

מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ

מעקב | יולי 2024

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: שלילי	Baa1.il	דירוג מנפיק
אופק דירוג: שלילי	Baa1.il	דירוג סדרה

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרות חוב (סדרה 7) שהנפיקה מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ (להלן: "החברה") וכן מותירה על כנו את אופק הדירוג השלילי. כמו כן מידרוג קובעת דירוג מנפיק זהה לחברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
15.09.2027	שלילי	Baa1.il	1190453	סדרה 7

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 לדירוג 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 הדירוג 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.
- השלמת פרויקטים משמעותיים תתרום לגידול חד יחסית בהיקף ההכנסות והתזרים בשנים 2024-2025 אולם שמירה על היקף פעילות משמעותי מותנה בקידום קרקעות בתכנון.** ליום 31.03.2024, לחברה 3 פרויקטים בלבד בהקמה בהיקף כ-509 יח"ד. שיעור הביצוע הממוצע בפרויקטים לאותו מועד עמד על כ-64% ושיעור המכירות הממוצע על כ-78%. לדברי החברה, בעקבות מלחמת "חרבות ברזל", אתרי הבניה נמצאים במגמת חזרה לשגרת עבודה ובתפוקה חלקית עקב מחסור בכח אדם והחברה פעלה לגיוס כח אדם נוסף ושימוש בקבלני משנה. בחלק מהפרויקטים חלו עדכונים בלוחות הזמנים והתאמות של עלויות הבניה. כמו כן, החברה הציגה התאוששות במכירות ברבעון הראשון בשנת 2024 בהשוואה לרבעונים הקודמים. החברה צופה כי תשלים את הפרויקטים בביצוע בעיקר בשנת 2024, כאשר בהתאם לתרחיש הבסיס, הכולל מקדם רגישות על קצב ההשלמה והמכירות, מידרוג מעריכה כי הכנסות החברה צפויות להסתכם בטווח של 270-380 מ' ש לשנה בשנים 2024-2025, כאשר בשנת 2025 מידרוג צופה ירידה בהיקף ההכנסות והרווח, פועל יוצא של משך הזמן הנדרש לקידום התכנון והשיווק של פרויקטים הבאים. עיקר ההכנסות צפויות מפרויקט "אביב בנרקיסים" בראשון לציון (כ-315 יח"ד) הניצב בשיעור מכירות של כ-80% ושיעור ביצוע הנדסי של כ-67.3%.
- החברה הגדילה את עתודות הקרקע באמצעות רכישת קרקעות אולם הצבר עודנו צר יחסית וגוזר תנודתיות בהכנסות ובתזרים.** לחברה עתודות קרקע הכוללות כ-900 יח"ד חלק החברה, מרביתן בשלבים של תכנון מקדמי שהחברה צופה כי בגין חלקן תחל בפרויקטים במהלך שנת 2025. אלו כוללים שלוש חטיבות קרקע שנרכשו בשנים 2023-2024: מתחם חבצלת בנתניה (136 יח"ד), כרמי גת צפון (218 יח"ד) ובאר יעקב (210 יח"ד). החברה מקדמת היתרי בנייה בפרויקטים אלו ומידרוג הניחה כי פרויקטים אלו לא יקבלו ביטוי משמעותי בשורת ההכנסות לפני שנת 2026. מיעוט הפרויקטים בביצוע חושף את החברה לאתגרים תזרימיים, כך שעיקוב בפרויקטים עלול להוביל לעיכוב בחילוצי הון ועודפים. היקף פעילות מצומצם ופיזור חלש משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי.

- עלייה במינוף והאטת יחסי הכיסוי לאור רכישת קרקעות.** בשנת 2023 נרשמה עלייה חדה בחוב נטו של החברה להיקף של כ- 467 מ' ש, לעומת כ- 192 מ' ש בסוף שנת 2022 ולאחר שהחוב ירד בחדות בשנים 2020-2022. בשנים 2024-2025 צפויה החברה לשמור רמת חוב נטו יציבה טרם שמניחים רכישה נוספת של קרקע, כאשר הגידול בחוב הכרוך בעסקת חבצלת השרון (כ- 170 מ' ש ללא מע"מ) והשקעות הון עצמי בפרויקטים בתכנון צפויים להתקזז למול משיכת עודפים מפרויקטים שיסתיימו. ככל שהחברה תחליט על רכישת קרקע נוספת, הנחה שהובאה בחשבון בתרחיש הבסיס של מידרוג, החוב יעלה בהתאם. ליום 31.03.2024, יחס חוב נטו ל-CAP נטו נאמד בכ-55%, בולט לחיוב לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לנוע בטווח התחזית על 60%-55% לאור ההנחות דלעיל. יחס EBIT להוצאות מימון מותאמות עמד על כ- 2.1 בשנת 2023 ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי לנוע בטווח 2.0-1.0 בשנים 2024-2025, איטי לרמת הדירוג. עיקר השחיקה ביחס צפויה מגידול בהוצאות המימון (כולל ריבית שהוונה) להיקף של 30-40 מ' ש לשנה בשנים 2024-2025 בהתאם לתחזית מידרוג, בהשוואה לכ- 23 מ' ש בשנת 2023, כאשר מנגד הגידול ברווח התפעולי בשנת 2024 צפוי למתן את היחס ואילו בשנת 2025 היחס צפוי להישחק גם בשל הירידה הצפויה בהיקף הפעילות.
- הנזילות עובתה עם הרחבת אג"ח 7 לאחרונה וצפויה להתבסס בטווח הקצר והבינוני על תזרים עודפים.** ליום 31.03.2024 בקופת החברה מזומנים של כ- 4.6 מ' ש ובחודש מאי 2024 גייסה החברה כ- 127.6 מ' ש בהרחבת אג"ח סדרה 7. בספטמבר 2024 תחל החברה בפרעון התשלום השנתי הראשון מבין ארבעה של אג"ח סדרה 7 בסך כ- 56 מ' ש. החברה צפויה לייצר תזרים משמעותי מפעילות שוטפת בשנים 2024-2025, אשר מידרוג מעריכה בטווח של 140-160 מ' ש במצטבר החל מרבעון 2 2024 ועד לסוף שנת 2025, כולל הוצאות שוטפות, השקעות בתכנון פרויקטים חדשים ומשיכת עודפים מפרויקטים שיושלמו, אשר מידרוג מעריכה כי יתרמו לנזילות לקראת הפרעון השני, בספטמבר 2025. לחברה גמישות פיננסית מסוימת ליטול אשראי כנגד נכס מניב המשועבד כיום במינוף נמוך. מידרוג מצפה כי החברה תשפר את מדיניות הנזילות באמצעות החזקת מסגרת חתומה או יתרות משמעותיות לאורך זמן.

שיקולים נוספים לדירוג

מידרוג הביאה לשלילה במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג את מיעוט פרויקטים בביצוע ובצבר, אשר חושף את החברה לתנודתיות בהכנסות ובתזרים המזומנים ולתלות גבוה בפרויקטים מסוימים באופן שעיקוב בהוצאתם לפועל עלול להשליך לשלילה על היקף הפעילות ותזרימי המזומנים.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע מאי וודאות ביחס ליכולת החברה לשמר היקף פעילות משמעותי בטווח הבינוני במידה הולמת לרמת הדירוג הנוכחי לצד שחיקה ביחסים הפיננסיים של החברה לצורך הרחבת צבר הקרקעות. להערכת מידרוג, הפרויקטים הקיימים בתכנון וצבר הקרקעות של החברה אינם מספקים על מנת להקנות נראות טובה של הכנסות והרווח בטווח הזמן הבינוני-ארוך. מצב זה חושף את החברה לרמת הכנסות לא יציבה ולאתגרים תזרימיים ומחייב את החברה לבצע השקעות על מנת להגדיל את צבר הקרקעות ופרויקטים בתכנון. מידרוג תבחן בתקופה של 12-18 חודשים קדימה את התפתחות הפרויקטים בביצוע ובתכנון של החברה לצד התפתחות היחסים הפיננסיים.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

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

מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	*31.03.2024	
59	191	201	161	266	323	סך הכנסות מעסקאות בנייה
23%	26%	25%	15%	20%	22%	שיעור רווח גולמי מותאם**
413	361	349	273	456	471	חוב פיננסי ברוטו
24	19	51	81	8.6	4.7	מזומנים ושווה מזומנים
57.1%	52.6%	48.0%	36.4%	54.8%	55.2%	חוב נטו ל-CAP נטו
0.8	2.8	2.8	2.3	2.1	2.7	EBIT להוצאות ריבית***

* נתונים תוצאתיים מתייחסים ל- 4 רבעונים שהסתיימו ב- 31.03.2024; ** רווח גולמי מעסקאות בנייה בנטרול עלויות אשראי שהונו לפרוייקטים והוצגו בעלות המכר; *** המונה הינו EBIT מנטרל מעלויות אשראי שהונו לפרוייקטים ונקפו בעלות המכר והמכנה הינו הוצאות המימון נטו של החברה בתוספת ריבית שהוונה למלאי קרקעות.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

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

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 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 ישראל, האינפלציה בישראל שוהה 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 2024² 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 הבנק המרכזי גובשה תחת ההנחה כי השפעה 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"ס³, 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

¹ דברי נגיד בנק ישראל בתדרוך העיתונאים אודות החלטה המדינית המוניטרית 08.07.2024.

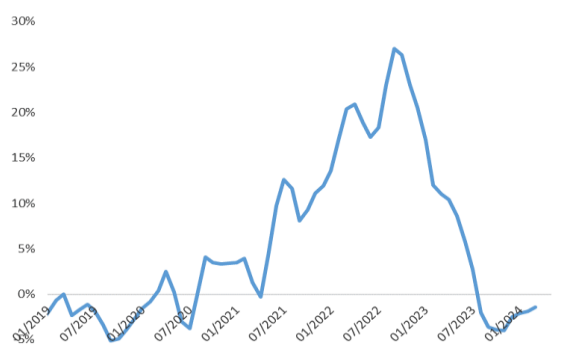
² התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, 08 ביולי 2024.

³ הלמ"ס, דירות בעסקאות נדל"ן, פברואר 2024 - אפריל 2024.

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 שמשקפת גם את ההאטה בתקופת המלחמה כאמור לעיל. על פי נתוני הלמ"ס⁴, בסוף אפריל 2024 מלאי הדירות החדשות למכירה עמד על כ-66 אלפי יח"ד, ומספר חודשי היצע (מספר החודשים שיעברו עד שכל הדירות שנתרו 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"ס⁵, בשנת 2023 החלה בנייתן של כ-62 אלפי יח"ד, ירידה של כ-8.9% לעומת שנת 2022.

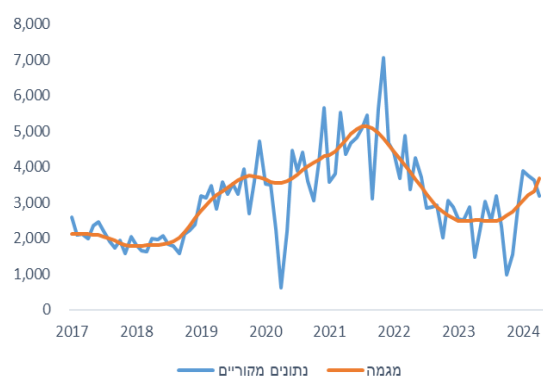
בהיבט התפעולי, בשל מחסור בעובדים ששרר עוד טרם המלחמה, עשרות אלפי עובדים פלסטינאים באתרי הבניה אינם מורשים להיכנס לישראל, וכפועל יוצא, עלולה לחול פגיעה במשך הקמת הפרויקטים. הוצאות ההקמה של הפרויקטים עלולות לגדול כתוצאה מהתייקרות הוצאות השכר וחומרי גלם וכן גידול בעלויות מימון שכר דירה לדיירים בפרויקטים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

תרשים 2: אחוז שינוי שנתי במחירי דירות חדשות



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

תרשים 1: מכירות דירות חדשות ישראל בין השנים 2017-2024



מקור: הלמ"ס - הודעה לתקשורת על דירות חדשות שנמכרו, מרץ 2024 *בשל נתונים חריגים באוקטובר-נובמבר 2023, לא חושבו אומדני מגמה.

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 מימון הפרויקטים בערים מרכזיות ושולי ערים מרכזיות (ראשל"צ, ירושלים 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 פיזור פרויקטאלי חלש עם ביצוע של שלושה פרויקטים בלבד וצבר קרקעות נמוך יחסית. בשנים 2023-2024 ביצעה החברה מהלכים משמעותיים לטובת הרחבת צבר הפרויקטים, עם רכישת קרקעות בקריית גת (218 יח"ד) ומתחם חבצלת בנתניה (210 יח"ד+מסחר), במקביל לאישור תב"ע על קרקע היסטורית של החברה ברמלה (278 יח"ד+מסחר ומשרדים) והפקדת תב"ע לשינוי יעוד למגורים בבית שמש (32 יח"ד). קרקעות אלו הצטרפו לקרקע שרכשו בתחילת 2023 בבאר יעקב (210 יח"ד+מסחר). סך הצבר נאמד בכ-912 יח"ד חלק החברה. לצד זאת, החברה מקדמת תב"ע על קרקעות נתניה (מגורים, מסחר ודויר מוגן) ובית שמש (שינוי ייעוד למגורים ולמסחר) ומחזיקה בקרקעות למגורים ומסחר בהונגריה, אך בשלב זה אלו אינם בטווח התחזית.

⁴ הלמ"ס, דירות בעסקאות נדל"ן - ברבעון הראשון של 2024 (ינואר-מרץ 2024)

⁵ הלמ"ס, התחלות וגמר בניה - סיכום שנת 2023

להערכת מידרוג, היקף הפעילות הריכוזי וצבר הקרקעות הצר עלול להוביל לתנודתיות בהכנסות, ברווח ובתזרים המזומנים של החברה. יש לציין כי בתחום ההתחדשות העירונית אין לחברה צבר מהותי והיא בוחנת את אסטרטגיית הכניסה לתחום זה. נכון ליום 31.03.2024, לחברה כ- 509 יח"ד בביצוע ב- 3 פרויקטים בהקמה: בית שמש נווה שמיר עם כ- 130 יח"ד (מכך 50 יח"ד מחיר למשתכן), ראשל"צ אביב בנרקיסים עם כ- 315 יח"ד (כ- 225 יח"ד מחיר למשתכן) וצומת לב בייט בנין 3 עם כ- 64 יח"ד. לדברי החברה, בעקבות מלחמת "חרבות ברזל", אתרי הבניה נמצאים במגמת חזרה לשגרת עבודה ובתפוקה חלקית עקב מחסור בכח אדם והחברה פעלה לגיוס כח אדם נוסף ושימוש בקבלני משנה. בחלק מהפרויקטים חלו עדכונים בלוחות הזמנים והתאמות של עלויות הבניה. שיעור הביצוע הממוצע בפרויקטים ל-31.03.2024 עומד על כ- 64% ושיעור המכירות הממוצע על כ- 78%. במהלך הרבעון הראשון בשנת 2024 מכרה החברה 29 יח"ד, כולן בשוק החופשי, בהשוואה לכ- 156 יח"ד בכל שנת 2023, מהן כ- 97 יח"ד בשוק החופשי. עיקר המלאי בהקמה שאינו מכור נמצא בפרויקט אביב בנרקיסים ביח"ד שוק חופשי (נכון להיום, היקף משוער של כ- 60 יח"ד). אין בידי החברה היקף משמעותי של מלאי דירות גמורות למכירה.

הכנסות החברה מפעילות ייזום בשנת 2023 הסתכמו בכ- 266 מ' ש' בהשוואה לכ- 161 מ' ש' בשנת 2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, בשנים 2024-2025 צפויות הכנסות מפעילות ייזום למגורים לנוע בהיקף של 275-385 מ' ש' לשנה, כאשר בשנת 2024 צפוי גידול משמעותי בהכנסות לאור התקדמות פרויקטים בביצוע ואילו בשנת 2025 מידרוג מעריכה קיטון בהכנסות לעומת השנתיים הקודמות עם השלמת הפרויקטים הנוכחיים, ומבלי להניח התקדמות משמעותית בביצוע ובשיווק של פרויקטים המצויים כיום בשלבי תכנון. מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים לקצב מכירות יח"ד בפרויקטים, קצב התקדמות הפרויקטים והיקף ההשקעות הצפויות.

להערכת מידרוג שיעור רווח גולמי מותאם (מנוטרל עלויות מימון שהווננו ונזקפו לעלות המכר) ממוצע מפעילות ייזום למגורים צפוי לעמוד בטווח של 19%-21%, שיעור ההולם את הדירוג. ליחס תורם לחיוב פרויקט צומת בייט בנין 3 עם שיעור רווח גולמי מותאם של כ- 37% הנובע בעיקר מעליית מחירי הדיור מתחילת בניית הפרויקט עד לתחילת השיווק, ולעומתו פרויקט אביב בנרקיסים, המהווה נתח משמעותי מיח"ד בביצוע ומההכנסות הצפויות, תורם לשלילה עם שיעור רווח גולמי מותאם של כ-10.8%. החברה מעניקה הטבות לרוכשים בדמות פטור מהצמדה למדד ותנאי תשלום נוחים (80-20), כמקובל היום בענף היזום למגורים.

מלבד פעילות היזום, לחברה שני נכסי נדל"ן מניב בירושלים למסחר ותעשייה, המייצרים NOI של כ- 13.1 מ' ש' לשנה. שיעור התפוסה עמד על כ- 82% בנכס בגבעת שאול ועל כ- 96% בנכס "חלון לירושלים" באגריפס.

יחסי מינוף בולט לחיוב לרמת הדירוג ותורם לפרופיל הפיננסי; שחיקה ביחסי כיסוי בעקבות גידול בהוצאות מימון

ליום 31.03.2024, יחס חוב נטו ל- CAP נטו עמד על כ- 55%, ללא שינוי מול 31.12.2023 ובהשוואה לכ- 36% ב-31.12.2022. ההשקעה בצבר העתידי באמצעות רכישת קרקעות הביאה לעלייה בשיעור המינוף לאורך שנת 2023. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לעמוד בטווח של 55%-60% בשנים 2024-2025, כשהוא מביא בחשבון: השלמת רכישת הקרקע בחבצלת השרון, השקעת הון עצמי לטובת קידום פתיחת ליוויים בבאר יעקב וקריית גת, משיכת עודפים מפרויקטים המצויים כיום בביצוע והנחת מידרוג לרכישת קרקע בהיקף 100 מ' ש' לצורך המשך פעילות עתידית, הנחה לגביה אין כל וודאות, אלא שהיא שימשה את מידרוג כתרחיש רגישות ליחס המינוף. כמו כן הונח כי החברה תוסיף לחלק דיבידנד בהתאם למדיניותה.

יחס EBIT להוצאות מימון מותאם עמד על כ- 2.7 בארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-31.03.2024 בהשוואה לכ- 2.1 בשנת 2023. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי לנוע בטווח של 1.0-2.0 בשנים 2024-2025 באופן אשר נמוך ביחס לרמת הדירוג. עיקר השחיקה ביחס הכיסוי נובעת מגידול בהוצאות המימון לרמה של 30-40 מ' ש' לשנה בעקבות רכישת הקרקעות.

נזילות החברה לטווח השנים 2024-2025 נשענת על גיוס אג"ח שהושלם ועודפים צפויים מפרויקטים בביצוע בהיקף משמעותי - היעדר מדיניות נזילות סדורה משליך לשלילה על המדיניות הפיננסית של החברה

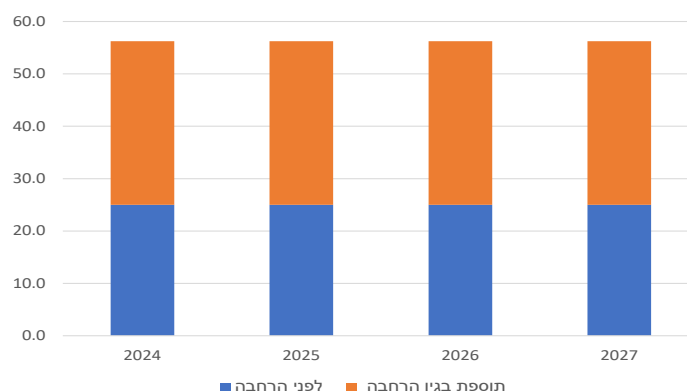
להערכת מידרוג, המדיניות הפיננסית של החברה סבירה והולמת את הדירוג. מדיניות המינוף של החברה הינה שמירה על הון למאזן של לפחות 30%. להערכת מידרוג, מדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה, לפחות 15% מרווח נקי ללא שערוכים, יכול ותבוא על חשבון הגמישות הפיננסית. ליום 31.03.2024 לחברה יתרות נזילות בסך כ- 4.7 מ' ש' בלבד אולם לאחר תאריך החתך החברה גייסה אג"ח

כמפורט להלן. לחברה גמישות פיננסית מסוימת על בסיס נכס מניב בגבעת שאול הממומן כיום במינוף נמוך של 22% והחברה מעריכה כי תוכל ליטול אשראי נוסף כנגדו במידת הצורך. 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.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה לתקופה שהחל ב- 31.03.2024 ועד לסוף שנת 2024 בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג: הרחבת אג"ח סדרה 7 בסך 127.6 מ' ש שבוצעה בחודש מאי 2024 ושימשה לפרעון אשראים ועיבוי הנזילות; קבלת הלוואה בנקאית בסך כ- 156 מ' ש עליה דיווחה החברה לאחרונה, למימון תשלום בסכום זהה בנין עסקת חבצלת נתניה (עלות הקרקע, דמי הפיתוח והמע"מ); תזרים מפעילות שוטפת (עודפים נטו מפרויקטים בניכוי השקעות הון עצמי ולאחר הכנסות מנכסים מניבים והוצאות שוטפות כולל מימון) הנאמד בסך 150-160 מ' ש שעיקרם משיכת עודפים מפרויקטים בביצוע (ובעיקר בייט 3); חלויות קרן אג"ח סדרה 7 בסך כ- 56.2 מ' ש בספטמבר 2024 (תשלום ראשון מבין 4 תשלומים שנתיים שווים) ותשלום דיבידנד בסך 7 מ' ש בהתאם להכרזת החברה. להערכת מידרוג, החברה צפויה לסיים את שנת 2024 עם עודף מקורות על שימושים של 90-100 מ' ש.

בשנת 2025 צפויה החברה, להערכת מידרוג, להציג תזרים מפעילות שוטפת בהיקף שולי, עם המשך משיכת עודפים מפרויקטים בביצוע (בעיקר נרקיסים ראש"צ ובית שמש) לצד המשך השקעות הון עצמי בקידום פרויקטים והוצאות שוטפות במגמת גידול, לאור עלייה בהוצאות המימון. ככל שהחברה תחליט על רכישה חדשה של קרקע, מידרוג הניחה כי העסקה תמומן מאשראי חדש. להערכת מידרוג מיעוט הפרויקטים בביצוע, כאמור לעיל, חושף את החברה לאתגרים תזרימיים, כך שכל פרויקט שמתעכב עלול להוביל לעיכוב בחילוצי הון ועודפים המהווים חלק ניכר ממקורותיה התזרימיים של החברה.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח (סדרה 7) ליום 31.03.2024 - פרופורמה להרחבת הסדרה בחודש מאי, 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 מחוץ 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 רגולטורים וחקיקה. כדוגמת התיקונים שאושרו בכנסת בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה ופיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות. החברה מבצעת את הפרויקטים שלה בעצמה ולכן חשופה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

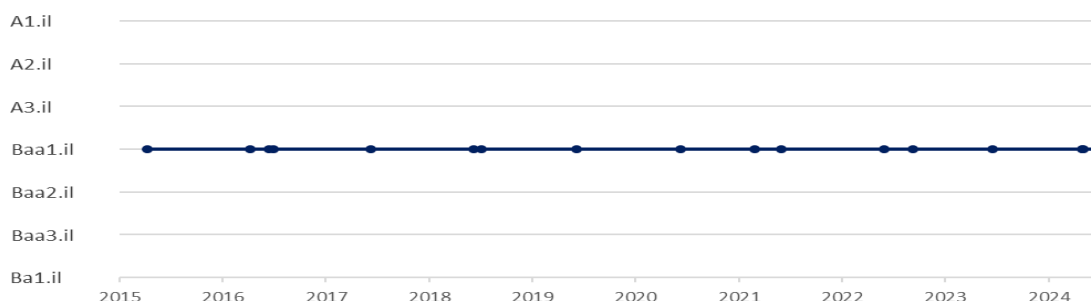
תחזית מידרוג		לייום 31.03.2024 (LTM)		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מידדה	ניקוד	מידדה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	275-375	Baa.il	320	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Baa.il-A.il	19%-21%	Baa.il	22%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	55%-60%	A.il	55%	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.0-2.0	Baa.il	2.7	הוצאות ריבית / EBIT	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa1.il					דירוג נגזר
Baa1.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 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 וגופים מוסדיים. 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, מאי 2020](#)

[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 מלחמת "חברות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

09.07.2024	תאריך דוח הדירוג:
08.05.2024	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.04.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ	שם יוזם 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 הגבוה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 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 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 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 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 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 כשלה ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפקיה, 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 נצרו 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 ומדיקים. 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 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.