

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ

דירוג ראשוני | מאי 2022

אנשי קשר:

מיכאל בן-זקן

אנליסט, מעריך דירוג ראשי
michael.b@midroog.co.il

אורית תשובה

ראש צוות בכירה, מעריכת דירוג משנית
orit.teshuva@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרות ודירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות יח', יט', כג'
-	P-1.il	דירוג מנפיק לזמן קצרי

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Aa2.il למבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ ("החברה") וכן דירוג Aa2.il לאגרות חוב (סדרות טו', טז', יז', כ', כד' ו- כה') שהנפיקה החברה. כמו כן, מידרוג קובעת דירוג Aa1.il לאגרות חוב שהנפיקה החברה המובטחות בשעבוד על נכסים מניבים (סדרות יח', יט' ו- כג'). אופק הדירוג יציב. עוד קובעת מידרוג דירוג זמן קצר לחברה P-1.il.

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.04.2024	יציב	Aa2.il	2260420	טו'
30.06.2028	יציב	Aa2.il	2260438	טז'
30.06.2028	יציב	Aa2.il	2260446	יז'
30.10.2024	יציב	Aa1.il	2260479	יח'*
31.03.2027	יציב	Aa1.il	2260487	יט'*
31.12.2029	יציב	Aa2.il	2260495	כ'
30.09.2026	יציב	Aa1.il	2260545	כג'*
30.06.2028	יציב	Aa2.il	2260552	כד'*
30.09.2033	יציב	Aa2.il	2260636	כה'

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

אודות החברה

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ ("החברה") הינה חברה הפועלת 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 מחזיקה 559 נכסים מניבים, מתוכם 545 הינם 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.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה הינה בעיקר בתחום הנדל"ן המניב למשרדים, תעשייה, לוגיסטיקה ומסחר, עם סך מאזן בהיקף משמעותי של כ-15 מיליארד ₪ ההולם לרמת הדירוג. הפעילות של החברה הינה בעיקר בישראל (כ-90%) ונפרשת ברחבי המדינה. הפיזור הנכסי והפריסה הארצית של נכסי החברה, לצד פיזור השוכרים, תורמים לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכון. הסיכון בפעילות המסחר ממותן לאור החזקה בעיקר בנכסי מסחר פתוחים ומבוססי סופרמרקטים ופארמה.
- הפרופיל הפיננסי של החברה חזק והולם את רמת הדירוג, כשהוא נתמך בתזרים תפעולי משמעותי ורמת מינוף מתונה אם כי צפויה לגדול. היקף FFO מצוי בעלייה מתמדת וצפוי לעמוד תחת תרחיש הבסיס של מידרוג בטווח של 480-500 מיליון ₪ לשנה. החברה הקטינה את המינוף בשנים 2019-2021 כפי שנמדד ביחס חוב נטו ל-CAP נטו של כ-38% ל-31.12.2021, ובתרחיש הבסיס צפוי לעמוד על 43%-45%; יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל-FFO צפוי לעמוד על 12-14 שנים. העלייה במינוף

¹ יודגש כי הדירוג לזמן קצר לא נקבע למכשיר חוב מסוים, וכי ככל שהחברה תנפיק מכשיר חוב לזמן קצר דירווגו ייבחן ויקבע בהתאם למבנה מכשיר החוב ותנאיו.

צפויה נוכח אסטרטגיית הצמיחה של החברה בייזום פרויקטים חדשים וברכישת פרויקטים מניבים, המלווה בגידול בחוב הפיננסי לצד הנבה חלקית מנכסים אלה, אשר צפוי כי יושלמו בשנים הקרובות.

- גמישותה הפיננסית של החברה הולמת את רמת הדירוג, עם היקף נכסים לא משועבדים בסך של כ- 3.5 מיליארד ₪ (תחת תרחיש הבסיס צפויים לעמוד על סך של כ- 5 מיליארד ₪) ונזילות בהיקף גבוה מאוד ביחס לשירות החוב הלא מובטח של החברה.
- דירוג החברה בפועל Aa2.il גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר במטריצת הדירוג Aa3.il לאור פיזור נכסי ושימושים רחב מאוד, פרופיל פיננסי שמרני תוך צמיחה ולאור מינוף נמוך בנכסי החברה המאפשר עודף תזרימי משמעותי.
- הדירוג לזמן קצר מבוסס על דירוג המנפיק Aa2.il באופק יציב וכן על ניתוח הנזילות של החברה. ניתוח הנזילות של החברה לתקופה של 4 רבעונים מצביע על נזילות טובה המושתת על כ- 1 מיליארד ש"ח יתרות נזילות בקופת החברה ועל מסגרות אשראי בנקאיות מחייבות ממספר בנקים בסך כ- 1.1 מיליארד ₪ בסמוך למועד דוח זה. כמו כן לחברה תזרים שוטף ויציב מהנכסים המניבים. להערכת מידרוג יחס המקורות ושימושים ל- 12 החודשים הקרובים שהחל ב-01 באפריל 2022 צפוי לעמוד על כ- 1.87.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל הנבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח הקצר (תחת תרחישי רגישות להיקף ההכנסות ולמועד התייצבות הנכסים בהקמה), המשך הפעילות השוטפת, המשך השקעות בפרויקטים בישראל, גיוס ופירעון חוב כחלק מהפעילות השוטפת, פירעון חוב בנקאי וכן חלוקות דיבידנד לבעלי המניות בהסתמך על מדיניות הדיבידנד המועדכנת של החברה.

שיקולים מבניים

לחברה 3 סדרות אג"ח אשר מובטחות בשעבוד על נכסים מניבים - סדרות יח', יט' וכג' 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). מידרוג בחנה תרחישי רגישות לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכסים המניבים המשועבדים לגבי כל אחת מהסדרות יח', יט' ו-כג' ביחס לשווי ההוגן ליום 31.12.2021 ובהתחשב במאפייני הנכסים. מידרוג מעריכה את איכות הבטוחות כ- "גבוהה" ובהתאם לכך מידרוג העניקה לאג"ח מסדרות יח', 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 ידינו 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
- 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 - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

מיליוני ש"ח	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
סך מאזן	14,698	13,082	12,239
חוב פיננסי נטו	5,102	4,971	5,449
חוב נטו / CAP נטו	37.9%	40.1%	44.7%
חוב נטו ל-FFO	11.1	12.1	13.8
הון עצמי וזכויות מיעוט	6,892	6,062	5,556

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת הפעילות

סביבת פעילות יציבה הנתמכת בפעילות החברה בענפי המשרדים והלוגיסטיקה בישראל המאופיינת בכלכלה חזקה

החברה פועלת בעיקר במגזר הנכסים המניבים ולוגיסטיקה ותעשייה (כ- 41.5% מ- NOI וכ- 39% משווי נדל"ן להשקעה), למשרדים (כ- 36% מ- NOI ומשווי נדל"ן להשקעה) ולמסחר (כ- 21% מ- NOI וכ- 22.5% משווי נדל"ן להשקעה). עיקר נכסי החברה מצויים בישראל (כ- 90% משווי הנדל"ן וה- NOI) והיתרה פזורה ב- 6 מדינות בחו"ל.

תרשים 1: מחיר למ"ר משרדים בערים מרכזיות לפי רמת גימור



מקור: נת"מ עיבוד: מידרוג

ענף הנדל"ן המניב נשען על חוזי השכרה במח"מ בינוני-ארוך התורמים לנראות טובה יחסית של תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. בשנת 2021 הציג שוק המשרדים בישראל עלייה בשכ"ד והתפוסה בנכסי Class A ו-Class B במרבית האיזורים במדינת ישראל. חוסר בהיצע משרדים Class A, בעיקר באיזורי ביקוש, מביא לעלייה בביקושים וליציאה לאיזורים פריפריאליים יותר ו/או לשכירות משרדים באיכות נמוכה יותר. על אף השינוי בדפוסי העבודה, ניכר ביקוש ער להיקף שטחי משרדים, הנדחף בעיקר ע"י ענפי ההייטק והמחשוב.

הגידול בביקושים לשטחי לוגיסטיקה ועליית שכ"ד ב- 2021 נבעו בשל הגידול בהיקף המסחר המקוון, אשר התעצם בשל הקורונה. בנוסף, חלה ירידה בתשואות הנכסים בתחום זה. להערכתנו, מדובר בתחום דפנסיבי וצומח אשר ממתן סיכונים, בייחוד לאור המשך הגידול הצפוי באוכלוסיה ובשיעור המסחר המקוון מסך המסחר הקמעונאי.

להערכתנו ענף הנדל"ן המניב למסחר הינו בעל סיכון גבוה יחסית, בפרט במרכזים מסחריים סגורים, בשל תמהיל השוכרים והשינויים במגמות הצריכה בעקבות המעבר לרכישה באון-ליין. עם זאת, לאחר הסרת מגבלות הקורונה, פעילות המסחר חזרה לרמתה לפני טרום הקורונה ואף הוצגה עלייה בפדיונות. סיכון פעילות זה ממותן שכן החברה מחזיקה בעיקר בנכסי מסחר פתוחים ומבוססי סופרמרקטים ופארמה.

ישראל מדורגת ע"י Moody's² בדירוג A1 יציב ובאופן חיובי. על פי Moody's פרופיל האשראי של ישראל מפגין עמידות חזקה בפני זעזועים כלכליים, כולל מגפת הקורונה. בנוסף, המשק הישראלי הציג התאוששות מהירה ופוטנציאל הצמיחה של המדינה חזק. על פי תחזית בנק ישראל³ מחודש אפריל 2022 התוצר בישראל צפוי לצמוח בשיעור של 5.5% בשנת 2022 ו-4% בשנת 2023. בנוסף, להערכת בנק ישראל לא צפויה השפעה משמעותית על הייצוא של המשק הישראלי בשל הסנקציות על הייצוא והמלחמה באוקראינה בשל שיעור נמוך מאוד בסחר הישיר עם מדינות רוסיה ואוקראינה. עוד מעריך הבנק כי האינפלציה ב-2022 תעמוד על כ-3.6% והריבית תעמוד על 1.5% בעוד שנה ממועד פרסום התחזית, כאשר בחודש אפריל הועלתה הריבית לראשונה לאחר 4 שנים ב-0.25% לרמה של 0.35%. עליית הריבית עשויה להביא לגידול בהוצאות המימון וצמצום מרווח התשואה-עלות המימון.

פרופיל עסקי

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

צבר הנכסים של החברה כולל 559 נכסים מניבים, מתוכם 545 נכסים ברחבי מדינת ישראל והיתר מפוזרים על פני 6 מדינות ברחבי העולם. לחברה מספר פרויקטים בייזום 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 ל-31.12.2021 על כ-12 מיליארד ₪. התפוסות בנכסי החברה עומדות על כ-93% לאותו מועד ומציגות עלייה עקבית לאורך השנים. ממועד מיזוגה של החברה עם כלכלית ירושלים, מציגה החברה גידול עקבי ב-FFO.

פעילות החברה בישראל אחראית לכ-89% מה-NOI וכ-92% משווי הנכסים. הפעילות בישראל כוללת בעיקר נכסים מניבים בתחומי המשרדים, התעשייה, הלוגיסטיקה והמסחר מבוסס סופרמרקטים. בנוסף, מפתחת החברה את תחום הדיור להשכרה ובעלת מספר פרויקטים לייזום למגורים. לחברה טרק רקורד משמעותי בפעילותה בישראל. 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 ו-וותיקים מאוד, לגבי חלקם החברה בוחנת לאורך זמן פיתוח והשבחה.

ברבעונים האחרונים השלימה החברה שתי עסקאות מהותיות¹ (1) במהלך שנת 2021 רכשה החברה זכויות ב-290 יחידות דיור להשכרה, 4,000 מ"ר שטחי מסחר ומעונות סטודנטים מחברת אאורה בתמורה לכ-647 מיליון ₪ שתשולם בהתאם למסירת הדירות; (2) בחודש פברואר 2022 השלימה החברה עסקה לרכישת הזכויות ב-24 נכסים מניבים מבנק מזרחי טפחות, המושכרים במלואם לקבוצת מזרחי וכוללים גם זכויות בנייה נוספות, בתמורה לכ-532 מיליון ₪. להערכת החברה, נכסים אלו צפויים להניב לחברה NOI של כ-26 מיליון ₪ המשקפים תשואה של כ-4.9%.

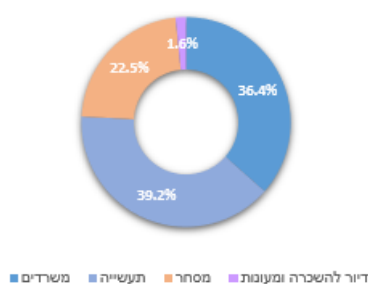
פרויקט הייזום המהותי של החברה כיום הוא פרויקט למשרדים ומסחר בשדרות ההשכלה בתל אביב בשטח כולל של 68,300 מ"ר ובהיקף השקעה נוסף של 586 מיליון ₪. הפרויקט המרכזי בתכנון הינו הקמת פרויקט משרדים ומגורים ברחוב יגאל אלון בתל אביב על חשבון נכס קיים, כאשר הסטטוס התכנוני הינו הפקדת התוכנית ולאשרה עוד בשנת 2022.

החברה הציגה בשנת 2021 NOI של כ-696 מיליון ₪ וזאת לעומת כ-674 מיליון ₪ בשנת 2020. ה-SP NOI רשם גידול של כ-4% בשנת 2021 ביחס לשנת 2020.

² [Israel Credit Opinion](#)

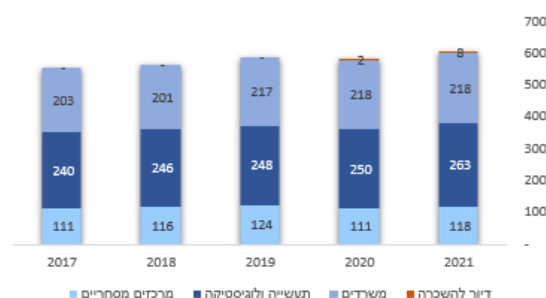
³ [התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, 11 באפריל 2022](#)

תרשים 3: פילוח נכסים לפי שווי נדל"ן להשקעה



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

תרשים 2: NOI במיליוני ש"ח



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

פרופיל פיננסי

תזרימי מזומנים חזקים ובמגמת צמיחה לצד גידול צפוי ברמת המינוף שיותר הולם לדירוג ובמסגרת מדיניות החברה

הגידול בנדל"ן להשקעה וירידה בהוצאות המימון הביאו עמם גידול בהיקף ה- FFO של החברה, כך שבשנת 2021 הוא עמד על כ-460 מיליון ש"ח (ה- FFO הנומינאלי על כ- 283 מיליון ש"ח), בהשוואה לכ- 404 מיליון ש"ח בשנת 2020 וכ- 396 מיליון ש"ח בשנת 2019. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה- FFO צפוי להמשיך ולצמוח לאחר תחילת הנבנה מפרויקטים בייזום. מידרוג צופה בתרחיש הבסיס FFO בטווח של 460-480 מיליון ש"ח בשנים 2022-2023, בעיקר לנוכח הנבנה של פרויקטים של נדל"ן מניב בייזום לצד קיטון בתזרים מהנכסים בחו"ל לאור המשך מימוש נכסים על פי אסטרטגיית החברה. מידרוג מעריכה כי היקף ההשקעות של החברה בייזום וברכישת נכסים מניבים בשנים 2022-2023 יעמוד במצטבר על כ- 2 מיליארד ש"ח.

לאור קיטון בחוב הפיננסי נטו בשנים האחרונות שנבע ממימוש נדל"ן להשקעה בהיקף נרחב (כ- 2.3 מיליארד ש"ח מומשו במצטבר על פני 5 השנים האחרונות), יחס המינוף יחס חוב נטו ל- CAP נטו נמצא בירידה ועמד על כ- 38% ליום 31.12.2021 לעומת כ- 40% ל- 31.12.2020 ובהשוואה לכ- 45% בשנת 2019. תחת תרחיש הבסיס הכולל המשך השקעה בפרויקטים בייזום לצד הנבנה חלקית מפרויקטים שיסתיימו, ומידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יישמר בטווח של 43%-45% בשנים 2022-2023. החוב הפיננסי של החברה צמוד לאינפלציה ובחלקו אגרות חוב שהונפקו בשנים קודמות, ולכן חשוף לעלייה בקצב האינפלציה הצפויה להגדיל את הוצאות המימון של החברה בטווח הנראה לעין, כאשר מנגד ההשפעה ממותנת מצד גידול בהכנסות בשל הצמדת חוזי השכירות לאינפלציה.

לאור הירידה בחוב הפיננסי נטו והגידול ב- FFO, יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO עמד בשנים 2019, 2020 ו-2021 על 14, 12 ו- 11, בהתאמה. מידרוג מניחה יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO שינוע בטווח של 12-14 בשנים 2022-2023, יחס כיסוי ההולם את רמת הדירוג.

היקף נכסים לא משועבדים נמוך יחסית אשר צפוי להשתפר בטווח הקצר-בינוני

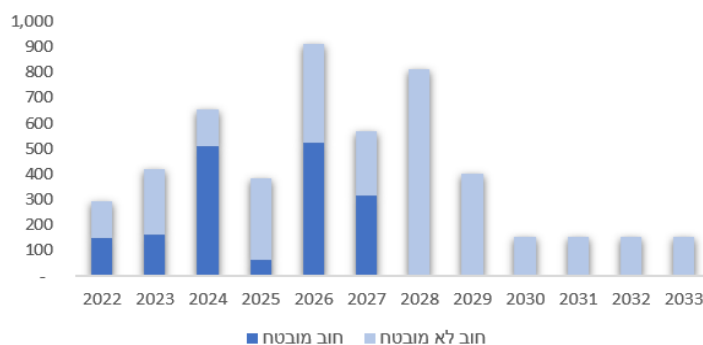
לחברה היקף נכסים לא משועבדים נמוך יחסית של כ- 3.5 מיליארד ש"ח, המהווה כ- 24% מסך המאזן ליום 31.12.2021, שיעור שאינו הולם את רמת הדירוג. על פי תרחיש הבסיס, מידרוג מעריכה כי יחס זה יעמוד על כ- 32% לאור רכישת נכסים ללא מימון ושחרור נכסים משעבוד לאור פירעון צפוי של חוב קיים.

יחס המינוף של הנכסים המשועבדים הינו מתון ועומד על כ- 34% ליום 31.12.2021 ומידרוג מעריכה כי יחס זה יעמוד על כ- 35% ומקנה לחברה נגישות גבוהה למימון מחדש של הנכסים ואף יצירת עודף תזרימי. הנכסים המניבים של החברה מציגים תזרים יציב מדמי שכירות, מאפיין אשר מתן את הסיכון שבמימון מחדש של חוב מובטח. לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ- 74% מהחוב

הפיננסי של החברה הינו אג"ח סחיר בישראל. עלויות המימון של החברה פחתו עם השנים כך שנכון ל- 31.12.2021 עמדה עלות המימון המשוקללת של החברה על כ- 2.3% והמרווח בין שיעור ההיוון לעלות החוב עמד על כ- 4.77%.

נזילות החברה בולטת לטובה למול צורכי שירות החוב. לחברה יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות ברובן בהיקף של כ- 1.2 מיליארד ₪ נכון ל- 31.12.2021 המשקפות יחס של כ- 300% ביחס לשירות הקרן הלא מובטח במשך שנתיים מייצגות. על פי מדיניות הנזילות שנמסרה למידרוג, כוללת שמירת יתרות מזומן ומסגרות פנויות של 800 מיליון ₪, המשקפות יחס של 202%.

תרשים 4: לוח סילוקין קרן אג"ח, במיליוני ש"ח



שיקולים נוספים לדירוג

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

שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת ברמת מינוף מתונה לאורך זמן כאשר מעת לעת תיתכן עליה נקודתית עם מימוש אסטרטגיית הצמיחה (שהינה מדודה). מדיניות החלוקה של החברה כוללת חלוקה של 240 מיליון ₪ (נטו, ללא חלק דרבן) אך לא יותר מסך של 50% מה- FFO של החברה.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il		A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	15.3	Aa.il	14.7	סך מאזן (מיליארד ₪)	פרופיל עסקי
Aa.il		Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	43%-45%	Aa.il	38%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל סיכון
Aa.il	480-500	Aa.il	460	היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
Aa.il	13	Aa.il	11	חוב פיננסי נטו / FFO	
A.il	32%	A.il	24%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	32%	Aa.il	31%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aaa.il	300%	Aaa.il	202%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
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

דוחות קשורים

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

22.05.2022	תאריך דוח הדירוג:
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 קיימים⁴

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	

⁴ 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 וכאאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי 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 ביעוץ 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 והיה 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, 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 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 דירקטורים, 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>