

אחים דוניץ בע"מ

מעקב | אוקטובר 2022

אנשי קשר:

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

אורית תשובה
ראש צוות בכירה, מעריכת דירוג משנית
Orit.teshuva@midroog.co.il

אחים דוניץ בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג מנפיק
------------------	---------	-------------

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Baa1.il לחברת אחים דוניץ בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

שיקולים עיקריים לדירוג

- הסיכון הענפי של ענף היזום למגורים מוערך על ידי מידרוג כגבוה יחסית, בין השאר בשל הישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה את החשיפה של הרווחיות ותזרימי המזומנים לתנודתיות הביקושים. הביקוש לדירות מגורים עשוי להיות מושפע מהשפעות אקסוגניות כגון רגולציה ומדיניות ממשלתית וזאת לצד השפעות שיעורי הריבית והאינפלציה. לאורך זמן הביקושים לדירות מגורים בישראל עולים על היצע יח"ד בשל שיעור צמיחה גבוה יחסית של האוכלוסיה בישראל, אל מול מחסור מתמשך בקרקעות לשיווק, בעיקר באזורי ביקוש מרכזיים.
- עסקת אלעד מגורים הובילה לגידול משמעותי בהיקף הפרויקטים של החברה המאוחדת (דוניץ-אלעד), תוך גיוון ופיזור הפרויקטים במאוחד. לאלעד מגורים צבר פרויקטים עתידיים לבניה של 6,000 יח"ד, חלקה של אלעד מגורים 3,200 יח"ד, צבר זה מצטרף לזה שמחזיקה דוניץ, לבניה של כ-2,500 יח"ד, כ-1,850 יח"ד למכירה.
- עסקת אלעד מגורים תורמת להיקף הפעילות של החברה במאוחד ומשפיעה לחיוב על הפרופיל העסקי של החברה, עם היקף הכנסות פרפורמה של כ-158 מ' ש במחצית הראשונה של שנת 2022 (בהשוואה לכ-45 מ' ש הכנסות דוניץ בלבד) וכ-375 מ' ש בשנת 2021 פרפורמה (בהשוואה לכ-105 מ' ש דוניץ בלבד). על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הכנסות החברה המאוחדת מפעילות יזום צפוי להסתכם בטווח הזמן הבינוני בכ-350-400 מ' ש לשנה, נתון הנמוך ביחס לדירוג אך גבוה יותר מהכנסות החברה בשנים האחרונות.
- במקביל לתרומת העסקה לגידול בהכנסות במאוחד, האיחוד עם אלעד מגורים פוגע באופן יחסי ברווחיות הגולמית הממוצעת שאפיינה את דוניץ, בהתייחס לפרויקטים בביצוע כיום ובטווח התחזית, אשר עומדת סביב 20% והולמת את הדירוג. יובהר שבבחינת הרווחיות הגולמית מפרויקטים נטרלה השפעת עבודת ה-PPA¹.
- עם זאת יחס EBIT להוצאות מימון צפוי לעמוד בטווח חלש יחסית של 1.0-2.0 בשנים 2023-2024, והוא מושפע לשלילה משערך שווי נכסיה של אלעד מגורים במועד העסקה, כך שהרווחיות החשבונאית השוטפת במאוחד נחלשת. יחס זה מפוצה מצד הגידול בהון העצמי שנבע משערך הנכסים של אלעד מגורים ותרומתו לשיפור יחס חוב ל-CAP מאוחד.
- ערב עסקת אלעד מגורים, אופיינה דוניץ ברמת מינוף נמוכה מאוד, פועל יוצא בין היתר של היקף פעילות נמוך וצבר פרויקטים שהלך וקטן בשנים האחרונות, לאחר שהחברה לא פעלה להגדלתו באופן מהותי. כך, נכון ליום 31.03.2022, ערב העסקה, שיעור חוב נטו ל-CAP נטו עמד על 6% בלבד. האיחוד עם אלעד מגורים (אשר לה שיעור מינוף של כ-57% ליום ה-30.06.2022) הוביל לעלייה בשיעור המינוף של החברה במאוחד, אשר ליום 30.06.2022 עמד על כ-31%. שיעור זה עדיין נמוך ובלוט לטובה ביחס לדירוג ומושפע לחיוב מגידול בהון העצמי של מעל 600 מ' ש שרשמה החברה כתוצאה מהעסקה. מידרוג מעריכה כי יחס חוב נטו ל-CAP נטו יסתכם בטווח הקצר-בינוני ב-35%-40% וימשיך לבלוט לחיוב לרמת הדירוג.

¹ בעקבות עסקת אלעד מגורים, נדרשה דוניץ לשערך את שווי נכסי אלעד מגורים במועד האיחוד של אלעד מגורים לספריה. הדבר הוביל, בין היתר, לשערך של שווי קרקעות אלעד מגורים ומכאן לעלייה בהון העצמי של דוניץ, שמבטאת גם את עסקת החלפת המניות, וכן לגידול בעלויות הפרויקטים של אלעד מגורים בספרי דוניץ, אשר שוקק את הרווח הגולמי החשבונאי. יובהר כי לשערך אלו אין השלכות תזרימיות ישירות על מי מהחברות.

- המדיניות הפיננסית של החברה מאופיינת בניהול נזילות שמרני יחסית, והחברה מתעתדת לשמור על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות בהיקפים מספקים לצורך שירות החוב בטווח של 12 חודשים קדימה. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של 50% מהרווח הנקי.

- דירוג החברה בפועל Baa1.il נמוך מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, לאור הערכת מידרוג לקיומה של נחיתות מבנית בין החוב הבכיר הבלתי מובטח בדוניץ לבין הנכסים ותזרימי המזומנים של אלעד מגורים, ובהתחשב בתרומה המרכזית של האיחוד עם אלעד מגורים לפרמטרים כמותיים ואיכותיים במטריצת הדירוג של דוניץ. להערכת מידרוג, נחיתות מבנית זו מתחדדת לאור קיומו של חוב בכיר בלתי מובטח אג"ח סדרה א' שהנפיקה אלעד מגורים ביתרה של כ-150 מ' ש"ל - 30.06.2022, וכן לאור מגבלות על חלוקת רווחים לבעלי המניות של אלעד מגורים, בין היתר מכוח אג"ח סדרה א' של אלעד מגורים. ככל שהחברה תבצע שינויים במבנה החוב בין החברות בקבוצה, מידרוג תבחן מחדש את השפעתם על הנחיתות המבנית.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, המשך השקעות הון עצמי בקרקעות שנרכשו ופרויקטים בתכנון, הוצאות תפעוליות שוטפות והוצאות מימון, פירעונות אג"ח (באמצעות חברת הבת אלעד מגורים) בהתאם ללוח הסילוקין, גידול בחשבונות ליווי פרויקטים למגורים ותזרים צפוי בגין שחרור עודפים בפרויקטים בבצוע ובתכנון. כמו כן מידרוג הביאה בחשבון השקעה ברכישת קרקעות בהיקף של 50-100 מ' ש"ל על פני השנים 2023-2024. מידרוג לא הביאה בחשבון חלוקה מהותית של דיבידנדים לבעלי המניות בדוניץ. מידרוג בחנה תרחישי רגישות, בין היתר באשר להיקפי מכירות וקצב ביצוע בפרויקטים. בהתאם, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה צפוי להסתכם בטווח בינוני בכ-35%-40% ולהמשיך לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

בתאריך ה-08.06.2022 הושלמו התנאים המהותיים בעסקת רכישת מלוא מניות אלעד מגורים ע"י החברה בתמורה להקצאת מניות, כך שאחרי ההשלמה מחזיקה קרן JTLV2 50.01% ממניות החברה ביום 20.6.2022 (ללא מניות רדומות). עם השלמת העסקה הפכה אלעד מגורים לחברת בת בבעלות מלאה של החברה. במסגרת העסקה שוערכו נכסיה של אלעד מגורים בספרי החברה, כנגד הקצאת פרמיה על מניות, בסך של כ-540 מ' ש"ל וכן רשמה החברה רווח הזדמנותי בסך של כ-68 מ' ש"ל.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג, כי החברה תשמור על יציבות מפעילות הייזום, לצד שמירה על רמת מינוף אשר בולטת ביחס לדירוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ההכנסות
- שינוי מבני שיוביל לביטול או מיתון הנחיתות המבנית בין החברה לאלעד מגורים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- ירידה מתמשכת בהכנסות ובשיעורי הרווחיות
- עלייה חדה ברמת המינוף של החברה

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

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	*30.06.2022	
233	198	105	45	סך הכנסות מפעילות ייזום
41%	33%	31%	25%	רווח גולמי להכנסות %
258	261	(12)	451	חוב פיננסי נטו
49%	48%	0>	31%	חוב נטו ל-CAP נטו
18.9	10.8	4.4	4.1	EBIT להוצאות ריבית

המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

* הנתונים ל-30.06.2022 כוללים לראשונה איחוד של אלעד מגורים אולם האיחוד התבטא במאזן וטרם התבטא ברווח והפסד ובתזרים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיפת החברה לתנודתיות בענף הייזום למגורים בישראל משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות

ענף ייזום הנדל"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 המרכז לאזורי הפריפריה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, 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, כתלות גם באזורי הפעילות. 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.

ב-03.10.2022 העלה בנק ישראל את הריבית ב-0.75% לרמה של 2.75%, כאשר הוא מעריך שהתוצר יצמח בשנת 2022 בשיעור של 6% ובשנת 2023 בשיעור של 3%, בנוסף שיעור האינפלציה צפוי להסתכם בשנת 2022 ב-4.6%, ובמהלך שנת 2023 הוא צפוי לחזור לקרבת מרכז היעד ולרדת ל-2.5%. העלאות הריבית צפויות להביא לייקור בתנאי המשכנתאות ובכך עלולות להביא להאטה בביקושים.

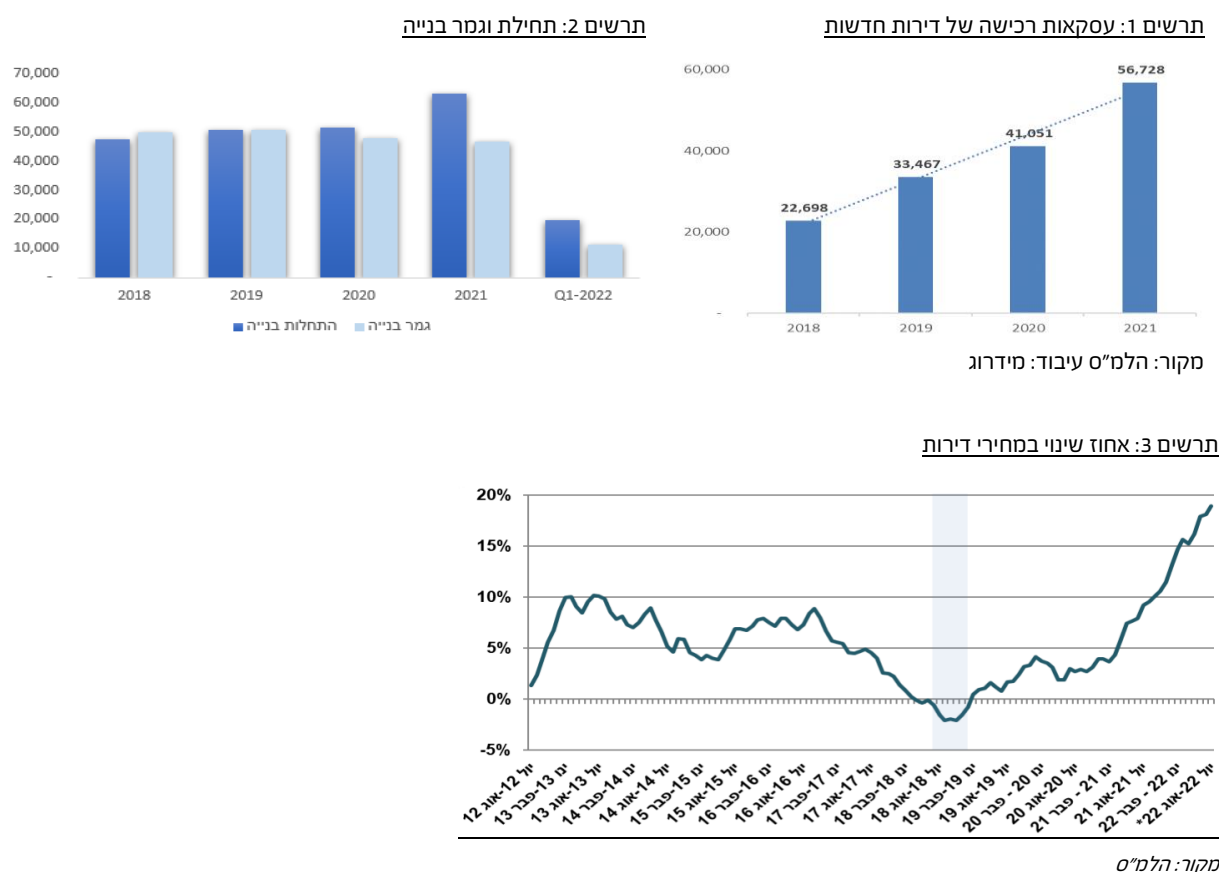
על פי נתוני הכלכלנית הראשית במשרד האוצר², מאז הועלה מס הרכישה על משקיעים בנובמבר 2021, חלה ירידה של 32% ברכישות המשקיעים בהשוואה לתקופה המקבילה שנה קודמת (דצמבר 2021 - אוגוסט 2021). עוד עולה כי בחודש אוגוסט 2022 הסתכמו מכירות הקבלנים בכ-2,900 דירות חדשות ובניכוי מכירות במסגרת "מחיר למשתכן" עומדות המכירות על 2,400 דירות - ירידה של 44% ביחס לאוגוסט אשתקד וללא שינוי בהשוואה לחודש קודם. רמת מכירת הקבלנים בחודשים יולי-אוגוסט 2022 בשוק חופשי הינה הנמוכה ביותר מאז מאי 2020, אז הושפע השוק מפרוץ מגפת הקורונה. גם על פי נתונים עדכניים שפרסמה הלמ"ס ניכרת האטה משמעותית בקצב המכירות של דירות חדשות. לפי הלמ"ס, היקף המכירות של דירות חדשות בחודשים ינואר-אוגוסט 2022 רשם ירידה של כ-21% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, ובתוך כך, בחודשים יוני-אוגוסט נרשמה ירידה חדה יותר בשיעור של כ-40%. הירידה במכירות של דירות חדשות מיוחסת לעלייה בשיעור הריבית במשק ובריבית על המשכנתאות כנזכר לעיל ומתבטאת גם בירידה בנטילת משכנתאות על ידי הציבור בחודשים האחרונים.

² החלטת הוועדה המוניתרית, 03.10.2022

³ סקירת ענף הנדל"ן למגורים חודש אוגוסט 2022, אגף הכלכלנית הראשית, משרד האוצר.

ירידה זו בהיקף העסקאות החדשות שנרשמה בחודשים האחרונים הינה בהמשך לעלייה חדה שנרשמה במהלך שנת 2021. כך, על פי סקירת ענף הנדל"ן למגורים בישראל של הכלכלנית הראשית במשרד האוצר מדצמבר 2021⁴, הסתכם היקף העסקאות של דירות מגורים חדשות בכ-56 אלף בשנת 2021, עליה של 41% בהשוואה לשנת 2020 ורמת שיא היסטורי במכירות אלו. יודגש כי להיקף העסקאות הגבוה מהממוצע בשנת 2021 תרמה העלאת מס הרכישה לרוכשי דירה שניה בחודש נובמבר מ-5% ל-8%. על פי נתוני הלמ"ס⁵, מבחינת ההיצע, לצד הגידול במספר העסקאות, חל גידול גם בהתחלות הבנייה בשנת 2021 לרמה של כ-63 אלף יח"ד (לעומת כ-55-56 אלף בשנה בשנים 2018-2020), ומתן 79 אלף היתרי בניה. כמו כן, חלה עליה של 23.2% במחירי דירות חדשות בין יולי - אוגוסט 2021 ליולי - אוגוסט 2022⁶, לעומת עלייה של 19% במחירי הדירות בכלל הדירות. ע"פ דו"ח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית הראשונה 2022⁷, בשנת 2021 נרשמה עליה חדה במחירי הקרקעות במרכזי רמ"י, גם באזורים שאינם נחשבים לאזורי ביקוש. עליית מחירי הקרקעות במרכזי רמ"י לוותה בגידול האשראי לענף הבינוי והנדל"ן ובשיעורי מימון גבוהים מהעבר, מה שמגדיל את רגישות היזמים לשינויים במחירי הדירות בעתיד. הפיקוח על הבנקים זיהה את הגדלת תיאבון הסיכון של הבנקים כגורם מסכן. על רקע העלייה בסיכון כאמור, דרש הפיקוח על הבנקים ממערכת הבנקאות, בין היתר, להגביר את תהליכי הניטור והבקרה על התפתחות סיכון האשראי. כמו כן, במרץ 2022 הוציא הפיקוח לבנקים דרישה להקצות הון נוסף בגין מימון קרקעות (הלוואות קיימות וחדשות) בשיעור LTV העולה על 75%.

להערכת מידרוג, הצעדים הנ"ל לצד העלאת הריבית, עלולים להביא לצמצום האשראי ממערכת הבנקאות לענף הבינוי והנדל"ן.



⁴ סקירת ענף נדל"ן למגורים דצמבר 2021, אגף הכלכלנית הראשית, משרד האוצר

⁵ הלמ"ס "התחלות וגמר בניה - סיכום שנת 2021". הודעה לתקשורת 20.3.2022

⁶ הלמ"ס "שינוי במחירי שוק הדירות", הודעה לתקשורת 14.10.2022

⁷ דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית הראשונה של 2022, אוגוסט 2022

⁸ הודעת הפיקוח על הבנקים, 20.3.2022

רכישת אלעד מגורים הגדילה את היקף הפעילות המאוחד ואת צבר הפרויקטים של שתי החברות, כאשר דוניץ צפויה להוות את הפלטפורמה לגידול הפעילות בהמשך

בתאריך ה- 08.06.2022 הושלמו התנאים המשמעותיים בעסקה לרכישת מלוא מניותיה של אלעד מגורים ע"י החברה בתמורה להקצאת מניות, כך שלאחר השלמת העסקה מחזיקה קרן JTLV2 50.01% ממניות החברה (ללא מניות רדומות). לאחר השלמת העסקה מונה מנכ"ל החברה מר ניסים אחיעזרא לתפקיד יו"ר הדירקטוריון ומר רונן יפו, מנכ"ל אלעד מגורים, התמנה לתפקיד מנכ"ל החברה. מאז הרכישה החלו שתי החברות במהלכים למיזוג תפעולי ביניהן, לרבות איחוד ההנהלה, מערכות המידע ומערך הכספים ופונקציות נוספות.

עד לעסקת אלעד מגורים, הושפע דירוג החברה לשלילה מהיקף פעילות נמוך ופיזור פרויקטים חלש שעמד במגמת ירידה והשליך לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה. ערב העסקה לדוניץ עמדו בביצוע שני פרויקטים בלבד בהיקף של כ-159 יח"ד, מהם 128 יח"ד למכירה. להבנתנו, העסקה נועדה להפוך את דוניץ לזרוע המגורים של בעלי השליטה קרן JTLV, ועל כן אנו מעריכים שדוניץ תאופיין בעתיד בצמיחה גבוהה יחסית לעבר.

לא לעד ולדוניץ במאוחד כיום 6 פרויקטים פעילים בהיקף של כ-442 יח"ד למכירה, חלק החברות עומד על כ-413 יח"ד. בשנת 2022 החלה אלעד מגורים בביצוע שלב ג' של פרויקט אורבן פארק ראשונים, בהיקף של 73 יח"ד ושלב א' בפרויקט יפה נוף בחיפה בהיקף של 79 יח"ד, חלקה של אלעד מגורים (50%) 30 יח"ד למכירה, במקביל סיימה דוניץ את בנייתו של בנין 6 בפרויקט קריית האומנים בראשון לציון בהיקף של 106 יח"ד, 73 יח"ד למכירה.

לא לעד מגורים צבר פרויקטים עתידיים לבניה של כ-6,000 יח"ד, חלקה של אלעד מגורים כ-3,200 יח"ד, צבר זה מצטרף לזה שמחזיקה דוניץ לבניה, של 2,500 יח"ד, מהם כ-1,850 יח"ד למכירה. נתוני צבר הפרויקטים העתידיים לעיל כוללים תב"עות בקידום ופרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית אשר מותנים בהסכמות דיירים ובהליכי תכנון העשויים להיות מורכבים ולהמשך זמן רב. אלעד תורמת לפרופיל העסקי של החברה גם פריסה רחבה יותר של פרויקטים, הממוקמים במספר אזורים ובהם: ירושלים, חיפה, הוד השרון, אור יהודה ועוד אשר פונים לפלח אוכלוסייה רחב יחסית.

במהלך שנת 2023 צפויים להיכנס לביצוע 4 פרויקטים חדשים: 2 פרויקטים של דוניץ- קריית האומנים בנין 7 לבניה של 110 יח"ד, 65 יח"ד למכירה, רמת השרון שלב א' לבניה של 174 יח"ד, 101 חלק למכירה ו-2 פרויקטים של אלעד- יפו תל אביב (חלקה של אלעד בפרויקט 33%) לבניה של 631 יח"ד הכולל גם יח"ד במסגרת מחיר למשתכן ופרויקט אלנבי 43 ת"א לבניה של 53 יח"ד למכירה. בנוסף, בשנת 2024 צפויים להיכנס לביצוע 2 פרויקטים נוספים של אלעד מגורים, המתחם הצפוני שלב א' (החלק הצפוני של פרויקט פארק ת"א) הכולל 478 יח"ד (מחזיקים ב-33% מהפרויקט) ופרויקט אור יהודה למסחר תעסוקה בהיקף של 10,500 מ"ר (מחזיקים 67% מהפרויקט) באמצעות חברה בת.

היקף ההכנסות של החברה בחציון הראשון של שנת 2022 עמד על כ-45 מ' ש' ונמוך ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. על בסיס נתוני פרופורמה שכללה החברה בדוחותיה הכספיים, היקף ההכנסות פרופורמה לעסקה לחציון הראשון של 2022 עמד על כ-158 מ' ש' ובשנת 2021 כולה עמד על כ-375 מ' ש'. על-פי תרחיש הבסיס של מידורג, היקף הכנסות המאוחד (דוניץ ואלעד) מפעילות יזום צפוי להסתכם בשנים 2023-2024 בטווח של 350-400 מ' ש' לשנה, נתון הנמוך ביחס לדירוג אך גבוה משמעותית מהכנסות דוניץ לבדה בשנים האחרונות.

הפרופיל הפיננסי נתמך ביחסי מינוף בולטים לדירוג, רווחיות גולמית ויחס כיסוי ריבית הולמים לדירוג

שיעורי הרווחיות הגולמית בפרויקטים של דוניץ בולטים לטובה בין היתר בשל ביצוע עצמי של פרויקטים ותמהיל מצומצם של פרויקטים רווחיים במיוחד, בראשם קרית האמנים. בבחינת רווחיות גולמית ממוצעת מפרויקטים בביצוע (כיום ובטווח התחזית) של שתי החברות יחד, האיחוד עם אלעד מגורים פוגע ברווחיות הגולמית אשר עומדת סביב 20% והולמת את הדירוג. יובהר שבבחינת הרווחיות הגולמית מפרויקטים נוטרלה השפעת עבודת ה-PPA⁹.

לחברה רמת מינוף מתונה יחסית גם במאוחד עם אלעד מגורים לאחר העסקה. ערב עסקת אלעד מגורים, אופיינה דוניץ ברמת מינוף נמוכה מאוד, פועל יוצא, בין היתר, של היקף פעילות נמוך וצבר פרויקטים שהלך וקטן בשנים האחרונות לאחר שהחברה לא פעלה להגדלתו באופן מהותי. כך, נכון ליום 31.03.2022 וערב העסקה שיעור חוב נטו ל-CAP נטו של דוניץ עמד על 6% בלבד. האיחוד עם אלעד מגורים (אשר לה שיעור מינוף של כ-57% ליום 30.06.2022) הוביל לעלייה בשיעור המינוף של החברה במאוחד, אשר נכון ליום 30.06.2022, עמד על כ-31%. שיעור זה עדיין נמוך ובוטל לטובה ביחס לדירוג ומושפע לחיוב מעליה בהון העצמי של מעל 600 מ' ש' שרשמה החברה כתוצאה מהעסקה. במסגרת תרחיש הבסיס, המניח בין היתר, רכישת קרקעות לצורך המשך פעילות עתידית, מידורג מעריכה כי יחס חוב נטו ל-CAP נטו יסתכם בטווח הקצר-בינוני ב-35%-40% וימשיך לבלוט לחיוב לרמת הדירוג. יצוין כי בעקבות שיעורי המינוף הנמוכים של החברה, עלולה להיות תגודתיות גבוהה בתקופת התחזית התלויה בהיקף ההשקעות שהחברה תבצע.

לחברה (במאוחד) חוב פיננסי ברוטו של כ-450 מ' ש' ל-30.06.2022, מכך 150 מ' ש' אג"ח סדרה א' בריבית שקלית קבועה של אלעד מגורים והיתר חוב בנקאי הנובע בעיקר מפרויקטים בליווי וקרקעות של אלעד מגורים. החוב הבנקאי נושא ריבית משתנה פריים בתוספת מרווח.

יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית של החברה (מאוחד) צפוי להישחק בשל שתי השפעות עיקריות: האחת הינה שערך נכסי אלעד מגורים עקב איחודה בדוחות הכספיים של החברה, שמוביל לעלייה בעיקר בעלות הקרקע החשבונאית ברווח הגולמי ובהתאם לכך שחיקה ברווח התפעולי (בד בבד עם העלייה המשמעותית בהון העצמי של החברה שנבעה מהעסקה), והשפעה השנייה הינה העליה בהוצאות המימון בעיקר על מרכיב החוב הבנקאי בריבית משתנה. מידורג מעריכה כי בעקבות העלאות ריבית הפריים החברה צפויה להתייקרות בהוצאות הריבית (מאוחד) בסך של 7-8 מ' ש' בשנה בהשוואה לשנת 2021 (פרופורמה), כאשר חלק מהתייקרות זאת תהווה לפרויקטים. להערכת מידורג יחס הכיסוי צפוי לעמוד בטווח של 1.0-2.5 בשנים 2023-2024 זאת בהשוואה ליחס כיסוי של כ-4.2 בשנת 2021 פרופורמה לעסקה.

המדיניות הפיננסית של החברה מאופיינת בנייהול נזילות שמרני יחסית, והחברה מתעתדת לשמור על יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פניות בהיקפים מספקים לצורך שירות החוב בטווח של 12 חודשים קדימה. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של 50% מהרווח הנקי.

שיקולים נוספים לדירוג

מבנה האחזקות גוזר קדימות לשירות החוב של אלעד מגורים מתוך מקורותיה על פני חלוקת דיבידנדים לחברה

דירוג החברה בפועל Baa1. נמוך מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, לאור הערכת מידורג לקיומה של נחיתות מבנית בין החוב הבכיר הבלתי מובטח בדוניץ לבין הנכסים ותזרימי המזומנים של אלעד מגורים, ובהתחשב בתרומה המרכזית של האיחוד עם אלעד מגורים לפרמטרים כמותיים ואיכותיים במטריצת הדירוג של דוניץ, ובהם היקף ההכנסות, תזרים המזומנים ומאפייני הפרופיל העסקי. להערכת מידורג, נחיתות מבנית זו מתחדדת לאור קיומו של חוב בכיר בלתי מובטח אג"ח סדרה א' שהנפיקה אלעד מגורים ביתרה של כ-150 מ' ש' ל-30.06.2022. לאלעד מגורים רמת מינוף בשיעור של כ-57% (חוב נטו ל-CAP נטו) וכן מגבלות על חלוקת רווחים לבעלי המניות, בין היתר מכוח אג"ח סדרה א'.

⁹ ראה הערת שוליים 1 לעיל.

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 רגולטורים וחקיקה- לאחרונה אושרו בכנסת תיקונים בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה ופיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות. בתחום ההתחדשות העירונית יזמים חשופים למדיניות משתנה בין ראשויות מקומיות וסיכונים חברתיים בדמות מחאות על מחירי הדירוג.

החברה מבצעת את הפרויקטים שלה בעצמה ולכן חשופה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

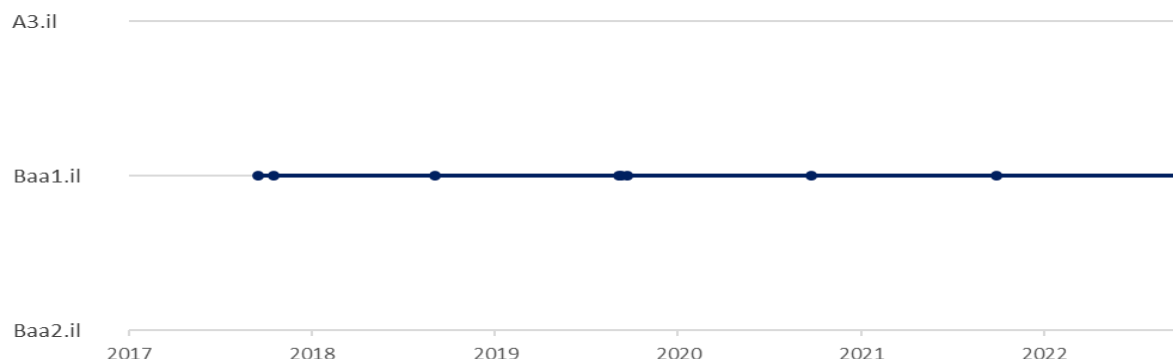
תחזית מידרוג		ליום 30.06.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	350-400	Ba.il	84	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח) - LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Baa.il	20%	A.il	25%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
Aa.il	-40% 35%	Aa.il	31%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.1-2.4	A.il	4.1	EBIT / הוצאות ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.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

החברה פועלת בענף הבניה, ועוסקת 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. בתאריך ה- 20.06.2022 בוצעה הקצאת מניות החברה לקרן JTLV2 (ללא מניות רדומות) כך שקרן JTLV2 מחזיקה 50.01% ממניות החברה, והחברה מחזיקה במלוא מניותיה של אלעד מגורים. לאחר השלמת העסקה מונה מנכ"ל החברה מר ניסים אחיעזרא לתפקיד יו"ר הדירקטוריון ומר רונן יפו, מנכ"ל אלעד מגורים, התמנה לתפקיד 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 תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

26.10.2022	תאריך דוח הדירוג:
30.09.2021	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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>