

קבוצת אחים יעקובי (ואי.א.ס.בי) בע"מ

מעקב | אוגוסט 2019

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח

ראש צוות בכירה, מעריך דירוג ראשי

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ

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

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ (להלן: "החברה" או "קבוצת יעקובי") ומותירה על כנו את הדירוג Baa2.il באופק דירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.11.2023	יציב	Baa2.il	1142439	אג"ח א

שיקולים עיקריים לדירוג

נוכח הסרת אי הוודאות באשר להערכותינו לגבי עמידתה של החברה באמות המידה הפיננסיות כפי שצינו בדוח הדירוג מנובמבר 2018, מידרוג מוציאה את הדירוג מבחינה עם השלכות שליליות תוך קביעת אופק דירוג יציב.

שנת 2018 הושפעה לשלילה נוכח הפסדים תזרימיים שרשמה החברה בפרויקט תמנע אשר השפעתו נאמדה להפסד בסך 23 מיליון ₪. אנו מניחים בתרחיש הבסיס כי החברה צפויה לייצר EBITDA בטווח של 30-40 מיליון ₪ בשנת 2019, בדומה לשנים 2016-2017, טרום פרויקט תמנע. לאור זאת, פחת בעינינו החשש, שהוביל אותנו לבחינת הדירוג עד כה, כי החברה לא תעמוד בטווח הקצר באמות המידה הפיננסיות מול המממנים, ובפרט אמות מידה פיננסיות הנמדדות ביחס לתזרים התפעולי התזרימי (EBITDA). בפן הניהולי, לטענת החברה, בעקבות פרויקט תמנע החברה החלה ליישם מערכי בקרה נוספים על תמחור וניהול הפרויקטים.

הדירוג מושפע לשלילה מרמת הסיכון של ענף הקבלנות וההנדסה, המוערכת על ידינו כגבוהה יחסית, בעיקר בשל אופיו הפרויקטאלי וחשיפתו למחזוריות הכלכלית, הפוגמים ביכולת השבת הרווחים, וזאת לצד שיעורי רווחיות נמוכים נוכח לחצי מחירים הנובעים ממאפייני ההתקשרות. לחברה מעמד עסקי בינוני, הנשען על ותק וניסיון רב ומעמד מבוסס בתחום המערכות האלקטרו-מכאניות ומערכות שו"ב, המאופייני ברווחיות טובה יותר ביחס לענף הקבלנות בכללו. כמו כן, המיצוב העסקי של החברה נתמך בהצעת ערך הנתמכת בשירותים משלימים במגזרי הקבלנות והתחזוקה. מיצובה העסקי של החברה מוגבל נוכח מעמדה כקבלנית משנה במרבית הפרויקטים והיקף פעילות נמוך יחסית, עם היקף הכנסות של כ-640 מיליון ₪ בארבעת הרבעונים האחרונים, אשר מגביר את התלות של החברה במספר פרויקטים בודדים. אנו מניחים כי אסטרטגיית החברה תמשיך להיתמך בהיותה קבלנית משנה ובמעמד פרויקטים בהיקפים נמוכים-בינוניים.

צבר ההזמנות של החברה שמר על יציבות לאורך ארבעת הרבעונים האחרונים, ומסתכם ללא כלולות לכ-1.2 מיליארד ₪ ליום 31.03.2019 (כולל כלולות: כ-1.8 מיליארד ₪). יחס הצבר להכנסות עמד בטווח של 1.5-2.0 בשנתיים האחרונות, ומצביע על נראות הכנסות גבוהה בטווח הזמן הקצר והבינוני. מגזר השירותים ממשיך להציג יציבות ורווחיות עודפת על פני המגזרים האחרים ובעיקר מתמחר את הערך המוסף אשר החברה מייצרת במגזר זה, ותומך ברווחיות הכוללת של החברה. זו מתמנת ע"י רווחיות חלשה במגזר הפרויקטים.

רכישת אורתם סהר (50%) במסגרת הסדר הנושים בדצמבר 2016 היוותה נדבך באסטרטגיית החברה להשלמת יכולותיה בתחומי הקבלנות והרחבת אפיקי פעילותיה, לצד כניסה לתחום ייזום נדל"ן. ברבעון רביעי 2018 וברבעון ראשון 2019 רשמה אורתם סהר הפסדים בגין פרויקט למגורים בחריש "נאות חריש" המסתכמים לסך של כ-14 מיליון ₪ (חלקה של יעקובי). ברבעון שלישי 2018 אישר דירקטוריון החברה כי פיקה, חברה מאוחדת של החברה תעמיד ערבות בלתי מוגבלת בסכום למליבו בנייה בע"מ (מוחזקת 100% ע"י אורתם סהר) להבטחת הסכם ליווי בהיקף של 73.4 מיליון ₪ שהועמדו למליבו ע"י הבנק לטובת הקמת יח"ד באריאל. אינו מוציאים מכלל חשבון כי לאור קשייה של אורתם סהר בטווח הקצר בקבלת הלוואות מהמערכת הבנקאית, החברה עשויה להעמיד ערבויות נוספות לפרויקטים של אורתם סהר, ככל שיהיו. בהתאם להערכתנו הקודמת, מהלכים אלו מחזקים את הזיקה בין אורתם

סהר לבין החברה, ומהווים גורם סיכון אשראי בשל אחזקה משותפת באורתם ואי וודאות מסוימת לגבי יציבות פעילותה העתידית לאור השתקמותה מהסדר חוב.

דירוג החברה נתמך ברמת מינוף יחסי כיסוי סבירים יחסית לרמת הדירוג. אנו צופים כי יחס הכיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA ינוע בטווח של 3.0-5.0 בשנת 2019. נזילות החברה נשענת על יתרות מזומנים, כתוצאה מגיוס החוב וההון בסוף שנת 2017. אלו הציגו שחיקה נוכח רישום הפסדים וגידול בהון החוזר. להערכתנו התנודתיות בהון החוזר בתוספת לתזרימים הצרים שמייצרת החברה משיכו ויעיבו על הנזילות. גמישותה הפיננסית של החברה מוגבלת נוכח אמות מידה פיננסיות מכבידות אל מול המממנים השונים, בהתחשב בתזרים התפעולי הצר של החברה, גורם המגביר את החשש לאי עמידה בהן. נכון ליום 31.03.2019 החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות במרווח סביר.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהצפי ליציבות יחסית בפרופיל הפיננסי של החברה בתרחיש הבסיס של מידרוג, מרווח מספק מאמות מידה פיננסיות וכן לשמירה על נזילות הולמת.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול פרמננטי בהיקף הפעילות ובתזרימי המזומנים של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

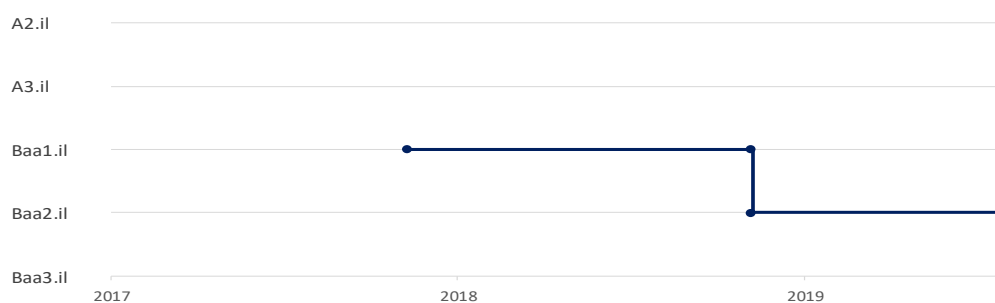
- פגיעה במרווח מאמות המידה הפיננסיות
- ביצוע השקעות בהיקפים מהותיים שאינן תואמות את הפרופיל של החברה ואסטרטגיית ההשקעות

קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ - נתונים עיקריים

FY 2014	FY 2015	FY 2016	FY 2017	FY 2018	Q1 2018	Q1 2019	
450	461	587	682	634	161	166	הכנסות (מיליוני ש"ח)
24	24	32	29	(2.6)	5.4	5.9	רווח (הפסד) תפעולי *
5.4%	5.3%	5.5%	4.2%	Neg	3.4%	3.6%	% רווח תפעולי
31%	31%	27%	29%	28%	29%	26%	הון עצמי לסך מאזן
1.1	0.6	1.6	3.5	15.2	4.2	11.4	חוב פיננסי ל- EBITDA *

* לפני הוצאות/הכנסות אחרות ולפני רווחי כלולות.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [קבוצת אחים יעקובי \(ואי.אס.בי\) בע"מ](#)
 - [דירוג חברות קבלנות - דו"ח מתודולוגי, ספטמבר 2015](#)
 - [מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא פיננסיים - הזמנה להגשת הערות מהציבור, יולי 2019](#)
 - [טבלת זיקות והחזקות](#)
 - [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

21.08.2019	תאריך דוח הדירוג:
29.11.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
01.11.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת אחים יעקובי (ואי.אס.בי) 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת), הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>