

צ.מ.ח המרמן בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | ינואר 2022

אנשי קשר:

גיל רז

אנליסט, מעריך דירוג ראשי

gil.r@midroog.co.il

שירן פימא, רו"ח

ראש צוות, מערכת דירוג משנית

Shiranfh@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן

i.sigal@midroog.co.il

צ.מ.ח המרמן בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג Baa1.il לאגרות חוב (סדרות ה', ו', ז') שהנפיקה צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. כמו כן, מידרוג קובעת דירוג Baa1.il לאגרות חוב שתנפיק החברה בסך של עד 60 מיליון ש"ח ערך נקוב, באמצעות הרחבת סדרה ז'. תמורת ההנפקה מיועדת לפעילותה השוטפת של החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ה'	1151125	Baa1.il	יציב	01/08/2023
ו'	1158633	Baa1.il	יציב	30/06/2025
ז'	1186402	Baa1.il	יציב	31/12/2027

שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף ייחודי הנדל"ן למגורים נשען על ביקושים קשיחים יחסית בעיקר בשל הצמיחה במשקי הבית בישראל. בד בבד, היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. לצד זאת, מחזור הפעילות הארוך בענף הייחודי, הנובע מפער הזמן הממושך בין עיתוי ההשקעה בקרקעות לבין עיתוי מכירת הדירות מעלה את החשיפה של תזרימי המזומנים לתנודתיות בביקושים, לנוכח המחזוריות הכלכלית והשפעות אקסוגניות כגון השתנות שיעורי הריבית ועלייה בשיעור האבטלה. לכך יש להוסיף כי העלייה במחירי הקרקעות בשנים האחרונות מקשה על קבלנים להשתתף במכרזים, בפרט הקטנים שבהם, ומעלה את הסיכון לרווחיות מפרויקטים עתידיים. לאור האמור, הסיכון הענפי של ענף הייחודי למגורים מוערך על ידי מידרוג כגבוה יחסית, ובמידה המשליכה לשלילה על סיכון האשראי של החברה.
- החברה הגדילה אתר צבר הקרקעות בבעלותה בשנה האחרונה, וליום 30.09.2022 לחברה צבר קרקעות כ- 2,368 יח"ד שצפויים להתחיל להיבנות בעיקר בשנים 2023-2025, חלק החברה כ- 1,315 יח"ד. כמו כן לחברה צבר של כ- 3,156 יח"ד במסגרת פרויקטים מותלים בתחום ההתחדשות העירונית, מכך כ- 2,136 יח"ד חלק החברה. להערכת מידרוג, קצב ההתקדמות של פרויקטים בתחום תחדשות עירונית תלוי במספר רב של גורמים ועשוי להימשך מספר רב של שנים. לחברה שני פרויקטים מהותיים בלוד וברמת השרון (נווה גן א' וב') התורמים לצבר כ- 900 יח"ד. הכנסות החברה מייחוד נדל"ן למגורים הן תנודתיות לאורך השנים, ובשנים 2022-2023 צפויות להסתכם בטווח של 180-220 מ' ש. לקראת השנים 2024-2025 מידרוג הביאה בחשבון גידול בהכנסות החברה להיקף שנתי של 350-450 מ' ש, בעקבות התקדמות הפרויקטים אכזיב שלב ג', ויצמן- פנקס והשקמה, ובמקביל הכרה בהכנסה מפרויקטים משמעותיים שיתחילו בבניה בשנת 2023, נווה גן א', נווה גן ב' פרויקט מכבי יפו.
- הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב משיעורי מכירות גבוהים ביחס לשיעורי הביצוע הבאים לידי ביטוי, בין היתר, במלאי דירות מצומצם בעקבות מכירות בהיקפים משמעותיים. בפרויקטים שצפויה החברה להתחיל בביצועם במהלך שנת 2023 לחברה חשיפה נמוכה ביחס להאטה במכירת דירות חדשות בשוק הדיור הישראלי, שכן הפרויקטים העיקריים בנווה גן עם שיעור מכירות מוקדמות של 60% ומעלה ו- 50% מהיח"ד של פרויקט מכבי יפו הינן במסגרת מחיר למשתכן. בנוסף, וותק החברה וניסיונה תורמים לפרופיל העסקי.
- נכון ל- 12 חודשים שהסתיימו ביום 30.09.2022, שיעור הרווח הגולמי של החברה מפעילותה היזמית עמד על כ- 20%, זאת בהשוואה לכ- 25% בשנת 2021. להערכת מידרוג, הרווחיות הגולמית צפויה לעמוד בטווח של 22%-24%, לאחר תרחישי רגישות שמידרוג בחנה, שיעור הגבוה ביחס לדירוג.

- הפרופיל הפיננסי מושפע לשלילה משיעור מינוף גבוה, אשר הולם את הדירוג, כאשר להערכת מידרוג, יחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם צפוי לנוע בטווח של 68%-73%, בהשוואה לכ-65% ליום 30.09.2022, זאת לפי הנחתנו כי החברה תוסיף להשקיע בקרקעות על מנת לעבות את צבר הקרקעות. יחס EBIT להוצאות ריבית מותאם צפוי לנוע בטווח של 1.0-2.0 על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג. צד המונה של היחס מושפע לחיוב מתקבולי דיבידנדים מהחברה הבת סיון ביצוע (50%), אולם היחס משקף שחיקה הנובעת מגידול בעלויות המימון על מרכיב החוב הבנקאי בריבית משתנה כתוצאה מעליית שיעור ריבית בנק ישראל.
- נזילות החברה מושפעת לשלילה מצורכי הון חוזר תנודתיים הנובעים מעיתוי השקעות בפרויקטים ומקצב התקדמות המכירות, ובהתחשב גם בגודלה. החברה מחזיקה לאורך זמן יתרות נזילות מהותיות, פועל יוצא של מדיניותה הפיננסית, אך מנגד לחברה היקף חלויות אג"ח מהותי וכן צורכי הון חוזר תנודתיים. ליום 30.09.2022 בקופת החברה מזומנים בהיקף של כ-141 מ' ש, ובד בבד חלויות שוטפות של קרן אג"ח בסך של כ-94 מ' ש. לחברה גמישות פיננסית טובה הנובעת מאחזקה במספר נכסי נדל"ן מניב שאינם משועבדים ומסגרות אשראי לא מנוצלות בבנקים וכן מהאחזקה (50%) בסיון ביצוע שבה היקף מזומן משמעותי.
- **תרחיש הבסיס של מידרוג** מניח, בין היתר, השקעת הון עצמי בפרויקטים בתכנון ומשיכת עודפים מפרויקטים בביצוע, פירעון קרן אגרות החוב בהתאם ללוח הסילוקין, גיוס אגרות חוב, פירעון הלוואות ליווי בפרויקטים בהתאם להנחת קצב המכירות, ומנגד, נטילת הלוואות לצורך מימון פרויקטים בתכנון, חלוקת דיבידנד לבעלי המניות, השקעות בקרקעות כאשר חלקן באמצעות חוב, ותחילת ביצוע בפרויקטים, בין היתר פרויקט מהותי נווה גן ברמת השרון. כמו כן, תרחיש הבסיס כולל איחוד יחסי של חוב בחברות פרויקט המוצגות לפי שיטת השווי המאזני. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות ביחס להיקפי מכירות, קצב ביצוע הפרויקטים, ועוד. החברה דיווחה לאחרונה כי היא מנהלת מו"מ למכירת נכס מניב של דיור להשכרה בתמורה לכ-135 מ' ש. מידרוג מעריכה כי לו המכירה תתממש, הדבר ישפר את מינוף החברה בטווח המידי לחלק התחתון של טווח התחזית של מידרוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור על יציבות הפרופיל הפיננסי בהתאם למדיניותה, בדגש על יחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו הולם ועל יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות מספקות לשירות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה מהותית ומתמשכת ברמת המינוף של החברה
- שיפור ביחס EBIT להוצאות ריבית

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ברמת חוב נטו לקאפ נטו לאורך זמן מעל 70%
- אי-שמירה על נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות בהיקף מספק לצורך שירות החוב
- חלוקת דיבידנדים באופן שיפגע בפרופיל הסיכון של החברה

צ.מ.ח המרמן בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח

31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022 LTM	
418	469	274	313	218	סך הכנסות ממכירת דירות
20%	19%	31%	25%	20%	שיעור רווח גולמי ממכירת דירות
64.7%	66.2%	57.0%	64.4%	63.6%	חוב נטו ל-CAP נטו
2.5	2.3	4.0	2.2	1.6	EBIT להוצאות ריבית- מותאם

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020"

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 לדירוג מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש לדירות מצד משקי בית כאפיק השקעה בשל הביקוש לדירות לשכירות. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המרכז לאזורי הפריפריה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, אשר מוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן.

להערכת מידורג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה את חשיפת המכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים לטווח 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 כלכליות, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה.

ב- 02.01.2023 העלה בנק ישראל את הריבית ב- 0.5% לרמה של 3.75%, כאשר הוא מעריך שהתוצר יצמח בשנת 2023 בשיעור של 2.8% ובשנת 2024 בשיעור של 3.5%, בנוסף שיעור האינפלציה ב- 12 חודשים האחרונים עומד על 5.3%, ובמהלך שנת 2023 הוא צפוי לחזור לרדת ל- 3%. העלאות הריבית צפויות להביא לייקור בתנאי המשכנתאות ובכך עלולות להביא להאטה בביקושים. עוד בהתאם לבנק המרכזי, שיעור האבטלה בגילאי העבודה העיקריים צפוי לעמוד על 4% בממוצע בשנים 2023 ו- 2024.

נתוני הכלכלנית הראשית במשרד האוצר מחודש נובמבר 2022¹ מצביעים על המשך ההיחלשות בשוק הנדל"ן למגורים במהלך חודש נובמבר 2022, עם היקף מכירות קבלנים של כ- 2.9 אלף דירות, ירידה של כ- 56% בהשוואה לנובמבר אשתקד (ירידה חדה זו מוסברת בחלקה על רקע רמה גבוהה של עסקאות בנובמבר 2021, טרם העלאת מס הרכישה) זאת בהמשך לירידה שהולכת ומתעצמת מאז חודש פברואר 2022. בשוק החופשי הסתכמו מכירות הקבלנים בכ- 2.3 אלף דירות - ירידה של כ- 57% בהשוואה לנובמבר אשתקד, שיעור ירידה מתון מזה שנרשם במכירות יד שניה, בין היתר על רקע מבצעי מכירות.

גם על פי נתונים עדכניים שפרסמה הלמ"ס ניכרת האטה משמעותית בקצב המכירות של דירות חדשות. לפי הלמ"ס², בחודשים ינואר-נובמבר 2022 נרשמה ירידה של כ- 30% בהיקף המכירות של דירות חדשות בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד.

בחודש נובמבר נמשכה רמה גבוהה של דירות מכורות "על הנייר" (מכירות מוקדמות), שיעור זה הגיע לרמת שיא של כ- 72% מכלל הדירות שמכרו הקבלנים בשוק החופשי וגבוה ב- 13% בהשוואה לנובמבר 2021. נתונים אלה מצביעים על כך שלקבלנים יש מלאי נמוך למכירה וכך, למרות הירידה בהיקף המכירות ועליית הריבית, טרם נצפות ירידות מחירים בדירות חדשות.

הירידה במכירות של דירות חדשות מיוחסת לעלייה בשיעור הריבית במשך ובריבית על המשכנתאות כנזכר לעיל ומתבטאת גם בירידה בנטילת משכנתאות על ידי הציבור בחודשים האחרונים, כאשר ממאי האחרון נצפית ירידה בהיקף נטילת משכנתאות. לפי נתוני בנק ישראל³ חלה ירידה של כ- 20% בנטילת משכנתאות על ידי הציבור בין הרבעון השני לשלישי, ירידה של כ- 27% לעומת התקופה המקבילה (נובמבר 2022-נובמבר 2021) וירידה של כ- 3% בין נובמבר לאוקטובר 2022 (מנוכה עונתיות).

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

¹ החלטת הוועדה המוניתרית, 02.01.2023

² סקירת ענף הנדל"ן למגורים נובמבר 2022 - משרד האוצר, אגף הכלכלנית הראשית

³ הלמ"ס "כמות מבוקשת של דירות חדשות ספטמבר-נובמבר", הודעה לתקשורת 12.01.2023

⁴ דשבורד בנק ישראל

⁵ סקירת ענף נדל"ן למגורים דצמבר 2021, אגף הכלכלנית הראשית, משרד האוצר

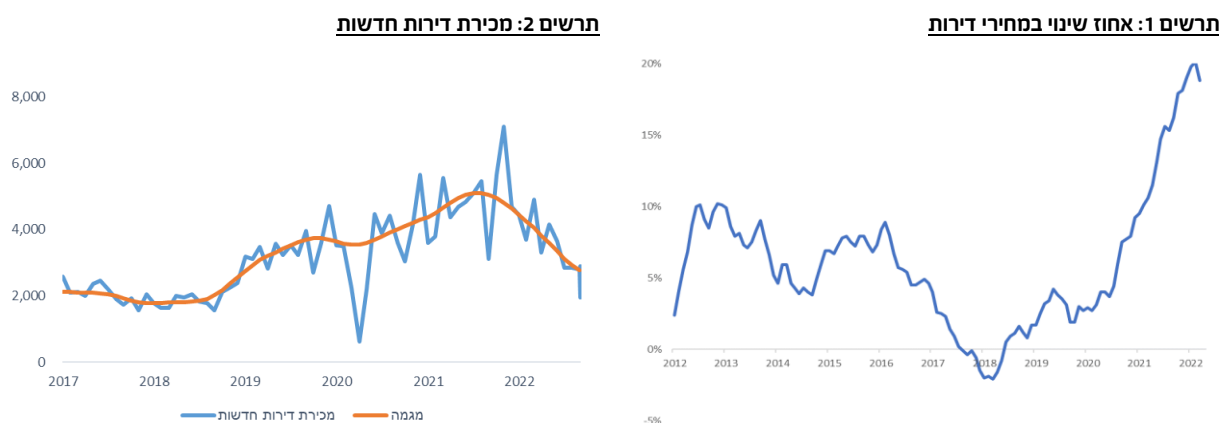
מגורים חדשות בכ-56 אלף דירות חדשות בשנת 2021, עליה של 41% בהשוואה לשנת 2020 ורמת שיא היסטורי במכירות אלו. יודגש כי להיקף העסקאות הגבוה מהממוצע בשנת 2021 תרמה העלאת מס הרכישה לרוכשי דירה שניה בחודש נובמבר מ-5% ל-8%.

על פי נתוני הלמ"ס⁶, 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, בהשוואת מחירי עסקאות של דירות חדשות, בין אוקטובר-נובמבר 2022 לספטמבר-אוקטובר 2022, חלה ירידה של 0.9%. מהשוואת התקופה הנוכחית לתקופה המקבילה (אוקטובר-נובמבר 2022 לעומת אוקטובר-נובמבר 2021)⁷ חלה עליה של 22.4% במחירי דירות חדשות, לעומת עלייה של 18.8% במחירי הדירות בכלל הדירות.

ע"פ דו"ח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית הראשונה 2022⁸, 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 80%⁹.

להערכת מידורג, הצעדים הנ"ל לצד העלאת הריבית, מכבידים על הנגישות של יזמי נדל"ן למקורות מימון במערכת הבנקאית ובכלל.



מקור: הלמ"ס

הפרופיל העסקי הולם את רמת הדירוג, עם היקף פעילות נמוך יחסית ותנודתי לצד גידול בצבר הקרקעות ורווחיות גבוהה יחסית

נכון ליום 30.09.2022 לחברה 5 פרויקטים בבניה בהיקף של כ-505 יח"ד למכירה, חלק החברה עומד על כ-331 יח"ד. הפרויקטים נמצאים באזור המרכז-ת"א, רמת גן והצפון-צור יצחק, כרמיאל ונהריה. החברה הגדילה את צבר הקרקעות בשנה האחרונה, וכיום לחברה צבר קרקעות של כ-2,368 יח"ד שצפויים להתחיל להיבנות בעיקר בשנים 2023-2025, חלק החברה כ-1,315 יח"ד וכן כ-3,156 יח"ד במסגרת פרויקטים מותלים של התחדשות עירונית, מכך כ-2,136 יח"ד חלק החברה. יוער שפרויקטים מסוג התחדשות עירונית כוללים תב"עות בקידום, מותנים בהסכמות דיירים והליכי תכנון העשויים להיות מורכבים ולהמשך זמן רב. מלבד זאת, לאחרונה רכשה קרקע בנהריה לבניה של 170 יח"ד ושטחי מסחר (50 יח"ד בקומבינציה), חלק החברה 50% והתקשרה בהסכם

⁶ הלמ"ס "התחלות וגמר בניה - סיכום שנת 2021". הודעה לתקשורת 20.3.2022.

⁷ הלמ"ס "שינוי במחירי שוק הדירות", הודעה לתקשורת 15.01.2023.

⁸ דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית הראשונה של 2022, אוגוסט 2022.

⁹ הודעת הפיקוח על הבנקים, 20.3.2022.

קומבינציה בקרקע נוספת בנהריה לבניה 176 יח"ד, מסחר ותעסוקה, חלק החברה 50%. צבר זה מצריך המשך השקעה בפרויקטים עתידיים, אך ומשליך לחיוב על יציבות הפעילות של החברה.

במהלך שנת 2023 החברה צפויה להתחיל בבניה של 6 פרויקטים בתכנון: "מכבי יפו" לבניה של 631 יח"ד, הכולל גם יח"ד במסגרת מחיר למשתכן, חלק החברה 33%, קריניצי החדשה ברמת גן, לבניה של 58 יח"ד, חלק החברה 33%, אכזיב שלבים ד' ו-ו' 120 יח"ד כ"א, נווה גן א' ברמת השרון, לבניה של 378 יח"ד, חלק החברה 50% ונווה גן ב' ברמת השרון לבניה של 170 יח"ד, חלק החברה 25%.

מרבית הפרויקטים של החברה הינם בשותפות עם חברות אחרות, דבר המאפשר לה כניסה למספר רב יותר של פרויקטים. בנוסף, בכל הפרויקטים, החברה היא גם החברה הקבלנית המבצעת, מה שמאפשר לה להציע ערך מוסף לשותפיה ועשוי לתמוך ברווחיותה.

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב משיעורי מכירות גבוהים ביחס לשיעורי הביצוע הבאים לידי ביטוי, בין היתר, במלאי דירות מצומצם בעקבות מכירות בהיקפים משמעותיים. בפרויקטים חדשים, לחברה חשיפה נמוכה ביחס להאטה במכירת דירות חדשות בשוק הדיוק הישראלי, שכן הפרויקטים העיקריים, נווה גן ומכבי יפו מאופיינים בשיעור גבוה של מכירות מוקדמות של 60% ומעלה, כמו כן לגבי פרויקט מכבי יפו, כמחצית היח"ד הינן במסגרת מחיר למשתכן.

פיזור הפעילות על פני כ-8 ערים שונות (עיקרן ערים מרכזיות כגון: רמת השרון, רמת גן, תל אביב-יפו, גבעתיים וכו'), בשילוב עם וותק החברה וניסיון רב שנים, תורמים לחיזוק הפרופיל העסקי. לחברה חשיפה לפרויקט מהותי בנווה גן א' ברמת השרון, אשר מהווה 38% מההכנסות הצפויות מהפרויקטים בתכנון. להערכת מידרוג, שיעור המכירות המוקדמות הגבוה בפרויקט (67%) והועבדה שהחברה שותפה בו ב-50%, ממתנים את החשיפה לפרויקט.

היקף פעילות החברה ומאפייני ענף הפעילות גוזרים תנודתיות גבוהה יחסית בהכנסות לאורך השנים. גם בשנים הקרובות אנו מצפים לתנודתיות בהכנסות החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ההכנסות ממכירת דירות (כולל איחוד יחסי של הכנסות בעסקאות משותפות וללא איחוד יחסי של סיון ביצוע) צפוי לעמוד בין השנים 2022-2023 בטווח של 180-220 מ' ש, שהינו נמוך ביחס לדירוג. בשנים 2024-2025 עשויה לחול עלייה חדה בהכנסות בעקבות התקדמות הפרויקטים אכזיב שלב ג', ויצמן-פנקס והשקמה, במקביל הכרה בהכנסה מפרויקטים משמעותיים שיתחילו בבניה בשנת 2023 ובעיקר נווה גן א', נווה גן ב', ופרויקט מכבי יפו. הכנסות החברה בין השנים 2022 ל-2024 נמוכות מהערכותינו הקודמות בשל דחיית לוחות זמנים בפרויקטים נווה גן א' ב' ופרויקט מכבי יפו.

נכון ל-12 חודשים שהסתיימו ביום 30.09.2022, שיעור הרווח הגולמי של החברה מפעילותה היזמית עמד על כ-20%, זאת בהשוואה לכ-25% בשנת 2021. להערכת מידרוג, שיעורי הרווחיות הגולמית צפויים להסתכם בטווח של 22%-24%, לאחר תרחישי רגישות שמידרוג בחנה, שיעור הגבוה ביחס לדירוג.

החברה מחזיקה 50% בחברת סיון ביצוע בע"מ שמבצעת עבודות קבלנות עבור מזמיני עבודות שאינם החברה. תחום שירותי הקבלנות מאופיין על ידי מידרוג בסיכון עסקי גבוה ביחס לענף הייזום למגורים בשל פעילות פרויקטלית תנודתית ורווחיות חלשה יחסית לאורך זמן. יחד עם זאת, סיון ביצוע מציגה רווחיות גולמית גבוהה יחסית לענף שאף השתפרה עם השנים, מ-10% ב-2019 עד ל-18% ב-2021 וב-30.09.2022. היא נטולת חוב פיננסי ומחזיקה בנזילות בהיקף משמעותי, אשר נכון ל-30.09.2022 כוללת כ-117 מ' ש מזומנים וכ-46 מ' ש תיק ני"ע. לאור האמור ולאור היתרונות בסינרגיה בין החברה לסיון ביצוע, האחזקה בסיון ביצוע, למרות הסיכון הענפי של תחום הביצוע, היוותה גורם חיובי בפרופיל הסיכון של החברה בהיותה בעלת תרומה לרווחיות החברה ולתזרים המזומנים.

גידול בשיעור המינוף במקביל לשחיקה ביחס EBIT להוצאות ריבית, אשר הולמים את הדירוג

לחברה חוב פיננסי ברוטו של כ-905 מ' ש ל-30.09.2022, מכך 327 מ' ש אג"ח בריבית שקלית קבועה והיתר חוב בנקאי הנובע בעיקר מפרויקטים בליווי ומימון קרקעות. החוב הבנקאי נושא ברובו ריבית משתנה פריים בתוספת מרווח.

יחס המינוף של החברה חוב נטו ל-CAP נטו, נכון ליום 30.09.2022 עמד על כ-64% וכ-65% באיחוד יחסי של חברות כלולות (למעט סיון ביצוע). בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המתואר לעיל, יחס המינוף צפוי להישחק ולהסתכם בטווח של 68%-73% אשר הולם לרמת הדירוג. עיקר השחיקה ביחס המינוף הינה בעקבות רכישת קרקעות בהיקף של כ-300 מ' ש שיושלמו לאחר תאריך המאזן (לוד

ונהיה) במקביל לגורמים ממתנים כמו הנחת קיטון אשראי בחשבונות ליווי בעקבות פתיחת הפרויקטים נווה גן א', ב' ומכבי יפו. כמו כן, במידה ותשלים את מכירת הנכס בכרמיאל, אדי המינוף צפוי להיות בחלק התחתון של הטווח החזוי בתרחיש הבסיס. יצוין כי המשך מכירות בהיקפים משמעותיים ע"י החברה עשוי למתן את העלייה במינוף ולשמור על יחס מינוף של עד 72%, בהתאם למדיניות החברה. מידרוג תמשיך לעקוב אחר מינוף החברה ועלייה במינוף מעבר ל-72% לאורך זמן עלולה להשליך לשלילה על דירוג בחברה.

יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית נע בין 2.0-2.5 במרבית השנים האחרונות. יחס זה נשחק וצפוי לעמוד על 1.0-2.0 בטווח הבינוני, יחס ההולם את הדירוג. השחיקה צפויה לנבוע מהירידה בהכנסות מהקיטון בשנים 2022-2023 ובעיקר בשל גידול חד בהוצאות מימון על מרכיב החוב הבנקאי בריבית משתנה. מנגד, היחס מושפע לחיוב מהכנסות החברה מדיבידנדים מהחברה הבת סיון ביצוע. מידרוג מעריכה כי בעקבות העלאות ריבית הפריים החברה צפויה להתייקרות בהוצאות הריבית בסך של 20-23 מ' ש בשנה.

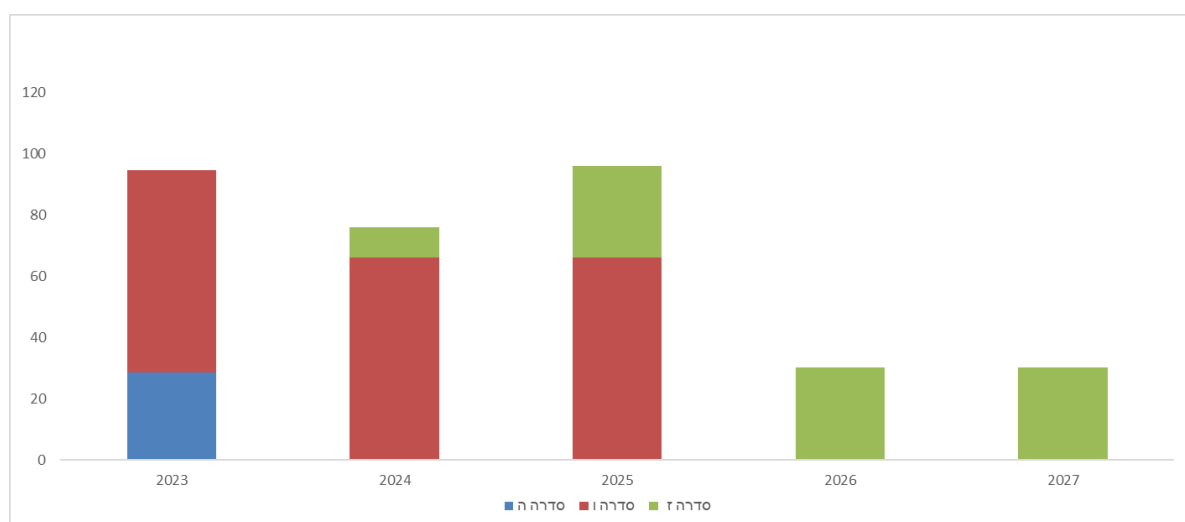
מדיניות פיננסית המשקפת שמירה על נזילות הולמת ואיזון בין האינטרס של בעלי החוב ובעלי המניות

לחברה עומס פירעונות אג"ח גבוהה יחסית בטווח של שלוש שנים קדימה עם היקף פירעונות שנתי של 75-95 מ' ש. כמו כן נזילות החברה מושפעת לשלילה מצורכי הון חוזר תנודתיים הנובעים מעיתוי השקעות בפרויקטים ומקצב התקדמות המכירות.

ליום 30.09.2022 בקופה החברה מזומנים בהיקף של כ-142 מ' ש. יתרת הנזילות צפויה לקטון מעט בטווח הזמן הקצר-בינוני, בעיקר לאור השקעות עתידיות צפויות אך עם זאת, עדיין צפויה להיות מספקת לשירות החוב בהנחת הרחבת סדרת אגח ז' בהיקף של 60 מ' ש ומכירת הנכס בכרמיאל. כמו כן, לחברה גמישות פיננסית הנובעת ממסגרות אשראי לא מנוצלות בסך כ-64 מ' ש ומנדל"ן מניב בנוי בהיקף של כ-136 מ' ש עם שיעור LTV של כ-23% (ללא הנכס בכרמיאל אשר צפוי להימכר) וכן מהאחזקה (50%) בסיון ביצוע שנכון ליום 30.09.2022 מחזיקה בהיקפי מזומן בסך של כ-117 מ' ש (100%).

ניהול נזילות החברה הינו שמרני, כאשר היא נוהגת לשמור על יתרת הנזילות הנדרשת בהלימה עם היקף פירעונות האג"ח. מדיניותה הפיננסית של החברה משפיעה לחיוב על הפרופיל הפיננסי בכך שהיא ברת חזיון במידה טובה. מדיניות חלוקת הדיבידנדים, אשר הינה בגובה של עד שליש מהרווח הנקי בנטרול שערוכים, בכפוף למצב נזילות החברה, הסתכמה בשלוש השנים האחרונות בכ-16 מ' ש בממוצע לשנה, כך שלהערכתנו, אין בה לפגום בגמישות הפיננסית של החברה.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח, נכון ליום 30.09.2022, במיליוני ש"ח



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 עיריות וסיכונים חברתיים בדמות מחאות על מחירי הדיור.

החברה מבצעת את הפרויקטים שלה בעצמה ועבור אחרים באמצעות סיוון ביצוע ולכן חשופה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

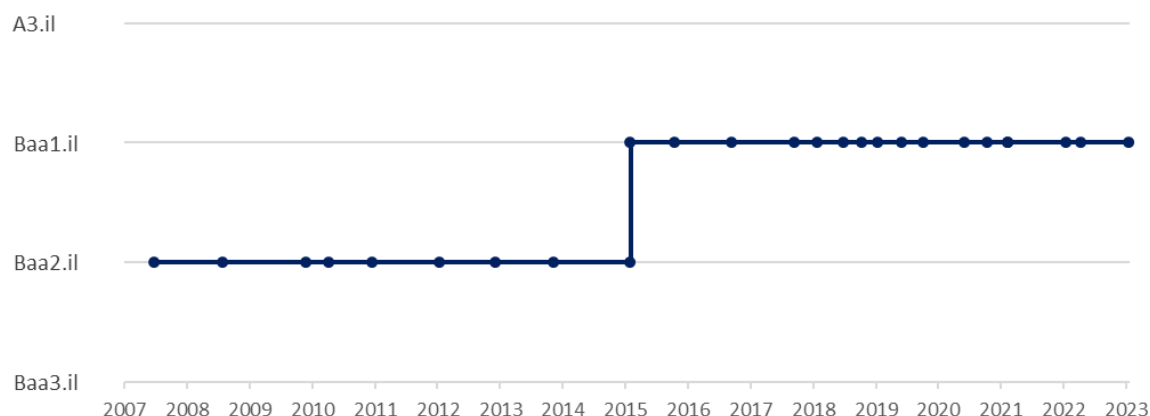
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2022		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	170-465	Baa.il	218	סך הכנסות מפעילות ייזום LTM (מיליוני ש"ח) -	פרופיל עסקי
-Baa.il A.il	---	Baa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
A.il	22%-24%	A.il	20%	שיעור רווח גולמי יזמי-LTM	רווחיות
Baa.il	73%-68%	Baa.il	65%	חוב פיננסי נטו מותאם / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.0-20	A.il	1.6	EBIT LTM / הוצאות ריבית	
A.il	---	A.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

צ.מ.ח המרמן בע"מ הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים: ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, וביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בישראל עבור החברה ואחרים באמצעות החברה הכלולה סיון ביצוע בע"מ (50%). בעלי המניות העיקריים בחברה כוללים את בעלי השליטה הנוכחיים - משפחת פייגלין ומשפחת בן אברהם.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[צ.מ.ח. המרמן בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, 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

תאריך דוח הדירוג: 25.01.2023

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 14.04.2022

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 28.06.2007

שם יוזם הדירוג: צ.מ.ח. המרמן בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: צ.מ.ח. המרמן בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי 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 שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© 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 וכאמור 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>