

מנרב אחזקות בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | יוני 2018

אנשי קשר

שחר רובין, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
Shahar.r@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל - ראש תחום נדל"ן
Ranq@midroog.co.il

מנרב אחזקות בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרות א'-ג') שהנפיקה חברת מנרב אחזקות בע"מ ומאשרת דירוג מנפיק זה. בנוסף, מידרוג מותירה על כנו את דירוג זמן קצר P-1.il לניירות ערך מסחריים שהנפיקה החברה בהיקף של 100.5 מיליון ₪ ע.ג. שמועד תוקפו הינו עד ליום 21.06.2018 ומאריכה את תוקף דירוג נייר ערך מסחרי עד ליום 21.06.2019.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/11/2023	יציב	A2.il	1550037	א'
01/07/2030	יציב	A2.il	1550052	ב'
31/01/2030	יציב	A2.il	1550078	ג'
-	-	P-1.il	1550045	נייר ערך מסחרי
-	-	P-1.il	1550060	נייר ערך מסחרי

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מושפע לחיוב, מאסטרטגיה מימונית שמרנית של החברה המתבטאת בשמירה על רמת מינוף נמוכה ונזילות גבוהה לאורך שנות פעילותה; לחברה גמישות פיננסית טובה המתבטאת בנכסים מניבים לא משועבדים וכן נכסים מניבים המשועבדים ברמת מינוף נמוכה; במהלך שנת 2017, התרחשו מספר ארועים אשר יצרו יתרונות נזילות משמעותיות בחברה, בין היתר, הנפקה לציבור של חברת הבת "מנרב פרויקטים", מימוש חלק מאחזקות החברה במתחם "מנרב סנטר" לחברת "סאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ"; וכן מימוש מכירות זכויות במתחם באשקלון. יציין, כי נכון ליום הדירוג יתרונות נזילות אלו הינן משמעותיות, אולם להערכת מידרוג יתרונות אלו לא יוותרו לאורך זמן לאור שימושים עתידיים; ותק הפעילות והניסיון של ההנהלה, אשר תורמים ליציבות וליכולת החברה להמשיך ולגשת למכרזים ולהגדיל את סבירות הזכייה במכרזים אלה; מיחסי איתנות ויחסי כיסויי הבולטים לטובה לרמת הדירוג ונעים סביב 45%-50% (חוב נטו ל-CAP נטו) ו-15-10 שנים (חוב נטו ל-FFO); לחברה פיזור מקורות הכנסה בין מגזרים שונים, הכוללים, בין היתר, פעילות במגזרי התשתיות והבניה בישראל, ייזום למגורים, ייזום והחזקה של פרויקטי זכיינות, אשר ממתנים חשיפה לענף בודד; מנגישות גבוהה לשוק ההון אשר מאפשרת לחברה להמשיך ולמחזר את חוב האג"ח, באופן התורם לפרופיל הסיכון.

הדירוג מושפע לשלילה, מחשיפת החברה לענף הבניה והקבלנות אשר מגלם רמה גבוהה- בינונית של סיכון ענפי, באמצעות אחזקתה בחברת "מנרב הנדסה"; מהסיכון הענפי של תחום ייזום הדירות למגורים בישראל, לרבות חשיפה לתנאי המקור, מחזוריות עסקית ורצון הרגולטורים להוריד את מחירי הדיור בישראל. ראיה לכך, בשנת 2017 נרשמה ירידה חדה בהיקף העסקאות במשק; מהיעדר מיקוד עסקי המתבטא בהשקעות שאינן בתחום הליבה כגון אחזקתה בחברת QUALITAS HEALTH LTD (להלן "קוואליטס") העוסקת בתחום פיתוח תוספי המזון הצמחיים עבור תעשיית המזון והתרופות, מבוססי אומגה 3 ואצות; פעילותה בארה"ב, אף שתורמת לפיזור חשיפות החברה, אינה בעלת ותק רחב כיתר פעילויות החברה; מחשיפה לתביעות אשר משפיעה לשלילה על פרופיל הסיכון.

¹ דירוג החברה לוקח בחשבון ניתוח של רמות הנזילות והגמישות ברמת הסולו, כמו גם ניתוח תזרים המזומנים העתידי של החברה. יחד עם זאת, נציין כי יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי נמדדים ברמת המאוחד, וזאת לאור ההשפעות הצולבות המשמעותיות בין כלל חברות הקבוצה.

הדירוג יושפע לחיוב ככל שהחברה תגדיל את היקף פעילותה בענפים עם רמת סיכון נמוכה יותר ממגזר הקבלנות וכן תגדיל את היקף התזרים הפרמננטי אותו היא מייצרת כך שיתאם לחברות ברמת דירוג גבוהה יותר, שיפור בהיקף ההון העצמי, תוך שמירה על רמת המינוף, אף הוא יהווה גורם חיובי לדירוג.

יש לציין כי החברה נבחנת על בסיס גישת איחוד יחסי לחובות חברות כלולות המוצגות לפי גישת השווי המאזני ועל כן, היחסים שיתוארו במסגרת הדוח לוקחים בחשבון הנחה זו וזאת על בסיס נתונים שהועברו מהחברה למידרוג. חשוב להדגיש כי טבלת הנתונים בהמשך הדוח מציגה את נתוני החברה על בסיס הדוחות הכספיים המאוחדים של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון שמירה על היקפי פעילות דומים לשנים האחרונות. יצוין, כי במגזר ענף הייזום למגורים, מידרוג מעריכה את היקף הפעילות כבינוני, והיקף הצבר הינו בינוני, כך שעל החברה להמשיך ולרכוש קרקעות בטווח הקצר-בינוני על מנת לשמור על היקף הפעילות הנוכחי. כמו כן, מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך לפתח את תחום הזכינות והפרויקטים בישראל. מידרוג צופה כי יחסי האיתנות של החברה יישמרו יציבים, באופן שייביא את שיעורי המינוף ברמת החוב נטו ל-CAP נטו בטווח של 45%-50% (ברמת האיחוד היחסי). בין היתר, לאור אסטרטגיית החברה לשמור על מינוף נמוך. יחסי הכיסוי צפויים לנוע סביב 10-15 שנים חוב פיננסי נטו ל-FFO. כמו כן, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון את צרכי שירות החוב השוטפים של החברה, ושמירה על יתרות נזילות הולמות ביחס לשרות החוב, בהתאם ללוח הסילוקין הקיים ובהתאם לתכניות פירעון החובות של החברה, יחד עם מקורות תזרים שמבוססים על הפעילות השוטפת של החברה הכוללים קבלת תזרימים מהפרויקטים בתכנון ובביצוע תוך התחשבות בתרחישי רגישות להיקף ומועד קבלת התזרים לעומת תחזיות החברה, תקבולים מנכסים מניבים, קבלת דיבידנדים מחברות מוחזקות (לרבות "מבט לנגב זכינות בע"מ" ו"מבט לנגב תפעול"). כמו כן מודל הדירוג מניח מימוש הנכסים בארה"ב בהתאם לתחזיות החברה, רווחים בגין פרויקטי "דירה להשכיר" וכן מימוש של שטחי המסחר והחניון בנכס J-Tower בירושלים. תרחיש הבסיס אף מניח השקעות נוספות בישראל וארה"ב (לרבות בגין כניסה לפרויקטים "דירה להשכיר"), באופן שלא משפיע לשלילה על היחסים הפיננסיים לרמת הדירוג. יש לציין כי מידרוג לוקחת בחשבון היקף חלוקות דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה.

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.

הדירוג ניתן לניירות ערך מסחריים (להלן: "נע"מ") שהונפקו בהיקף של עד 100.5 מיליון ₪. החברה התחייבה לשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות ביחס של לפחות 1:1.1 לנע"מ.

נכון למועד דוח הדירוג מסגרות האשראי החתומות ובלתי מנוצלות עומדות על כ- 80 מ' ₪ על בסיס דוחות מאוחדים (סך של כ- 10 מיליון ₪ מסגרות אשראי אשר מיוחסות לחברת הבת "מנרב פרויקטים בע"מ") ויתרות הנזילות על כ- 179 מיליון ₪ (על בסיס דו"ח סולו).

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 כמפורט להלן:

מקורות לתקופה

- הכנסות מדמי שכירות ודמי ניהול נכסים מניבים
- קבלת דיבידנדים מחברות מוחזקות
- חלוקת רווחים מפעילות ארה"ב
- תקבולי רווחים מפרויקט "עיר הבה"דים"

שימושים לתקופה

- הוצאות מימון 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.
- חלוקת דיבידנד בהתאם לתחזיות החברה

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

מנרב אחזקות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים

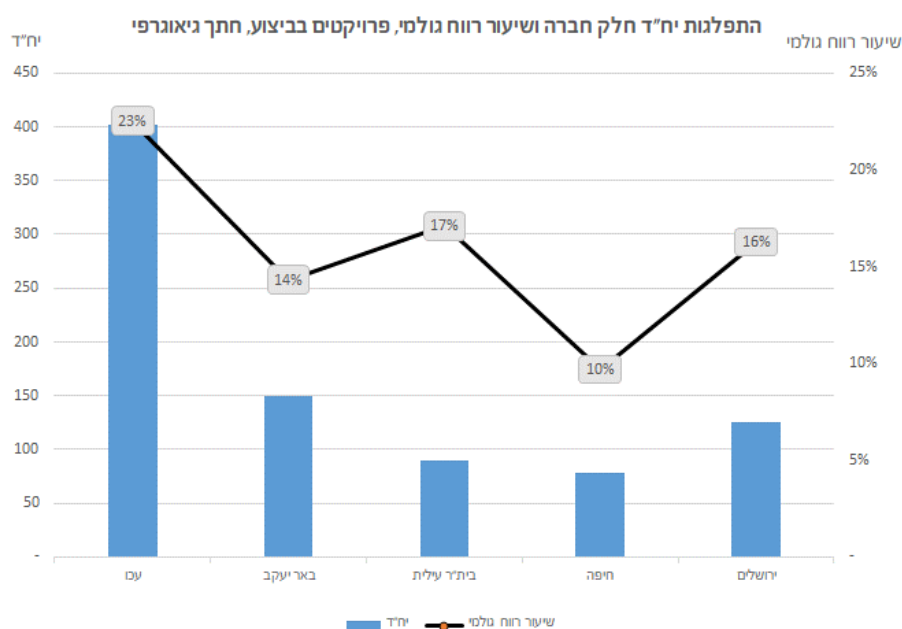
מטבע: אלפי ₪	31/03/2018	31/03/2017	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
חוב פיננסי	889,670	713,926	856,097	667,144	487,212
יתרת נזילות	413,803	282,923	420,572	193,980	274,723
חוב פיננסי נטו	475,867	431,003	435,525	473,164	212,489
הון עצמי	625,841	634,054	647,714	689,460	664,200
הון עצמי כולל זכויות מיעוט	754,252	753,910	776,157	689,858	664,200
CAP	1,732,084	1,555,234	1,723,287	1,442,979	1,229,412
CAP נטו	1,318,281	1,272,311	1,302,715	1,248,999	954,689
סה"כ מאזן	2,033,852	1,932,799	1,982,611	1,848,734	1,904,837
חוב ל-Cap	51%	46%	50%	46%	40%
חוב נטו ל-Cap נטו	36%	34%	33%	38%	22%
הון עצמי למאזן	37%	39%	39%	37%	35%
סה"כ הכנסות	215,987	209,025	831,492	888,829	786,920
*FFO	50,121	4,504	53,084	30,302	45,252
חוב ל-FFO	-	-	16.1	22.0	10.8
חוב נטו ל-FFO	-	-	8.2	15.6	4.7
רווח נקי	4,864	(6,185)	30,956	35,033	46,291

*ה-FFO נכון ל-31/03/2018 כולל דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות בהיקף של כ-35.8 מיליון ₪.

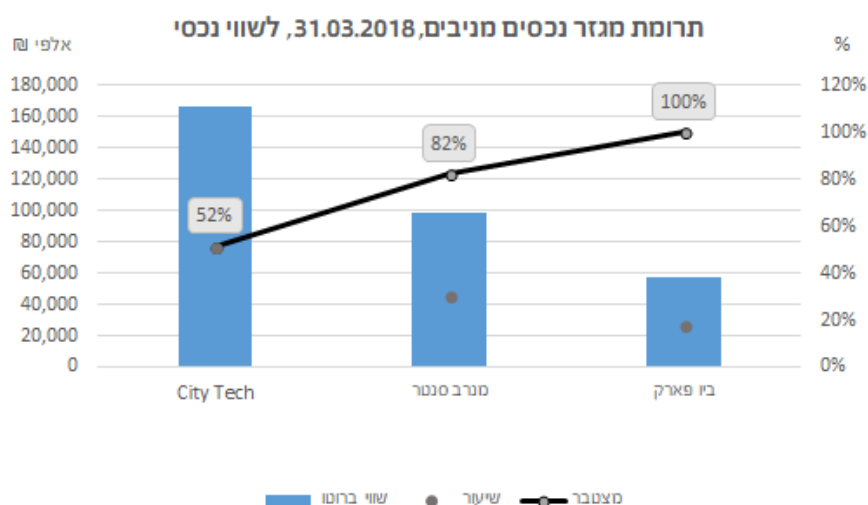
פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פיזור מקורות הכנסה מפעילויות שונות משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון; מיצוב החברה בפעילות ייזום והחזקה של פרויקטי זכיינות תורם לפרופיל העסקי

לחברה מספר מגזרי פעילות והיא איננה נשענת במלואה על מגזר פעילות יחיד לשרות החוב והוצאותיה השוטפות. מגזרי הפעילות של החברה כוללים את תחום הייזום למגורים באמצעות חברת הבת "מנרב פרויקטים", קבלנות והנדסה באמצעות חברת הבת "מנרב הנדסה", פרויקטי זכיינות ונכסים מניבים. בתחום הייזום למגורים, החברה פועלת ב-5 פרויקטים (חלקם כולל מספר שלבים של אותו אתר) הכוללים כ-844 יח"ד (חלק חברה). לפי הערכות החברה, הרווח הגולמי בגין הפרויקטים בביצוע שטרם הוכר נכון ל-31.12.2017 מסתכם לכ-93 מיליון ₪. כלל הפרויקטים בתחום הייזום למגורים ממוקמים באזורים שונים באופן התורם לפיזור הגאוגרפי (ראו תרשים מטה), ומיועדים בעיקר לאוכלוסיית משפרי הדירור (Middle –Market). הרווחיות הממוצעת הצפויה בתחום זה עומדת על כ-18% (בהתאם לנתונים שנמסרו למידרוג).



בתחום הנכסים המניבים, לחברה שלושה נכסים מניבים הממוקמים באשדוד ("מנרב סנטר" ו"סיטי טק") וירושלים ("ביופארק"), המספקים שרותי מסחר, לוגיסטיקה ומעבדות מחקר. שיעור התפוסה המשוקלל עומד על כ-88%, בעיקר בשל תפוסה בינונית בנכסים "ביופארק" (פארק ביוטכנולוגי בירושלים) ו-"סיטי טק". סך השווי הנכסי הנקי (NAV) בתחום הנכסים המניבים מסתכם לכ- 316 מ' ש, וסך ה-NOI מנכסים אלה מסתכם לכ- 23 מיליון ש, נכון ל-31.03.2018. פיזור השווי הנכסי בתחום הנכסים המניבים אינו בולט לחיוב, כאשר הנכס המרכזי מהווה 41% מהשווי. בתרשים מטה ניתן לראות את סך התפלגות השווי הנכסי הנקי, בתחום הנכסים המניבים.



בתחום הקבלנות לחברה מספר פרויקטים בצבר כולל של כ- 880 מיליון ש נכון ל-31.03.2018. בין הפרויקטים שהחברה מבצעת ניתן למנות את פורטל המסילה התורכית, מעונות הסטודנטים ב"מרכז הבינתחומי הרצליה", גשר "שער הירדן" ועוד. כמו כן, נכון למועד הדוח החברה פרסמה את זכייתה בפרויקטים נוספים, כגון הקמת קמפוס רמות ומתחם בנווה צדק של משרד הביטחון, המגדילים את צבר החברה. בנוסף, במהלך שנת 2017 דיווחה החברה על זכייתה יחד עם חברת "מגוריט ישראל בע"מ (להלן: "מגוריט") במכרזים להקמה וייזום של פרויקט "דירה להשכיר" בחולון, ירושלים, ראש"צ ובאר יעקב. יצוין, כי להערכת מידרוג, בשל רווחיות נמוכה, מגזר זה מאופיין בפרופיל סיכון גבוה ביחס למגזרים האחרים, ומשפיעה לשלילה על הפרופיל העסקי.

בתחום הזכיינות ניתן למנות את פרויקט עיר הבה"דים, ומכוני טיהור השפכים. מידרוג רואה לחיוב את הפעילות בתחום זה, בשל יציבותם הגבוהה של הפרויקטים ורמות הסיכון הנמוכות, בין היתר בשל לקוחות קצה יציבים כדוגמת משרד הביטחון, רשות שדות התעופה ועיריית באר שבע. יש לציין, כי מידרוג רואה לחיוב את פעילותה של החברה בפרויקט "עיר הבהדים" כגורם המשפר את מיצוב החברה בשוק באשר לפרויקטים מסוג זה, וכך מגדילה את סבירותה להשתתפות בפרויקטים נוספים.

כמו כן, לחברה השקעות נוספות בארה"ב הכוללות שתי פעילויות עיקריות, האחת, פעילות נכסים מניבים מסוג Multi-Family, דיור להשכרה, והשנייה ייזום מגורים למכירה.

להערכת מידרוג, פיזור מקורות הפעילות לעיל משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון.

לחברה יחסי כיסוי מהירים ויחסי איתנות טובים ויציבים התורמים לפרופיל הפיננסי; מדיניות פיננסית שמרנית תומכת בפרופיל הסיכון

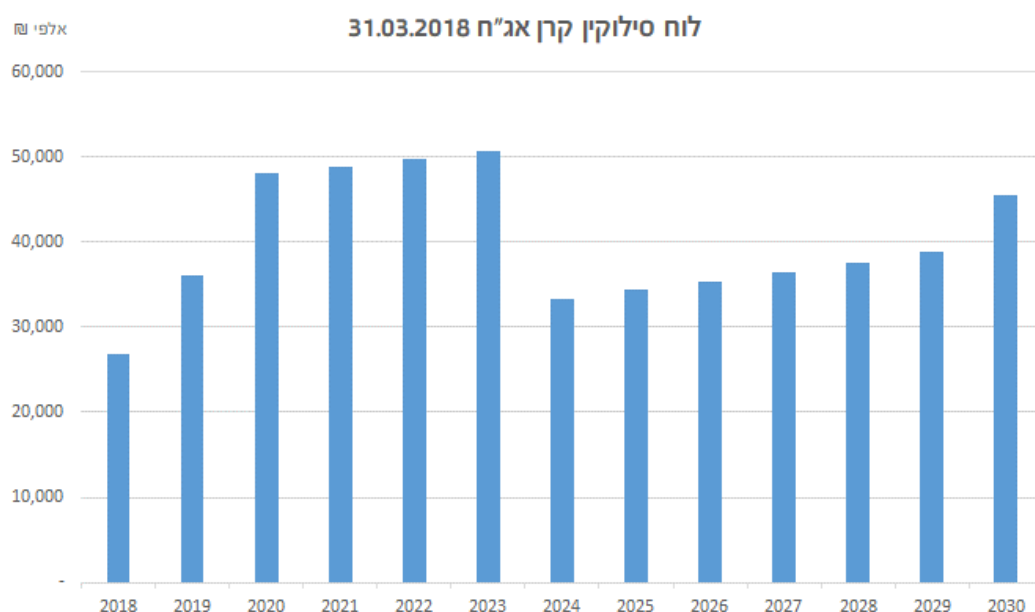
יחסי המינוף והאיתנות של החברה בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג עם חוב נטו ל-CAP נטו של כ-36% והון למאזן של כ-37%, נכון לדוחות הרבעון ה-1 לשנת 2018 (ברמת המאוחד). יחסים אלו נשמרים וצפויים לעמוד על 45%-50% תחת תרחישי רגישות (על בסיס גישת איחוד יחסי של חברות מוחזקות). יצוין, כי מידרוג רואה לחיוב את האסטרטגיה המימונית שמרנית של החברה המתייחסת לשיעורי המינוף, כגורם התומך בפרופיל הסיכון. ה-FFO של החברה, אשר צפוי להסתכם לטווח של 50-65 מ' ש הכולל את פעילות הייזום של מנרב פרויקטים, תקבולים מחברות כלולות, ורווח גולמי בגין הנכסים המניבים, מייצר יחסי הכיסוי, אשר צפויים לנוע בטווח של כ-10-15 שנים (חוב פיננסי נטו ל-FFO), בהנחה והחברה תשמור על מבנה הפעילות הנוכחית לאור תרחישי השקעות נוספות ותרחישי רגישות.

יתרות נזילות וגמישות פיננסית טובה ביחס ללוח הסילוקין; לחברה נגישות לשוק ההון התורמת לפרופיל הסיכון

החברה שומרת לאורך זמן על היקף נזילות משמעותי ביחס לצרכי שירות החוב של החברה, כאשר נכון לסוף הרבעון ה-1 לשנת 2018, לחברה יתרות נזילות המסתכמות לכ-400 מ' ש (179 מיליון ש"ח על בסיס דוח סולו). יתרות הנזילות אלה התקבלו, בעיקר, לאור הנפקת מניות חברת הבת מנרב פרויקטים במהלך 2017. יצוין, כי נכון ליום הדירוג יתרות נזילות אלו הינן משמעותיות, אולם להערכת מידרוג יתרות אלו לא יוותרו לאורך זמן לאור שימושים עתידיים. גמישות החברה מבוססת על יתרות מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ-80 מיליון ש"ח נכון לסוף שנת 2017, יחד עם נכסים בעלי מינוף נמוך (בהתאם לנתונים שנמסרו מהחברה) הכולל פוטנציאל שווי גבוה שלא מתבטא בספרים וניתן למימוש ולאו שעבוד נוסף לצורך קבלת מימון. מכלול נכסים זה כולל, בין היתר, נכסים מניבים ("מנרב סנטר" ו"סיטי טק" באשדוד) וקרקעות המוצגות לפי עלות (קרקע במתחם הריביירה באשדוד, קרקע בהרברט סמואל). מידרוג מעריכה כי יתרות המזומנים של החברה, יחד עם הגמישות שלה כפי שתוארה לעיל, הינן משמעותיות ביחס ללוח הסילוקין וצרכי שירות החוב של החברה, וזאת בנוסף לנגישות החברה לשוק ההון, כפי שמתבטא הן בגיוסי החוב שבוצעו על ידי החברה והן בהנפקת המניות של חברת מנרב פרויקטים. ראיה לכך, במהלך רבעון 1, 2018, ביצעה מנרב הנפקת סדרת אג"ח חדשה, סדרה ג', בדרך של רכש חליפין עבור סדרה א'. הנפקת הסדרה אפשרה פריסה נוחה של לוח הסילוקין של החברה ביחס לתזרים המיוצר מפעילות שוטפת, כאשר בשנת 2018 צפויה החברה לפרוע כ-27 מיליון ש"ח, 36 מ' ש בשנת 2019, בשנים 2020-2023 פירעון של כ-51-48 מיליון ש"ח (בכל שנה), פירעון של 33-39 מ' ש בשנים 2024-2029 (בכל שנה) ופירעון של 45 מ' ש בשנת 2030.

חשיפה לסיכונים הקשורים לענף הקבלנות וביצוע עבור אחרים; חשיפה לתביעות משפיעה לשלילה על פרופיל הסיכון

להערכת מידרוג, בשל פרמטרים כגון רווחיות נמוכה, תחרות גבוהה, חשיפה לגידול בעלויות הבנייה וכדומה, ענף הבנייה עבור אחרים בישראל מאופיין ברמות סיכון גבוהות ביחס לענפים אחרים במשק ומגזרים אחרים בתחום הנדל"ן. נציין כי בשל הרווחיות הנמוכה בענף (הן כאחוז מהחזזה בביצוע והן בסכום כספי אבסולוטי), קיימת חשיבות רבה לתמחור קפדני ולמנגנוני שליטה ובקרה של החברה. רוב החברות בענף מאופיינות בהיקף הון עצמי למאזן שהינו נמוך וחלק ניכר מפעילותן ממומן דרך ההון החוזר. בנוסף, למרבית החברות בענף התחייבויות חוץ מאזניות (ערבויות ביצוע) בהיקף משמעותי כך שתרחיש קיצון עלול ליצור גידול משמעותי בהתחייבויות הפיננסיות שלהן. הענף מושפע ממצב שוק הנדל"ן למגורים, מסחר ומשרדים ומשינויים בביקושים, הקשורים בתנאי הסביבה המאקרו כלכלית. יצוין כי חברת "מנרב הנדסה" בשנים האחרונות צמצמה את נפח פעילותה כזרוע מבצעת, אם כי בהתאם למה שנמסר למידרוג החברה תמשיך לחפש אפיקי השקעה עם רמות רווחיות סבירות. כמו כן, יש לציין כי דירוג החברה מתחשב בחוסר הוודאות בנוגע להשפעות שעשויות להיות לחברה בעקבות תביעות שיש כנגדה. יש לציין כי התממשות של התביעות באופן שיפגע בחברה, בהיקף הונה העצמי ובפעילותה השוטפת מעבר למה שהוצג למידרוג עלולים להשפיע לשלילה על דירוג החברה.



אופק הדירוג**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- יצירת היקף נכסים מניבים משמעותי המפיקים תזרים פרמננטי ומקטין את רמת הסיכון הענפית של החברה
- גידול משמעותי בהיקף הפעילות התואם את פרופיל החברה, תוך שמירה על היחסים הפיננסיים
- שיפור משמעותי ברווחיות הפרויקטים בתחום הקבלנות ביצוע

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

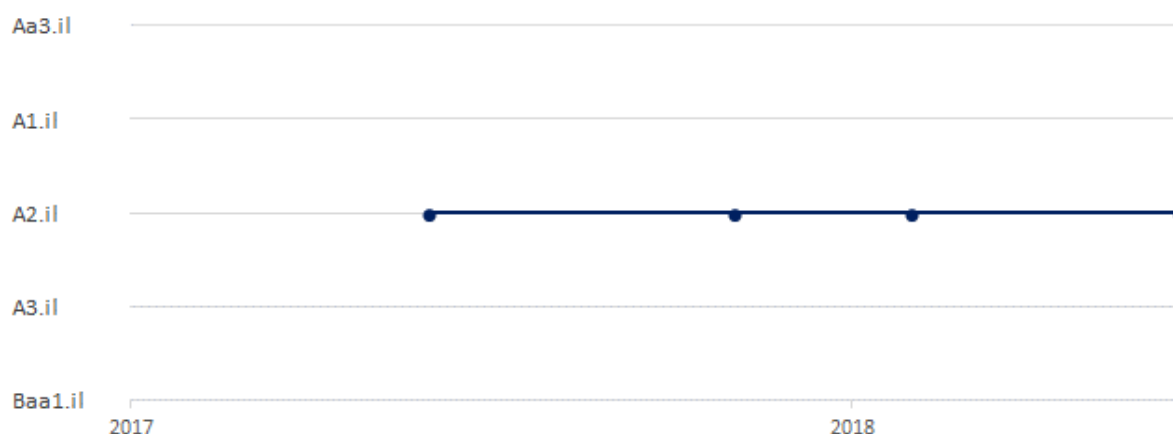
- ביצוע השקעות שאינן תואמות את פרופיל החברה
- הרעה משמעותית לאורך זמן ברמת האיתנות של החברה ושחיקה ברווחיות החברה ויחסי הכיסוי
- פגיעה בנזילות החברה שיש בה לסכן את יכולת שירות החוב

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג - נייר ערך מסחרי:

- אי שמירה על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי חתומות בהתאם למה שהוצג למידורג.
- ירידה בדירוג זמן ארוך ומנפיק של החברה.
- צורכי השקעה מהותיים נוספים ו/או הוצאות תזרימיות מהותיות אחרות, מעבר לאלו שהוערכו על ידי החברה.

אודות החברה

חברת "מנרב אחזקות בע"מ" (להלן: "החברה" או "הקבוצה") התאגדה בישראל בשנת 1969 כחברה פרטית, והפכה לחברה ציבורית בשנת 1983. החברה פועלת בתחומי ההנדסה והנדל"ן הכוללים ביצוע עבודות בניה ותשתיות במגזר הציבורי, העסקי והפרטי, ייזום פרויקטים לבניה למגורים, זכיינות בשיטת BOT, וכן השכרה וניהול נכסים מניבים.

היסטוריית דירוג

דוחות קשורים[מנרב אחזקות בע"מ](#)[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)[דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים - פברואר 2016](#)[דירוג זמן קצר של ניירות ערך מסחריים - יולי 2015](#)[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג**מידע כללי**

19.06.2018	תאריך דוח הדירוג:
10.06.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.06.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מנרב אחזקות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מנרב אחזקות 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 קיימים²

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

² 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 ולסיכונים 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 סיכונים 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 לסיכונים 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 מהפעולות 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 בייעוץ 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 מוסדיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>