

י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ

מעקב | יולי 2024

אנשי קשר:

יסמין בניש

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג ראשי
Yasmin.b@midroog.co.il

תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
Tamir.s@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות
-	P-1.il	דירוג נייר ערך מסחרי

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק A1.il ודירוג זה לאגרות החוב (סדרות ז', ח', ט' ו-י') שהנפיקה י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ ("החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג P-1.il לניירות ערך מסחרי (נע"מ סדרה 1 ונע"מ סדרה 2) שהנפיקה החברה בסך של עד 130 מיליון ש"ח ערך נקוב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרות אג"ח
30.06.2025	יציב	A1.il	1141191	ז'
30.06.2025	יציב	A1.il	1153725	ח'
31.12.2027	יציב	A1.il	1168368	ט'
30.06.2030	יציב	A1.il	1186162	י'
30.11.2024	-	P-1.il	1139856	נע"מ 1
03.09.2024	-	P-1.il	1199348	נע"מ 2

שיקולים עיקריים לדירוג

- להערכת מידרוג, תנודתיות ואי וודאות גבוהות צפויות ללוות את הענף גם בשנה הקרובה ברקע הריבית הגבוהה והשלכות המלחמה על הביקוש וההיצע בענף.** ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס לאורך זמן על ביקושים יציבים יחסית לדיוור מצד משקי בית בישראל הנשענים על צמיחת האוכלוסייה ועל ביקוש מצד משקיעים לצורך השכרה. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה לסיכון ביקוש ומחיר. החל מהרבעון הרביעי של שנת 2022 נרשמה האטה חדה בהיקף עסקאות דירות למגורים בהשוואה לשנים שקדמו, לנוכח העלייה החדה בריבית בנק ישראל תוך גידול במלאי הדירות החדשות שנותרו למכירה, שהובילה לבלימת העלייה במחירי הדיוור מתחילת שנת 2023 ושינוי המגמה לירידה מתונה. פרוץ המלחמה ב-7 באוקטובר 2023 הוסיף להאטה במכירות של דירות חדשות, להורדת מחירי המכירה ולהתארכות והתייקרות הביצוע. מאז חודש דצמבר 2023 ועד כה ניכרת התעוררות ברמת העסקאות בענף בעיקר במכירת דירות חדשות.
- היקף פעילות וצבר קרקעות נרחבים, יחד עם טרק רקורד משמעותי של החברה, תורמים ליציבות הפעילות העסקית.** ליום 31.12.2023 לחברה 23 פרויקטים בביצוע המונים 3,312 יח"ד לשיווק (חלק החברה) וכן 26 פרויקטים בתכנון (שהקמתם צפויה במהלך שנים 2024-2025) הכוללים לשיווק 2,676 יח"ד (חלק החברה). כמו כן, לחברה צבר משמעותי של אלפי יח"ד במסגרת קרקעות ופרויקטים של התחדשות עירונית. פרויקטי החברה מגוונים מאוד ופונים לפלחי שוק רחבים ובעלי פריסה גאוגרפית. הכנסות החברה מפעילות ייזום הסתכמו בשנת 2023 בכ-1,300 מ'ש. ע"פ תרחיש הבסיס של מידרוג, בשנים 2024-2025 צפויה החברה להציג היקף הכנסות אשר צפוי להמשיך ולגדול בשנים 2024-2025. בנוסף, לחברה תודות קרקע, חלקן במצב סטטוטורי מתקדם הכולל כ-10,400 יח"ד.
- רווחיות גבוהה ביחס לרמת הדירוג אשר צפויה להישמר בטווח התחזית.** בשנת 2023 הציגה החברה שיעור רווח גולמי מייזום למגורים של 34.5% הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג (בהשוואה לשיעור של 31.5% בממוצע בשנים 2020-2022) וזאת, בין היתר, בשל צבר קרקעות גדול וותיק יחסית אותו מחזיקה החברה וביצוע עצמי של הפרויקטים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הרווחיות של החברה צפוי להישמר בטווח של 31%-34% בשנים 2024-2025.

- עליית הריבית ורכישת קרקעות מעיבות על יחסי הכיסוי של החברה.** החברה הגדילה את החוב הפיננסי בשנים 2020-2023 לצורך רכישת קרקעות וייזום נדל"ן. היקף החוב צפוי לגדול גם בשנים 2024-2025 לצורך השקעות ורכישת קרקעות חדשות. בתוך כך, ביום 24 ביולי 2024 דיווחה החברה על התקשרותה בהסכם לרכישת מקרקעין בשכונת אשכול במתחם שדה דב בתל אביב מידי חברה מקבוצת חנן מור בתמורה לכ- 1.1 מיליארד ₪ בתוספת מע"מ. הקרקע מיועדת להקמת 458 יח"ד בתוספת שטחי מלונאות ומסחר. השלמת העסקה מותנית בהתקיימות תנאים¹. החברה מתכוונת לממן את רכישת המקרקעין בהון עצמי ובאשראי מגוף מסמן. להערכת מידרוג, בשל היקפה, העסקה תלווה בטווח הקצר בגידול משמעותי בחוב הפיננסי נטו ובמינוף החברה. מידרוג הביאה בחשבון כי החברה תפעל למתן את השפעת העסקה על יחסי המינוף והכיסוי, באמצעים שונים, כגון מכירת קרקעות והכנסת שותפים. נכון ליום 31.03.2024 עמד יחס המינוף של החברה חוב נטו ל- CAP נטו על כ- 57% ומידרוג צופה בתרחיש הבסיס כי יחס זה ינוע בשנים 2024-2025 בטווח 65% - 60% תוך אפשרות להריגה נקודתית ליחס גבוה מכך בטווח הקצר. טווח זה של יחס מינוף בולט לשלילה לרמת הדירוג. יצוין כי במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג מידרוג הביאה בחשבון לחיוב כי לחברה עודף שווי משמעותי הגלום בקרקעות במאזנה אשר אינו מקבל ביטוי ביחס המינוף ומקנה לחברה גמישות פיננסית. להערכת מידרוג, החברה צפויה להציג יחס כיסוי ריבית איטי לרמת הדירוג, שצפוי בתרחיש הבסיס של מידרוג לנוע בטווח של 2.0-2.5, זאת לעומת יחס כיסוי ריבית של כ-2.7 בשנת 2023 וממוצע של 5.0 בשנים 2020-2022. הירידה הצפויה ביחס כיסוי הריבית נובעת בעיקר מהעלייה בחוב של החברה וכן לאור תרחישי רגישות שמידרוג בחנה בקשר לקצב המכירות.
- נזילות טובה ומדיניות פיננסית יציבה יחסית וברת חיזוי.** לחברה מדיניות פיננסית המאזנת במידה טובה בין האינטרסים של בעלי החוב ובעלי המניות, וניהול הנזילות בחברה הינו שמרני במידה טובה, היות והחברה מקפידה לשמור על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות בהיקפים גבוהים ומספקים וכן לחברה לוח סילוקין נוח. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים של 40% מרווח נקי. החברה ביצעה לאורך השנים, מעת לעת, עסקאות גדולות המלוות בגידול מהותי בחוב. הדירוג לזמן קצר il-P-1 מבוסס על דירוג המנפיק A1.il באופק יציב וכן על ניתוח הנזילות של החברה והצהרתה על כוונתה לשמור על מסגרות פנויות בסכום שלא יפחת מסכום יתרת ניירות הערך המסחריים, סדרה 1 וסדרה 2, וזאת לאור אופציה הקיימת בתנאי ניירות הערך המסחריים, להעמיד את החוב לפרעון מידי בהתראה של 7 ימי עסקים ו- 30 ימי עסקים, בהתאמה.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, התקדמות בביצוע ובמכירות של יח"ד בפרויקטים שבביצוע ובפרויקטים שבתכנון לרבות מכירת מלאי מוגמר, השקעות הון עצמי בפרויקטים ומשיכות עודפים מפרויקטים שהסתיימו. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, בנוגע לעיתוי וקצב מכירות וביצוע בפרויקטים, גובה תקבולים ותשלומים שוטפים וכן בנוגע לעלויות ההקמה של הפרויקטים. כמו כן תרחיש הבסיס של מידרוג כולל הנחות לרכישת קרקעות והשקעות בנכסים מניבים, מימוש קרקעות אשר החברה צופה לבצע בטווח הקצר- בינוני, פירעונות חוב, נטילת אשראי בנקאי והרחבות אג"ח וכן חלוקת דיבידנד.

שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל A1.il גבוה בנוטש אחד מהדירוג A2.il הנגזר ממטריצת הדירוג, זאת לאור עודפי שווי קרקעות משמעותיים אשר משקפים יחסי מינוף נמוכים משמעותית מהמתבטא במטריצת הדירוג, וכן מאפשרים יחד עם נכסי החברה ומסגרות האשראי שלה גמישות פיננסית ותזרימית אשר אינה באה לידי ביטוי במטריצת הדירוג של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב הינו לאור הערכת מידרוג כי החברה תשמור על יציבות בהיקף ההכנסות וברווחיות הגולמית, ותפעל למנוע עלייה חדה לאורך זמן ברמת המינוף עם המשך נזילות מספקת.

¹ השלמת העסקה מותנית, בין היתר, בהתקיימות תנאי מתלה של אישור בית משפט במסגרת תיק הסדר החוב של המוכרת. לפרטים מלאים אודות העסקה אנו מפנים לדיווח מידי של החברה מיום 24.07.2024.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול מתמשך בהיקף ההכנסות ושמירה על רווחיות בולטת לטובה
- שיפור משמעותי ביחס המינוף וביחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית ומתמשכת בסביבת פעילות החברה והיחלשות בהיקף המכירות של החברה או הרווחיות מעבר להערכות מידרוג
- עליה במינוף לאורך זמן מעבר לתחזיות מידרוג
- הדירוג לזמן קצר עלול לרדת ככל שנזילות החברה תורע ו/או תחול ירידה בדירוג המנפיק של החברה

י.ת. דמרי בניה ופיתוח בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.03.2024	
1,084	1,227	1,370	1,297	552	הכנסות ממכירת דירות ומגרשים *
30.2%	32.2%	32.2%	34.5%	35.2%	שיעור רווח גולמי ממכירת דירות **
2,243	2,313	2,764	3,420	3,238	חוב פיננסי
2,061	2,225	2,538	3,318	2,965	חוב פיננסי נטו
60.5%	59.9%	58.3%	62.4%	57.3%	חוב נטו ל- CAP נטו
4.2	5.6	5.0	2.7	3.6	EBIT להוצאות ריבית LTM

המדדים הפיננסיים מוחשבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לזוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים, מאי 2020" * כולל הכנסות משירותי בנייה ** ללא רווח ממכירת מגרשים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירוג מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש לדירות מצד משקי בית כאפיק השקעה בשל הביקוש לדירות לשכירות. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המדינה. הביקוש עלול 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 בשל הליכי 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 להיקף מכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך.

מאז הורדת הריבית בחודש ינואר 2024, היא נותרה על כנה לאורך 4 החלטות של הבנק המרכזי - האחרונה שבהן ב- 8 ביולי 2024. לדברי נגיד בנק ישראל², האינפלציה בישראל שווה אמנם בטווח היעד אך מוסיפה להימצא בטווח העליון של התחום והסיכון לעלייתה טמון בהמשך המלחמה והשפעתה על הפעילות הכלכלית, בפעילות בשוק הדיור והמגבלות בו ובהתפתחות הפיסקליות ומחיר הנפט בעולם. בחודש יולי 2024³ בנק ישראל עדכן מטה את תחזית צמיחת התוצר לשנת 2024 ל- 1.5%, חלף תחזית מחודש אפריל של 2%, ובשנת 2025 ל- 4.2% חלף 5%. עוד מעריך הבנק המרכזי כי האינפלציה בשנת 2024 צפויה לעמוד על 3.0% (לעומת 2.7% בתחזית אפריל) ואילו במהלך שנת 2025 היא צפויה לעמוד על 2.8% (לעומת 2.3% בתחזית אפריל). להערכת בנק ישראל, שיעור האבטלה הרחבה אשר עמד על 4.4% בשנת 2023 בהשפעה גם של הוצאת עובדים לחל"ת בעקבות המלחמה, צפוי לעמוד על 4.0% בשנת 2024 ו- 3.8% בשנת 2025. בהתאם לכך, הבנק המרכזי מעריך כי הריבית צפויה לעמוד על 4.25% במחצית השנייה של 2025. תחזית

² דברי נגיד בנק ישראל בתדרוך העיתונאים אודות החלטה המדינית המוניטרית 08.07.2024.

³ התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, 08 ביולי 2024.

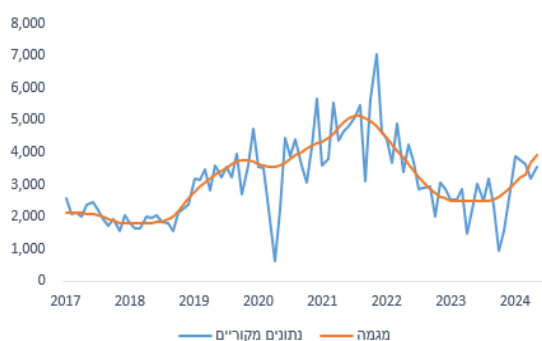
הבנק המרכזי גובשה תחת ההנחה כי ההשפעה כלכלית הישירה של הלחימה בחזיתות הדרומית והצפונית תימשך עד תחילת שנת 2025 והוא מצוין כי היא מאופיינת במידה רבה של אי וודאות.

לאור התייקרות המשכנתאות בשל עליית הריבית, עדכון שיעור מס הרכישה וכן ברקע עליות חדות במחירי הדירות בשנים האחרונות, בשנת 2022 החלה היחלשות בהיקף העסקאות בשוק המגורים ובתוך כך ירידה במכירה של דירות חדשות בשל הפגיעה ביכולת הקנייה של הרוכשים. עפ"י הלמ"ס⁴, נתוני המגמה של מכירת דירות חדשות מצביעים כי מחודש ספטמבר 2021 ועד יולי 2023 נצפתה ירידה חודשית ממוצעת של 4% בהיקף הרכישות של דירות חדשות ואילו מיולי 2023 ועד אפריל 2024 נצפתה עלייה חודשית ממוצעת של 2.9%. בתוך כך, מלחמת "חרבות ברזל" הובילה לבלימה חדה בהיקף רכישת דירות בחודשים אוקטובר-נובמבר 2023. מאז חודש דצמבר 2023 ניכרת התאוששות בהיקף העסקאות, בעיקר ברכישת דירות חדשות, וכן עלייה מחודשת במדד מחירי הדירות של הלמ"ס, עם עלייה של כ-2% מתחילת שנת 2024 ו-0.9% בחודש אפריל האחרון. בארבעת החודשים הראשונים של שנת 2024 נמכרו כ-14,475 דירות חדשות, מתוכן כ-3,266 יח"ד בסבסוד ממשלתי. בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נצפתה עלייה של 54% במכירת דירות חדשות שנמכרו.

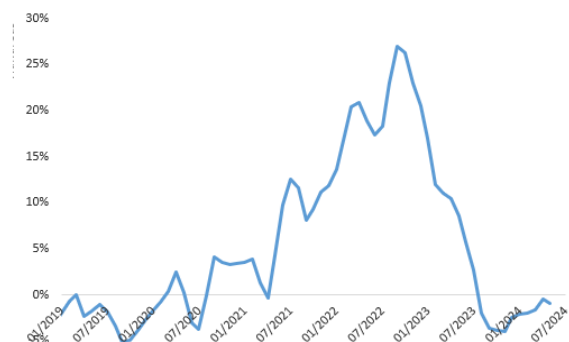
על פי נתוני הלמ"ס⁵, בסוף אפריל 2024 מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על כ-66 אלפי יח"ד, ומספר חודשי היצע (מספר החודשים שיעברו עד שכל הדירות שנותרו למכירה תמכרנה) הינו 18.3 חודשים, בהשוואה למלאי של 68 אלפי יח"ד ו-27 חודשי היצע בינואר 2024. כ-57.1% מהמלאי נמצא במחוזות תל אביב (32.8%) והמרכז (24.3%). לפי נתוני הלמ"ס⁶, בשנת 2023 החלה בנייתן של כ-62 אלפי יח"ד, ירידה של כ-8.9% לעומת שנת 2022.

בהיבט התפעולי, בצל מחסור בעובדים ששרר עוד טרם המלחמה, עשרות אלפי עובדים פלסטינאים באתרי הבניה אינם מורשים להיכנס לישראל, וכפועל יוצא, עלולה לחול פגיעה במשך הקמת הפרויקטים. הוצאות ההקמה של הפרויקטים עלולות לגדול כתוצאה מהתייקרות הוצאות השכר וחומרי גלם וכן גידול בעלויות מימון שכר דירה לדיירים בפרויקטים של התחדשות עירונית. לעיכובים בפרויקטים ולגידול בעלויות ההקמה עלולות להיות השלכות שליליות על יזמי הנדל"ן שכן תקופת ההכרה בהכנסה מתארכת ומאידך עלויות המכר ועלויות המימון עלולות ומכבידות על הפרופיל הפיננסי ועל יחס כיסוי הריבית בפרט.

תרשים 2: מכירת דירות חדשות בישראל 2017-2024



תרשים 1: אחוז שינוי במחירי דירות חדשות



מקור: הלמ"ס - הודעה לתקשורת על שינוי במחירי שוק הדירות, מאי 2024

⁴ הלמ"ס, דירות בעסקאות נדל"ן, פברואר 2024 - אפריל 2024.

⁵ הלמ"ס, דירות בעסקאות נדל"ן - ברבעון הראשון של 2024 (ינואר-מרץ 2024).

⁶ הלמ"ס, התחלות וגמר בניה - סיכום שנת 2023.

היקף פעילות גבוה, שיעורי רווחיות ופיזור גאוגרפי בולטים לחיוב לצד צבר נרחב של קרקעות ופרויקטים עתידיים

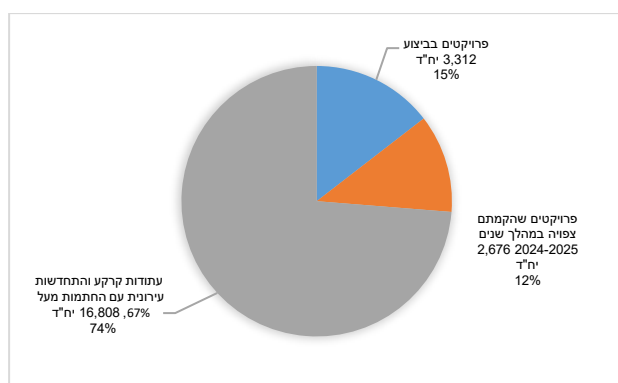
נכון ל- 31.12.2023 לחברה כ-3,312 יח"ד בפרויקטים בביצוע (חלק החברה), כ-2,676 יח"ד (חלק החברה) בפרויקטים בתכנון שהקמתם צפויה במהלך שנים 2024-2025, וכן לחברה צבר קרקעות הכולל כ-10,400 יח"ד (חלק החברה). לחברה קיימות עוד זכויות באלפי יח"ד בפרויקטים של התחדשות עירונית. פיזור הפרויקטים בפרויקטים ארצית, מתן חשיפה לאזור מסוים ותורם לפרופיל העסקי של החברה. הפרויקטים שיוזמת החברה פונים לפלחי שוק רחבים באוכלוסייה. מרבית יח"ד שבונה החברה פונות לשוק החופשי ומיעוטן לשוק בסבסוד ממשלתי. החברה בונה את הפרויקטים שלה בביצוע עצמי לרבות באמצעות קבלני משנה, מאפיין התורם לרווחיות ולגמישות התפעולית של החברה בהתחשב בהיקפי פעילותה הגבוהים.

על פי נתוני החברה, בשנת 2023 מכרה החברה כ-610 יח"ד (חלק החברה) בהיקף כספי של כ-1,240 מ' ש' לעומת כ-1,119 יח"ד בהיקף כספי של כ-1,970 מ' ש' בשנת 2022, הירידה בהיקף יח"ד הנמכרות ובהיקף הכספי הינה כתוצאה מההאטה בענף המגורים שתוארה לעיל. מתחילת שנת 2024 ועד חודש מאי 2024 מכרה החברה כ-392 יח"ד (חלק החברה) בהיקף כספי של כ-837 מ' ש'. ליום 31.12.2023 שיעור המכירה המשוקלל בפרויקטים בביצוע עומד על כ-44%, דומה לשיעור הביצוע המשוקלל בפרויקטים אלו, וכך גם לאורך זמן.

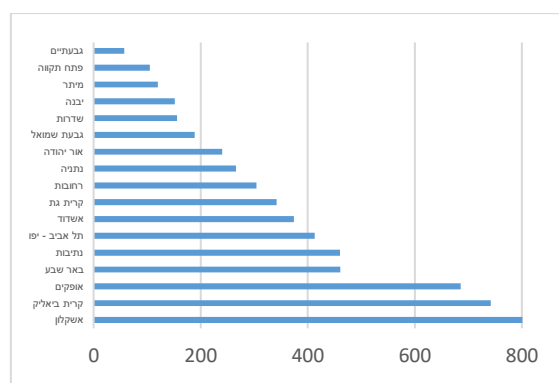
הכנסות החברה מפעילות ייזום למגורים הסתכמו לכ-1,300 מ' ש' בשנת 2023 לעומת כ-1,370 מ' ש' בשנת 2022. בהתבסס על היקף הפרויקטים בביצוע ובתכנון של החברה ועל שיעורי המכירה והביצוע בפרויקטים אלו, מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי היקף הכנסות אלו צפוי להמשיך ולגדול בשנים 2024-2025.

מלאי המקרקעין המשמעותי של החברה, ביתרת עלות של כ-2.3 מיליארד ש' במאזן החברה ל-31.03.2024, מקטין את חשיפת החברה להיצע הקרקעות המוגבל ולמחירי קרקעות זמינות, ותומך בהמשך פעילותה ללא תלות ברכישת קרקעות חדשות. הצבר הרחב מקנה לחברה גמישות תזרימית נוספת בדרך של מכירת קרקעות לאחר השבחתן. הרווחיות הגולמית של החברה בולטת לחיוב גם בזכות קרקעות ותיקות שבידי החברה וכן היא מושפעת לטובה ממרכיב רווח מביצוע עצמי של הפרויקטים וכן מניסיון רב והיקף פעילות נרחב של החברה. בשנת 2023 הציגה החברה שיעור רווח גולמי מייזום למגורים (בנטרול מכירת קרקעות) של כ-34.5%, גבוה מהשנים 2022 (32.2%) ו-2021 (30.2%), בעיקר בשל עליית מחירי הדירות. מידרוג מעריכה כי החברה תעמוד על שיעור רווחיות בטווח של 34% - 31% בשנים 2024-2025, על בסיס נתוני הפרויקטים בביצוע ובתכנון. החברה רושמת לאורך השנים רווח מהותי גם ממכירת קרקעות שהיא מבצעת מעת לעת.

תרשים 4: פירוט יח"ד לפי סטטוס, נכון ל- 31.12.2023



תרשים 3: יחידות דיוור בביצוע ובתכנון בחלוקה לפי ערים



מקור: דוחות החברה עיבוד: מידרוג

⁷ בעבודות קרקע והתחדשות עירונית, מספר יח"ד אינו כולל יחידות בעלי קרקע ושותפים - מוצגים רק יח"ד לשיווק חלק החברה, וללא התחדשות עירונית בהם שיעור ההחמתות של בעלי הקרקע נמוך מ-67%.

לחברה נכסים מניבים ונכסים מניבים בהקמה כולל קרקעות לפיתוח נכסים מניבים שיתרתם בספרי החברה ליום 31.03.2024 הינה כ- 1.4 מיליארד ₪. החברה הציגה עלייה ב- NOI מנכסים מניבים בשנת 2023, שהסתכם בכ- 37 מ' ₪ לעומת כ- 30 מ' ₪ בשנת 2022. היקף NOI צפוי לגדול ולעמוד בטווח 40-45 מ' ₪ לשנה בשנים 2024-2025, בעיקר מאכלוס פרויקטים של דיור להשכרה.

עליית הריבית וגידול צפוי בהיקף החוב של החברה צפויים להאט את יחס כיסוי הריבית ולהכביד על הפרופיל הפיננסי

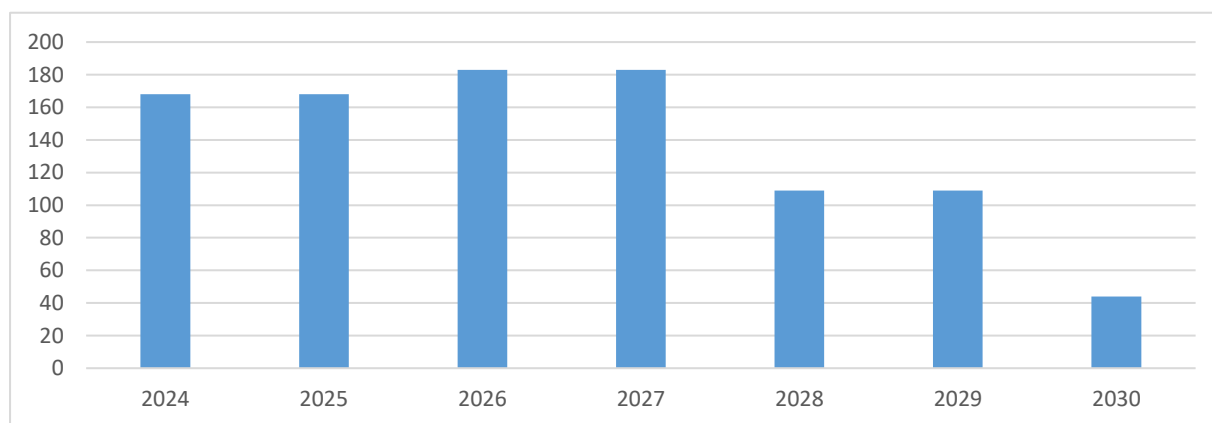
בשנה האחרונה רשמה החברה גידול בחוב הפיננסי נטו שהסתכם בכ- 3 מיליארד ₪ ל- 31.03.2024 בהשוואה לכ- 2.6 מיליארד ₪ ל- 31.03.2023, זאת בהמשך לגידול בחוב נטו שנרשם גם בשנים 2021-2022. העלייה בחוב הפיננסי מימנה בעיקר רכישת קרקעות. חרף הגידול בחוב הפיננסי, יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו נותר יציב יחסית בזכות הרווח הנצבר, הנפקת הון שבוצעה בסך כ- 124 מ' ₪ ובהתחשב גם בחלוקת דיבידנדים מתונה יחסית. נכון ליום 31.03.2024, יחס המינוף חוב נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 57.3%, לעומת 58.2% ל- 31.03.2023 וכ- 58.3% ל- 31.12.2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג יחס המינוף צפוי לגדול ולנוע בטווח של 65%-64% בשנת 2024 זאת בהנחה של השלמת עסקת שדה דב, זאת בנוסף להמשך פיתוח פרויקטים והמשך חלוקת דיבידנדים. מידרוג מצפה כי ככל שהחברה תרכוש קרקעות בהיקף שיוביל לגידול חד ביחס המינוף, היא תבצע בטווח הקצר- בינוני מהלכים שימתנו את עליית המינוף, כך שיחס המינוף יעמוד בטווח של 60%-65% במהלך שנת 2025. נציין כי במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את קיומם של עודפי שווי מהותיים בקרקעות החברה ביחס לערךן בספרים באופן הממתן את השפעת יחס המינוף על הדירוג ומקנה לחברה גמישות פיננסית שלא משתקפת ביחס המינוף המאזני.

יחס הכיסוי EBIT מימון של החברה עמד בשנת 2023 על 2.7, באופן שלא הולם את רמת הדירוג. יחס זה עמד בשנת 2022 על 5.0 ובשנת 2021 על 5.6. האטת היחס נבעה בשל גידול בהוצאות המימון של החברה על רקע עליית ריבית בנק ישראל המשפיעה על שיעור ריבית הפריים אליה חשופה החברה בפרויקטים ובקרקעות המלווים במימון (נכון ל- 31.12.2023, כשני שלישי מהחוב הפיננסי של החברה צמוד לריבית הפריים) וכן בשל גידול היקף החוב הפיננסי של החברה בין היתר, לטובת רכישת קרקעות. להערכת מידרוג, לאחר תרחישי רגישות שנבחנו, יחס הכיסוי צפוי להיחלש ולעמוד בטווח התחזית על 2.0-2.5. הוצאות המימון של החברה (כולל הוצאות מימון שהווננו) הסתכמו בשנת 2023 לכ- 163 מ' ₪ ומידרוג מעריכה כי הן צפויות להמשיך ולגדול בטווח הקצר והבינוני.

תרחיש הבסיס של מידרוג בקשר לאומדן המקורות והשימושים של החברה לתקופה של 4 רבעונים החל מ-31.12.2023 גוזר לחברה יחס מקורות לשימושים מספק של כ- 1.1X, אשר כוללים מקורות ממסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות, נטילת הלוואות מגופים פיננסיים, השקעות שהחברה מבצעת, תשלום עבור קרקעות ופרויקטים, חלויות שוטפות של אג"ח וחלוקת דיבידנד לבעלי המניות.

לחברה יתרת נע"מ בסך כ-130 מ' ₪, כנגדה החברה הצהירה כי תשמור מסגרות אשראי חתומות ופנויות ו/או יתרות נזילות בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ בכל עת.

תרשים 5: לוח סילוקין קרן אג"ח ליום 31.03.2024, במיליוני ₪



שיקולי ESG

שיקולי ESG נושאים השפעה על דירוג החברה. לחברה חשיפה לסיכון ממשל תאגידי בקשר עם כתב אישום שהגישה רשות התחרות ביולי 2022 כנגד החברה ובעל השליטה ועובד החברה בנין הסדר כובל וקבלת דבר במרמה בקשר עם הסדר לכאורה במכרז בנתיבות. החברה דיווחה כי לעמדת יועציה המשפטיים, החברה ובעל השליטה לא ביצעו את העבירות המיוחסות להם. מידרוג רואה סיכון אפשרי ככל ותהיה פגיעה במוניטין של החברה לה תהיה משמעות כלכלית ו/או הרחקת בעל השליטה, שהינו איש מפתח, מהחברה. מידרוג סבורה כי בעת הזו קיים קושי להעריך את התממשות סיכונים אלו וכן קיימים גורמים מאזנים, כגון המיצוב העסקי והפיננסי, היקף הון העצמי והיקף הקרקעות שברשותה. בשלב זה מידרוג לא צופה השפעה מהותית על הדירוג בשל כך, אולם מידרוג תוסיף לעקוב אחרי ההתפתחויות בנושא זה.

להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה נמוכה 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. עם זאת, החשיפה ממותנת בחלקה באמצעות צבר הקרקעות ההיסטורי אותו מחזיקה החברה. כחברה קבלנית החברה חשופה לסיכון של בטיחות עובדיה באתרי הבנייה ולסיכונים משפטיים וסיכון מוניטין הכרוכים בכך. מידרוג אינה צופה השפעה מהותית על סיכון האשראי של החברה בשל סיכונים סביבתיים וסיכונים חברתיים.

מטריצת הדירוג

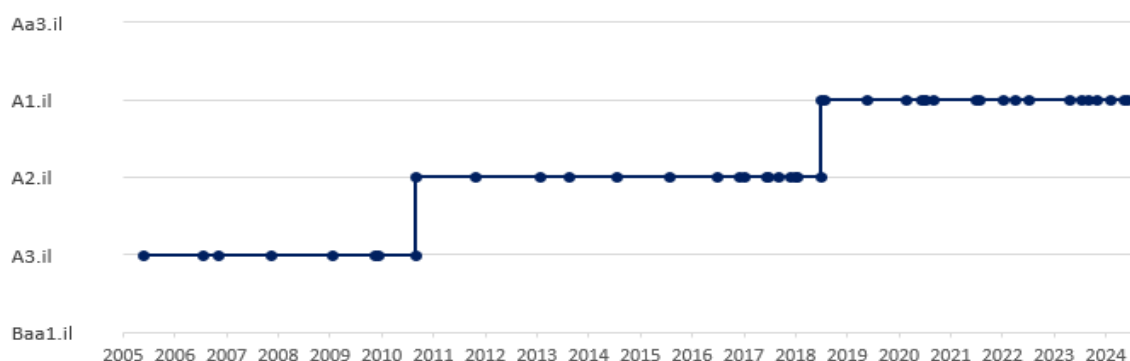
תחזית מידרוג		ליום 31.03.2024		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	ענף פעילות
Aaa.il- Aa.il	-1,500 1,650	Aa.il	1,525	היקף הכנסות מפעילות ייזום LTM (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	פרופיל עסקי	
Aa.il	33%	Aa.il	35.2%	רווח גולמי מפרויקטים בביצוע LTM	רווחיות
A.il	60%-65%	A.il	57.3%	חוב ל- CAP	
Baa.il	2.0-2.5	Baa.il	3.6	EBIT / הוצאות מימון LTM	פרופיל פיננסי
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A1.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

חברת י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ פועלת בעיקר בתחום הייזום, פיתוח, תכנון, הקמה ושיווק של יחידות דיור בישראל. החברה התאגדה כחברה פרטית בשנת 1989, ובחודש מאי 2004 הונפקו מניותיה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה נמצאת בשליטת מר יגאל דמרי (61.94%) באמצעות חברות שבהחזקתו המשמש גם כמנכ"ל וכדירקטור בחברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[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 - הערת ענף, פברואר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 31.07.2024

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 10.06.2024

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 26.05.2005

שם יזום הדירוג: י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: י.ח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ

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 Prime-1.il הינם, על פי שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוט 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 קיימים⁸

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	

⁸ 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"). ©

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, המוצגים, 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 בדבר 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 וציפיה 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 ביעוץ 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 שישבס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ פיננסי או ביעוץ 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 ובכתב 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 שנמסרו או נוצרו 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 אמינים 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 המהלך 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 לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במקד 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 בודדו 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: <http://www.midroog.co.il>.