

אחים דוניץ בע"מ

מעקב | דצמבר 2025

אנשי קשר:

גיל רז
ראש צוות, מעריך דירוג ראשי
gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

אחים דוניץ בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאחים דוניץ בע"מ (להלן: "דוניץ" או "החברה") ולאגרות חוב (סדרות ב' ו-ג') שהנפיקה החברה. אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה ב'	1198704	A3.il	יציב	31.12.2026
סדרה ג'	1215896	A3.il	יציב	31.12.2029

שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף הנדל"ן למגורים מציג האטה מתמשכת במכירות הקבלנים ברקע הריבית הגבוהה וכן מגבלות שהוטלו על המערכת הבנקאית בקשר עם מבצעי המימון, בעוד שמלאי הדירות החדשות גבוה היסטורית.** ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס לאורך זמן על ביקושים יציבים יחסית לדירוג מצד משקי בית בישראל הנשענים על צמיחה דמוגרפית ועל ביקוש 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 העסקאות מאז תחילת שנת 2025, בהשוואה לשנת 2024, וכן עלייה במלאי הדירות החדשות למכירה אשר עמד בסוף חודש נובמבר 2025 על רמת שיא של כ-83.5 אלף יח"ד, עם 29.2 חודשי היצע. האטה זו נובעת בין היתר, מרמת ריבית גבוהה, התייקרות מחירי הדירות לאורך מספר שנים והגבלת היקף מבצעי הקבלן בהשוואה לתקופות קודמות. מגמות אלו מובילות להערכת מידרוג להעלאת הסיכון בסביבה העסקית בענף.
- הפרופיל העסקי נשען על היקף פרויקטים צר בביצוע עם צפי לגידול משמעותי וצבר מספק.** נכון ל-30.09.2025 לחברה 4 פרויקטים בביצוע לשיווק של כ-742 יח"ד (חלק החברה כ-366 יח"ד), מתוכן נמכרו כ-269 יח"ד, שיעור המכירות הממוצע בפרויקטים עומד על כ-36% אל מול שיעור ביצוע ממוצע של 20%. פרויקטי החברה בביצוע ובתכנון פונים לפלח שוק רחב ונמצאים בעיקר בערים מרכזיות ואזורי ביקוש. לחברה צבר קרקעות/פרויקטים משמעותי המונה כ-6,320 יח"ד (חלק החברה). במהלך שנת 2026 צפויה החברה להרחיב את היקף הפרויקטים בביצוע עם 10 פרויקטים נוספים לשיווק של 1,511 יח"ד (חלק החברה 906 יח"ד). הכנסות ממכירת דירות בארבעת הרבעונים עד 30.09.2025 עמדו על כ-128 מ' ש, בהשוואה לכ-175 מ' ש בכל שנת 2024, נמוך מאוד ביחס לדירוג. הירידה בהכנסות בשנים 2024-2025 נבעה בין היתר מעיכובים ביציאה לדרך של פרויקטים חדשים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ההכנסות בשנת 2025 צפויות להסתכם בכ-180 מ' ש ובשנת 2026 לגדול לטווח 300-350 מ' ש בעיקר על בסיס פרויקטים המצויים כיום בביצוע. בשנת 2027 היקף ההכנסות עשוי לגדול משמעותית ככל שיכנסו לביצוע ושיווק של פרויקטים חדשים במהלך שנת 2026, בהתאם לתוכנית העסקית של החברה. רווחיות החברה בפרויקטים בביצוע ובתכנון טובה ונאמדת בטווח ממוצע של 22%-25% בנטרול הפחתת הפרש מקורי.
- שיעור מינוף נמוך מהווה גורם ממתן סיכון לצד יחס כיסוי איטי כתוצאה מרווח חלש מאוד.** במהלך שנת 2025 גדל החוב הפיננסי של החברה למימון קידום פרויקטים. יחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו עלה לשיעור של 42% ל-30.09.2025 בהשוואה לשיעור של 35% לחתך מקביל. מידרוג מעריכה המשך גידול ביחס המינוף לרמה של 43%-48% והוא יוסיף לבלוט לחיוב לרמת הדירוג. עיקר הגידול במינוף צפוי לנבוע מהשקעות הון עצמי שהחברה תבצע בפרויקטים לטובת פתיחת ליווי בנייה וקידום פרויקטים עתידיים, וניצול אשראי להוצאות שוטפות. יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית עמד חלש מאוד בשנתיים האחרונות בשל היקף נמוך של הכרה ברווח, לצד עלייה בהוצאות הריבית (כולל ריבית מהוונת בגין קרקעות) ומידרוג מעריכה כי היחס ישתפר בשנה-שנתיים הקרובות לאור גידול הכרה ברווח.

- **ניהול נזילות שמרני יחסית, באמצעות יתרות נזילות ומסגרות אשראי.** נכון ל-30.09.2025 לחברה יתרות נזילות של 25.6 מ' ₪ ומסגרות אשראי סולו לא מנוצלות בהיקף של כ-150 מ' ₪. למול מסגרות האשראי לחברה חלויות של קרן אג"ח (סדרה ב') בסך מצטבר של כ-100 מ' ₪ בחודש דצמבר בשנים 2025-2026 וכן צורכי השקעות הון עצמי בפרויקטים ומימון הפעילות השוטפת מעבר לעודפים הצפויים מפרויקטים בביצוע. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של 50% מהרווח הנקי. מידרוג לא מעריכה חלוקת דיבידנדים בטווח הקרוב.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, המשך השקעות הון עצמי בקרקעות שנרכשו ופרויקטים בתכנון, הוצאות תפעוליות והוצאות מימון, פירעונות אג"ח בהתאם ללוח הסיילוקין, ניצול מסגרות סולו וגיוס אג"ח, גידול בחשבונות ליווי פרויקטים למגורים ותזרים צפוי בגין שחרור עודפים בפרויקטים. מידרוג בחנה תרחישי רגישות, בין היתר באשר להיקפי מכירות וקצב ביצוע בפרויקטים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג הציב משקף את הערכת מידרוג לשיפור בהיקף ההכנסות וביחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית, אשר נמצאים בירידה בשנתיים האחרונות. בהתאם לתוכנית העסקית של החברה, היקף הפרויקטים בביצוע צפוי לגדול במהלך שנת 2026 והדבר צפוי להביא לשיפור במדדים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ההכנסות
- שיפור משמעותי ביחס הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי עמידה בתכנית העסקית להגדלת היקף פרויקטים בביצוע ועלייה בהיקף ההכנסות שיוכרו ובהתאם שיפור ביחס הכיסוי
- עלייה מתמשכת ברמת המינוף של החברה
- שחיקה בשיעורי הרווחיות הגולמית מפרויקטים

אחים דוניץ בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	30.09.2025 LTM	
198	105	207	308	175	129	סך הכנסות מפעילות ייזום
33.1%	31.1%	22.3%	22.3%	21.2%	20.4%	שיעור רווח גולמי מותאם להכנסות*
311	12-	486	543	519	754	חוב פיננסי נטו
50%	3%-	32%	35%	33%	42%	חוב נטו ל-CAP נטו
4.6	2.36	1.11	0.98	0.08	0.0	EBIT להוצאות ריבית*

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, דצמבר 2024", ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. * בנטרול הפחתת הפרש מקורי שהוכר בעלות המכר

שיקולים עיקריים לדירוג

המשך סביבת ריבית גבוהה ומחירי הדירות יוסיפו להעיב על הענף בשנה הקרובה

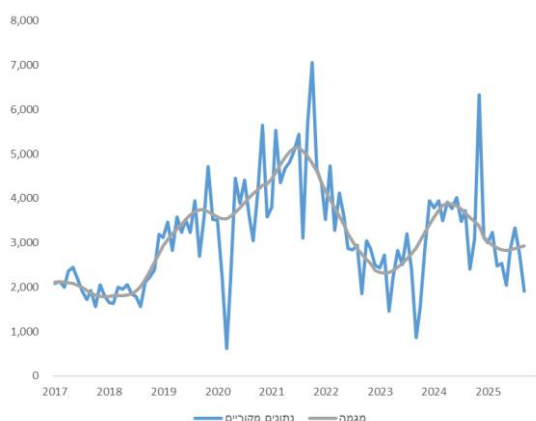
ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש לדירות מצד משקי בית כאפיק השקעה. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המדינה ועלולה לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, 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 המכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך.

בחודש נובמבר 2025, הפחית בנק ישראל את הריבית לראשונה מאז ינואר 2024 ב-0.25% לרמה של 4.25%. בתחזית המקור-כלכלית מחודש ספטמבר 2025¹, ציין בנק ישראל כי להערכתו הריבית צפויה לרדת בהדרגה לרמה של 3.75% ברבעון השלישי 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-2.5% וב-2026 ב-4.7%. עוד מציין בנק ישראל כי האינפלציה בשנת 2024 עמדה על 3.4% (מעל הגבול העליון של היעד) ואילו בשנת 2025 היא צפויה לעמוד על 3.0% ובמהלך שנת 2026 על 2.2%. 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.

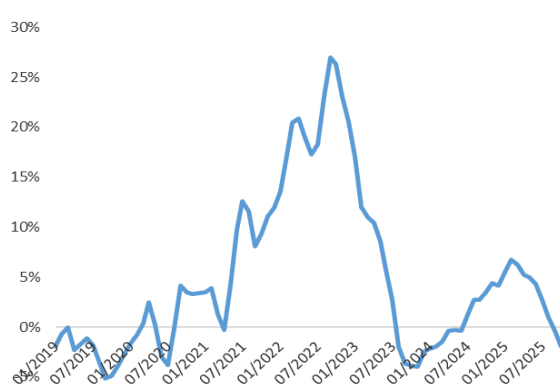
עפי" נתוני הלמ"ס², בחודשים ינואר-אוקטובר 2025 נמכרו 27.3 אלף דירות חדשות, לעומת 36.4 אלף בתקופה המקבילה, ירידה של כ-25%. שנת 2024 אופיינה בגידול חד בהיקף דירות חדשות שנמכרו, במידה רבה בזכות היקף נרחב של מבצעי מימון מצד היזמים, עם גידול של 65% לעומת שנת 2023 וכ-17% לעומת שנת 2022. להערכת מידרוג, ההיקף הנרחב של מבצעי מימון מהווה מוקד סיכון אשראי בענף, הנובע מחלק מסוים מרוכשי הדירות, ונגזר ממחירי הדירה, מצבו הפיננסי של הרוכש והמגמה במחירי הדירות בטווח הבינוני והארוך. מדד מחירי הדירות של הלמ"ס³ (חדשות ויד שנייה) רשם ירידה של כ-0.5% בספטמבר-אוקטובר 2025 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, כאשר בכלל המחוזות נרשמה ירידת מחירים, מלבד מחוז ירושלים. מדד מחירי הדירות החדשות רשם ירידה בשיעור של כ-1.4% באותה תקופה. בד בבד חלה עלייה במדד תשומות הבניה למגורים שמפרסם הלמ"ס⁴ בשיעור של 5.3% ב-12 החודשים שהסתיימו בנובמבר 2025, בעיקר בשל העלייה במחירי שכר העבודה בכ-9.1% ובמוצרים בכ-2.6%.

בצד ההיצע, על פי נתוני הלמ"ס⁵, מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על רמת שיא של כ-83.5 אלפי יח"ד בסוף חודש אוקטובר 2025, עליה של 19.8% לעומת התקופה אשתקד, מספר חודשי ההיצע הינו 29.2. כ-57% מהמלאי למכירה נמצא במחוז תל אביב ובמחוז המרכז. על פי נתוני הלמ"ס⁶, מספר התחלות הבנייה הסתכם בכ-76.5 אלף יח"ד (70.6 א' נטו) בין יולי 2024 עד יוני 2025, עליה של 22.3% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. גמר הבנייה בתקופה זו עמד על 54.8 אלף יח"ד, ירידה של 4.9%. עם זאת בחודש יוני החלה ירידה בהתחלות הבנייה שצפויה להימשך. בהיבט התפעולי, על פי נתוני משרד האוצר⁷, מרבית פועלי הבנייה הפלסטינאים שיצאו מהענף עם תחילת המלחמה הוחלפו בהדרגה בפועלים תושבי ישראל ועובדים זרים, אשר להערכת מידרוג עלות העסקתם גבוהה משמעותית. לעליית הריבית, עיכובים בפרויקטים וגידול בעלויות ההקמה צפויות השלכות שליליות על רווחיות יזמי הנדל"ן.

תרשים 2: מכירת דירות חדשות בישראל 9/2017-2/2025



תרשים 1: אחוז שינוי במחירי דירות חדשות 10/2019-2/2025



מקור: נתוני הלמ"ס ועיבודי מידרוג

¹ התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, ספטמבר 2025
² דירות עסקאות נדל"ן- אוגוסט-אוקטובר 2025, 15 בדצמבר 2025
³ שינוי במחירי שוק הדירות- נובמבר 2025, 15 בדצמבר 2025
⁴ מדד מחירי תשומות-נובמבר 2025, 15 בדצמבר 2025
⁵ הלמ"ס: התחלות וגמר בנייה- יולי 2024-יוני 2025, 18 בספטמבר 2025
⁶ בניכי דירות שנהרסו במסגרת התחדשות עירונית
⁷ אגף הכלכלן הראשי: מיקוד: מגמות בתעסוקה בענף הבינוי, 26 ליוני 2025

חברת יזום ותיקה עם פרויקטים הפונים לפלח רחב באוכלוסייה. היקף הכנסות נמוך ביחס לדירוג אשר צפוי לגדול עם הרחבת היקף פרויקטים בביצוע

נכון ל-30.09.2025 לחברה 4 פרויקטים בביצוע לשיווק של כ-742 יח"ד (חלק החברה כ-366 יח"ד), מתוכן נמכרו כ-269 יח"ד. עיקר המלאי הלא מכור הינו בשלב ב' של פרויקט מכבי יפו הכולל גם יח"ד מסוג מחיר למשתכן ובפרויקט נווה מגן שלב א'. לאותו מועד, שיעור המכירות הממוצע בפרויקטים עומד על כ-36% אל מול שיעור ביצוע ממוצע של 20%. לפי נתוני החברה, עד ל-30.11.2025 נחתמו (כולל הרשמות) כ-112 חוזי מחיר למשתכן מתוך 224 בשלב ב' שטרם הוכרו בהכנסות וצפויים לשפר את שיעור המכירות המצרפי. החברה דיווחה כי במהלך ינואר-נובמבר 2025 חתמה על כ-167 חוזים חדשים למכירת דירות, בהשוואה לכ-200 יח"ד בשנת 2024 במלואה (לפי 100% וכולל יחידות במסגרת מחיר למשתכן). אין בידי החברה מלאי דירות גמורות בהיקף מהותי.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, במהלך שנת 2026 צפויה החברה להרחיב את היקף הפרויקטים בביצוע עם 10 פרויקטים נוספים לשיווק של 1,511 יח"ד. בין הפרויקטים הבולטים נמצאים TRES פתח תקווה לשיווק של 256 יח"ד, בית הכרם בירושלים לשיווק של 247 יח"ד והסתדרות גבעתיים עם 130 יח"ד ועוד. הפרויקטים של החברה נמצאים בעיקר בערים מרכזיות ואזורי ביקוש כגון תל אביב, גבעתיים, ראשון לציון, חיפה, ירושלים וכו'. וותק וניסיון החברה בענף תורמים ליציבות הפעילות. לחברה רישיון קבלני ג' 5 ולרוב הינה החברה המבצעת.

צבר החברה לפרויקטים עתידיים נאמד על ידי מידרוג בכ-6,320 יח"ד, הכוללים קרקעות עם תב"ע מאושרת וכן תב"ע בקידום והסכמים בתוקף עם בעלי דירות לפרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית, אשר מותנים בהליכי תכנון העשויים להיות מורכבים ולהמשך זמן רב. מעבר לכך, החברה מקדמת פרויקטי התחדשות בהיקף של אלפי יח"ד שאינם נכללים לעיל.

על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות החברה בשנת 2025 צפוי להסתכם בכ-180 מ' ש ובמהלך 2026 לגדול להיקף של כ-350 מ' ש, היקף הנמוך ביחס לדירוג. הגידול בשנת 2026 מגיע בעיקר מהכרה בהכנסה מפרויקטים הנמצאים כבר היום בביצוע והונח כי יתקדמו בשיעורי הביצוע והמכירות. בשנת 2027 היקף ההכנסות עשוי לגדול במידה משמעותית כאשר עיקר הגידול מתבסס על כניסה לביצוע ושיווק של פרויקטים חדשים בשנת 2026 כפי שתואר לעיל, ולכן נתון באי וודאות.

שיעור הרווח הגולמי להכנסות מפרויקטים בביצוע ובתכנון בטווח התחזית בולט לטובה לדירוג, כפי שנמדד על ידי מידרוג בנטרול הפחתת עלות הפרש מקורי והוא נאמד בטווח של 22%-24%. הרווחיות מושפעת לטובה מביצוע עצמי של הפרויקטים וכן ממספר פרויקטים שהחברה צופה לגביהם רווחיות גולמית גבוהה כגון קריית האומנים בנין 7 (34%) ונווה מגן שלב א' (32%) המקזזת פרויקטים בעלי רווחיות נמוכה כגון יפה נוף שלב א' (11%) ומכבי יפו שלב ג' (11%).

הפרופיל הפיננסי נתמך במינוף מתון ובולט לחיוב לרמת הדירוג, ומנגד יחס כיסוי ריבית איטי מאוד

ההון העצמי של החברה ויחס המינוף המתון נתמך בגידול משמעותי בהון העצמי שרשמה החברה במהלך שנת 2022, של מעל 600 מ' ש, כתוצאה מהעברת נכסי אלעד מגורים החדשה, בסך של 550 מ' ש ומרווח הזדמנותי כתוצאה מהעסקה בסך כ-69 מ' ש וזאת יחד עם דיבידנד בסך כ-59 מ' ש שחולק לבעלי המניות ברבעון הראשון של 2022 ערב העסקה. כמו כן במהלך שנת 2024 רשמה החברה שערך שווי נדל"ן להשקעה (יישום למפרע של המדיניות) בסך 52 מ' ש לפני מס בגין שטחים מסחריים ודירות להשכרה. למרות זאת, מאז עסקת דוניץ-אלעד ההון העצמי נותר ללא שינוי, תוך שהרווח הנקי הושפע לשלילה מהפחתה שוטפת של הפרש מקורי בגין העסקה, מרווח שוטף נמוך מאוד ומחלוקת רווחים (כ-12.9 מ' ש ברבעון השני השנה). מנגד, החברה לא ביצעה רכישות מהותיות של קרקעות מאז. כך, שיעור המינוף חוב נטו ל-CAP נטו עלה מרמה של 30% מיום 30.06.2022 (איחוד לראשונה של דוחות אלעד בדוחות דוניץ) ל-42% ב-30.09.2025

לחברה חוב פיננסי ברוטו של כ-780 מ' ש ל-30.09.2025 לעומת כ-570 מ' ש בתקופה המקבילה אשתקד, מכך 348 מ' ש אג"ח בריבית שקלית קבועה, והיתר חוב בנקאי הנובע מפרויקטים בליווי ומימון קרקעות. החוב הבנקאי נושא ריבית משתנה פריים בתוספת מרווח. במסגרת תרחיש הבסיס, המניח בין היתר, השקעת הון עצמי בפרויקטים אשר צפויים להתחיל בשנת 2026, אמורטיזציה של קרן אג"ח בהתאם ללוח הסילוקין, גידול באשראי פרויקטלי וניצול מסגרות סולו, חוב נטו ל-CAP נטו יגדל בטווח הקצר-בינוני לרמה

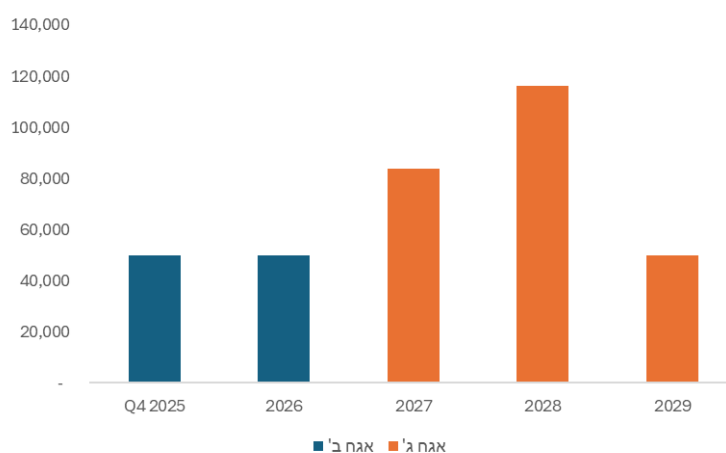
של 45%-50% ויוסיף לבלוט לחיוב לרמת הדירוג. יצוין כי בעקבות שיעורי המינוף המתונים, עלולה להיות תנודתיות גבוהה בתקופת התחזית התלויה בהיקף ההשקעות שהחברה תבצע. מידרוג לא הניחה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בטווח הקצר.

יחס הכיסוי EBIT (מנוטרל הפרש מקורי) להוצאות ריבית נאמד ב-0.1 בשנת 2024, יחס נמוך מאוד, לעומת כ-1.0 בשנת 2023. בתקופה של 12 החודשים שהסתיימו ביום 30.09.2025 החברה מציגה EBIT שלילי. יחס זה צפוי לעמוד בטווח של 0.2-0.7 בשנים 2025-2026. מידרוג מעריכה כי הוצאות הריבית בטווח התחזית יעמדו על 45-60 מ' ש' לשנה, לעומת כ-40 מ' ש' לשנה בשנים 2023-2024. יחס הכיסוי עשוי להשתפר לרמה של מעל 1.0 בשנת 2027 ככל שיחול גידול משמעותי בהיקף ההכנסות והרווח הגולמי.

נזילות החברה מושתת על יתרות נזילות ומסגרות אשראי פנויות בהיקף מספק למול חלויות האג"ח

המדיניות הפיננסית של החברה מאופיינת בניהול נזילות שמרני יחסית, והחברה מתעתדת לשמור על מסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקף מספק לצורך שירות החוב בטווח של 12 חודשים קדימה. להערכת מידרוג, מדיניות הדיבידנד של החברה סבירה בהתחשב בהיקף הדיבידנדים שחולקו. ליום 30.09.2025 לחברה יתרות נזילות בסך כ-25.6 מ' ש' וכן לאותו מועד החברה מחזיקה במסגרות אשראי סולו חתומות ולא מנוצלות בהיקף כ-150 מ' ש'. מקורות אלו צפויים לשמש את החברה כגישור למימון גירעון בעודף שימושים על מקורות משוער של 200 מ' ש' עד לתום שנת 2026, המורכב מצרכים שוטפים (הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון שמחוץ למסגרות הליווי), חלות קרן אג"ח (סדרה ב') בסך כ-100 מ' ש' (מצטבר בשנים 2025-2026), השקעות הון עצמי בפרויקטים חדשים בהיקף משוער של 110 מ' ש', זאת מעבר לעודפים הצפויים לחברה מפרויקטים בביצוע בשנה הקרובה הנאמדים על ידי מידרוג בטווח של 20 מ' ש' ותזרים ממכירת יח"ד מלאי גמור בהיקף משוער של 50 מ' ש'.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח ליום 30.09.2025, א' ש'



שיקולי ESG

שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. 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. עם זאת, החשיפה ממותנת בחלקה באמצעות צבר הקרקעות ופעילות החברה בתחום ההתחדשות העירונית. 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, שינוי מס הרכישה למשקיעים. מדיניות משתנה בין רשויות מקומיות בתחום ההתחדשות העירונית וכו' החברה מבצעת את הפרויקטים שלה בעצמה ולכן חשופה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

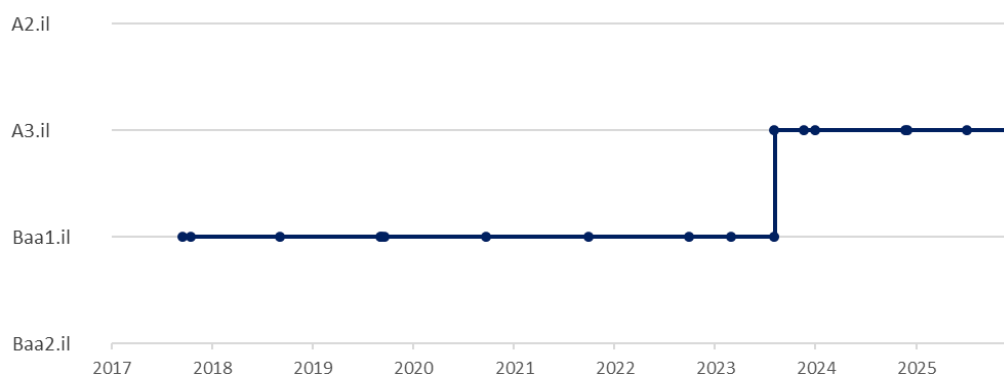
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2025		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מידה	ניקוד	מידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Ba.il- A.il	180-450	Ba.il	130	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח) - LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
A.il	22%-24%	A.il	20%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
Aa.il	43%-48%	Aa.il	42%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Ba.il- Baa.il	0.2-1.0	Ca.il	0.0	EBIT / הוצאות ריבית	פרופיל פיננסי
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.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

החברה עוסקת בייזום, תכנון, פיתוח, בניה ושיווק של פרויקטים למגורים בישראל. החברה התאגדה בישראל בשנת 1968 כחברה פרטית, והנפיקה מניותיה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בפברואר 1993. ביום 20.06.2022 בוצעה הקצאת מניות החברה לקרן JTLV2 (ללא מניות רדומות) והחברה מחזיקה במלוא מניותיה של אלעד מגורים. נכון למועד הדוח קרן JTLV2 מחזיקה 24.94% ממניות החברה (זכויות הצבעה). מר רונן יפו הינו מנכ"ל החברה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אחים דוניץ בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[האטה בביקושים מעלה את סיכון האשראי בענף ייזום הנדל"ן למגורים בישראל - דוח מיוחד - אוקטובר 2025](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

29.12.2025	תאריך דוח הדירוג:
20.07.2025	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
17.09.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אחים דוניץ בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אחים דוניץ 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.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לכושר החזר 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 כושר החזר אשראי כיכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות החוזיות וההפסד במקרה של כשל פירעון או אירוע פגיומה. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל גורם אחר, כגון אך לא רק לסיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר שאינו כושר החזר אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן סיכוני אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות בנוגע לכושר החזר 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 החלטת כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים 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 פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטת 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 כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיץ, 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 כושר החזר 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 ההנפיקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפיקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות 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 להיות 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 לתקף את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג אינו 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 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.