

מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ

מעקב | יולי 2025

אנשי קשר:

גיל רז

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי

gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa2.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	Baa2.il	דירוג סדרה

מידרוג מורידה את דירוג המנפיק ואת דירוג אגרות חוב (סדרה 7) שהנפיקה מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ (להלן: "החברה") מ-Baa1.il ל-Baa2.il ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה 7	1190453	Baa2.il	יציב	15.09.2027

שיקולים עיקריים לדירוג

- היקף פרויקטים מצומצם, קיטון מתמשך בהיקף הפעילות ושחיקה ביחס הכיסוי מובילים להורדת הדירוג.** במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, מידרוג צופה שחיקה בהיקף הפעילות לרמה של 180-200 מ' ש הכנסות מייזום, ובהתאמה צפוי קיטון ברווח התפעולי שיוביל לשחיקה ביחס כיסוי לרמה של עד 1.0. להערכת מידרוג, היקף הפרויקטים בביצוע (אשר שלושה מהם צפויים להסתיים במהלך 2025) ובתכנון, במקביל לצבר הצר של החברה אינם מספקים על מנת להקנות נראות טובה של הכנסות ורווח לטווח הזמן הבינוני. מצב זה חושף את החברה לרמה הכנסות לא יציבה, אתגרים תזרימיים ומחייב אותה לבצע השקעות הוניות לרכישת קרקעות שימשו לפרויקטים עתידיים. מינוף החברה מתון לרמת הדירוג ומהווה גורם מממן לפרופיל העסקי.
- תנודתיות ואי וודאות גבוהות צפויות ללוות את הענף גם השנה, ברקע שיעורי הריבית הגבוהים, ניכרת האטה במכירות ברבעונים האחרונים, בעוד שמלאי הדירות ממשיך לגדול באופן עקבי. במקביל, הרגולטור מגביר את מעורבותו בשוק, במיוחד בהיבטי המימון שהפכו בשנה האחרונה לכלי מרכזי במכירה.** ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס לאורך זמן על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל הנשענים על צמיחה דמוגרפית ועל ביקוש להשכרה מצד משקיעים. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך של המקרקעין, המעלה חשיפה לסיכון ביקוש ומחיר. נתוני הלמ"ס מצביעים על מגמת ירידה בהיקף המכירות מאז תחילת שנת 2025, ובשלושת החודשים פברואר-אפריל 2025 נמכרו 22 אלף דירות¹, ירידה של 20.2% בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים (נובמבר 2024-ינואר 2025), בניכוי עונתיות הירידה עמדה על 13.1%. בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד מדובר בירידה של 10.2%. בתוך כך, 38.3% מהדירות שנמכרו הן דירות חדשות, ירידה של 33.1% לעומת שלושת החודשים הקודמים וירידה מתונה יותר של 22.7% בניכוי עונתיות. בצד ההיצע, מלאי הדירות החדשות למכירה בסוף חודש אפריל 2025 עמד על רמת שיא של כ-79.4 אלפי יח"ד, עלייה של 20.5% לעומת אפריל אשתקד, ומספר חודשי ההיצע הגיע ל-28. כ-55% מהמלאי למכירה נמצא במחוז תל אביב ובמחוז המרכז. בבחינת נתוני המגמה נראה כי מאפריל 2022 נרשמה עלייה בקצב 1.5% במוצע לחודש של מלאי דירות חדשות.
- קיטון בהיקף ההכנסות, היקף פרויקטים מצומצם עם פיזור נמוך משליך לשלילה על הפרופיל העסקי.** ליום 31.03.2025 לחברה ארבעה פרויקטים לבניה של 528 יח"ד (מתוכם 275 יח"ד מסוג מחיר למשתכן). שלושה מהפרויקטים (לב בייט 3, בית שמש ונרקיסים) צפויים להסתיים במהלך שנת 2025, לאחר עדכון מועד הסיום בשל מלחמת חרבות ברזל. שיעור הביצוע הממוצע בפרויקטים לאותו מועד עמד על כ-85% ושיעור המכירות הממוצע על כ-87%. היקף פעילות מצומצם ופיזור חלש משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי. במהלך השנים 2025-2026 צפויים להיפתח 3 פרויקטים חדשים תלפיות 5+6 (חלק החברה 20%), באר יעקב (מחיר למשתכן) וקריית גת (מחיר למשתכן). מידרוג מעריכה ירידה בהכנסות וברווח התפעולי של החברה, כך שהיקף ההכנסות צפוי להסתכם בטווח של 180-200 מ' ש לשנה בשנים 2025-2026, נמוך ביחס לדירוג. היקף ההכנסות תלוי גם

¹ הלמ"ס: דירות בעסקאות נדל"ן - פברואר 2025-אפריל 2025, 14 ביוני 2025

בהוצאה לפועל של הפרויקטים חדשים. עיקר ההכנסות צפויות מפרויקט "אביב בנרקיסים" בראשון לציון (כ- 315 יח"ד) הניצב בשיעור מכירות של כ- 88% ושיעור ביצוע הנדסי של כ- 91%.

- **החברה הגדילה את עתודות הקרקע באמצעות רכישת קרקעות אולם הצבר עודנו צר.** בשנים 2023-2024 ביצעה החברה מהלכים משמעותיים לטובת הרחבת צבר הפרויקטים, עם רכישת קרקעות בבאר יעקב 210 יח"ד, קריית גת 218 יח"ד ומתחם חבצלת בנתניה 136 יח"ד+ מסחר. במקביל קידמה החברה אישור תב"ע על קרקע היסטורית של החברה ברמלה (278 יח"ד+ מסחר ומשרדים) והפקדת תב"ע לשינוי יעוד למגורים בבית שמש (32 יח"ד). חלק מפרויקטים אלה יכנסו לביצוע כבר בטווח התחזית וסך הצבר עתודות הקרקע נאמד בכ- 400 יח"ד חלק החברה (בנטרול פרויקטים שיכנסו לביצוע בטווח התחזית).
- **שיעור מינוף בולט לחיוב אך יחס הכיסוי ריבית נשחק לאור הקיטון הצפוי ברווח התפעולי.** ליום ה-31.03.2025 החוב הפיננסי של החברה עמד על 580 מ' ש"ח עם יחס חוב נטו ל-CAP נטו של 58%, הבולט ביחס לדירוג, לעומת 470 מ' ש"ח ומינוף של 55% בתקופה המקבילה. החוב מורכב ברובו מהלוואות כנגד קרקעות. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל הנחות למשיכת עודפים, השקעות הון עצמי בפרויקטים, אמורטיזציה של חוב והנחה לרכישת קרקע בהיקף של 100-120 מ' ש"ח, יחס זה צפוי לנוע בטווח התחזית על 52%-55%. EBIT להוצאות מימון מותאמות עמד על כ- 1.4 בשנת 2024 ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי לנוע בטווח 0.8-1.0 בשנים 2025-2026, איטי לרמת הדירוג. עיקר השחיקה ביחס צפויה מקיטון בהיקף הרווח התפעולי לרמה של 45-50 מ' ש"ח, כאשר הוצאות המימון (כולל ריבית שהוונה) צפויות להישמר ברמה של 35-40 מ' ש"ח לשנה בטווח התחזית, בדומה לשנת 2024.
- **הנזילות טובה וצפויה להתבסס בטווח הקצר והבינוני על תזרים עודפים.** ליום 31.03.2025 בקופת החברה מזומן של כ- 20 מ' ש"ח. עד לתום שנת 2025, החברה צפויה לייצר תזרים משמעותי מעודפים מפרויקטים שמסתיימים בהיקף הנאמד בכ- 200 מ' ש"ח, אל מולם לחברה הוצאות שוטפות, השקעות בתכנון פרויקטים חדשים ואמורטיזציה של חוב אשר מידרוג מעריכה בהיקף של 170-180 מ' ש"ח. לחברה גמישות פיננסית ליטול אשראי כנגד נכס מניב משועבד אשר החוב בגינו נפרע.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי היחסים הפיננסיים של החברה לא יחרגו מתחזיות מידרוג וכי היקף הפעילות של החברה לא יפחת במידה מהותית מהערכות מידרוג. כמו כן משקף אופק הדירוג היציב רמת נזילות טובה יחסית לחלויות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ובפיזור פעילות החברה, תוך שמירה על יחסי מינוף הולמים.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי המינוף ו/או יחס כיסוי הריבית של החברה מעבר להערכות מידרוג.
- ירידה משמעותית בהיקף היח"ד בביצוע ובהכנסות.

מרכזי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

LTM					
31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.03.2025
191	201	161	266	356	332
17%	19%	10%	15%	14%	13%
361	349	273	456	628	580
19	51	81	9	50	20
53%	48%	36%	55%	59%	58%
1.5	1.8	1.5	1.6	1.4	1.1

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דצמבר 2024"

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

מאפייני ענף הייזום למגורים בישראל משליכים לשלילה על יציבות סביבת הפעילות, אשר מאוימת בטווח הקצר והבינוני בשל הריבית הגבוהה והמלחמה

ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש לדירות מצד משקי בית כאפיק השקעה. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המדינה ועלולה לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור וכרוך בהליכי תכנון ממושכים, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה של היקף מכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך.

מאז הורדת הריבית בחודש ינואר 2024, היא נותרה על כנה לאורך 12 החלטות של הבנק המרכזי - האחרונה שבהן ב-7 יולי 2025. בתחזית המחקר כלכלית מחודש יולי 2025², ציין בנק ישראל כי להערכתו הריבית צפויה לרדת בהדרגה לרמה של 3.75% ברבעון השני של 2026, כתוצאה מהתכנסות צפויה של האינפלציה למרכז היעד. התוצר צמח במהלך שנת 2024 בכ-1.0%, ולפי תחזית הבנק המרכזי, צפוי לצמוח בשנת 2025 בכ-3.3% וב-2026 בכ-4.6%. עוד מציין בנק ישראל כי האינפלציה בשנת 2024 עמדה על 3.4% (מעל הגבול העליון של היעד) ואילו בשנת 2025 היא צפויה להתכנס לתחום היעד בטווח 2.5-3% ולעמוד על 2.6%. הבנק המרכזי מדגיש בתחזיתו האחרונה את אי הוודאות הגבוהה בתקופה הנוכחית ביחס לרגיל, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה בהתייחס להשלכות ארוכות הטווח של מבצע "עם כלביא" ולמצב הביטחוני מול איראן, אפשרות של הסדרה רחבה של היחסים באזורינו וסיום הלחימה בעזה.

בשנת 2024 נצפתה התאוששות מסוימת בהיקף העסקאות בדירות למגורים, שהושפע לשלילה בשנת 2023 מהריבית הגבוהה ופרוץ המלחמה. עסקאות לדירות חדשות תפסו נתח משמעותי מסך העסקאות, על רקע ריבוי מבצעי מימון שהוצעו לרוכשי הדירות, כגון עסקאות בהם עיקר התשלום במועד מסירת הדירה (כדוגמת עסקאות 80/20 בהם 80% משולם רק במועד מסירת הדירה ו-20% בחתימה) או עסקאות בהן היזם נושא במימון הלוואות ייעודיות שנותלים רוכשי הדירות מהבנקים עד למסירה ("הלוואות קבלן"). בשנת 2024 נמכרו סך של 101 אלף דירות³, גידול של 41% לעומת שנת 2023 ו-6% לעומת שנת 2022, מתוכם 46 אלף דירות חדשות, גידול של 65% לעומת שנת 2023 ו-17% לעומת שנת 2022. להערכת מידרוג, ההיקף הנרחב של הטבות הקבלנים אחראי במידה משמעותית לעלייה במכירות דירות חדשות בשנת 2024, והדבר מהווה מוקד סיכון אשראי בענף, הנובע מחלק מסוים מרוכשי הדירות, ונגזר ממחיר הדירה, מצבו הפיננסי של הרוכש והמגמה במחירי הדירות בטווח הקצר והבינוני.

בשלושת החודשים מרץ 2025 - מאי 2025 נמכרו 21.8 אלף דירות⁴, ירידה של 23.4% בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים (דצמבר 2024 - פברואר 2025), בניכוי עונתיות הירידה עמדה על 18.6%. בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד מדובר בירידה של 12.9% - כ-37.5% מהדירות שנמכרו הן דירות חדשות, נתון המשקף ירידה של 35.5% לעומת שלושת החודשים הקודמים וירידה מתונה יותר של 27.6% בניכוי עונתיות. על פי נתוני משרד האוצר⁵, החל מחודש אפריל בולטת ירידה משמעותית בשיעור הדירות החדשות שנמכרו עם הטבת קבלן, ברמה הארצית בכלל, ובפרט באזורים בו נמצאה בחודשים הקודמים שכיחות גבוהה במיוחד של הטבות. אזור המרכז הינו האזור היחיד בו נרשמה עליה בשכיחות הטבות המימון בין מרץ לאפריל. הירידה נובעת ככל הנראה מכניסה לתוקף של הגבלות שהטיל בנק ישראל על הטבות מימון קבלנים ודחיית תשלום משמעותי למועד המסירה.

² התחזית המאקרו כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, יולי 2025

³ הלמ"ס: דירות בעסקאות נדל"ן סיכום שנת 2024, 13 בפברואר 2025

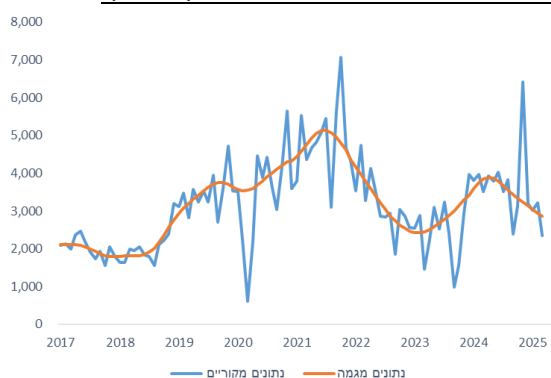
⁴ הלמ"ס: דירות בעסקאות נדל"ן - מרץ 2025 - מאי 2025, 14 ביולי 2025

⁵ אגף הכלכלן הראשי במשרד האוצר: סקירת ענף הנדל"ן למגורים אפריל 2025, 11 ביוני 2025

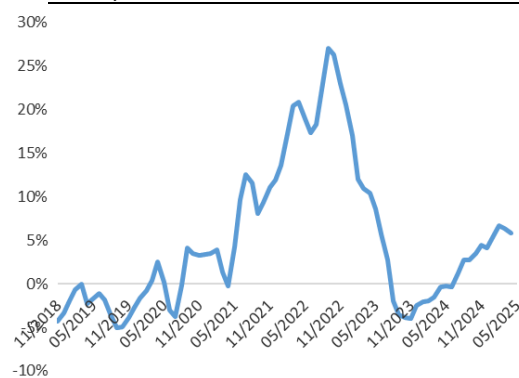
מדד מחירי הדירות של הלמ"ס⁶ (חדשות ויד שנייה) רשם עליה של 5.1% בחודשים מרץ 2025 - אפריל 2025 לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מדד מחירי הדירות החדשות רשם עלייה בשיעור של 5.8%. בד בבד חלה גם עלייה במדד תשומות הבניה למגורים שמפרסם הלמ"ס⁷ ב-12 החודשים עד מאי 2025 חלה עלייה של כ-6%, בעיקר בשל העליה במחירי שכר העבודה ב-10.3%.

בצד ההיצע, על פי נתוני הלמ"ס, מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על רמת שיא של כ-80.9 אלפי יח"ד בסוף חודש מאי 2025 ומספר חודשי ההיצע הינו 28. כ-55% מהמלאי למכירה נמצא במחוז תל אביב ובמחוז המרכז. על פי נתוני הלמ"ס⁸, מספר התחלות הבנייה של דירות הסתכם בכ-67.8 אלף יח"ד (62.7 א' נטו) בין אפריל 2024 - מרץ 2025, עליה של 6% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. גמר הבנייה עמד על 52.6 אלף יח"ד בין אפריל 2024 - מרץ 2025, ירידה של 14.4%. בהיבט התפעולי, עשרות אלפי עובדים פלסטינאים באתרי הבניה אינם מורשים להיכנס לישראל, וכפועל יוצא, חלה פגיעה במשך זמן הקמת הפרויקטים. הוצאות ההקמה של הפרויקטים התייקרו והדבר ניכר במדד תשומות הבניה. לעיכובים בפרויקטים ולגידול בעלויות ההקמה צפויות השלכות שליליות על רווחיות יזמי הנדל"ן שכן תקופת ההכרה בהכנסה מתארכת ומאיך עלויות המכר ועלויות המימון עולות ומכבידות על הפרופיל הפיננסי ועל יחס כיסוי הריבית בפרט. בתרחיש הבסיס מידרוג הביאה התייקרות בעלויות הבניה, התארכות בתקופת הקמת הפרויקטים ופגיעה מסוימת ברווחיות.

תרשים 2: מכירת דירות חדשות בישראל 2/2017-4/2025



תרשים 1: אחוז שינוי במחירי דירות חדשות 2018-4/2025



מקור: הלמ"ס, עיבוד מידרוג.

היקף פעילות מצומצם ופיזור חלש משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בעשרות שנות ותק וניסיון בתחום ייזום, הקמה ומכירה של דירות למגורים בישראל, כמו גם מיקום הפרויקטים בערים מרכזיות ושולי ערים מרכזיות (ראש"צ, ירושלים, מודיעין, רמלה ובית שמש) יחד עם שיעור מכירות מספק ביחס לשיעור הביצוע לאורך השנים, בין היתר, לאור השתתפות החברה בפרויקטים בתוכניות "מחיר למשתכן" ו-"מחיר מטר" המאופיינים בשיעורי מכירות גבוהים. על הפרופיל העסקי מעיב היקף פעילות צר שצפוי להצטמצם בשנתיים הקרובות, וגזר פיזור פרויקטאלי חלש עם ביצוע של ארבעה פרויקטים בלבד (אחד מהפרויקטים מוחזק על ידי החברה בשרשרת בהיקף של 20%) וצבר קרקעות נמוך.

בשנים 2023-2024 ביצעה החברה מהלכים משמעותיים לטובת הרחבת צבר הפרויקטים, עם רכישת קרקעות בבאר יעקב 210 יח"ד (50% משתכן), קריית גת 218 יח"ד (50% משתכן) ומתחם חבצלת בנתניה 136 יח"ד+ מסחר, במקביל לקידום אישור תב"ע על קרקע היסטורית של החברה ברמלה (278 יח"ד+ מסחר ומשרדים) והפקדת תב"ע לשינוי יעוד למגורים בבית שמש (32 יח"ד). סך הצבר נאמד בכ-400 יח"ד חלק החברה (בנטרול פרויקטים שיכנסו לביצוע בטווח התחזיתי). לצד זאת לחברה קרקע היסטורית בנתניה (מגורים, מסחר ודיור מוגן) והיא מחזיקה בקרקעות למגורים ומסחר בהונגריה, אך בשלב זה אלו אינם בטווח התחזיתי.

⁶ שינוי במחירי שוק הדירות - מאי 2025, 15 ביוני 2025

⁷ מדד מחירי תשומות - מאי 2025, 14 ביוני 2025

⁸ הלמ"ס: התחלות וגמר בנייה - אפריל 2024-מרץ 2025, 22 ביוני 2025

⁹ בניכי דירות שנהרסו במסגרת התחדשות עירונית

להערכת מידרוג, היקף הפעילות הריכוזי עלול להוביל לתנודתיות בהכנסות, ברווח ובתזרים המזומנים של החברה, וצבר הקרקעות הצר ידרוש ממנה לבצע רכישות קרקעות נוספות להבטחת פעילות עתידית. יש לציין כי החברה החלה לפעול בתחום ההתחדשות העירונית אך אין לחברה פרויקטים עם שיעור חתימות מספק.

נכון ל-31.03.2025 לחברה ארבעה פרויקטים לבניה של 528 יח"ד (מתוכם 275 יח"ד מסוג מחיר למשתכן). שלושה מהפרויקטים, לב בייט 3, בית שמש ונרקיסים היו צפויים להסתיים עד תום 2024, אך לאחר עדכון לוחות הזמנים (בין היתר בשל מלחמת חרבות ברזל) הם צפויים להסתיים במהלך שנת 2025, בחלקם יידרשו לפיצויי דיירים בעקבות העיכוב במועד המסירה. פרויקט נוסף בביצוע הוא תלפיות בניינים 7 ו-8 בו החברה מחזיקה בשרשור בסה"כ 20%. שיעור הביצוע הממוצע בפרויקטים ל-31.03.2025 עומד על כ-85% ושיעור המכירות הממוצע על כ-87%.

במהלך שנת 2025 צפויה התחלת בניה של פרויקט תלפיות בניינים 5 ו-6 לבניה של 96 יח"ד (לפי 100%) אשר גם בהם מחזיקים 20% בשרשור החברה ובמהלך שנת 2026 צפויה החברה להתחיל בבניה של שני פרויקטים נוספים, בבאר יעקב וקריית גת לבניה של 428 יח"ד (50% מחיר למשתכן).

הכנסות החברה מפעילות ייזום בשנת 2024 הסתכמו בכ-355 מ' ש' בהשוואה לכ-266 מ' ש' ב-2023 וכ-161 מ' ש' בשנת 2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בשנים 2025-2026 צפויות הכנסות מפעילות ייזום למגורים לקטון ולנוע להיקף של 180-200 מ' ש' לשנה, נמוך ביחס לדירוג. עיקר ההכנסות צפויות מפרויקט "אביב בנרקיסים" בראשון לציון (כ-315 יח"ד) הניצב בשיעור מכירות של כ-88% ושיעור ביצוע הנדסי של כ-91%. מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים לקצב מכירות יח"ד בפרויקטים, קצב התקדמות הפרויקטים והיקף ההשקעות הצפויות.

להערכת מידרוג שיעור רווח גולמי מותאם ממוצע מפעילות ייזום למגורים צפוי לעמוד בטווח של 16%-18%, שיעור ההולם את הדירוג. החברה מעניקה הטבות לרוכשים בדמות פטור מהצמדה למדד ותנאי תשלום נוחים (20-80), כמקובל היום בענף היזום למגורים.

מלבד פעילות היזום, לחברה שני נכסי נדל"ן מניב בירושלים למסחר ותעשייה, המייצרים NOI של כ-14 מ' ש' לשנה. שיעור התפוסה עמד על כ-86% בנכס בגבעת שאול ועל כ-96% בנכס "חלון לירושלים" באגריפס.

מינוף בולט לחיוב לרמת הדירוג ותורם לפרופיל הפיננסי; שחיקה ביחסי כיסוי בעקבות קיטון ברווח התפעולי

ליום 31.03.2025, יחס חוב נטו ל-CAP נטו עמד על כ-58%, ללא שינוי מהותי מול 31.12.2024 ובהשוואה לכ-55% ב-31.03.2024. החוב הפיננסי של החברה עמד נכון ל-31.03.2025 על 580 מ' ש' לעומת 470 מ' ש' בתקופה המקבילה, והוא מורכב ברובו מהלוואות כנגד קרקעות (333 מ' ש') ואג"ח (168 מ' ש'). עיקר הגידול בחוב לאורך התקופה נבע מרכישת קרקע בחבצלת השרון, במקביל לפירעון אשראים בחשבונות פרויקטים בליווי.

במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לעמוד בטווח של 52%-55% בשנים 2025-2026, כאשר הוא מביא בחשבון: פירעונות של אג"ח סדרה 7 בהתאם ללוח הסילוקין, השקעות הון עצמי בקידום ופתיחה של פרויקטים חדשים, פיצויי דיירים בגין איחור במועד מסירה, משיכת עודפים מפרויקטים המסתיימים בהיקף של מעל 300 מ' ש', חלוקת דיבידנד ופירעון אשראי בגין הנכס המניב בגבעת שאול. במסגרת תרחיש הבסיס מידרוג הניחה לרכישת קרקע בהיקף 100-150 מ' ש' לצורך פיתוח עסקי.

יחס EBIT להוצאות מימון מותאם עמד על כ-1.1 בארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-31.03.2025 בהשוואה לכ-1.4 בשנת 2024. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי לנוע בטווח של 0.8-1.0 בשנים 2025-2026, סביר לרמת הדירוג. עיקר השחיקה ביחס הכיסוי נובעת מקיטון צפוי בהיקף הרווח התפעולי, בהתאמה עם הקיטון בהיקף ההכנסות, לרמה של 45-50 מ' ש'. הוצאות המימון (כולל הוצאות מימון מהוונות למלאי) צפויות להישמר ברמה של 35-40 מ' ש' לשנה, בדומה לשנת 2024.

נזילות החברה לטווח השנים 2025-2026 נשענת על עודפים צפויים מפרויקטים בביצוע בהיקף משמעותי

להערכת מידרוג, המדיניות הפיננסית של החברה סבירה והולמת את הדירוג. מדיניות המינוף של החברה הינה שמירה על הון למאזן של לפחות 30%. להערכת מידרוג, מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה, לפחות 15% מרווח נקי ללא שערורים, יכול ותבוא על חשבון

הגמישות הפיננסית. ליום 31.03.2025 לחברה יתרות נזילות בסך כ- 20 מ' ₪, היא אינה נוהגת לשמור על יתרות נזילות מינימליות אך קיימת לה גמישות פיננסית מסוימת על בסיס נכס מניב בגבעת שאול, אשר נכון למועד הדוח לא קיים כנגדו חוב ולחברה קיימת מסגרת אשראי אל מולו בהיקף של עד 80 מ' ₪. מעבר לכך, מידרוג מניחה כי הסבירות לעסקאות ממונפות אשר ישליכו על הפרופיל הפיננסי של החברה הינה נמוכה-בינונית באופן אשר תורם לחיוב למדיניות הפיננסית של החברה. החברה עומדת במידה סבירה באמות המידה הפיננסיות של אג"ח סדרה 7.

להלן הערכת מידרוג להיקף המקורות והשימושים העיקריים של החברה לתקופה שהחלה ב- 31.03.2025 ועד לסוף שנת 2025, המעיד להערכתנו על נזילות סבירה:

מקורות לתקופה:

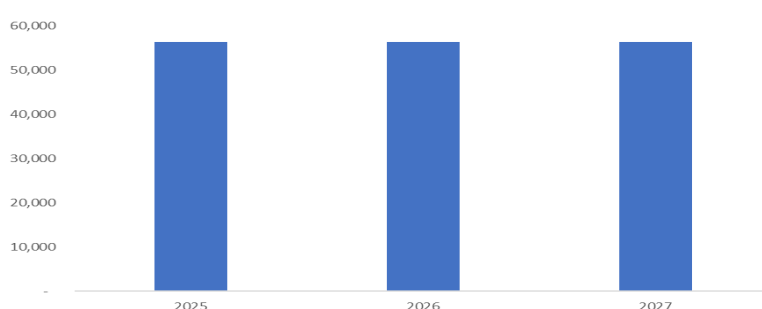
- יתרות מזומנים ושווי מזומנים ליום 31.03.2025, כ- 20 מ' ₪
- עודפים מפריקטים בהיקף משוערך של 200 מ' ₪

שימושים לתקופה:

- חלוקת דיבידנד בסך 7 מ' ₪ (הוכרז וחולק בפועל)
- חלויות שוטפות קרן אג"ח בהיקף של 56.25 מ' ₪
- השקעת הון עצמי לקידום ופתיחה של פרויקטים חדשים בסך 45 מ' ₪
- פירעון אשראי בגין נכס מניב בגבעת שאול בהיקף של 30 מ' ₪ (בוצע בפועל)
- תזרים שלילי בגין הוצאות שוטפות (מטה ומימון בעיקר, בניכוי הכנסות ממניבים) הנאמד בסך של 38.5 מ' ₪
- השקעה ברכישת קרקעות חדשות בהיקף 100-150 מ' ₪ (הנחת מידרוג)

ככל שהחברה תחליט על רכישה חדשה של קרקע, מידרוג הניחה כי העסקה תמומן מאשראי חדש וייתכן שאף באמצעות גיוס אג"ח. להערכת מידרוג מיעוט הפרויקטים בביצוע, כאמור לעיל, חושף את החברה לאתגרים תזרימיים, כך שכל פרויקט שמתעכב עלול להוביל לעיכוב בחילוץ הון ועודפים המהווים חלק ניכר ממקורותיה התזרימיים של החברה.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח (סדרה 7) ליום 31.03.2025, במיליוני ₪



שיקולי ESG

שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. קיימת חשיפה לאנשי מפתח - מר מרדכי אביב, בעל השליטה בחברה, מכהן כדירקטור ומנהל פיתוח עסקי, מר אסף אביב, בנו של בעל השליטה ובעל עניין בתאגיד, מכהן כמנכ"ל בחברת בת ודירקטור וגברת איה אביב, ביתו של בעל השליטה ובעלת עניין בתאגיד, מכהנת כמנהלת מערכות מידע בחברת בת וכדירקטורית. להערכת מידרוג חשיפה זו ממונתת בעקבות מינוי מנכ"לית מחוז למשפחה - הגב' צאלה עמור רוזנבלום. להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה מתונה לסיכונים סביבה בתחום יזמות הנדל"ן - פעילות החברה תלויה בצבר הקרקעות אותו היא מחזיקה וכן ביכולת לרכוש קרקעות

נוספות, המוצעות בחלקן לרכישה במכרזים של רמ"י. בתחום ייזום הנדל"ן קיימת חשיפה לסיכונים חברתיים בדמות מחאות על מחירי הדיור וסיכונים רגולטורים וחקיקה כגון תיקונים בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה, פיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות או ליקויים, שינוי מס הרכישה למשקיעים, מדיניות משתנה בין ראשויות מקומיות וכו'.

לחברה חשיפה לתביעות לרבות בקשר עם לליקויי בניה ואיחורי מסירה ובהתאם לדוכ"ס של החברה ל-31.12.2024, כנגד החברה עומדות תביעות משפטיות במהלך העסקים הרגיל, אשר נאמדו על ידיה בסך של כ-9.6 מ' ₪. החברה מבצעת חלק מהפרויקטים שלה בעצמה ולכן חשופה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

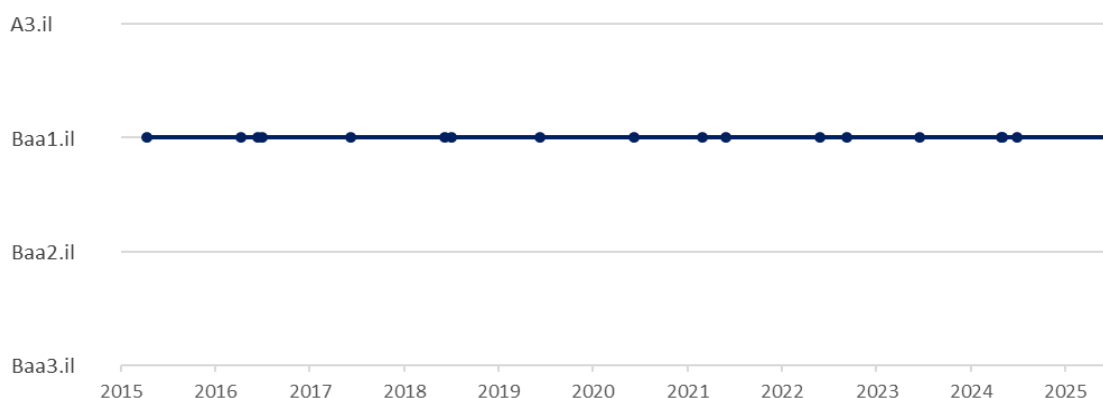
תחזית מידרוג		ליום 31.03.2025 (LTM)		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מידה	ניקוד	מידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Ba.il- Baa.il	180-200	Baa.il	330	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Baa.il-A.il	16%-18%	Baa.il	13%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	52%-55%	A.il	58%	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Ba.il- Baa.il	0.8-1.0	Baa.il	1.1	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa2.il				דירוג נגזר	
Baa2.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.

אודות החברה

פעילות החברה מתמקדת באיתור, ייזום ופיתוח של נכסי נדל"ן למגורים. החברה התאגדה ונרשמה בישראל בשנת 1973 ובשנת 1993 נרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א. בעלי השליטה בחברה הינם משפחת אביב (כ-87.19%), כאשר יתר המניות מוחזקות על-ידי הציבור. עיקר פעילות החברה מרוכזת בישראל, כאשר קיימת גם פעילות בהונגריה באמצעות חברה בת.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מרדכי אביב תעשיות בניה \(1973\) בע"מ דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן ייזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2024](#)

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

[העלייה בריבית מעלה את סיכון האשראי בענף יזום הנדל"ן למגורים בישראל - דוח מיוחד - הערת ענף, פברואר 2023](#)

[השלכות המלחמה על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2024](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

14.07.2025	תאריך דוח הדירוג:
09.07.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.04.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ	שם יזום הדירוג:
מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) 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.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

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

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

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

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

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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