטמבר האחרון חלה ירידה של 5% בהיקף המכירות של דירות חדשות לעומת החודש הקודם ו-13% לעומת התקופה המקבילה.

על פי נתוני הלמ"ס בחודשים ינואר-ספטמבר 2022 נרשמה ירידה של כ- 20% בהיקף המכירות של דירות חדשות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, ובתוך כך, בחודשים יולי-ספטמבר 2022 נרשמה ירידה חדה יותר בשיעור של כ- 24%. הירידה במכירות של דירות חדשות מיוחסת לעלייה בשיעור הריבית במשך ובריבית על המשכנתאות כנזכר לעיל ומתבטאת גם בירידה בנטילת משכנתאות על ידי הציבור בחודשים האחרונים.

תרשים 2: מכירת דירות חדשות



תרשים 1: אחוז שינוי במחירי דירות



מקור: הלמ"ס

ירידה זו בהיקף העסקאות החדשות שנרשמה בחודשים האחרונים הינה בהמשך לעלייה חדה שנרשמה במהלך שנת 2021. כך, על פי סקירת ענף הנדל"ן למגורים בישראל של הכלכלנית הראשית במשרד האוצר מדצמבר 2021⁵, הסתכם היקף העסקאות של דירות מגורים חדשות בכ- 56 אלף דירות חדשות בשנת 2021, עלייה של 41% בהשוואה לשנת 2020 ורמת שיא היסטורי במכירות אלו. יודגש כי להיקף העסקאות הגבוה מהממוצע בשנת 2021 תרמה העלאת מס הרכישה לרוכשי דירה שניה בחודש נובמבר מ-5% ל-8%. על פי נתוני הלמ"ס⁶, מבחינת ההיצע, לצד הגידול במספר העסקאות, חל גידול גם בהתחלות הבנייה בשנת 2021 לרמה של כ- 63 אלף יח"ד (לעומת כ- 55-56 אלף בשנה בשנים 2018-2020), ומתן היתרי בניה לכ- 79 אלף דירות.

¹ החלטת הוועדה המוניתרית, 21.11.2022

² סקירת ענף הנדל"ן למגורים ספטמבר 2022 - משרד האוצר, אגף הכלכלנית הראשית

³ סקירת ענף הנדל"ן למגורים אוגוסט 2022 - משרד האוצר, אגף הכלכלנית הראשית

⁴ הלמ"ס "כמות מבוקשת של דירות חדשות", הודעה לתקשורת, 14.11.2022

⁵ סקירת ענף נדל"ן למגורים דצמבר 2021, אגף הכלכלנית הראשית, משרד האוצר

⁶ הלמ"ס "התחלות וגמר בניה - סיכום שנת 2021". הודעה לתקשורת 20.3.2022

כמו כן, בהשוואת מחירי עסקאות של דירות חדשות, בין יולי-אוגוסט 2022 לאוגוסט-ספטמבר 2022, חלה עליה של 1.7% ומהשוואת התקופה הנוכחית לתקופה המקבילה (אוגוסט-ספטמבר 2021 לאוגוסט-ספטמבר 2022)⁷ חלה עליה של 26.9% במחירי דירות חדשות, לעומת עלייה של 19.8% במחירי הדירות בכלל הדירות.

להערכת מידורג, הירידה במכירות של דירות חדשות צפויה להוביל ללחצי מחירים על הקבלנים ועשויה להוביל לירידה במחירי הדירות בישראל.

ע"פ דו"ח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית הראשונה 2022⁸, בשנת 2021 נרשמה עליה חדה במחירי הקרקעות במרכזי רמ"י, גם באזורים שאינם נחשבים לאזורי ביקוש. עליית מחירי הקרקעות במרכזי רמ"י לוותה בגידול האשראי לענף הבינוי והנדל"ן ובשיעורי מימון גבוהים מהעבר, מה שמגדיל את רגישות היזמים לשינויים במחירי הדירות בעתיד. הפיקוח על הבנקים זיהה את הגדלת תיאבון הסיכון של הבנקים כגורם מסכן. על רקע העלייה בסיכון כאמור, דרש הפיקוח על הבנקים ממערכת הבנקאות, בין היתר, להגביר את תהליכי הניטור והבקרה על התפתחות סיכון האשראי. כמו כן, במרץ 2022 הוציא הפיקוח לבנקים דרישה להקצות הון נוסף בגין מימון קרקעות (הלוואות קיימות וחדשות) בשיעור LTV העולה על 80%⁹.

להערכת מידורג, הצעדים הנ"ל לצד העלאת הריבית, עלולים להביא לצמצום האשראי ממערכת הבנקאות לענף הבינוי והנדל"ן.

היקף הכנסות נמוך משליך לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה, לצד שיפור בפיזור הפעילות לאור גידול בצבר פרויקטים עתידי

היקף ההכנסות מייזום לתקופה של 12 חודשים שהסתיימה ביום 30.09.2022, הסתכם בכ- 390 מ' ש, וצפוי להסתכם בכ- 360 מ' ש בשנת 2022, היקף נמוך ביחס לרמת הדירוג. שנת 2022 מציגה ירידה בהיקף ההכנסות של החברה, ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, בשנת 2023 צפויה המשך ירידה בהיקף ההכנסות לרמה של סביב 300 מ' ש, עם סיומם של פרויקטים מרכזיים. להערכתנו, בשנת 2024 צפויה שוב לחול עלייה בהיקף ההכנסות להיקף של כ-400 מ' ש בהתחשב בגידול בצבר הפרויקטים בתכנון, הכולל נכון ליום 30.09.2022 כ-1,500 יח"ד בטווח הקצר- בינוני. נציין כי, חלק מהפרויקטים בתכנון אשר נלקחו בחשבון במסגרת תרחיש הבסיס, הינם פרויקטי פינוי בינוי בשלבים יחסית מתקדמים אשר בהם החברה מעריכה כי תתקבל תב"ע בשנה הקרובה, אשר עלולה להיות תנודתיות במועד התחלתם.

פיזור הפרויקטים בביצוע של החברה מוגבל, כאשר נכון ליום 30.09.2022 לחברה 8 פרויקטים בביצוע, עם כ- 578 יח"ד (כ- 514 יח"ד חלק החברה), ביניהם מספר פרויקטים בולטים האחראים לחלק ניכר מהרווח הצפוי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג, שנת 2022 צפויה להסתכם בהיקף הכנסות של כ- 360 מ' ש בהשוואה להכנסות שיא של כ- 424 מ' ש בשנת 2021.

בטווח הארוך, לחברה צבר משמעותי של כ- 4,900 יח"ד נוספים כאשר הפרויקטים המשמעותיים כוללים את מתחם TLV אשר נרכש במהלך שנת 2022 וכולל כ- 646 יח"ד (חלק החברה 50%) ופרויקט בעפולה עם כ- 697 יח"ד (חלק החברה 60%) וכן פרויקטים שונים בנתניה, בחדרה וביישובים נוספים. בנוסף, לחברה מתחמי התחדשות עירונית בשלבים שונים ברחבי הארץ לתכנון של מעל 5,000 יח"ד אשר יציאתם לפועל תלויה בתנאים מתלים שונים, ביניהם חתימת הרוב הדרוש לפי חוק מקרב בעלי הזכויות בכל אחר מהמתחמים, אישור תכנית תב"ע לכל מתחם, עמידה בתנאי כדאיות כלכלית לפרויקט, קבלת ליווי בנקאי וכו'. נדגיש כי עיקר ההכנסות הצפויות מפרויקטים במסגרת התחדשות עירונית אינן מגולמות בתרחיש הבסיס שלנו, היות ואלו פרויקטים עתידיים אשר היקפם ומועד התממשותם אינם וודאיים בשלב זה. מנגד, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון את היקף ההשקעה בעסקאות אלו, שאינה גבוהה בשלב ההתקשרות והתכנון. להערכתנו, בהתחשב במדיניות שיווק הקרקעות של רמ"י, החברה אף תמשיך להרחיב את בסיס הפעילות בעסקאות מסוג זה.

⁷ הלמ"ס "שינוי במחירי שוק הדירות", הודעה לתקשורת 15.11.2022

⁸ דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית הראשונה של 2022, אוגוסט 2022

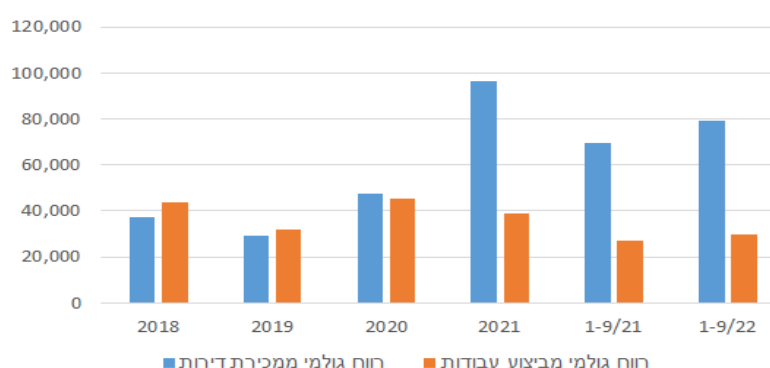
⁹ הודעת הפיקוח על הבנקים, 20.3.2022

בתקופה של 9 חודשים ראשונים לשנת 2022 שיעור הרווח הגולמי שרשמה החברה מפעילות הייזום למגורים עמד על כ-28.5%. הרווחיות הגבוהה בתקופה זו הושפעה ממספר מועט של פרויקטים בביצוע בהם פרויקטים מסוג קומבינציה "אגריפס" ובאר יעקב שתרמו לשיעור רווחיות זה. בהתאם לתחזיות מידורג שיעורי הרווחיות בפעילות הייזום צפויים לנוע בזמן הבינוני-ארוך בטווח של 22%-20%, זאת בנטרול הוצאות מימון מהוונות, שיעור שהולם את רמת הדירוג. נדגיש כי להערכת החברה שיעורי רווחיות אלו צפויים להיות גבוהים יותר הן לאור הערכות שמרניות בקשר עם עלויות בלתי צפויות והן לאור שיעורי רווחיות מביצוע של חברת הבת אל-הר בחלק מן הפרויקטים.

מגזר הביצוע מגלם רמות סיכון גבוהות יותר מענף הייזום ומצוי בעלייה בצבר ההזמנות; עם זאת, מיצוע החיובי של אל-הר והיתרון בביצוע עצמי ממתנים סיכונים אלו

לחברה נפח פעילות משמעותי בתחום הביצוע, זאת באמצעות החזקתה (100%) בחברת אל-הר אשר לתקופה ינואר-ספטמבר 2022 תרמה לחברה (במאוחד) כ-41% מההכנסות וכ-25% מסך הרווח הגולמי. מגזר הביצוע להערכתנו מגלם רמות סיכון גבוהות וחשיפה לתנודתיות גבוהה בתוצאות. בין גורמי הסיכון במגזר זה ניתן למנות את סיכויי ההקמה של הקבלן, לחצי התחרות הגבוהים בענף לצד מרווח מצומצם, חוסר גמישות בהתאמת עלויות ביצוע פרויקטים בין ההתחייבויות כלפי היזם לבין העלויות בפועל (כאשר היזם מגיע מעמדת כוח משמעותית יותר), קושי בתמחור של פרויקטים, חוסר חוסן פיננסי וכו'. יחד עם זאת, מידורג מעריכה כי מיצוע החיובי והניסיון והמוניטין של אל-הר ממתנים במידת מה את הסיכונים כאמור. לאל-הר סיווג קבלני גבוה (5), עם התמחות בהקמת מבנים רבי קומות כשברזומה שלה ניתן למנות, בין היתר, את עזריאלי שרונה, עזריאלי המרובע, פרויקט אמות ועוד. כמו כן לאל-הר ניסיון רב בתחום הבניה למגורים. מידורג מעריכה כי אל-הר מקנה לחברה ערך סינרגטי ביתרון בביצוע עצמי בחלק מהפרויקטים ללא תלות בקבלנים חיצוניים וכן מקנה גמישות המאפשרת לחברה להיכנס בשעת צרה, לנעיליו של קבלן אחר. בהתאם לתרחיש הבסיס לאל-הר היקף הכנסות שנתי צפוי של 300-400 מ' ש וצבר הזמנות של כ-1,900 מ' ש, נכון ל-30.09.2022, לאחר גידול מהותי בחודשים האחרונים. הרווח הגולמי הממוצע של אל-הר עמד בממוצע ב-3 השנים האחרונות על שיעור של כ-16% מסך הכנסותיה, רווחיות הולמת בהשוואה לחברות קבלניות אחרות בענף. כמו כן, לאל-הר איתנות פיננסית סבירה עם הון עצמי של כשליש מסך המאזן.

תרשים 3: קרדן נדלן (מאוחד): רווח גולמי ממכירת דירות ורווח גולמי מביצוע עבודות, באלפי ש"ח



מינוף החברה מצוי במגמת עליה, כפועל יוצא של מימוש אסטרטגיית החברה ליצירת צבר עתידי, אולם מינוף החברה עודנו הולם את רמת הדירוג

יחס המינוף של החברה מצוי במגמת שחיקה אל מול שנת 2021 עם יחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-42% ליום 30.09.2022, אל מול יחס של כ-29% בתקופה המקבילה אשתקד. עלייה זו במינוף נובעת בעיקר מרכישת קרקעות לצורך המשך פעילות, ובפרט קרקע במתחם פרדס שניר בתל אביב אשר נרכשה יחד עם שותף בחלקים שווים וחלקה של החברה בעסקה כ-168 מ' ש ולחברה חוב בהיקף של כ-140 מ' ש בגינה. בנוסף, רכשה החברה כ-60% מחברה כלולה לשעבר, "הולילנד", בתמורה לכ-126 מ' ש אשר איחודה

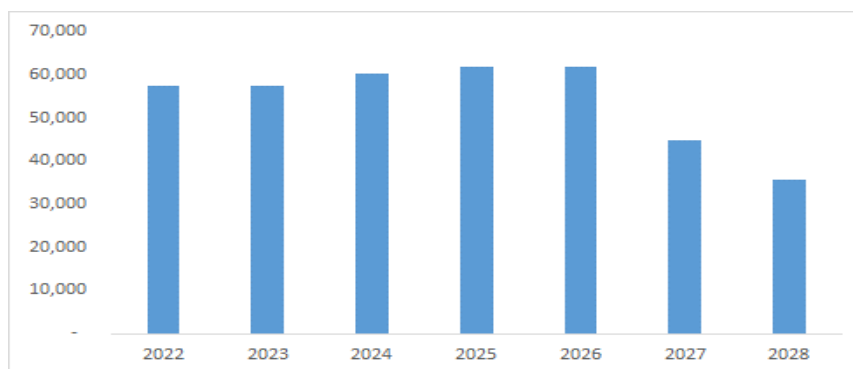
המלא לדוחות החברה הוסיף לחברה כ- 50 מ' ש' חוב בדוחותיה המאוחדים. כמו כן, רכשה החברה זכויות בפרויקטים שונים ביניהם פרויקט פינני בינוי במרכז הארץ בתמורה לכ- 22.5 מ' ש' וקרעק בעפולה בתמורה לכ- 34 מ' ש'. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל, בין היתר, רכישות קרקעות נוספות בהתאם להנחות החברה, המשך פיתוח פרויקטים בביצוע ובתכנון יחס זה צפוי להישחק בצורה משמעותית בטווח הזמן הקצר-בינוני ולנוע בשיעור של 50%-55%, אם כי באופן אשר עודנו בולט לחיוב.

לשנת 2022 צפוי יחס הכיסוי EBIT להוצאות מימון לעמוד על כ- 5.0, יחס הבולט לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס, לצד העליה במינוף החברה צפויה גם שחיקה ביחס הכיסוי של החברה אשר להערכתנו צפוי לנוע בשנים 2023-2024 בטווח של 3.0-3.5. נציין כי היחס שאנו צופים בתרחיש הבסיס מושפע לשלילה מהנחת גידול בהוצאות המימון, זאת בהתאם להנחתנו לעלייה ברמת החוב הפיננסי אשר עשוי לשמש את החברה לצורך רכישות חדשות והשקעות בפרויקטים ועליה בעלות המימון לאור עלייה בריבית הפריים.

מדיניות פיננסית בולטת לחיוב המתבטאת בשמירה על נזילות הולמת ואיזון בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות

על אף העלייה במינוף החברה בשנה האחרונה, מידרוג מעריכה את המדיניות הפיננסית של החברה כשמרנית וניתן לחיזוי. אין לחברה מדיניות סדורה או מוצהרת אך ניכר לאורך זמן כי ניהול הנזילות של החברה שמרני, המתבטא ביתרות מזומנים גבוהות לאורך זמן. כך, יתרת נזילות החברה (בדוחות המאוחדים) ליום 30.09.2022 הינה כ- 115 מ' ש', זאת אל מול יתרת אג"ח לא מובטח ואשראי כספי ליום 30.09.2022, בהיקף של כ- 440 מ' ש'. לחברה לוח סילוקין לאג"ח הפרוס בצורה נוחה יחסית עם היקף פירעונות של כ- 58 מ' ש' לשנה בשנים הקרובות. מידרוג מניחה כי החברה תמשיך לשמור על רמות נזילות בולטות בדומה להתנהלותה בעבר.

קרבן נדל"ן: לוח הסילוקין לפרעון קרן אג"ח ליום 30.09.2022, 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 הדיר. כמו כן, במגזר הביצוע חשופה החברה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

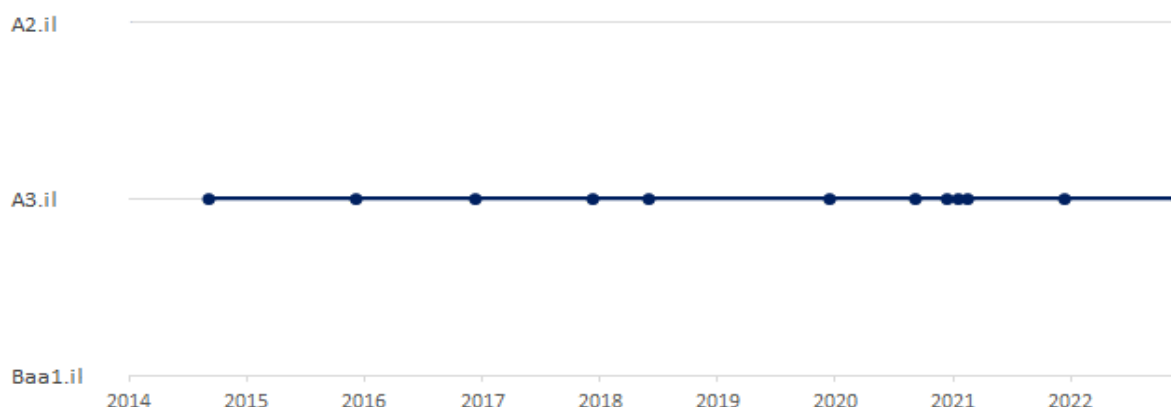
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	300-400	Baa.il	360	סך הכנסות מפעילות ייזום LTM (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
A.il – Baa.il	20%-22%	A.il	28.5%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
Aa.il	50%-55%	Aaa.il	42%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
A.il	3.0-3.5	A.il	5.7	EBIT / הוצאות ריבית LTM	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.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 מניות ואגרות חוב הניתנות להמרה ומשכך שבה החברה למעמד חברה ציבורית בישראל. כיום, מחזיקה קרדן ישראל בע"מ (להלן: "קרדן ישראל" או "חברת האם") בכ-60% מהון המניות המונפק בחברה. לחברה שלושה תחומי פעילות עיקריים: איתור ייזום ופיתוח של נדל"ן למגורים, נדל"ן מניב (מבוצע ישירות ע"י החברה) וביצוע עבודות בניה (באמצעות אל-הר).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קרדן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים, דוח מתודולוגי מאי 2020](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

15.12.2022	תאריך דוח הדירוג:
23.12.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
09.09.2014	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קרדן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ	שם יזום הדירוג:
קרדן נדל"ן יזום 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 גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

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

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים 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 מידורג 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 דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>