

מנרב אחזקות בע"מ

מעקב | יולי 2020

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

מנרב אחזקות 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 מנרב אחזקות בע"מ (להלן: "החברה") ודירוג זה לאגרות חוב (סדרות א'-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 150.5 מיליון ₪ ע.ג.

אגרות החוב וניירות הערך המסחריים שבמחזור המדורגים על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
א'	1550037	A2.il	יציב	30/11/2023
ב'	1550052	A2.il	יציב	01/07/2030
ג'	1550078	A2.il	יציב	31/01/2030
נע"מ סדרה 1	1550045	P-1.il	-	-
נע"מ סדרה 2	1550060	P-1.il	-	-

שיקולים עיקריים לדירוג

ביום 16.02.2020 דיווחה החברה, כי נחתם הסכם מיזוג בין החברה הבת, מנרב פרויקטים בע"מ (להלן "מנרב פרויקטים") לבין צדדי ג' (להלן "הרוכשת") לפיו במועד השלמת המיזוג תעביר החברה את כל מניותיה במנרב פרויקטים לרוכשת בתמורה של כ- 560 מיליון ₪ (כפוף להתאמות). מועד ההשלמה נדחה והעסקה טרם הושלמה.

בהתאם לנמסר למידרוג מרבית האישורים הנדרשים להשלמת העסקה נתקבלו והשלמת העסקה צפויה להתבצע במהלך החודש הקרוב. 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 מכירת מנרב פרויקטים.

- החברה פועלת בענף שירותי הקבלנות, בעיקר בענפי התשתיות והבנייה הציבורית, עם צבר עבודות בהיקף של למעלה מ- 2 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. בהתייחס למשבר התפרצות הקורונה ניתן להעריך כי המדינה תנקוט במדיניות מרחיבה כדי לתמוך ולעודד את הסקטור העסקי ולזרז את היציאה מהמשבר.

- לחברה מספר תחומי פעילות נוספים, כולל פרויקטים בזכיינות, שיתופי פעולה בפרויקטים של "דירה להשכיר", פעילות ייזום למגורים בארה"ב, פעילות תעשייתית ופעילות ביו-טק במסגרת חברת הבת "קוואליטס". גיוון תחומי הפעילות על פני מגזרים ותת-מגזרים שונים, לצד הפיזור הגיאוגרפי, תומכים בפרופיל העסקי של החברה.

- היקף ההכנסות השנתי של החברה (לא כולל חברות כלולות) צפוי לעמוד על כ- 1 מיליארד ₪ בשנה. ככל שהחברה תחדש את פעילותה בתחום הייזום למגורים, 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 המתאפיינת בשיעורי רווח גולמי נמוכים, ומכירת מנרב פרויקטים ופעילות הייזום צפויים לפגוע בשיעורי הרווחיות של החברה בשנים הקרובות, עד אשר תגדיל מחדש את פעילות הייזום. כך, להערכת מידרוג, שיעור הרווחיות EBIT להכנסות צפוי לנוע בשנים הקרובות בטווח של 2-4% והינו נמוך לרמת הדירוג.

- יחס הון למאזן ליום 31.12.2019, כולל חלק יחסי בנכסי והתחייבויות חברות כלולות בהתאם למתודולוגיית מידרוג¹, עומד על 33%. תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי היחס ישתפר מעט ל- 35%, יחס ההולם את רמת הדירוג. יצוין כי היקף המאזן מושפע מיתרות נזילות גבוהות של כ- 500 מיליון ₪, ובנטרול מזומן כנגד חוב יחס הון למאזן נטו צפוי לעמוד על כ- 46%, יחס הבולט לחיוב לרמת הדירוג.
- עקב שיעורי רווחיות נמוכים יחסית של פעילות הקבלנות, מדרוג צופה כי היקף ה- FFO בשנים הקרובות ינוע סביב 20-25 מיליון ₪ בלבד, עם יחס כיסוי ריבית ל- FFO של 2.1 ויחס כיסוי חוב ל- EBITDA של 1.9. היקף ה- FFO ויחסי הכיסוי בולטים לשלילה לרמת הדירוג.
- יתרות הנזילות של החברה ליום 31.12.2019 מסתכמות לכ- 460 מיליון ₪, כאשר התמורה נטו ממכירת מנרב פרויקטים צפויה אף להגדיל את יתרת הנזילות בהיקף משמעותי, ותקנה לחברה מקורות מספקים לצרכי הנזילות של החברה ולצמצום היקף החוב.

תרחיש הבסיס של מידרוג בוחן את נתוני החברה בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לדירוג תאגידים לא פיננסיים. כך, מידרוג בוחנת את החברה על בסיס הדוח המאוחד, וכולל 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 מאפייני התחייבויותיו הפיננסיות אינן מהוות בעת זו גורם סיכון לחברה.

תרחיש הבסיס מניח השלמה של עסקת המכירה של כל מניות מנרב פרויקטים בע"מ לצדדי ג' בהתאם למתווה המתואר בדיווח החברה מיום 28.06.2020 ודיווחים קודמים של החברה. כמו-כן תרחיש הבסיס מניח מימוש ומכירת נכסים ומלאי דירות בהתאם למתווה שהציגה החברה למידרוג, חלוקות דיבידנד בהיקף דומה לשנים קודמות, ואפשרות לרכישת קרקעות לייזום עתידי חלף הפעילות הנמכרת.

במסגרת תרחיש הבסיס הבחנו תרחישי רגישות לשווי הנכסים וההשקעות, להיקפי ההכנסות העתידיות ומועד קבלתן, ולשער החליפין של דולר ארה"ב.

בהתייחס להתפרצות מגפת נגיף הקורונה, מגבלות התנועה וההתכנסות והשלכותיהן - בהתאם לדוח התקופתי של החברה לרבעון Q1-2020 אשר פורסם ע"י החברה, למשבר הקורונה השפעה פחותה על פעילות החברה ועל הדירוג שנקבע, כמפורט להלן -

- תחום ביצוע עבודות קבלניות: הענף הוגדר כענף חיוני למשק על כן הפגיעה בפעילות הייתה מוגבלת. יחד עם זאת, עקב מגבלות על כניסת עובדים משטחי הרשות הפלשתינאית, נוצר מחסור בכוח אדם אשר עלול להוביל להאטה בקצב הביצוע ולעיכובים במסירה, וכן להעמסת הוצאות לינה של הפועלים בשטחי ישראל.
- ייזום למגורים ישראל: בתקופת הסגר חלה ירידה דרמטית בהיקפי המכירות בכלל הענף. מידרוג מעריכה כי עיקר ההאטה נבעה ממגבלות התנועה והריחוק החברתי, ובד בבד עם ההקלה במגבלות מסתמנת עלייה בקצב המכירות בכלל הענף. מאחר ותרחיש הבסיס מניח מכירה של מלוא המניות בחברת מנרב פרויקטים בתקופה הקרובה לא תהיה לכך השפעה על פעילות החברה בהמשך.
- תחום נדל"ן מניב בישראל ותחום זכיינות: להערכת החברה לא צפויה השפעה מהותית על הכנסות החברה מפעילויות אלו.
- נדל"ן מניב בארה"ב: הנכסים המניבים של החברה מושכרים בעיקר למגורים ולהערכת החברה לא צפויה השפעה מהותית על ההכנסות משכירות יחד עם זאת החברה מעריכה כי עלולים לחול עיכובים במימוש נכסים ביחס להערכות קודמות.

¹ למעט חברות הזכיון, ההקמה והתפעול של מבט לנגב (עיר הבה"דים).

- פרויקטים בייזום למגורים ארה"ב - פעילות הבנייה בפרויקטים בביצוע הופסקה לזמן קצוב, שיווק פרויקטים חדשים נדחה, ולהערכת החברה קיימת אפשרות לירידת מחירים בעתיד (בשלב זה אין עדיין אינדיקציות לירידת מחירים בפרויקטים דומים).

כאמור לעיל, תרחיש הבסיס כולל תרחישי רגישות להיקפי ההכנסות העתידיות ולמועד קבלתן, לרבות השפעות התפרצות הקורונה ככל שהן נחזות כיום. יחד עם זאת מדובר באירוע מתגלגל וקיימת אי-ודאות רבה בכל הקשור לתרחישים עתידיים והשפעותיהם על הכלכלה הגלובלית ועל ענפי הפעילות של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב מבטא את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על צבר עבודות קבלניות דומה בהיקפו לצבר העבודות הקיים, ועל שיעור הרווחיות הנוכחי בענפי הקבלנות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ברווחיות החברה
- יצירת צבר משמעותי של פרויקטים בייזום למגורים, בשיעורי רווחיות גבוהים.

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- ירידה ברווחיות הגולמית מביצוע עבודות מתחת לשיעור רווחיות גולמית של 4%.
- ירידה בהיקף ההכנסות השנתיות.
- חלוקות דיבידנד בהיקף חריג.

מנרב אחזקות בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	
1,820	1,984	2,078	2,283	סך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
194	421	392	492	נזילות
690	775	787	856	הון עצמי, כולל זכויות שאינן מקנות שליטה
889	831	782	815	סך הכנסות
48	40	83	86	רווח תפעולי - EBIT
10	15	22	19	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 (במאוחד) לשנת 2019 עמד על כ- 76%, ושעור של 53% בשנת 2018, ולאחר מכירת מנרב פרויקטים צפוי לנוע בטווח של 90-95% מסך ההכנסות.

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 הפלשתינאית) 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 הדירוג.

הסיכון הענפי מתמתן בהתייחס לפעילות החברה, המתמקדת בעיקר בביצוע תשתיות ופרויקטים רחבי היקף, ומזמיני העבודות מורכבים בעיקר מגורמים במגזר הציבורי וגופים יזמיים גדולים, כך, סיכוני המזמין נמוכים משמעותית מאשר בכלל הענף ומספר 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.

מעבר לפעילות העיקרית של החברה בענף שירותי הקבלנות, החברה מחזיקה במספר נכסים מניבים, מחזיקה ומפעילה פרויקטים בזכיינות כדוגמת "מבט לנגב" ומפעלי טיהור שפכים (המט"שים בתהליכי מכירה), פועלת בתחומי הייזום למגורים והנדלן המניב בארה"ב באמצעות חברות מוחזקות, ובענף הבינו-טק באמצעות החברה המוחזקת "קוואליטס". גם במסגרת ענף שירותי הקבלנות פעילות החברה כוללת הקמת מסילות ברזל, גשרים, מבנים להשכרה, מגורי סטודנטים ותעשיות מוצרים לבנייה.

הרווח הגולמי מכלל הפעילויות המניבות, לרבות ממוחזקות, מהווה כ- 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, ולהערכת מידרוג צפוי לנוע בטווח של 0.8-1.2 מיליארד ₪ בטווח הזמן הבינוני, היקף הולם לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס, היקף ההכנסות אינו כולל הכנסות מייזום למגורים וזאת עקב מכירת מנרב פרויקטים. גם תחת תרחשי הבסיס של רכישת קרקעות לייזום, מידרוג מעריכה כי תהליך צבירת צבר חדש של פרויקטים בייזום עד לתחילת ההכרה בהכנסות יימשך מספר שנים, מעבר לשנות התחזית.

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

יחסי 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.

כנגזר מכך, שיעור הרווחיות התפעולית הכולל של החברה עומד על כ-2.7% בלבד והיקף ה-FFO בשנים הקרובות צפוי לנוע בטווח 23-28 מיליון ₪ לשנה. בהתאם, יחסי הכיסוי הנגזרים יחס חוב ל-EBITDA של כ-11 שנים ויחס EBIT להוצאות ריבית של 2. שיעור הרווחיות, היקף ה-FFO ויחסי הכיסוי בולטים לשלילה לרמות הדירוג.

איתנות פיננסית בולטת לחיוב אשר אף צפויה להתחזק עם השלמת מכירת מנרב פרויקטים, לצד היקפי נזילות גבוהים

ומדיניות פיננסית שמרנית, משפיעים לחיוב על דירוג החברה

ההון העצמי של החברה ליום 31.12.2019 עומד על כ-850 מיליון ₪, היקף גבוה ביחס לגודל החברה. כך, יחס הון עצמי המשתקף ממאזן החברה עומד על 38%, ולאחר פתיחת מוחזקות בהתאם למתודולוגיית מידרוג - 33%. יחס זה מושפע באופן מהותי מיתרת נזילות גבוהה של כ-500 מיליון ₪, לעומת סך מאזן של 2.6 מיליארד ₪ לאחר פתיחת מוחזקות, ובנטרול יתרת הנזילות הגבוהה - יחס של 40%. תחת תרחיש הבסיס, ובעיקר לאור המכירה הצפויה של מנרב פרויקטים, יחס הון למאזן (בנטרול נזילות) צפוי לעמוד על 46%. יחסי איתנות אלו בולטים לחיוב לרמת הדירוג.

כך גם היקף החוב המאוחד ליום 31.12.2019 עומד על כ-900 מיליון ₪, ולאחר פתיחת מוחזקות כ-1,250 מיליון ₪, ומנגד יתרת נזילות של כ-500 מיליון ₪. לאחר השלמת מכירת מנרב פרויקטים היקף הנזילות צפוי לעמוד על כ-700 מיליון ₪ לעומת כ-1,050 מיליון ₪, המאפשרים לחברה חיסכון בהוצאות המימון או רכישת נכסים להרחבת הפעילות בעתיד.

יתרות הנזילות הגבוהות, במיוחד ביחס להיקף החוב, 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. קיימת מעורבות ומחויבות רבת שנים של בעלי השליטה לחברה עד כדי זיהוי בין מוניטין החברה לבעלי המניות, ומידרוג מעריכה כי מחויבות זו תורמת למדיניות הפיננסית הסולידית של החברה.

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 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 על כ- 350 מיליון ₪ בלבד (לאחר השלמת מכירת מנרב פרויקטים). גמישות זו, אשר להערכת מידרוג תורמת ליציבות החברה ולפרופיל העסקי, אינה מקבלת ביטוי במסגרת הפרמטרים הכלולים במטריצת הדירוג.

החברה משלימה בימים אלו מהלך של מכירת פעילות הייזום המאופיינת בשיעורי רווחיות גבוהים, כך שעיקר הפעילות בשנות התחזית יבוצע במגזר שירותי הקבלנות על כן החברה צפויה להציג שיעורי היקפי הרווחיות נמוכים, וכנגזר - יחסי הכיסוי חלשים. השינוי בפעילות משליך על תוצאות מטריצת הדירוג באופן מהותי ולאו דווקא משקף את פעילות החברה לאורך זמן.

עם השלמת המכירה, החברה צופה כניסה לפרויקטים חדשים במגזר הייזום. להערכת מידרוג, ניסיון החברה והצוות הניהולי, לצד המוניטין שצברה לאורך השנים, יאפשרו לחברה, לאחר תקופת מעבר, להגיע להיקפים משמעותיים ושיעורי רווחיות דומים לשיעורים שהציגה בשנים קודמות, על כן מידרוג מעריכה שיפור בנתוני הרווחיות וביחסי הכיסוי הנגזרים אשר טרם בא לידי ביטוי במטריצת הדירוג.

מטריצת הדירוג

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

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	פרופיל סיכון ענפי	ענף פעילות
A.il	1,050	A.il	815	היקף הכנסות (מיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
Baa.il	2.7%	Aa.il	10.6%	שעור EBIT	רווחיות
Aa.il	46%	Aa.il	40%	הון למאזן	פרופיל פיננסי
Ba.il	11	Ba.il	9	חוב ל- EBITDA	
Baa.il	25	Ba.il	שלילי	FFO (מיליוני ₪)	
Baa.il	2	A.il	5	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 למנפיק. 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.

נכון ליום 31.03.2020 לחברה יתרות נזילות (על בסיס סולו) בהיקף של כ- 162 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 מנרב פרויקטים
- 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 ושירותי 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.
- חלוקת דיבידנד בהתאם לתחזיות החברה

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 "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, זכיינות בשיטת BOT, וכן 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 טרם הושלמה, ולהערכת החברה תושלם במהלך חודש יולי 2020. ככל שתושלם העסקה, החברה תמכור את כל מניותיה במנרב פרויקטים בע"מ.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מנרב אחזקות 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](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

05.07.2020	תאריך דוח הדירוג:
19.12.2019	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 שאלה 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 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	

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' 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 וליסיוני 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 התחייבות פיננסית 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>