

# קבוצת מנרב בע"מ

מעקב | ינואר 2024

## אנשי קשר:

### זועי רביד

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

### תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני  
[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: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרות

מידרוג מורידה את דירוג המנפיק ואת דירוג אגרות החוב (סדרות ב' ו-ד') שהנפיקה קבוצת מנרב בע"מ (להלן: "החברה") מ-A3.il

ל-Baa1.il ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01/07/2030	יציב	Baa1.il	1550052	ב'
15/04/2032	יציב	Baa1.il	1550169	ד'

### שיקולים עיקריים לדירוג

- הורדת הדירוג נובעת מהיחלשות בפרופיל הפיננסי של החברה המתבטאת במינוף גבוה ויחסי כיסוי איטיים, לצד האטה במכירת מלאי הדירות בפרויקטים של החברה בארה"ב. הרווחיות התפעולית של החברה נותרה חלשה מאוד בשנה האחרונה ולהערכת מידרוג עשויה להשתפר במידה מסוימת לרמה של 2.5% מהכנסות שעדיין נמוכה לרמת הדירוג. החברה פועלת לצמצום החוב וחיזוק ההון באמצעות המשך מכירת מלאי הדירות בארה"ב, גביית חובות עבר מלקוחות וביצוע מימושים נוספים, וכן באמצעות מהלך להזרמת הון לחברה ע"י בעלי השליטה בהיקף של כ-100 מ' ש אשר להערכת החברה צפוי להתבצע ברבעון הראשון של 2024. יחס EBIT להוצאות ריבית עמד על כ-0.3 בתקופה ינואר-ספטמבר 2023 והוא צפוי להערכת מידרוג להיות נמוך מ-1 בשנה הקרובה. יחס הון למאזן עמד על כ-22% ליום 30.09.2023 ובתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי להשתפר לטווח של 23%-27% במהלך שנת 2024. כמו כן, החברה נקטה בשנתיים האחרונות במהלכים לטיוב צבר ההזמנות הקבלני ובשינויים ארגוניים הכוללים בין היתר מינוי מנכ"ל חדש, מר אליהו כהן, הצפוי להתחיל לכהן בתפקידו מיום 15.01.2024.
- החברה פועלת בעיקר בתחומי ההנדסה, התשתיות והנדל"ן בישראל, הכוללים ביצוע עבודות בינוי ותשתיות, ייזום פרויקטים לבניה למגורים, זכינות בשיטת BOT והשכרה וניהול נכסים מניבים. כמו כן, לחברה פעילות נדל"ן יזמי למגורים בארה"ב הכוללת בעיקר מכירת מלאי דירות בפרויקטים שבנייתם הושלמה. ענף קבלנות הבניה והתשתיות, המהווה מגזר פעילות עיקרי של החברה, מאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי גבוה הנובע מאופי הפרויקטלי והישענות על כניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות הכנסות 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. מידרוג מניחה כי העלייה בריבית בשנתיים האחרונות, ההאטה בשוק המגורים, בשילוב עם השלכות המלחמה יובילו לפגיעה בטווח הקצר בהיקף ההשקעות בבינוי במגזר העסקי.
- הפרופיל העסקי של החברה נתמך בניסיון רב בתחומי הבניה והתשתיות ובהיקף הכנסות שבולט לחיוב לרמת הדירוג. צבר הזמנות עבודות הקבלנות של החברה ליום 30.09.2023 הסתכם בכ-2.4 מיליארד ש"ח למול כ-2.7 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2022 וכ-2.3 מיליארד ש"ח ל-30.09.2022. הירידה בצבר במהלך שנת 2023 נובעת מהשלמתם של שני פרויקטים ללא כניסת פרויקטים משמעותיים נוספים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות החברה בכלל מגזרי הפעילות צפוי לשמור על רמתו בשנים 2023-2024 ולנוע בטווח של 1.3-1.5 מיליארד ש"ח בשנה, בהשוואה לכ-1.4 מיליארד ש"ח בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2023 וכ-1.5 מיליארד ש"ח בשנת 2022.
- רווחיות החברה חלשה מאוד עם יחס EBIT להכנסות בשיעור של כ-1.7% בשלושת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2023, בהשוואה לשיעור של כ-2% בשנת 2022 ורווחיות אפסית עד שלילית בשנים 2021 ו-2020. רווחיות החברה מושפעת לשלילה

<sup>1</sup> [לפרטים נוספים הנכם מופנים לדיווח החברה מיום 26.12.2023](#)

ממגזר הקבלנות שרשם רווחיות גולמית בשיעור של כ- 4% בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2023 אם כי הציג שיפור בהשוואה לשיעור של כ- 2% בשנת 2022 ורווחיות גולמית אפסית בשנת 2021. רווחיות החברה מושפעת לחיוב מהשכרת נכסים מניבים וממכירת מלאי דירות בארה"ב, אם כי על פי תרחיש הבסיס של מידרוג החברה צפויה למכור את מלאי הדירות שנתרו בפרויקטים בארה"ב עד סוף שנת 2025, כך שתרומתו של מגזר זה לרווחיות החברה צפויה להצטמצם בטווח הבינוני.

- יחסי הכיסוי של החברה בולטים לשלילה לרמת הדירוג ומעבים על הפרופיל הפיננסי שלה. יחס חוב פיננסי (ברוטו) ל- EBITDA צפוי לנוע בטווח 20-30 בשנים 2023-2024 ויחס EBIT להוצאות ריבית צפוי לנוע בטווח 0.4-0.6 באותן שנים. היחסים מושפעים לשלילה מרווח תפעולי נמוך ומהלוואות בגין קרקעות שעלותן התייקרה בעקבות העלייה בשיעור הריבית בשנתיים האחרונות. כמו כן, מגזר הנכסים המניבים מאופיין ביחסי כיסוי ארוכים, ופעילות החברה במגזר זה מסבירה באופן חלקי את יחסי הכיסוי האיטיים. מידרוג מיתנה באופן חלקי את ההשפעה השלילית של יחסי הכיסוי על הדירוג במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג.

**תרחיש הבסיס של מידרוג** מניח, בין היתר, יציבות בהכנסות מביצוע עבודות קבלנות תוך שיפור קל ברווחיות מגזר זה, יציבות בהכנסה התפעולית מהשכרת נכסים מניבים לפי הסכמי השכירות הקיימים, מכירת מלאי הדירות בארה"ב על פני השנים 2024-2025, ירידה בהון חוזר במגזר הקבלנות, משיכת רווחים מפרויקט זכיינות בהתאם לתחזית החברה, חילוץ עודפים בפרויקטים מודליאני ודה האז, השקעות בפרויקטים של התחדשות עירונית ובפרויקטים של דירה להשכיר, גיוס הון בסך כ- 100 מ' ש, נטילת הלוואות בנקאיות בפרויקטים של דירה להשכיר, פירעונות אגרות חוב בהתאם ללוח סילוקין ופירעונות הלוואות מבנקים ואשראי לז"ק בהתאם למכירת מלאי הדירות בארה"ב ולמימושים נוספים. לא נכללה הנחה של חלוקת דיבידנד בהתאם לתחזית החברה. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות, בין היתר, להיקפי מכירת הדירות בארה"ב ובישראל ולקצב ביצוע הפרויקטים במגזר הקבלנות.

המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק ולירידה בפעילות הכלכלית. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא הנכם מופנים לדוח מידרוג המתייחס להשלכות אפשריות ואופן בחינתן<sup>2</sup>.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהערכת מידרוג כי החברה תציג עלייה בהון העצמי ושיפור ביחס הון למאזן, יציבות יחסית בהכנסות, שיפור ברווחיות מגזר הקבלנות וירידה בחוב הפיננסי.

### 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 להורדת הדירוג:

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

<sup>2</sup> [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג – דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

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

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	(LTM) 30.09.2023	
804	838	952	1,466	1,424	סך הכנסות
51	27	26	50	12	EBITDA מותאם (*)
906	775	1,610	1,642	1,567	חוב פיננסי ברוטו
492	415	237	180	119	מזומנים ותיק ני"ע
18	29	61	33	50	חוב פיננסי ל- EBITDA מותאם
36.9%	38.1%	24.1%	21.6%	22.2%	הון עצמי למאזן

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

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## פעילות החברה בענפי הקבלנות והייזום למגורים משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות שלה

הכנסות החברה נובעות בעיקר מפעילותה במגזר שירותי הקבלנות לבנייה למגזר העסקי, למגזר הציבורי ולמגורים, שהיווה שיעור של כ-84% מסך ההכנסות (במאוחד) בשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2023, ושיעור של כ-79% בשנת 2022.

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 מחזיקה ברשימות קבלניים נרחבים, והינה בעלת ותק וניסיון ארוכי שנים בענף. כמו כן, החברה מתמקדת בעיקר בביצוע פרויקטי תשתיות ופרויקטים רחבי היקף, ומזמיני העבודות מורכבים בעיקר מגופים ציבוריים ומגופים פרטיים בעלי איתנות פיננסית, כך שהסיכון הכרוך בזהות המזמין הינו סיכון נמוך ביחס לענף.

עליית הריבית בשנים 2022-2023, יחד עם האטה בתחום הנדל"ן למגורים, צפויים להוביל לירידה בהיקפי ההשקעה בבינוי יחסית לשנים האחרונות. על פי נתוני הלמ"ס ב-9 החודשים הראשונים בשנת 2023 נרשמה צמיחה של כ-5.4% בהשקעות בנכסים קבועים בישראל בהשוואת לתקופה המקבילה אשתקד. תחזית בנק ישראל מחודש ינואר 2024<sup>3</sup> צופה צמיחה בהשקעות בנכסים קבועים בישראל של כ-1.0% בשנת 2023 וירידה בשיעור של כ-4% בשנת 2024. בשנת 2025 צופה הבנק המרכזי עלייה של 6.5%. מידרוג מניחה פגיעה בטווח הקצר בענף קבלנות הבניה והתשתיות, בשילוב עם המלחמה שהביאה להשבתה זמנית של אתרי בניה ומחסור בכוח אדם בענף, שגם טרום המלחמה שרר בו מחסור בעובדים. מידרוג צופה לחץ על מדדי הרווחיות כשהמחסור המתמשך בעובדים צפוי להוביל להתייקרות בעלויות השכר, וזאת יחד עם גידול בעלויות שילוח, עליה במחירי חומרי הגלם כתוצאה מתנאי השכר ועלויות המימון הגבוהות. להערכת מידרוג, פרויקטים שונים בחלק מהחברות עלולים להתעכב נוכח השפעות המלחמה ואלו עשויים לגרום לעלייה בהון החוזר ולעיקובים בעיתוי ההכרה בהכנסה ולשחיקה ברווחיות. בטווח הבינוני-ארוך, מבחינת סביבת הביקושים, מידרוג מניחה כי פרויקטי התשתיות יחזרו למסלולם, זאת יחד עם השיקום הנדרש של אזור עוטף עזה.

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

<sup>3</sup> התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר של בנק ישראל, ינואר 2024

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-01.01.2024 הוריד בנק ישראל את הריבית ב-0.25% לרמה של 4.5%, כאשר הוא מעריך שהתוצר צפוי לצמוח בשיעור של 2% בכל אחת מהשנים 2023-2024 וב-5% בשנת 2025. שיעור האינפלציה במהלך שנת 2024 צפוי להיות 2.4% ואילו במהלך שנת 2025 הוא צפוי לעמוד על 2%. להערכת הבנק המרכזי, ברבעון הרביעי של 2024 הריבית צפויה לעמוד על 3.75%/4.0%.

## **ניסיון ומוניטין במגזר הקבלנות תומכים בצמיחת המגזר אולם הרווחיות החלשה מכבידה ומאיימת מצד ההאטה בסקטור הקבלני והשלכות המלחמה**

דירוג החברה נשען על פרופיל עסקי שבוטל לחיוב לרמת הדירוג, הנשען על מעמדה במגזר הקבלנות, הנתמך במוניטין גבוה, בניסיון רב שנים בתחומי הביצוע ההנדסיים ובפרט בתחום התשתיות. יחד עם זאת, לאורך השנים האחרונות הציגה החברה הפסדים כבדים במגזר הקבלנות, בשל פרויקטים ותיקים שחלו בהם עיכובים והפעלת מפעל הפלדה עד לסגירתו. בשנתיים האחרונות החברה חתרה לשפר את הרווחיות במגזר זה באמצעות הרחבת הפעילות בבנייה למגזר העסקי, שיפור תהליכים עסקיים ושינויים ארגוניים. במסגרת זו, החברה בצעה בשנת 2021 שתי רכישות של חברות קבלניות (דרך עפר ומשב ארדן), שתרמו לגידול הכנסותיה במגזר זה ולרווחיותה. בתקופה ינואר-ספטמבר 2023 רשמה החברה רווח מגזרי של כ-12 מ' ש' במגזר זה (כ-1.2% בלבד מהכנסות המגזר לתקופה) בהשוואה להפסד מגזרי של כ-9 מ' ש' בתקופה המקבילה אשתקד, והפסד מגזרי של כ-35 מ' ש' בכל אחת מהשנים 2022 ו-2021. ליום 30.09.2023 לחברה צבר הזמנות קבלני משמעותי של כ-2.4 מיליארד ש'. שני הפרויקטים המרכזיים בצבר בתחום ההנדסה הינם הקמת פרויקט של 279 יח"ד להשכרה בבאר יעקב בהיקף כספי של כ-289 מ' ש' והקמת מגדל G City בראש"צ בהיקף כספי של כ-318 מ' ש'. הפרויקט המרכזי בתחום התשתיות הינו תכנון וביצוע של מקטע בדרך 461 בהיקף כספי של כ-470 מ' ש'. מידרוג מניחה כי החברה תציג המשך שיפור מסוים ברווחיות המגזר. עם זאת, להערכת מידרוג, רווחיות המגזר עדיין שברירית ועלולה להישחק בתרחיש שלילי של ירידה בצבר ההזמנות בשנה הקרובה וברקע השלכות המלחמה על העלויות והביצוע.

גיוון הפעילות על פני ארבעה מגזרי פעילות מרכזיים המייצרים סינרגיה ביניהם: שירותי קבלנות, ייזום בנייה למגורים, השכרה וניהול נכסים מניבים ופעילות זכיינות תורם לחיוב לפרופיל העסקי אם כי בשנתיים הקרובות מגזר הקבלנות צפוי להמשיך ולהוות מעל 80% מההכנסות במאוחד.

בבעלות החברה (100% בעלות) שלושה נכסי נדל"ן מניב בשווי מצרפי של כ-520 מ' ש' ליום 31.12.2022 המניבים NOI בטווח של 30-35 מ' ש' בשנה, כנגדם לחברה חוב בנקאי של כ-136 מ' ש' בלבד. הנכס המניב העיקרי, סיטי טק באשדוד, הכולל שטחי משרדים בהיקף של כ-35,727 מ"ר בשווי של כ-280 מ' ש' ומניב NOI בסך כ-11 מ' ש' בשנה, הינו נקי מחוב ושעבודים, באופן המקנה לחברה גמישות פיננסית נוספת במידת הצורך. פעילות יציבה נוספת נובעת מאחזקת החברה בפרויקט זכיינות שבמסגרתו מספקת החברה שירותי מימון, תכנון, הקמה, תפעול ותחזוקה בהתאם להסכם הזיכיון, וצפויה לקבל ממנו תזרים מזומנים בטווח של 8-12 מ' ש' בשנה בטווח הבינוני.

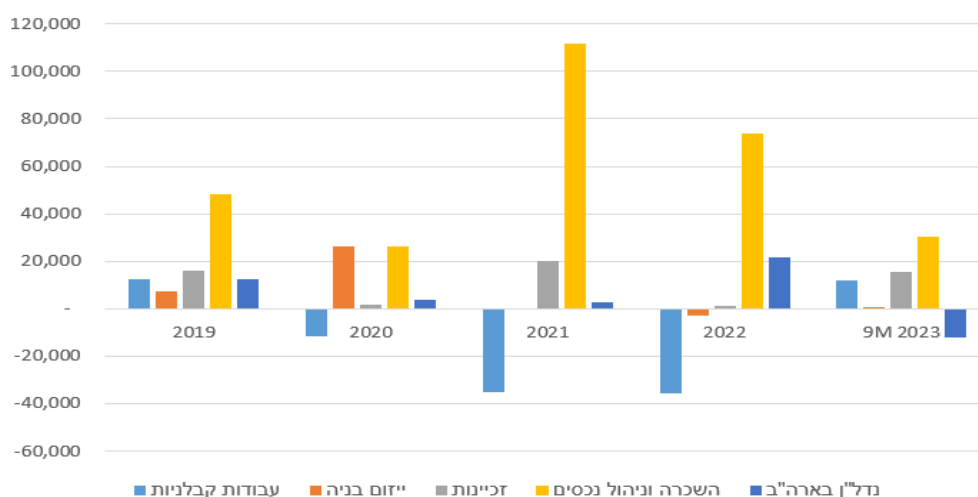
תרומתו של מגזר הפעילות בארה"ב צפויה להצטמצם באופן משמעותי החל משנת 2026 עם סיום מכירת מלאי הדירות שנתרו בפרויקטים שבנייתם הושלמה. מלאי הדירות של החברה בארה"ב עומד על כ-403 מ' ש' ליום 30.09.2023 לאחר שהחברה ביצעה בו הפחתה במהלך הרבעון האחרון, וסך החוב הבנקאי כנגדו עומד על כ-129 מ' ש' בלבד (שיעור מינוף של 32%). מכירת הדירות בארה"ב צפויה להביא לקיטון בחוב בשנים הקרובות וכפועל יוצא לצמצום בהוצאות המימון של החברה. במהלך התקופה עד לסיום המכירות בארה"ב, החברה מתכננת להמשיך לפתח את מגזר הייזום בישראל בעיקר באמצעות קידום פרויקטים של התחדשות עירונית וקידום פרויקט פארק החורשות שצפוי להיכנס לליווי פיננסי במחצית השנייה של 2024.

רווחיות החברה חלשה מאוד עם יחס EBIT להכנסות בשיעור של כ-1.7% בשלושת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2023, בהשוואה לשיעור של כ-2% בשנת 2022 ורווחיות אפסית עד שלילית בשנים 2021 ו-2020. רווחיות החברה מושפעת לשלילה ממגזר הקבלנות שרשם רווחיות גולמית בשיעור של כ-4% בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 30.09.2023, אם כי הציג שיפור בהשוואה לשיעור של

כ- 2% בשנת 2022 ורווחיות גולמית אפסית בשנת 2021. השיפור ברווחיות מגזר הקבלנות נבע בין היתר כתוצאה מתרומתן של החברות שנרכשו, דרך עפר ומשב ארדן, מהתקדמות פרויקטי התשתיות, וכן כתוצאה מסגירת מפעל הפלדה שהמשיך להסב לחברה הפסדים גם במהלך שנת 2022. בנוסף, רווחיות החברה מושפעת לשלילה מהפרשה בעלת אופי חד פעמי שהחברה ביצעה בגין הפחתת יזומה של מחירי מלאי הדירות בארה"ב וכן מהוצאות משמעותיות שהחברה משקיעה בתחום הפינני בינוי למגורים, אשר בעיקרן לא ניתנות להיוון, ומנגד אי זקיפת הכנסות או רווח בשלב זה מהפעילות. רווחיות החברה מושפעת לחיוב מהשכרת נכסים מניבים וממכירת מלאי דירות בארה"ב.

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, הכנסות החברה מכלל המגזרים במאוחד צפויות לנוע בטווח של 1,300-1,500 מ' ש לשנה בשנים 2023-2024, הרווח הגולמי צפוי לנוע בטווח של 140-150 מ' ש בשנה, הרווח התפעולי צפוי לנוע בטווח של 30-40 מ' ש בשנה, וה-EBITDA צפוי לנוע בטווח של 50-60 מ' ש בשנה.

קבוצת מנרב בע"מ: תוצאות מגזרי הפעילות העיקריים לפי תקופות\*, באלפי ש"ח



\* תוצאות מגזר השכרה וניהול נכסים כוללות הכנסות מעליית ערך נדל"ן להשקעה בסך כ- 37 מ' ש בשנת 2022, כ- 81 מ' ש בשנת 2021 וכ- 22 מ' ש ב- 2019.

### יחסי כיסוי איטיים הנובעים בין היתר מרווחיות תפעולית נמוכה וממרכיב החוב בגין קרקעות

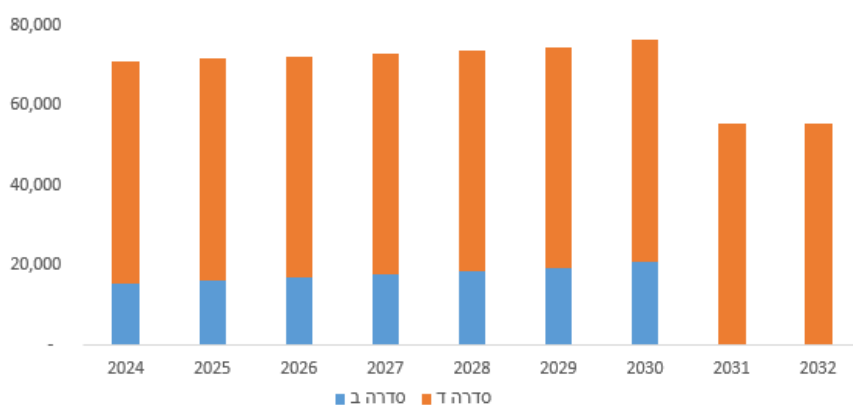
החוב הפיננסי המאוחד של החברה הסתכם בסך של כ- 1,567 מ' ש ליום 30.09.2023, המבטא עלייה בהשוואה לחוב בסך של כ- 1,504 מ' ש ליום 30.09.2022 ולסך של כ- 1,135 מ' ש ליום 30.09.2021. העלייה בחוב הפיננסי בשנתיים האחרונות נובעת בעיקר מרכישת חטיבות הקרקע פארק החורשות ומתחם התחיה הנושאות חוב מצרפי בסך כ- 306 מ' ש ליום 30.09.2023 ואיחוד לראשונה של שני פרויקטים בארה"ב, 427 איסט 90 ו- 368 ט'רד, הנושאים חוב מצרפי בסך כ- 129 מ' ש לאותו מועד. העלייה בחוב הפיננסי, ובפרט רכישת הקרקעות שאינן נושאות תזרימי מזומנים, מעיבה על יחסי הכיסוי של החברה. בהתאם, מינוף החברה עלה משנת 2021 ונכון ליום 30.09.2023 שיעור הון עצמי למאזן הינו כ- 22%, בהשוואה לכ- 25% ליום 30.09.2022 וכ- 28% ליום 30.09.2021. בתרחיש הבסיס, הניחה מידרוג כי יחס הון עצמי למאזן צפוי להשתפר במידה מסוימת ולעמוד בטווח של 23%-27% במהלך שנת 2024. מידרוג הביאה בחשבון את הודעת החברה על כוונת בעלי המניות להזרים לחברה הון מניות בהיקף של כ- 100 מ' ש, וכן הניחה צמצום בחוב הפיננסי בעיקר באמצעות מכירת הדירות בארה"ב, קיטון ההון החוזר במגזר הקבלנות ומימושים שונים. יחד עם זאת, אין וודאות מלאה באשר להצלחת השלמת מהלכים אלו על ידי החברה במלואם.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס חוב פיננסי ל- EBITDA צפוי לעמוד בטווח 30-40 בשנים 2023-2024, בהשוואה ליחס של כ- 33 בשנת 2022 וכ- 61 בשנת 2021. יחס EBIT להוצאות מימון צפוי לנוע בטווח 0.4-0.6 בשנים 2023-2024, בהשוואה ליחס של כ- 0.4 בשנת 2022 ויחס שלילי בשנת 2021.

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

להלן תזרים מצטבר חזוי לתקופה של חמישה רבעונים מיום 30.09.2023 עד ליום 31.12.2024: מזומנים מפעילות שוטפת בטווח של 150-200 מ' ש' הכוללים את מקורות החברה מפעילות שוטפת במגזרי ביצוע עבודות קבלנות, מכירת מלאי דירות בארה"ב בניכוי פירעונות הלוואות מלאי, השכרת נכסים מניבים ומשיכת רווחים מפריקט זכיינות בקיזוז הוצאות הנהלה וכלליות, שיווק ומכירה והוצאות מימון; גיוס הון מניות בסך כ- 100 מ' ש'; מימושים בסך כ- 90 מ' ש'. למול מקורות אלו, לחברה שימושים של השקעות שוטפות בסך של כ- 60 מ' ש', לרבות פרויקטים של התחדשות עירונית וכן פירעונות קרן אגרות חוב בסך כ- 70 מ' ש' על פי לוח סילוקין. עודף המקורות על השימושים כמפורט לעיל צפוי לשמש את החברה בעיקר להקטנת אשראי לזמן קצר. החברה לא חילקה דיבידנדים בשנת 2022 ולא צפויה לחלק לבצע חלוקות בשנים 2023-2024. בתרחיש הבסיס של מידרוג לא נכללו רכישות חדשות.

קבוצת מנרב בע"מ: לוח סילוקין לפירעון קרן אג"ח ליום 30.09.2023, באלפי ש'



### שיקולים נוספים לדירוג

דירוג המנפיק ודירוג אגרות החוב Baa1.il גבוה בדרגת דירוג אחת מעל הדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Baa2.il, וזאת בשל כך שבבעלות החברה שלושה נכסים מניבים ביעוד מסחר, משרדים ותעשייה המאוכלסים בשיעורי תפוסה גבוהים, ומניבים NOI מצרפי בטווח של 30-35 מ' ש' בשנה. הנכס המרכזי (סיטי טק באשדוד) בשווי ספרים של כ- 280 מיליון ש' אינו משועבד אלא בשעבוד שלילי באופן המקנה לחברה גמישות פיננסית נוספת שאינה מקבלת ביטוי במטריצת הדירוג. כמו כן, האחזקה בנכסי נדל"ן מניב מסבירה חלק מיחסי הכיסוי האיטיים של החברה ויש בכך למתן את השפעה השלילית של יחסי הכיסוי בדירוג.

### שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. כחברה קבלנית החברה חשופה לסיכון של בטיחות עובדיה באתרי הבניה 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 מממשל תאגידי הינה נמוכה.

## מטריצת הדירוג

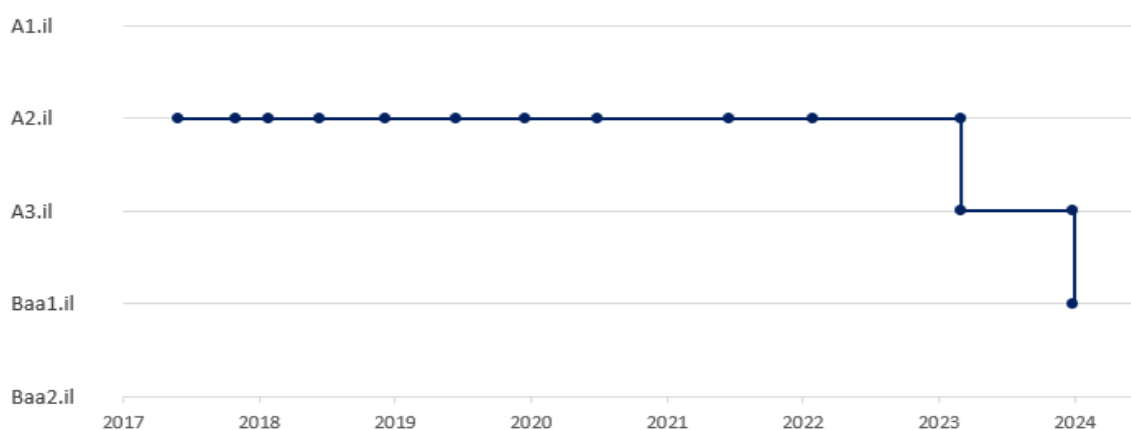
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדירה	ניקוד	מדירה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,300-1,500	A.il	1,424	היקף הכנסות LTM (במיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Baa.il	2%-3%	Caa.il	שלילי	שיעור EBIT להכנסות	רווחיות
A.il	23%-27%	Baa.il	22%	הון עצמי / מאזן	
B.il	20-30	Ca.il	50>	חוב פיננסי / EBITDA	פרופיל פיננסי
B.il-Ba.il	0.4-0.6	Caa.il	שלילי	EBIT / הוצאות מימון	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
<b>Baa2.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>Baa1.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

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

## אודות החברה

קבוצת מנרב בע"מ התאגדה בישראל בשנת 1969 כחברה פרטית, והפכה לחברה ציבורית בשנת 1983. בעקבות עסקת מיזוג משולש הופכי במהלך שנת 2021 הפכה החברה לפרטית ונותרה חברה מדווחת בבורסה לני"ע בת"א. החברה פועלת בתחומי ההנדסה והנדל"ן הכוללים ביצוע עבודות בניה ותשתיות במגזר הציבורי, העסקי והפרטי, ייזום למגורים בישראל וארה"ב, זכיינות 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 תאגידי לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

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

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

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

[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](#)

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

**מידע כללי**

04.01.2024	תאריך דוח הדירוג:
02.03.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.06.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת מנרב בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת מנרב בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

**מידע מן המנפיק**

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

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי 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.

## © 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 נירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

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

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל ניין 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 שייבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ 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, להפיץ, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי 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 הנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות 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 אמיתיים 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 אינו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

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

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

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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