

# מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ

מעקב | מרץ 2023

## אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח  
ראשת צוות, מעריכת דירוג ראשית  
[Shiranfh@midroog.co.il](mailto:Shiranfh@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל  
ראשת תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa2.il	דירוג סדרות טז, יז, כ, כד, כה'
אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות יט, כג'
-	P-1.il	דירוג ניירות ערך מסחריים

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק Aa2.il למבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ ("החברה") וכן דירוג זהה לאגרות חוב (סדרות טז, יז, כ, כד, כה') שהנפיקה החברה. כמו כן, מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב שהנפיקה החברה המובטחות בשעבוד על נכסים מניבים (סדרות יט' ו- כג'). אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג מאשרת דירוג P-1.il לנייר ערך מסחרי 1 שהנפיקה החברה.

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.06.2028	יציב	Aa2.il	2260438	טז'
30.06.2028	יציב	Aa2.il	2260446	יז'
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'
17.08.2023	-	P-1.il	1188804	נע"מ 1

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

### שיקולים עיקריים לדירוג

- עם סך מאזן של כ-16.8 מיליארד ₪ ליום 31.12.2022 - הכולל בעיקר נכסי נדל"ן מניב בישראל בשלל תחומים: משרדים, תעשייה, לוגיסטיקה ומסחר - היקף הפעילות בולט לטובה לדירוג. הפעילות מרוכזת בעיקר בישראל (כ- 95% מסך נדל"ן להשקעה) 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 מבוססי סופרמרקטים ופארמה.
- הפרופיל הפיננסי של החברה חזק והולם את רמת הדירוג, כשהוא נתמך בתזרים תפעולי במגמת צמיחה תוך שמירה על רמת מינוף מתונה. היקף ה- FFO צפוי לעמוד תחת תרחיש הבסיס של מידרוג בטווח של 530-600 מיליון ₪ לשנה. נכון ליום 31.12.2022 רמת המינוף כפי שנמדדת כיחס חוב נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 40% לעומת כ- 38% ליום 31.12.2021, ובתרחיש הבסיס צפוי היחס לעמוד על 43%-41%; יחס כיסוי חוב פיננסי נטו ל- FFO צפוי לעמוד על 11-13 שנים. העלייה במינוף 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- 7.3 מיליארד ₪ סמוך למועד דוח זה, המהווה גידול בעקבות שחרור נכסים אשר היו משועבדים לטובת אג"ח יח'. כמו כן, ליום 31.12.2022 לחברה נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ- 1.4 מיליארד ₪ ביחס לשירות החוב הלא מובטח של החברה הצפוי להסתכם בכ- 430 מיליון ₪ בשנים 2023 ו- 2024 יחד.
- דירוג החברה בפועל Aa2.il גבוה בנוטש אחד מהדירוג Aa3.il הנגזר ממטריצת הדירוג 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 לתקופה של 4 רבעונים מצביע על נזילות טובה המושתתת על כ- 180 מיליון ₪ יתרות נזילות בקופת החברה ועל מסגרות אשראי בנקאיות מחייבות ממספר בנקים בסך כ- 1.2 מיליארד ₪ בסמוך למועד דוח זה. כמו כן לחברה תזרים שוטף ויציב מהנכסים המניבים.

החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת בכל עת מיתרת הנע"מ לאור קיומה של אופציה לפרעון מיידי של הנע"מ בהתראה של 7 ימי עסקים.

**תרחיש הבסיס של מידרוג** כולל המשך הפעילות השוטפת, המשך השקעות בפרויקטים בישראל, הנבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח הקצר (תחת תרחישי רגישות להיקף ההכנסות ולמועד אכלוסם), גיוס ופירעון אג"ח וחוב בנקאי כחלק מהפעילות השוטפת, וכן חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בהסתמך על מדיניות הדיבידנד המעודכנת של החברה.

### שיקולים מבניים

לחברה שתי סדרות אג"ח אשר מובטחות בשעבוד על נכסים מניבים - סדרות 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). ביחס לסדרות יט' ו-כג', מידרוג מעריכה את איכות הבטוחות כ- "גבוהה" וכן מידרוג בחנה תרחישי רגישות בהינתן כשל פרעון לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכסים המניבים המשועבדים לגבי כל אחת מהסדרות יט' ו-כג' ביחס לשווי ההוגן ליום 31.12.2022 ובהתחשב במאפייני הנכסים. בהתאם לכך מידרוג העניקה לאג"ח סדרות יט' ו-כג' הטבה דירוגית בגובה נטש 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 ₪

31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2022	
14,698	13,082	12,239	16,763	סך מאזן
5,102	4,971	5,449	6,373	חוב פיננסי נטו
6,892	6,062	5,556	8,026	הון עצמי וזכויות מיעוט
37.9%	40.1%	44.7%	39.6%	חוב נטו / CAP נטו
339	385	414	274	*FFO
15	13	13	23	חוב נטו ל-FFO*

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים, מאי 2020". \* היקף ה- FFO וכן יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO לעיל מבוסס על חישוב ה- FFO הנומנלי הכולל את הוצאות המימון החשבונאיות לרבות הפרשי הצמדה. בתוך כך, בשנת 2022 רשמה החברה בין היתר הוצאות הפרשי הצמדה של כ-280 מ' ₪ בהשוואה לכ-105 מ' ₪ בשנת 2021. על בסיס חישוב FFO ריאלי המנטרל הפרשי הצמדה, יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO עומד על 11 שנים ל-31.12.2022.

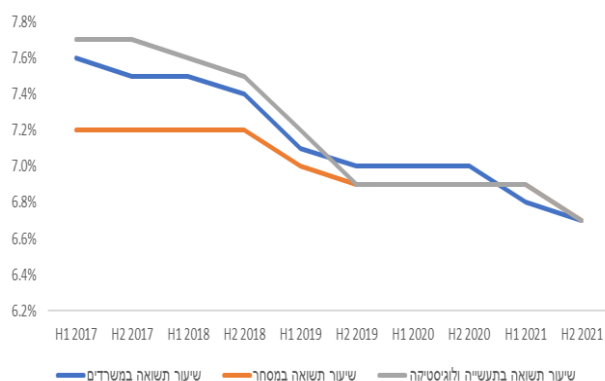
## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

החברה פועלת בעיקר במגזר הנכסים המניבים ללוגיסטיקה ותעשייה (כ- 40% מ- NOI וכ- 39% משווי נדל"ן להשקעה), למשרדים (כ- 38% מ- NOI ומשווי נדל"ן להשקעה) ולמסחר (כ- 20% מ- NOI וכ- 21% משווי נדל"ן להשקעה). עיקר נכסי החברה מצויים בישראל (כ- 95% משווי הנדל"ן ו-93% מה- NOI) והיתרה פזורה ב- 4 מדינות בחו"ל.

מדינת ישראל מדורגת A1 באופק חיובי על-ידי Moody's ומאופיינת בסביבת כלכלה חזקה. האינפלציה בישראל גבוהה, אך מתונה ביחס ליתר מדינות ה-OECD, כאשר על פי תחזית בנק ישראל מחודש ינואר 2023, האינפלציה לשנת 2022 צפויה להסתכם בכ- 5.2%, וכ- 3% בשנת 2023. כמו כן, התוצר הגולמי המקומי צפוי לצמוח בשיעור של כ- 6.3% בשנת 2022 וכ- 2.8% בשנת 2023. בנוסף, בנק ישראל צופה כי שיעור האבטלה בשנת 2022 יעמוד על כ- 3.2% בממוצע ובשנת 2023 יעלה ויעמוד על כ- 4% בממוצע.

תרשים 1: שיעור התשואה לנכסים מניבים בישראל\*



\* מקור: סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים, אגף שומת מקרקעין משרד המשפטים, פברואר 2023 ועיבוד מידרוג.

תחום המשרדים בישראל הציג במחצית הראשונה של שנת 2022 מחירי שכירות גבוהים עם ביקושים גבוהים בעיקר במרכז הארץ. אולם, אחרי שנים חזקות של ביקוש ועליה במחירי שכר הדירה לצד עליה בשווי נכסים מניבים, המחצית השנייה של שנת 2022 מציגה התייצבות עם נטייה לירידות מחירים. היחלשות ענף ההייטק שתדלק את העלויות בשנים האחרונות ומיתן את הביקוש למשרדים והעלה את זמינות שטחי שכירויות המשנה. מידרוג מעריכה כי האתגרים העיקריים הינם התמתנות הביקוש מצד חברות ההייטק שישפיע על פניות שטחי המשרדים ועליית הריבית המשפיעה על שווי הנכסים.

תחום הלוגיסטיקה אשר חווה צמיחה מואצת בשנים האחרונות, המשיך לצמוח בשנת 2022. מחירי הקרקעות ללוגיסטיקה באזורים הקרובים לעורקי תחבורה ראשיים דוגמת כביש 6 ואזורי הנמלים הוסיפו לעלות. יחד עם זאת, מחירי השכירות לא עלו באותו שיעור, מגמה שהובילה לירידה בשיעורי ההיוון בתחום זה.

תחום המניבים למסחר חשוף להשפעות המסחר המקוון על השוק הקמעונאי. לאורך השנים מגמת הקניות באון-ליין מצויה בעלייה על חשבון החנויות הפיזיות ברחבי העולם ובישראל, אם כי בישראל עודנה נמוכה יחסית לארה"ב וייתכן שבשלב כך מגמה זו תתחזק, לצד המשך רשתות פיזיות שיפעלו על פני מספר ערוצים. כתוצאה מכך תחום הנדל"ן המסחרי חווה תמורות בתמהיל השוכרים, בעיצוב חווית הקנייה, ותמהיל התרבות והפנאי במרכזים המסחריים. שנת 2022 בשוק הנדל"ן המסחרי בישראל אופיינה במגמת עלייה ניכרת בפדיונות בקניונים, מרכזי קניות וחנויות רחוב, לצד עלייה מתונה יותר בהיקף העסקאות בתחום המסחר המקוון. הסיבות העיקריות לכך הן החזרה המהירה של הצרכנים למתחמי הקניות בעקבות דעיכת מגפת הקורונה, עלייה חדה במחירי הטיסות שהאטה את חזרת הטיסות והרכישות בחו"ל, העלייה ברמת ההכנסה, כמות הכסף שבידי הציבור ושיעור אבטלה נמוך במשק הישראלי<sup>1</sup>. כמו כן להערכת מידרוג, העלייה בריבית ושיעורי האינפלציה הגבוהים מחלישים את כוח הקנייה של הצרכנים ומאיימים על הצריכה הפרטית. מידרוג מעריכה את ענף הנדל"ן למסחר כבעל סיכון גבוה יחסית לנדל"ן מניב למשרדים וללוגיסטיקה.

<sup>1</sup> התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר, ינואר 2023  
<sup>2</sup> מתוך דו"ח Natam, חציון ראשון שנת 2022.

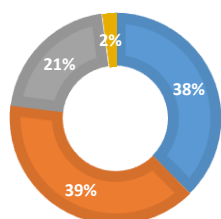
### היקף פעילות גבוה ופיזור נכסי וגאוגרפי בולטים לחיוב, עם שיעורי תפוסות גבוהים

צבר הנכסים של החברה כולל כ- 576 נכסים מניבים, מתוכם כ- 564 נכסים ברחבי מדינת ישראל והיתר מפוזרים על פני 4 מדינות ברחבי העולם (שוויץ, אוקראינה, צפון אמריקה וצרפת). נכון ליום 31.12.2022 לחברה 7 פרויקטים בייזום ובתכנון מתקדם 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- 31.12.2022 על כ- 14.5 מיליארד ₪ (כולל נדל"ן המוחזק למכירה) בהשוואה לכ- 12 מיליארד ₪ ל- 31.12.2021, כאשר שיעורי התפוסה בנכסי החברה בישראל עלו ועמדו על כ- 94.5% נכון ליום 31.12.2022 בהשוואה לכ- 93% נכון ליום 31.12.2021. הגידול ביתרת נדל"ן להשקעה בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד נבע מהשקעות החברה בפרויקטים בפיתוח, מרכישות של נכסים נוספים בישראל וכן מעליית שווי נדל"ן להשקעה שתרמה לשווי הנכסים כ- 1.4 מיליארד ₪ במהלך שנת 2022.

פעילות החברה בישראל אחראית לכ- 93% מה- NOI ו- 95% מסך הנדל"ן להשקעה. הפעילות בישראל כוללת בעיקר נכסים מניבים בתחומי המשרדים, התעשייה, הלוגיסטיקה והמסחר מבוסס סופרמרקטים. בנוסף, מפתחת החברה את תחום הדיור להשכרה והינה בעלת 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 וותיקים מאוד, לגבי חלקם החברה בוחנת לאורך זמן פיתוח והשבחה.

ה- NOI של החברה בשנת 2022 הסתכם בכ- 760 מיליון ₪ לעומת של כ- 691 מיליון ₪ בשנת 2021, גידול של כ- 10%, כאשר עליית מדד המחירים לצרכן תרמה כ- 34 מיליון ₪ וכן השפעות נגרות ממגפת הקורונה. שאר הגידול נבע בין היתר מגידול במצבת הנכסים, גידול בגין השכרות חדשות ועלייה בדמי השכירות בחוזים חדשים. ה- NOI מנכסים זהים רשם גידול של כ- 11% בשנת 2022.

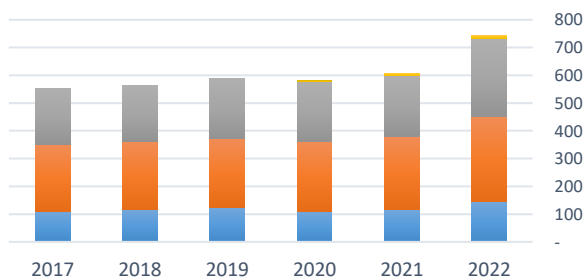
תרשים 3: פילוח נכסים לפי שווי נדל"ן להשקעה



■ משרדים ■ תעשייה ■ מסחר ■ דיור להשכרה ומעונות

מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

תרשים 2: NOI במיליוני ש"ח



■ מרכזים מסחריים ■ תעשייה ולוגיסטיקה ■ משרדים ■ דיור להשכרה

מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

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

הגידול ב- NOI קוזז כולו מצד עלייה בהוצאות המימון, לרבות כתוצאה מהפרשי הצמדה, והיקף ה- FFO של החברה עמד על כ- 274 מיליון ₪ בשנת 2022, בהשוואה לכ- 338 מיליון ₪ בשנת 2021 וכ- 385 מיליון ₪ בשנת 2020. יש לציין כי בשנת 2022 רשמה החברה הפרשי הצמדה על סך כל החוב הצמוד בהיקף של כ- 280 מיליון ₪ בהשוואה לכ- 105 מיליון ₪ בשנת 2021. עליית המדד קיבלה כאמור ביטוי גם בעליית ההכנסה התפעולית ובעלייה המשמעותית בשווי הוגן נדל"ן להשקעה שרשמה החברה בשנה החולפת. לצד זאת, מרבית החוב של החברה הינו בריבית קבועה או צמודת מדד ומיעוטו חוב דולרי.

בשנים 2023-2024, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה- FFO צפוי להמשיך ולצמוח לאחר תחילת הנבה מפרויקטים בייזום. מידרוג צופה בתרחיש הבסיס FFO בטווח של 530-600 מיליון ₪ בשנים אלו (בהשוואה לכ- 513 מיליון ₪ בשנת 2022 בניטרול הפרשי הצמדה ושער), בעיקר לנוכח הנבה של פרויקטים של נדל"ן מניב בייזום, כאשר העיקרי שבהם הינו פרויקט "הסוללים" במיקום מרכזי בתל אביב, הכולל 360 יח"ד (חלק החברה הינו 75%) ושטחי משרדים ומסחר (חלק החברה 100%), שצפוי להתאכלס בתחילת שנת 2025 ולהניב להערכת החברה NOI שנתי של כ- 109 מיליון ₪, לצד קיטון בתזרים מהנכסים בחו"ל לאור המשך מימוש נכסים על פי אסטרטגיית החברה.

לאורך השנים החברה מבצעת השקעות בפרויקטים בישראל שאותם מממנת באמצעות חוב ובאמצעות הלוואות חדשות והרחבות סדרות אג"ח, ובכך שומרת החברה על יחס מינוף אשר נמדד כיחס חוב נטו ל- CAP נטו בשיעור דומה ובלוט לחיוב, כך שנכון ליום 31.12.2022 שיעור המינוף עמד על כ- 40% לעומת יחס של כ- 38% ליום 31.12.2021 וכ- 40% ליום 31.12.2020.

מידרוג מעריכה כי היקף ההשקעות של החברה בייזום וברכישת נכסים מניבים בשנים 2023-2024 יעמוד במצטבר על כ- 1 מיליארד ₪ כאשר כמחציתו ימומן באמצעות חוב. תחת תרחיש הבסיס הכולל המשך השקעה בפרויקטים בייזום לצד הנבה חלקית מפרויקטים שיסתיימו, מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יישמר בטווח של 43%-41% בשנים 2023-2024. 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 העלייה המתונה בחוב הפיננסי נטו והגידול בהכנסה התפעולית, יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO עמד בשנים 2019, 2020 ו-2021 על 13, 13 ו- 15, בהתאמה. מידרוג מניחה יחס כיסוי חוב פיננסי נטו/FFO ינוע בטווח של 11-13 בשנים 2023-2024, יחס כיסוי ההולם את רמת הדירוג.

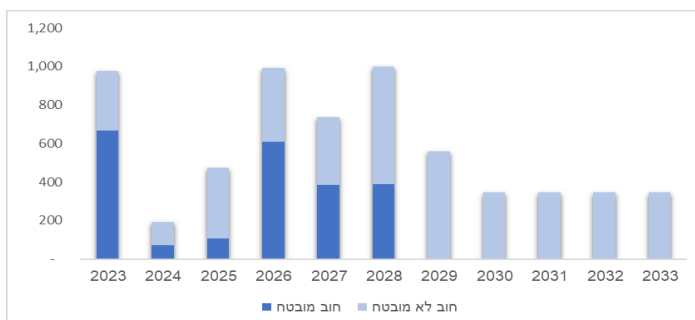
### היקף נכסים בלתי משועבדים נמוך יחסית אשר צפוי להשתפר בטווח הקצר-בינוני

ליום ה- 31.12.2022 לחברה היקף נכסים בלתי משועבדים של כ- 6 מיליארד ₪ המהווים כ-36% מסך המאזן, שיעור שאינו הולם את רמת הדירוג, לאחר תאריך המאזן החברה הגדילה את היקף הנכסים הבלתי משועבדים בכ- 1.3 מיליארד ₪, לאחר שיחרור נכסים אשר היו משועבדים לטובת אג"ח יח'. על פי תרחיש הבסיס, מידרוג מעריכה כי יחס זה צפוי להשתפר לכ- 41%. יחס המינוף של הנכסים המשועבדים, שהיקפם במאזן החברה ליום 31.12.2022 הסתכם בכ- 8.7 מיליארד ₪, הינו מתון ועומד על כ- 40% ליום 31.12.2022 ומידרוג מעריכה כי יחס זה יעמוד על 38%-42% ויוסיף להקנות לחברה נגישות גבוהה למימון מחדש של הנכסים ואף יצירת עודף תזרימי.

לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ- 78% מהחוב הפיננסי של החברה הינו אג"ח סחיר בישראל. עלויות המימון של החברה פחתו עם השנים כך שעל פי נתוני החברה, עלות המימון האפקטיבית המשוקללת של החברה ליום 31.12.2022 עמדה על כ- 2.13% צמודת מדד והמרווח בין שיעור ההיוון לעלות החוב עמד על כ- 4.82%.

נזילות החברה בולטת לטובה למול צורכי שירות החוב. לחברה יתרות נזילות ומסגרות אשראי חתומות ברובן בהיקף של כ- 1.4 מיליארד ₪ נכון ל- 31.12.2022 המשקפות יחס של כ- 287% ביחס לשירות הקרן הלא מובטח במשך שנתיים מייצגות. לחברה תשלום קרן אג"ח של כ- 977 מיליון ₪ בשנת 2023 (הכולל פירעון סופי מוקדם של אגרות חוב יח' ו-טו'), ובשנת 2024 עומד הפרעון השנתי על כ- 190 מיליון ₪. ניתוח הנזילות לתקופה של 12 חודשים מצביע על עודף מקורות על שימושים הולם. מקורות החברה נסמכים בעיקר על יתרות נזילות בהיקף משמעותי ל- 31.12.2022, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ותזרים מפעילות שוטפת. לצד זאת השימושים העיקריים כוללים פרעון אג"ח והשקעות בפיתוח וייזום נכסים קיימים, שהונח כי ימומנו בהלוואות ייעודיות. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא יפחת בכל עת מיתרת הנע"מ לאור זאת שלנע"מ קיימת אופציה לפרעון מיידי בהתראה של 7 ימי עסקים.

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



### שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Aa2.il גבוה בנוש אחד מהדירוג Aa3.il הנגזר במטריצת הדירוג 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 31.12.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Aa3.il		Aa3.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	17.5	Aaa.il	16.7	סך מאזן (מיליארד ₪)	פרופיל עסקי
Aa.il		Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	41%-43%	Aa.il	40%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
Aa.il	530-600	Aa.il	274 [2]	היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ש"ח)	
Aa.il	11-13	Aa.il	22	חוב פיננסי נטו/ FFO	
Aa.il	41%	Aa.il	36%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	פרופיל פיננסי
Aa.il	37%	Aa.il	34%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aaa.il	מעל 200%	Aaa.il	מעל 200%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>Aa3.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>Aa2.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  
 [2] המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי, מאי 2020". \* יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO ל- 31.12.2022 כמוצג לעיל מבוסס על חישוב ה- FFO הנומינלי הכולל את הוצאות המימון החשבונאיות לרבות הפרשי הצמדה ורווחי/הפסדי נגזרים. בתוך כך, ב- 12 החודשים האחרונים שעד 31.12.2022 רשמה החברה בין היתר הוצאות הפרשי הצמדה של כ- 280 מ' ₪ בהשוואה לכ- 105 מ' ₪ בשנת 2021 כולה. על בסיס חישוב FFO ריאלי המנטרל הפרשי הצמדה ורווחי נגזרים, יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO עומד על 11 שנים ל- 31.12.2022.

## אודות החברה

מבנה נדל"ן (כ.ד) בע"מ ("החברה") פועלת בתחום ייזום, השכרה וניהול של 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 הייתה בשליטת כלכלית ירושלים עד לנובמבר 2019, המועד בו התמזגה כלכלית ירושלים עם ולתוך החברה, והחל מאותו מועד החברה הינה ללא בעל שליטה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[מבנה נדל"ן \(כ.ד\) בע"מ - 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](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

## מידע כללי

27.03.2023	תאריך דוח הדירוג:
12.02.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
22.05.2022	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
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 il-1 Prime הינם, על פי שיפוט של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים il-2 Prime הינם, על פי שיפוט של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים il-3 Prime הינם, על פי שיפוט של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים il-Not Prime אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

**הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר**

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים<sup>3</sup>

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	Prime-2.il
Baa1.il	
Baa2.il	
Baa3.il	Prime-3.il
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	NotPrime
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	
Ca.il	
C.il	

<sup>3</sup> דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

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

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

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג 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 וכאולה 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>