

קבוצת מנרב בע"מ

מעקב | יוני 2021

אנשי קשר:

רו"ח אופיר זלינגר

אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
Ophir.Zelinger@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

קבוצת מנרב בע"מ

דירוג סדרות ודירוג מנפיק	A2.il	אופק דירוג: יציב
דירוג נייר ערך מסחרי	P-1.il	

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il לחברת קבוצת מנרב בע"מ (להלן: "החברה")¹ ודירוג זה לאגרות חוב (סדרות ב'-ג') שהנפיקה החברה, אופק הדירוג - יציב. בנוסף, מידרוג מותירה על כנו את דירוג זמן קצר P-1.il לניירות ערך מסחריים (סדרה 1 ו-2) שהנפיקה החברה בהיקף של עד 150.5 מיליון ₪ ע.ב.

אגרות החוב וניירות הערך המסחריים שבמחזור המדורגים על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1550052	A2.il	יציב	01/07/2030
ג'	1550078	A2.il	יציב	31/01/2030
נע"מ סדרה 1	1550045	P-1.il	-	14/07/2025
נע"מ סדרה 2	1550060	P-1.il	-	* 05/08/2021

* בכונת החברה להאריך את תקופת הנע"מ בחמש שנים נוספות

שיקולים עיקריים לדירוג

בהתאם לדיווח החברה מיום 25.03.2021 ולדיווחים נוספים שפרסמה החברה, התקשרה החברה בהסכם מיזוג מסוג "מיזוג משולש הופכי" לפיו עם השלמת הליכי המיזוג תהפוך החברה לחברה פרטית בבעלות מלאה של אסנס תשתיות וביצוע שותפות מוגבלת (להלן "אסנס" או "הרוכשת").

נכון למועד דוח זה, טרם התקיימו מלוא התנאים להשלמת העסקה, אולם אסיפות בעלי המניות ומחזיקי האג"ח של החברה אישרו את הסכם המיזוג ובהתאם לנמסר למידרוג מרבית האישורים הנדרשים להשלמת העסקה נתקבלו והשלמת העסקה צפויה להתבצע במהלך החודשים הקרובים. בהתאם לכך תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי המיזוג יבוצע והעסקה תושלם במהלך התקופה הקרובה.

שיקולי הדירוג, כפי שיפורטו להלן, הינם בכפוף לתרחיש הבסיס ולהשלמת הליך המיזוג.

- החברה פועלת בענף שירותי הקבלנות, בעיקר בענפי התשתיות והבנייה הציבורית, עם צבר עבודות (ליום 31.03.2021) בהיקף של למעלה מ- 2.0 מיליארד ₪ (מתוכם בוצעו כ- 35%).
ענף התשתיות והבנייה הציבורית נהנה ממגמת גידול בשנים האחרונות עקב החלטה אסטרטגית של מדינת ישראל להשקיע בתשתיות תחבורתיות ואחרות, כך, בשנת 2019 פרסם משרד רוה"מ את התוכנית הרב-שנתית "תשתית לצמיחה לשנת 2019" הכוללת 207 פרויקטים בהיקף כולל של 196 מיליארד ₪ בתקופה של 5 שנים. יצוין, כי משבר הקורונה לא פגע בענף התשתיות ואף האיץ במידה מסוימת קידום של פרויקטים תחבורתיים. כמו כן, במהלך הרבעון Q1-2021 התקשרה החברה בהסכמי ביצוע והגדילה צבר העבודות בלמעלה מ- 400 מיליון ₪.
- לחברה מספר תחומי פעילות נוספים, כולל פרויקטים בזכיונות, שיתופי פעולה בפרויקטים של "דירה להשכיר", פעילות ייזום למגורים בארה"ב, ופעילות תעשייתית בתחום הפלדה. גיוון תחומי הפעילות על פני מגזרים ותת-מגזרים שונים, לצד הפיזור הגיאוגרפי, תומכים בפרופיל העסקי של החברה. במסגרת הסכם המיזוג החברה צפויה לממש את ההחזקה בחברת הבת "קוואליטס" העוסקת בתחום הביו-טק.
- להערכת מידרוג, בשנים 2021-23 היקף ההכנסות השנתי של החברה (לא כולל חברות כלולות) צפוי לעמוד על כ- 1.2 מיליארד ₪ בשנה, היקף זה כולל הכנסות ממכירת דירות בארה"ב אשר נזקפות במועד המסירה והשלמתן צפויה במהלך

¹ משנת 1983 ואילך נקראה החברה בשם "מנרב אחזקות בע"מ". ביום 31.12.2020 שינתה החברה את שמה לשמה הנוכחי.

2021-2022.

במהלך שנת 2020 השלימה החברה את מכירת חברת הבת מנרב פרויקטים, וכיום אין לחברה פרויקטים בהקמה, אולם לאחר תאריך המאזן רכשה החברה קרקע בקרית שלום, תל אביב, בסך של כ- 140 מיליון ₪, המיועדת להקמת יח"ד (כולל הקלות "שבס"), ולהערכת מידרוג החברה תחדש את פעילותה בתחום הייזום למגורים.

ככל שפעילות הייזום למגורים תתחדש - היקף ההכנסות עשוי לצמוח, אולם בשל טווחי הזמן האופייניים בפרויקטים למגורים (משלב רכישת הקרקע ועד לשלבי ההכרה בהכנסות) לא צפוי שינוי בהיקף ההכנסות בתקופת התחזית.

• התמקדות החברה בענפי שירותי הקבלנות, ובעיקר בבנייה ציבורית ותשתיות המתאפיינת בשיעורי רווח גולמי נמוכים, ומכירת מנרב פרויקטים אשר היוותה את הזרוע היזמית למגורים של החברה, צפויים לפגוע בשיעורי הרווחיות של החברה בשנים הקרובות, עד אשר תגדיל מחדש את פעילות הייזום. מנגד, סיומם של פרויקטים בייזום בארה"ב (אשר כאמור נזקפים לדוח רוה"פ במועד המסירה) צפוי למתן את הירידה בשיעור הרווחיות בשנות התחזית. כך, להערכת מידרוג, שיעור הרווחיות EBIT להכנסות צפוי לנוע בשנים הקרובות בטווח של 4.5-6.5%, שיעור הולם לרמת הדירוג.

• יחס הון למאזן ליום 31.12.2020, כולל חלק יחסי בנכסי והתחייבויות חברות כלולות בהתאם למתודולוגיית מידרוג², עומד על 33%. תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי היקף המאזן יגדל עקב השקעה ברכישת קרקעות, וכנגזר יחס הון למאזן ייחלש מעט ויעמוד על 29%, יחס נמוך מעט לרמת הדירוג.

• מכירת פעילות הייזום במהלך 2020, הכרה בהכנסות מייזום בארה"ב על בסיס מועד ההשלמה, ושיעורי הרווחיות הנמוכים יחסית של פעילות הקבלנות צפויים להביא לתנודתיות בהיקף ה- FFO בשנות התחזית, ומידרוג צופה כי היקף ה- FFO הממוצע בשנים הקרובות יעמוד על כ- 45-50 מיליון ₪, עם יחס כיסוי רווח תפעולי להוצאות מימון של 2.0 יחס כיסוי חוב נטו ל- EBITDA של 5.6. היקף ה- FFO יחסי הכיסוי בולטים לשלילה לרמת הדירוג.

• יתרות הנזילות של החברה ליום 31.03.2021 מסתכמות לכ- 360 מיליון ₪, ומידרוג מעריכה כי בתקופת התחזית לא יחול שינוי מהותי בהיקפי הנזילות. ככל שהחברה תפעל בשנים הבאות להשקעה בקרקעות ופרויקטים לייזום עשויה לחול ירידה ביתרות הנזילות, כאשר להערכת הנהלת החברה, רמת הנזילות המייצגת לטווח הבינוני-ארוך תעמוד על כ- 200 מיליון ₪. להערכת מידרוג יתרות הנזילות והפעילות השוטפת מקנים לחברה מקורות מספקים לצרכי הנזילות ולצמצום היקף החוב.

דירוג החברה נבחן תחת מתודולוגיה של מידרוג לדירוג תאגידיים לא פיננסיים. מידרוג עורכת התאמות לנתונים הפיננסיים של החברה כך שמידרוג בוחנת את החברה על בסיס הדוח המאוחד וכוללת חלקה היחסי של החברה בנכסים, בהתחייבויות ובפעילות של חברות מוחזקות, למעט חברות הזכיון, ההקמה והתפעול של פרויקט "מבט לנגב" (עיר הבה"דים), בהיותו מנוהל בחברה ייעודית ולאור מאפייניו התחייבויותיו הפיננסיות אינן מהוות בעת זו גורם סיכון לחברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר, השלמה של עסקת המיזוג למתווה המתואר בדיווח החברה מיום 25.03.2021 ודיווחים עוקבים של החברה, לרבות מימוש ההשקעה בחברה הבת בקוואליטס. כמו-כן תרחיש הבסיס מניח השלמת הפרויקטים בייזום למגורים בארה"ב, גידול בצבר העבודות, והשקעות משמעותיות ברכישת קרקעות לבנייה. במסגרת הליכי המיזוג תוקנו שטרי הנאמנות לאג"ח והחברה התחייבה שלא לבצע חלוקות דיבידנד עד ליום 01.07.2023, על כן מידרוג אינה מניחה חלוקת דיבידנד בשנות התחזית.

במסגרת תרחיש הבסיס נבחנו תרחישי רגישות לשווי הנכסים וההשקעות, להיקפי ההכנסות העתידיות ומועד קבלתן, ולשער החליפין של דולר ארה"ב. בהתאם לאמור מידרוג מעריכה כי היקף הפעילות יגדל בשנים הקרובות, הן עקב גידול בצבר העבודות הקבלניות והן עקב השלמת ומסירת יח"ד בייזום בארה"ב (אשר ההכנסות ממכירתן מדווחות במלואן במועד המסירה) והיקף ההכנסות ינוע בטווח של 1.0-1.5 מיליארד ₪ לשנה, כמו-כן מידרוג מעריכה כי בשנים הקרובות החברה תבצע השקעות בהיקף משמעותי בפרויקטים

² למעט חברות הזכיון, ההקמה והתפעול של מבט לנגב (עיר הבה"דים).

לייזום, אשר יגדילו את שיעור המינוף וכנגזר שיעור הון למאזן צפוי להיחלש מעט לשיעור של 29%. עוד מוערך כי בשל ההכרה ברווחים מייזום בארה"ב שיעור הרווח התפעולי ישתפר וינוע בטווח של 5-13% (כתלות במועדי מסירת הדירות וההכרה בהכנסות ממכירת דירות) אשר יביאו גם לתגודתיות בהיקפי ה- FFO וביחסי הכיסוי חוב נטו ל- EBITDA ורווח תפעולי להוצאות מימון (בשל מחזור הפעילות בענפי הייזום והקבלנות, מידרוג בוחנת נתונים אלו על פני המחזור במוצא רב שנתי). להערכת מידרוג היקף ה- FFO הממוצע יעמוד על כ- 45-50 מיליון ₪, יחס הכיסוי חוב נטו ל- EBITDA צפוי לעמוד על כ- 5.6 ויחס הוצאות מימון לרווח תפעולי צפוי לעמוד על 2.0.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב מבטא את הערכת מידרוג כי החברה תפעל ליצירת צבר פרויקטים בייזום בהיקפים דומים להיקפים בעבר, כאשר עד בתקופת הביניים ועד ליצירת הכנסות מייזום בישראל החברה תשלים פרויקטים בייזום בארה"ב ותרחיב את צבר העבודות קבלניות מעבר לצבר העבודות הקיים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ברווחיות החברה וביחסי הכיסוי חוב ל- EBITDA ורווח תפעולי להוצאות מימון.
- יצירת צבר משמעותי של פרויקטים בייזום למגורים, בשיעורי רווחיות גבוהים.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- חריגה מתחזיות מידרוג ליצירת צבר פרויקטים בייזום
- ירידה ברווחיות הגולמית מביצוע עבודות מתחת לשיעור רווחיות גולמית של 4%.
- ירידה בהיקף ההכנסות השנתי.

קבוצת מנרב בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021	
1,984	2,078	2,283	1,800	1,804	סך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
421	392	492	415	358	נזילות
775	787	856	686	704	הון עצמי, כולל זכויות שאינן מקנות שליטה
831	782	815	838	189	סך הכנסות
40	83	86	9	4	רווח תפעולי - EBIT
15	22	19	14	6	הוצאות ריבית נטו

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

החברה פועלת בעיקר בענף שירותי הקבלנות, החשוף לסיכוני הקמה, עלויות ותלות באיתנות הפיננסית של מזמין העבודה. הסיכון מתמתן מאחר ועיקר הפעילות מתבצעת מול מזמיני עבודה מהמגזר הציבורי וגופים עסקיים בעלי איתנות פיננסית

עיקר הכנסות החברה נובעות מפעילותה במגזר שירותי הקבלנות, כך היקף ההכנסות משירותי מקבלנות מתוך סך ההכנסות (במאות) לשנת 2020 עמד על כ- 87%, בהשוואה לשיעור של 75% בשנת 2019 ו- 53% בשנת 2018, וזאת בעקבות מכירת החברה הבת מנרב פרויקטים אשר היוותה את הזרוע היזמית של הקבוצה.

מידרוג מעריכה את ענף שירותי הקבלנות כענף בעל רמת סיכון גבוהה בהיותו מושפע מגורמים אקסוגניים (כגון עלות חומרי הגלם, שינויים במחירי האנרגיה, שינויי שע"ח, זמינות עובדים זרים ועובדים משטחי הרשות הפלשתיאית) חשוף לסיכוני הקמה, סיכוני מזמין וסיכונים תפעוליים, ומאופיין בחסמי כניסה נמוכים, מספר גבוה של שחקנים, ומציג תנודתיות עקב השפעות מחזוריות של הפעילות הכלכלית ושל ענף הדיור.

הסיכון הענפי מתמתן בהתייחס לפעילות החברה, המתמקדת בעיקר בביצוע תשתיות ופרויקטים רחבי היקף - מזמיני העבודות מורכבים בעיקר מגורמים במגזר הציבורי וגופים יזמיים גדולים, על-כן סיכוני המזמין נמוכים משמעותית מאשר בכלל הענף, כמו-כן תנאי הסף מחייבים בד"כ יכולת מוכחת וניסיון בפרויקטים רחבי היקף ומהווים חסם כניסה משמעותי לפרויקטים בהם מתמקדת החברה, ובהתאם לכך מספר הקבלנים הרלבנטיים בתת המגזר בו פועלת החברה הינו נמוך משמעותית (להערכת החברה כ- 6-7 שחקנים בלבד).

בצד הביקושים הענף מושפע לחיוב מהתוכנית האסטרטגית של מדינת ישראל להשקעה בתשתיות (ראיה לכך - התוכנית הרב-שנתית "תשתית לצמיחה לשנת 2019" הכוללת 207 פרויקטים בהיקף כולל של 196 מיליארד ₪ בתקופה של 5 שנים), וכן מהביקושים הגבוהים בתת-מגזר הבנייה למגורים, ובהתייחס להשפעות משבר הקורונה ניתן להעריך כי תבוצע מדיניות מרחיבה כולל אפשרות להקדמת והאצת תוכניות קיימות של השקעה בתשתיות.

פיזור פעילות במספר מגזרים וצבר הזמנות גבוה משליכים לחיוב על הפרופיל העסקי של החברה, מנגד - עיקר פעילות החברה מתאפיין במספר מועט של לקוחות פוטנציאליים וחוסר בידול מהותי מול מתחרים

הפעילות העיקרית של החברה במגזר שירותי הקבלנות, ובמיוחד בתת-המגזר של קבלנות לתשתיות ופרויקטים רחבי היקף, נהנה כאמור מאיתנות פיננסית גבוהה של מזמיני העבודות. מנגד, היקף הלקוחות בתת המגזר מצומצם, מרבית הפעילות מבוצעת במכרזים ובמרבית הפרויקטים אין בידול מהותי בין החברה למציעים אחרים, כך התחרות מתמקדת בד"כ במחיר הסופי למזמין, וכנגזר בשיעורי רווחיות גולמית נמוכים, כך ששיעור הרווחיות הגולמית הממוצע בענף נע בטווח של 4-8% בלבד.

במסגרת ענף שירותי הקבלנות פעילות החברה כוללת הקמת מבני ציבור, גשרים, מבנים להשכרה, מגורי סטודנטים ותעשיות מוצרים לבניה. מעבר לפעילות העיקרית של החברה בענף שירותי הקבלנות, החברה מחזיקה במספר נכסים מניבים, מחזיקה ומפעילה פרויקטים בזכיינות כדוגמת "מבט לנגב", פועלת בתחומי הייזום למגורים והנדלן המניב בארה"ב באמצעות חברות מוחזקות ופועלת ליצירת צבר פרויקטים חדש לייזום למגורים בישראל (כך למשל - לאחר תאריך המאזן רכשה החברה קרקע למגורים בתל-אביב בסכום של כ- 140 מיליון ₪).

במהלך השנים האחרונות, לצד מכירת מנרב פרויקטים בע"מ, החברה פועלת למימוש נכסי ופעילות מגזרים אחרים, כך, במהלך השנה מימשה החברה את מפעלי טיהור השפכים בהם החזיקה, ובמסגרת הסכם המיזוג החברה צפויה לממש את ההחזקה בחברת "קוואליטס" העוסקת בתחום הביו-טק.

הרווח הגולמי מכלל הפעילויות המניבות, לרבות ממוחזקות, מהווה (בממוצע רב-שנתי) 35-40% מסך הרווח הגולמי של החברה (בעיקר עקב הרווחיות הנמוכה של ענף שירותי הקבלנות, ר' להלן). גיוון הפעילויות מחזק את הפרופיל העסקי של החברה ומצמצם את התלות בענף הפעילות העיקרי של החברה.

היקף ההכנסות השנתי של החברה מושפע, בין היתר, מסך צבר הפרויקטים ומקצב הביצוע, וכן מפרויקטים יזמיים, ולהערכת מידרוג צפוי לנוע בטווח של 1.0-1.4 מיליארד ש"ח בטווח הזמן הבינוני, היקף הולם לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס, היקף ההכנסות אינו כולל הכנסות מהותיות מייזום למגורים בישראל בשנות התחזית וזאת עקב מכירת מנרב פרויקטים. תרחיש הבסיס מניח רכישת קרקעות לייזום, אולם מידרוג מעריכה כי תהליך צבירת צבר חדש של פרויקטים בייזום עד לתחילת ההכרה בהכנסות יימשך מספר שנים, וללא השפעה מהותית בלשנות התחזית.

רווחיות נמוכה הנובעת בעיקרה משיעורי רווחיות נמוכים בענף הפעילות העיקרי של החברה ומשתקפת ב-FFO נמוך

ייחסי כיסוי חלשים

הפעילות העיקרית של החברה במגזר שירותי הקבלנות, ובמיוחד בתת-המגזר של קבלנות לתשתיות ופרויקטים רחבי היקף, נהנה כאמור מאיתנות פיננסית גבוהה של מזמיני העבודות. מנגד, היקף הלקוחות בתת המגזר מצומצם, מרבית הפעילות מבוצעת במכרזים ובמרבית הפרויקטים אין בידול מהותי בין החברה למציעים אחרים, כך התחרות מתמקדת בד"כ במחיר הסופי למזמין, וכנגזר בשיעורי רווחיות גולמית נמוכים, כך ששיעור הרווחיות הגולמית הממוצע בענף נע בטווח של 4-8% בלבד. כך, על-אף ששירותי הבניה צפויים להוות כ-90% מסך ההכנסות, הם צפויים לתרום כ-60% בלבד מהרווח הגולמי. הכנסות מייזום בארה"ב, הנזקפות לרוה"פ רק במועד המסירה, ולאור מועדי האיכלוס המתוכננים - צפויות להביא לשיפור ברווחיות בעיקר בשנת 2022

כנגזר מכך, שיעור הרווחיות התפעולית הכולל של החברה בשנת 2020 עמד על כ-2.8% בלבד, כאשר ה-FFO אף היה שלילי, מנגד, הצפי לאכלוס הפרויקטים בארה"ב עתיד לייצר לחברה רווחיות משמעותית בשנות התחזית בשיעור ממוצע של כ-6% והיקף ה-FFO הממוצע בשנים הקרובות צפוי לעמוד על כ-55 מיליון ש"ח לשנה. מנגד, ככל שהחברה תפעל להגדלת צבר הפרויקטים בייזום, צפוי גידול משמעותי בחוב בשנים הקרובות. בהתאם, מידרוג מעריכה כי יחס הכיסוי חוב ל-EBITDA יעמוד על כ-10 שנים ויחס EBITDA ל-FFO ייחסי הכיסוי בולטים לשלילה לרמת הדירוג.

איתנות פיננסית גבוהה, הצפויה להיחלש מעט בשל ההשקעות המתוכננות בפרויקטים בייזום למגורים אך עדיין להלום את רמת הדירוג. היקפי נזילות גבוהים ומדיניות פיננסית שמרנית, משפיעים לחיוב על דירוג החברה

ההון העצמי של החברה ליום 31.03.2020 עומד על כ-700 מיליון ש"ח, היקף גבוה ביחס לגודל החברה. כך, יחס הון עצמי המשתקף ממאזן החברה עומד על 39%, ולאחר פתיחת מוחזקות בהתאם למתודולוגיית מידרוג - 32%. יחס זה מושפע בין היתר מיתרת נזילות של כ-360 מיליון ש"ח, לעומת סך מאזן של 2.2 מיליארד ש"ח לאחר פתיחת מוחזקות, ובנטרול יתרת הנזילות הגבוהה - יחס של 39%, יחסים אלו בולטים לחיוב לרמת הדירוג. תחת תרחיש הבסיס, ובעיקר הצפי ליצירת צבר פרויקטים בייזום, יחס הון למאזן צפוי להיחלש ולעמוד על 29%, יחס ההולם את רמת הדירוג.

כך גם היקף החוב המאוחד ליום 31.12.2020 עומד על כ-800 מיליון ש"ח, ולאחר פתיחת מוחזקות כ-1,130 מיליון ש"ח, ומנגד יתרת נזילות של כ-360 מיליון ש"ח. השקעות בקרקעות לייזום למגורים צפויות להביא לגידול בחוב ולקיטון בנזילות, ומאידך - עם השלמת ואכלוס הפרויקטים בארה"ב צפוי פירעון חוב ושחרור עודפי נזילות בהיקפים מהותיים, על כן להערכת מידרוג היקפי החוב והנזילות בתקופת התחזית אינם צפויים להשתנות באופן מהותי.

יתרות הנזילות הגבוהות, במיוחד ביחס להיקף החוב הבלתי מובטח, עולות בקנה אחד עם המדיניות השמרנית שמציגה החברה לאורך השנים. החברה בעלת טראק רקורד של למעלה מ-50 שנה בענפי הייזום והביצוע, ומציגה לאורך השנים פעילות ומדיניות פיננסית סולידית ללא אירועי סיכון מהותיים, והתמודדות עם משברים ענפיים ומאקרו-כלכליים.

מיזוג החברה באמצעות "מיזוג משולש הופכי" והפיכתה לחברה פרטית מדווחת בבעלות מלאה של אסנס תשתיות וביצוע שותפות מוגבלת

ביום 25.03.2021 דיווחה החברה על התקשרות בהסכם מיזוג עם אסנס תשתיות וביצוע שותפות מוגבלת (לעיל ולהלן - "אסנס" או "הרוכשת"). מתווה המיזוג יבוצע בדרך של "מיזוג משולש הופכי". בהתאם לדיווח, עם השלמת מהלך המיזוג אסנס תחזיק את כל מניות החברה, המניות שבידי בעלי המניות הקיימים יימחקו, והחברה תהפוך לחברה פרטית שהינה חברת אג"ח מדווחת. בהתאם לדיווח, החברה מתעתדת לפעול למכירת ההשקעה בחברה הבת קוואליטס, במכירה לצד ג' או בדרך של מימוש אופציית מכר שהוענקה לחברה ע"י בעל השליטה הנוכחי, אברהם קוזניצקי. מידרוג מעריכה כי מימוש ההשקעה בקוואליטס וסיום הפעילות במגזר הביו-טק יתרמו למיקוד העסקי של החברה בתחומי הפעילות העיקריים - ייזום וביצוע פרויקטי הנדל"ן.

בנוסף, במסגרת תיקון שטרי הנאמנות של סדרות אגרות החוב, התחייבה החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב הקיימים כי לא יבוצעו חלוקות דיבידנד עד ליום 01.07.2023.

להערכת מידרוג, בתקופת התחזית לא צפוי שינוי בהנהלת החברה ובמדיניות הפיננסית של החברה, ותרחיש הבסיס משקף את השינויים הצפויים בענפי הפעילות - גידול בצבר העבודות הקבלניות, השקעה בפרויקטים לייזום למגורים ומימוש קוואליטס כאמור.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה A2.il גבוה בדרגה אחת מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, וזאת בשל השיקולים הבאים:

לחברה נכסים מניבים לא משועבדים (או שקיים בגינם מימון חלקי) בהיקף כולל של כ- 400 מיליוני ₪. נכסים אלו, והאפשרות לממשם או לקבל מימון כנגדם, מקנים לחברה גמישות פיננסית משמעותית, בעיקר בהתייחס להיקף החוב נטו הצפוי לעמוד (לרבות בגין השקעות עתידיות צפויות) על כ- 800 מיליון ₪ בלבד. גמישות זו, אשר להערכת מידרוג תורמת ליציבות החברה ולפרופיל העסקי, אינה מקבלת ביטוי במסגרת הפרמטרים הכלולים במטריצת הדירוג.

לקוחות החברה במגזר הביצוע כוללים את מדינת ישראל, רשויות מקומיות מבוססות, גופים סטטוטוריים וציבוריים כדוגמת נת"ע, וכן חברות ציבוריות מבוססות. איכות הלקוחות מצמצמת מאוד את סיכוני המזמין המאפיינים את ענף קבלנות הביצוע, ועל כן הסיכונים הגלומים בפעילות החברה מתמתנים משמעותית ביחס לסיכון המאפיין של ענף הפעילות.

מטריצת הדירוג

החברה מדורגת על בסיס מטריצת הדירוג לתאגידים לא-פיננסיים אשר נכנסה לתוקפה בספטמבר 2019.

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2020		פרמטרים	קטגוריה	
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]			
Baa.il	---	Baa.il	---	פרופיל סיכון ענפי	ענף פעילות	
A.il	1,230	A.il	857	היקף הכנסות (מיליוני ₪)	פרופיל עסקי	
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי		
A.il	6.3%	Baa.il	2%	שעור EBIT	רווחיות	
A.il	29%	A.il	33%	הון למאזן	פרופיל פיננסי	
Baa.il	5.6	Ba.il	37.9	חוב ל- EBITDA		
Baa.il	46	Ba.il	שלילי	FFO (מיליוני ₪)		
Baa.il	2.0	Baa.il	1.1	EBIT / הוצאות מימון		
Aa.il	---	Aa.il	---	מדיניות פיננסית		
A3.il				דירוג נגזר		
A2.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 למונפיק, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

דירוג נייר ערך מסחרי

הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, A2.il באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר, את ניתוח פעילות החברה, המזומנים מפעילותה השוטפת, השקעות צפויות ועוד. כל אלה מעידים על רמת נזילות החברה ועל יכולתה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות כפי שיורחב בהמשך.

נכון למועד הדוח, לחברה שתי סדרות ניירות ערך מסחריים, סדרה 1 ו-סדרה 2 בהיקף כולל של 150.5 מיליון ₪ ע.ג. תנאי סדרה 1 מאפשרים למשקיעים לקרוא לכסף בכל עת, בהתראה מוקדמת של 7 ימי עסקים. תנאי סדרה 2 מאפשרים למשקיעים לקרוא לכסף בכל עת, בהתראה מוקדמת של 14 ימי עסקים.

מועד הפירעון הסופי של סדרה 1 - 14.07.2025 (מועד הפירעון המקורי של סדרה 1 - 20.07.2020 - הוארך בחמש שנים). מועד הפירעון הסופי של סדרה 2 - 05.08.2021. בכוונת החברה לבצע הארכה של חמש שנים גם למועד הפירעון של סדרה זו. מידרוג מניחה כי הארכת מועד פירעון הסדרה תבוצע כמתוכנן. יודגש כי בכל מקרה בחינת הנזילות מתבצעת בהתחשב באפשרות הנתונה למשקיעים לפירעון בכל עת כאמור לעיל.

נכון ליום 31.03.2020 לחברה יתרות נזילות, לרבות ני"ע סחירים (על בסיס סולו) בהיקף של כ- 360 מיליון ₪. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות ביחס של לפחות 1:1.1 לנע"מ.

ניתוח הנזילות של החברה

בניתוח הנזילות של החברה נבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים, כפי שהוצגו למידרוג על ידי החברה: מזומנים, הכנסות והוצאות תפעוליות, השקעות צפויות, קבלת ופירעון אשראי, כמפורט להלן:

מקורות לתקופה

- תמורה (נטו) ממכירת מניות קואליטס
- הכנסות מדמי שכירות ודמי ניהול נכסים מניבים ומפעילות שוטפת במגזר הביצוע
- קבלת הלוואות לזמן ארוך כנגד נכסים מניבים
- חלוקת רווחים מפעילות ארה"ב
- תקבולי רווחים מפרויקט "עיר הבה"דים"

שימושים לתקופה

- הוצאות מימון ושירות חוב תזרימיות, לרבות החזרי קרן הלוואות ואג"ח, הוצאות תפעול שוטפות, בהתאם לנתוני החברה.
- השקעותיה הצפויות של החברה בתקופת הדירוג, בהתאם לתוכניות החברה לרבות השקעות שוטפות והשקעות אחרות.

להערכת מידרוג, לתקופת דירוג נייר הערך המסחרי, לחברה עודף מקורות על שימושים אשר הולם את הדירוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג נייר ערך מסחרי:

- אי שמירה על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי חתומות, בניגוד להצהרת החברה.
- ירידה בדירוג זמן ארוך ודירוג המנפיק של החברה.
- צורכי השקעה מהותיים נוספים ו/או הוצאות תזרימיות מהותיות אחרות, מעבר לאלו שהוערכו על ידי החברה

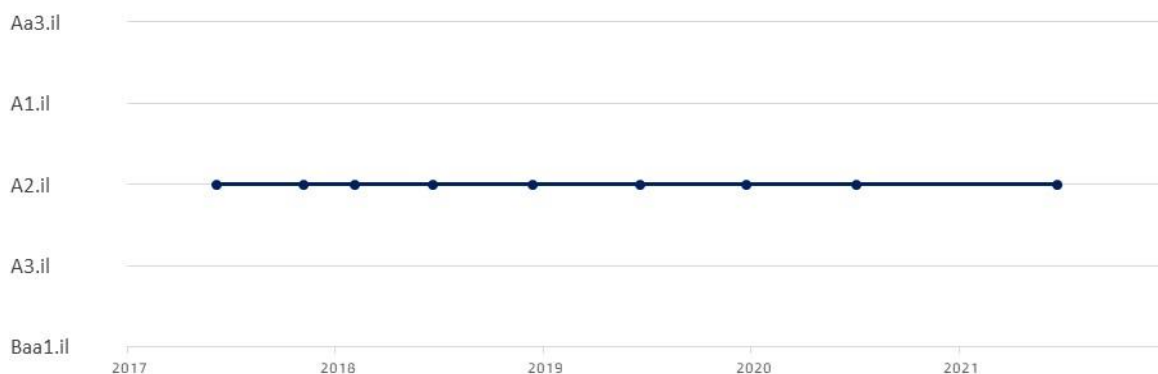
אודות החברה

חברת "קבוצת מנרב בע"מ" (להלן: "החברה" או "הקבוצה") התאגדה בישראל בשנת 1969 כחברה פרטית, והפכה לחברה ציבורית בשנת 1983, עד ליום 30.12.2020 נקראה החברה בשם מנרב אחזקות בע"מ וביום 31.12.2020 שונה שם החברה לשמה הנוכחי. 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.

ביום 17.12.2019 דיווחה החברה על התקשרות חברת הבת, מנרב פרויקטים בע"מ (חברה פרטית המוחזקת בשיעור של 72% ע"י החברה), בעסקת מיזוג עם צדדים שלישיים. העסקה הושלמה במהלך שנת 2020.

ביום 25.03.2021 דיווחה החברה על התקשרות בהסכם מיזוג מסוג מיזוג משולש הופכי, כך שלאחר השלמת מהלך המיזוג החברה תהפוך לחברה פרטית (חברת אגרות חוב מדווחת) בבעלות "אסנס תשתיות וביצוע שותפות מוגבלת". הליך המיזוג אושר ע"י האסיפה הכללית ואסיפות מחזיקי האג"ח, וצפוי להתבצע במהלך 2021.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קבוצת מנרב בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

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

[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

21.06.2021	תאריך דוח הדירוג:
05.07.2020	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 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.

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 קיימים³

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	

³ 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' 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 וליסכנוי 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 סיכונים 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 לסיכונים 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 נגרם 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>