

קבוצת אורון אחזקות והשקעות בע"מ

דירוג ראשוני | פברואר 2024

אנשי קשר:

דנה קורנצקי
ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית
dana.c@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, סמנכ"ל
ראש תחום מימון תאגידים
liatk@midroog.co.il

קבוצת אורון אחזקות והשקעות בע"מ

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

מידרוג קובעת דירוג מנפיק Baa1.il באופק יציב לקבוצת אורון אחזקות והשקעות בע"מ (להלן: "אורון" או "החברה"), וכן דירוג זה לאגרות החוב סדרות ב' ו-ג' שהנפיקה החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1160571	Baa1.il	יציב	30/09/2025
ג'	1197763	Baa1.il	יציב	01/07/2029

אודות החברה

קבוצת אורון אחזקות והשקעות בע"מ הוקמה בשנת 2003 כחברה פרטית, ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנת 2015. החברה פועלת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בשלושה מגזרי פעילות:

- (1) מגזר תשתיות ובניה - ביצוע פרויקטים של הנדסה אזרחית והקמת תשתיות ומבנים, לרבות תכנון וביצוע של סלילת כבישים, עבודות עפר, תשתיות תת קרקעיות, מינהור, בניה ציבורית וכדומה.
 - (2) מגזר ייזום וביצוע נדל"ן למגורים - איתור פרויקטים בתחום הנדל"ן, ייזום, תכנון, בניה ושיווק של יח"ד בישראל.
 - (3) מגזר התעשייה - ייצור ושיווק בטון לתעשיית הבניה, ייצור ושיווק חומרי מחצבה לתחום הסלילה והבטון, ייצור ואספקה של תערובת אספלט לכבישים וכן שירותי הובלת חומרים (אגרגטים בתפוזרת ובטון).
- בין לקוחות החברה נמנים גופים ממשלתיים, חברות ממשלתיות (כגון נתיבי ישראל, חברת חשמל, רכבת ישראל וכדומה), רשויות מקומיות, חברות עסקיות ולקוחות פרטיים במגזר הנדל"ן למגורים.
- החברה מעסיקה כ-400 עובדים. בעלי השליטה בחברה הינם גילי עזריה (37.99%) ויואל עזריה (37.99%) והציבור מחזיק 8.75% ממניות החברה. יו"ר הדירקטוריון הוא יואל עזריה, ומנכ"ל החברה הוא גילי עזריה.

שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג החברה נתמך במעמד עסקי מבוסס בשוק המקומי, הנשען על ותק וניסיון רב בתחום קבלנות התשתיות, כגון פרויקטי סלילת כבישים, הקמת גשרים ותשתיות. בתחום קבלנות התשתיות מקמיני העבודה הינם חברות ממשלתיות כגון נתיבי ישראל, נמלי ישראל, רשויות מקומיות וכדומה. החברה מחזיקה בסיווגים הקבלניים הדרושים בהיקף "בלתי מוגבל" לביצוע עבודות בהיקפים גבוהים מאוד, כגון פרויקט הרחבת כביש 6 בהיקף של 810 מ' ש, פרויקט כביש 60 בהיקף של כ-400 מ' ש ופרויקט כביש 41 בהיקף של כ-330 מ' ש. החברה פועלת כקבלן ראשי עבור הלקוח הסופי ומעסיקה קבלני משנה. צבר ההזמנות במגזר התשתיות והבניה עמד על כ-2.5 מיליארד ש"ח ליום 30.9.2023, לעומת כ-1.7 מיליארד ש"ח ב-31.12.2022 - עליה הנובעת בעיקרה מזכייה בספטמבר 2023 במכרז להרחבת כביש 6 בהיקף של 810 מיליון ש"ח. עם היקף פעילות אשר עמד על כ-1.5 מיליארד ש"ח ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30.9.2023, יחס הצבר להכנסות של החברה נאמד לכ-2.5', דבר התורם לנראות ההכנסות ולמעמדה העסקי של החברה.

¹ היחס מחושב כצבר ליום 30.9.2023, חלקי הכנסות ב-12 החודשים שהסתיימו ביום 30.9.2023.

- לחברה ריכוזיות פרויקטים, כאשר להערכתנו בשנת 2024 ושנת 2025 כ-25% מהכנסות מגזר התשתיות (כ-12% מכלל ההכנסות במאוחד) ינבעו ממספר מצומצם של פרויקטים. החברה ממתנת תלות זו נוכח פיזור לקוחות על פני שלושה מגזרים וכן ניסיון וותק משמעותי בענף התשתיות.
- החברה פעילה בשלושה מגזרים תחת שלוש חברות בנות בבעלות מלאה (100%): מגזר תשתיות ובניה, מגזר תעשייה הכולל מפעלי אספלט ובטון ומחצבות ומגזר הייזום למגורים. הדירוג מושפע לחיוב מסינרגיה בין המגזרים השונים ומנוכחות במקטעים מרכזיים בשרשרת הערך. במגזר התשתיות לחברה פיזור פרויקטים ברחבי הארץ, כשבדרום קיים ממשק רחב מול מפעלי האספלט והמחצבה.
- בתחום ייזום נדל"ן למגורים לחברה חמישה פרויקטים בביצוע (כ-1,230 יח"ד) וארבעה פרויקטים בתכנון מפורט לקראת היתר בניה (כ-450 יח"ד). כך שבשנים 2024-2025 צפויה צמיחה משמעותית בהכנסות במגזר זה. הפרויקטים בביצוע ממוקמים בראשל"צ, אור יהודה, מבשרת ציון, באר שבע וגבעת אולגה. במגזר התעשייה החברה מחזיקה שישה מפעלי בטון פעילים, שני מפעלי בטון נוספים שהחלו לפעול בשנת 2024 ושלושה מפעלים נוספים בשלבי תכנון והיתרים. החברה מחזיקה במחצבה פעילה במיתרים ובמחצבה נוספת בשותפות עם מחצבות כנרת (מוחזקת 50%) אשר נמצאת בהקמה. בנוסף, מחזיקה החברה בשני מפעלי אספלט - אחד בצפון (במסגרת השותפות עם מחצבות כנרת) ושני בדרום. הבידול בתחום התעשייה נמוך יחסית מאחר ומדובר בחומרי גלם לבניה, אולם נראות ההכנסות במגזר זה יחסית גבוהה ותורמת למיצוב העסקי. גם תחום זה נמצא בצמיחה עם הגידול במספר המפעלים. הפיזור הגאוגרפי של החברה וכן פיזור הלקוחות צפויים לגדול עם פתיחת המחצבה החדשה בצפון. החברה מרחיבה את פעילותה בכלל המגזרים, כך שצפוי גידול בהכנסותיה בשנים הקרובות.
- לצורך הערכת הסיכון הענפי הכללי של החברה, מידרוג העריכה את הסיכון הענפי של שלושת מגזרי הפעילות של החברה. מידרוג מעריכה את ענף קבלנות תשתיות ובניה (כ-50%-60% מהכנסות החברה) כענף פעילות המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על זכיה במכרזים וכניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה לסביבה המאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. בעתות מיתון, התקציבים הממשלתיים עשויים להוות עוגן ממתן. רמת התחרות בענף גבוהה וקיים ביזור של המתחרים, מאפיינים אשר מייצרים לחצים על המרווח הקבלני. ההתקשרות נעשית לפי רוב באמצעות מכרזים. חסמי הכניסה נגזרים לרוב ממורכבות הפרויקט והיקפו, המשפיעים על הצורך בניסיון ומוניטין נצברים, סיווגים קבלניים, ידע הנדסי, יתרונות לגודל, איתנות פיננסית וכדומה. בעקבות מלחמת חרבות ברזל חלה פגיעה בענף ברבעון האחרון של שנת 2023, עם עצירתם של פרויקטים רבים, בין היתר בשל מחסור בעובדים פלסטינאים אשר החרף עם פרוץ המלחמה. להערכתנו, בטווח הקצר-הבינוני עתידה להיות השפעה למלחמת חרבות ברזל על הענף נוכח המצב הגיאופוליטי, מחסור בכוח אדם שמוביל לגידול בהוצאות השכר ועיכובים בביצוע.
- ענף התעשייה לייצור חומרי גלם לבניה וסלילה (כ-20%-25% מהכנסות החברה) מוערך ע"י מידרוג בסיכון ענפי בינוני. המוצרים המיוצרים הינם חומרים לענף הבניה, כגון חומרי מחצבה לסלילת כבישים (מילוי לסוגיו, אגרגטים ואספלט) ובטון, והם מאופיינים בבידול נמוך. חסמי הכניסה בתחום המחצבות יחסית גבוהים, ודורשים השקעות הוןיות משמעותיות. הפעילות מאופיינת בשיעורי רווחיות גולמית יציבים וגבוהים יחסית.
- ענף ייזום נדל"ן למגורים (כ-25%-30% מהכנסות החברה) מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירוג מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על ביקוש להשקעה בדירות מצד משקי בית בשל הביקוש לדירות לשכירות. הביקוש לדירות מגורים עשוי להיות מושפע מגורמים אקסוגניים כגון רגולציה ומדיניות ממשלתית וזאת לצד השפעות שיעורי הריבית והאינפלציה. ברבעון הרביעי של שנת 2022 החלה האטה חדה בהיקף עסקאות דירות למגורים. מלחמת "חרבות ברזל" הביאה להאטה במכירות של דירות חדשות, להורדת מחירי המכירה ולהתארכות והתייקרות הביצוע. להערכת מידרוג, ההאטה בענף צפויה להימשך בטווח הקצר תוך אי ודאות רבה לגבי התפתחות הביקושים בטווח הבינוני עקב המלחמה, מגמת הריבית, שיעור האבטלה והצמיחה הכלכלית.

- החברה הציגה בשנים 2020-2022 + 1-9/2023 רווחיות גולמית ממוצעת של כ-1.2%, כאשר הרווחיות מושפעת לטובה ממגזרי הנדל"ן והתעשייה, תוך שונות בין מגזרי הפעילות השונים. מגזר התשתיות והבניה מאופיין ברווחיות חלשה (שיעור רווח גולמי של כ-6.1% בממוצע ב-2020-2022 + 1-9/2023), וזאת גם כתלות ברמת התחרות הגבוהה השוררת בשוק, טיב הפרויקט, מזמין העבודה ומיקום הפרויקט.
- תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025 מבוסס על ההנחות הבאות: (1) גידול בהכנסות מגזר התשתיות בעקבות התקדמות בפרויקטים הקיימים בצבר, ומנגד ירידה בשיעור הרווח הגולמי במגזר זה עקב תמהיל פרויקטים, והתייקרות התשומות, בעיקר שכ"ע נוכח מחסור בעובדים בענף בעקבות המלחמה. להערכתנו, שיעור הרווח הגולמי במגזר ינוע סביב 5% בשנות התחזית. (2) התקדמות בביצוע ובמכירות של פרויקטים במגזר הנדל"ן, כך שההכנסות תצמחנה ושיעור הרווח הגולמי ינוע סביב 18%-21% עקב הנבת פרויקטים בעלי רווחיות יחסית גבוהה. (3) צמיחה במגזר התעשייה עם פתיחת מפעלי בטון חדשים. להערכתנו, שיעור הרווח הגולמי ינוע סביב 14%-15% בשנים 2024-2025. (4) גידול בהוצאות ההנהלה, כלליות ושיווק עקב גידול בפעילות החברה. (5) גידול בהוצאות המימון ביחס לשנים קודמות, בעיקר במגזר הנדל"ן.
- ע"פ אומדן מידרוג לשנת 2023, היקף ההכנסות המאוחד יעמוד על כ-1,400-1,500 מיליון ₪. שיעור הרווח התפעולי בשנת 2023 ינוע סביב 4.5%-5%, כאשר מגזר התעשייה הושפע לרעה מהמלחמה ברבעון 4. בשנים 2024-2025 להערכתנו היקף ההכנסות ינוע סביב 1,800-1,950 מיליון ₪, לעומת כ-980 מיליון ₪ בממוצע בשנים 2020-2022. להערכתנו, שיעור הרווח הגולמי המאוחד ינוע סביב 11%-12.5% בשנות התחזית. אנו מניחים גידול בהוצאות המכירה, הנהלה וכלליות עקב גידול בפעילות הקבוצה, בעיקר במגזר הנדל"ן. להערכתנו, שיעור הרווח התפעולי יעמוד בטווח של 5%-6% בשנים 2024-2025, זאת לעומת ממוצע של 4.3% בשנים 2020-2022. השיפור נובע בעיקר ממגזר הנדל"ן.
- אלו מביאים ל-EBITDA בטווח של 115-145 מ' ₪ בשנים 2024-2025, למול EBITDA ממוצעת של כ-60 מ' ₪ בשנים 2020-2022. אנו מניחים גידול בהוצאות המימון בשנים 2024-2025 בעקבות גידול בפעילות הנדל"ן אשר כוללת גם תשלום עמלות בגין ערבויות חוק מכר. ה-FFO יעמוד בטווח של 40-45 מ' ₪ בשנת 2023, כאשר שנת 2023 הושפעה לרעה מהמלחמה ברבעון האחרון. בשנות התחזית ה-FFO צפוי לגדול בעקבות תרומת מגזר הנדל"ן ולעמוד בטווח של 55-80 מיליון ₪. אלו לעומת ממוצע של כ-40 מ' ₪ בשנים 2020-2022.
- ה-Capex של החברה (לרבות השקעות הוניות ותשלומי חכירות) להערכתנו יעמוד בשנת 2023 על כ-100 מ' ₪, כאשר בשנת 2023 בוצעו השקעות משמעותיות במגזר התעשייה (לרבות רכישת רכוש קבוע, השקעה במפעלי בטון ואספלט חדשים והשקעה במחצבת דושן). בשנים 2024-2025 להערכתנו ה-Capex יעמוד על כ-40 מ' ₪ בשנה. ה-FFO-Capex צפוי לעמוד בשנת 2023 סביב סכום שלילי של כ-50-60 מ' ₪ לאור ההשקעות הגבוהות שבוצעו בשנה זו, ואילו בשנות התחזית 2024-2025 צפוי להיות חיובי בטווח של 15-35 מ' ₪ בשנה, לאור סכומי Capex נמוכים יותר בשנים אלו והיקף FFO גבוה יותר. אנו מניחים גידול בהון החוזר בשנת 2024 סביב 20-40 מ' ₪, כאשר ההון החוזר מושפע לטובה ממשיכות עודפים והון עצמי בפרויקטי נדל"ן שמסתיימים (אור יהודה ומבשרת), ומנגד מושפע לשלילה מהשקעות הון עצמי בפרויקטי נדל"ן חדשים (השלום וחשמונאים בת ים). בשנת 2025 אנו מניחים גידול נמוך יותר בהון החוזר סביב 10-20 מ' ₪, אשר מושפע ממשיכת עודפים בפרויקט סיגליות והשקעת הון עצמי בשני פרויקטים בחולון. נציין כי צרכי ההון החוזר של החברה הינם תנודתיים ויכולת החיזוי של צרכי ההון החוזר הינה נמוכה ותלויה במרכיבים קשים לחיזוי, בעיקר בקשר עם מגזר הנדל"ן. אנו מניחים חלוקת דיבידנד בסך של 10-15 מ' ₪ בשנה. כל אלו צפויים להביא לתזרים מזומנים חופשי שנתי (FCF) שלילי בשנת 2023 בטווח של 150-170 מ' ₪, ו-FCF מאוזן/שלילי נמוך בשנים 2024-2025.
- החוב הפיננסי ברוטו ב-30.9.2023 עמד על כ-650 מ' ₪ והוא כולל חוב בסך של כ-460 מיליון ₪ בגין פעילות ייזום הנדל"ן למגורים הכוללת רכישת קרקעות בשנים 2019-2021 בראשל"צ, באר שבע ואור יהודה בסך כולל של כ-315 מ' ₪. פעילות התעשייה ופעילות תשתיות ובניה מתאפיינות בהיקפי חוב נמוכים. להערכתנו לאורך שנות התחזית החברה תשמור על היקפי חוב דומים

ואינה צפויה לרדת בחוב. להערכתנו, יחס הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA יעמוד בשנת 2023 סביב 6.0-6.5 ובשנים 2024-2025 ישתפר לטווח של 5.0-6.0, לעומת יחס של 6.3 ב-30.9.2023.² יחס הרווח התפעולי להוצאות מימון יעמוד להערכתנו על טווח של 1.5-2.5 בשנים 2023-2025, לעומת יחס ממוצע של כ-2.1 בשנים 2020-2022.

- הכרית ההונית של החברה הינה צרה ומושפעת לשלילה מהיקפים צרים של רווח נקי אשר החברה מייצרת (כ-22 מ' ש' ממוצע בשנים 2020-2022), כאשר היא גם מחלקת דיבידנד של כ-10-5 מ' ש' בשנה. ב-30.9.2023 לחברה הון עצמי בסך של כ-215 מ' ש' המהווה כ-14.6% בלבד מסך המאזן. יחס המינוף האמור מעיב על הדירוג ומושפע לשלילה גם מרכישת קרקעות אשר מומנה כולה בחוב.
- נזילותה של החברה סבירה ונתמכת ביתרות נזילות של כ-105 מ' ש' ליום 30.9.2023.³ בנוסף, ליום 30.9.2023, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-160 מ' ש' (רובן חתומות). לחברה עומס פרעונות בהיקף של כ-70-65 מ' ש' בכל אחת מהשנים 2024-2025, אשר כוללים בעיקר פרעון אג"ח ב'. החברה עומדת במרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות לטובת ההלוואות הבנקאיות והאג"ח. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 50% מהרווח הנקי, אולם בפועל חילקה פחות מזה בשנים קודמות. לטובת ההלוואות הבנקאיות לז"א משועבדים הנכסים הממומנים בשעבדים ספציפיים.
- מידרוג לקחה בתרחיש הבסיס את אסטרטגיית החברה להיותר בתחומי הליבה, ולשמור על צבר הכנסות בהיקפים דומים בתחום התשתיות והבניה. במגזר הנדל"ן לחברה 25-30 פרויקטי התחדשות עירונית, חלקם לקראת הגשה לוועדה מקומית, ורובם בשלבי תכנון ראשוני שונים.
- בשנים האחרונות החברה מבססת תהליכי בקרה שוטפת על תקציבי ורווחיות הפרויקטים השונים. אלו אמורים לתרום לעמידה בתקציב מול ביצוע בפרויקטים שכאמור חשופים לתנודתיות כחלק מאופיו הפרויקטלי של הענף.
- במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג גילמנו לשלילה סיכון תלות באנשי מפתח שהינם בעלי השליטה, יואל עזריה שמכהן כיו"ר הדירקטוריון וגילי עזריה שמכהן כמנכ"ל ודירקטור, באופן שמעלה את סיכון האשראי של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג בהתאם לתרחיש הבסיס כי החברה תציג יציבות בתוצאותיה התפעוליות ובפרמטרים הפיננסיים.

המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות. בשל חוסר הוודאות למשך המלחמה ולהשלכותיה על המשק הישראלי מידרוג תמשיך לעקוב אחר השלכות אלו.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עיבוי ההון העצמי ושיפור ביחס הון עצמי למאזן.
- שיפור ביחס הכיסוי חוב ל-EBITDA כך שלא יעלה על 4.0 לאורך זמן.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה בשיעורי הרווחיות של החברה לאורך זמן.
- שחיקה ביחס כיסוי חוב ל-EBITDA מעל ל-7.0 לאורך זמן.

² היחס חושב בניכוי מזומנים שהועברו לחברה לרישומים ביום 28.9.2023 בסך של כ-60 מ' ש' ושולמו למחזיקי אג"ח סדרה ב' ב-1.10.2023.

³ ללא מזומנים שהועברו לחברה לרישומים ביום 28.9.2023 בסך של כ-60 מ' ש' ושולמו למחזיקי אג"ח סדרה ב' ב-1.10.2023.

קבוצת אורון אחזקות והשקעות בע"מ (דוחות מאוחדים) - נתונים עיקריים

FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	1-9 2022	1-9 2023	
694	880	877	857	1,207	1,064	1,495	סך הכנסות LTM, במיליוני ₪
0.8%	3.6%	4.6%	2.8%	5.1%	4.3%	4.9%	שיעור רווח תפעולי LTM
0.6	1.7	2.7	1.9	2.7	2.7	1.8	רווח תפעולי / הוצאות מימון נטו LTM
18.0	10.2	8.0	**13.8	5.7	7.4	*6.3	חוב פיננסי ברוטו ל-LTM EBITDA
150	159	168	173	198	196	215	הון עצמי במיליוני ₪
19.8%	16.2%	16.7%	15.4%	16.6%	17.0%	14.6%	הון עצמי לסך מאזן

*היחס חושב בניכוי מזומנים שהועברו לחברה לרישומים ביום 28.9.2023 בסך של כ-60 מ' ₪ ושולמו למחזיקי אג"ח סדרה ב' ב-1.10.2023.

**בשנה זו חל גידול בחוב כתוצאה מרכישת קרקעות במגזר ייזום נדל"ן למגורים, אשר השפיע לשלילה על יחס הכיסוי.

קבוצת אורון אחזקות והשקעות בע"מ (דוחות מאוחדים) - נתוני מגזרי פעילות, במיליוני ₪

FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	1-9 2022	1-9 2023		
335	413	445	547	642	458	554	הכנסות מחיצוניים	תשתיות ובניה
23	19	32	36	34	38	30	רווח גולמי*	
252	362	289	144	325	186	354	הכנסות מחיצוניים	ייזום וביצוע נדל"ן למגורים
16	45	38	14	55	33	68	רווח גולמי*	
107	108	143	166	240	182	206	הכנסות מחיצוניים	תעשייה
12	17	33	34	49	38	34	רווח גולמי*	

*הרווח הגולמי כולל רווח בין מגזרי בסכומים שאינם מהותיים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ענף קבלנות תשתיות ובניה מאופיין בסיכון עסקי גבוה, הממותן מצד סיכון בינוני של ענף התעשייה לייצור חומרי גלם לבניה וסלילה

מידרוג מעריכה את ענף קבלנות תשתיות ובניה כענף פעילות המאופיין בסיכון עסקי גבוה, הנובע מאופיו הפרויקטלי והישענות על זכיה במכרזים וכניסת הזמנות חדשות, באופן המגביל את נראות ההכנסות לאורך זמן, ומגדיל את תנודתיות תזרימי המזומנים לאורך המחזור הכלכלי. הפעילות בענף חשופה לסביבה המאקרו כלכלית בישראל, בדגש על היקף ההשקעות בבינוי, בתשתיות ובנכסים קבועים במשק. בעתות מיתון, התקציבים הממשלתיים עשויים להוות עוגן מממן.

רמת התחרות בענף גבוהה וקיים ביזור של המתחרים, מאפיינים אשר מייצרים לחצים על המרווח הקבלני. ההתקשרות נעשית לפי רוב באמצעות מכרזים. חסמי הכניסה נגזרים לרוב ממורכבות הפרויקט והיקפו, המשפיעים על הצורך בניסיון ומוניטין נצברים, סיווגים קבלניים, ידע הנדסי, יתרונות לגודל, איתנות פיננסית וכדומה. הרווחיות בענף נמוכה יחסית, במידה המגבירה את הסיכון העסקי ודורשת יכולות ניהול ובקרה גבוהות.

ענף קבלנות תשתיות ובניה בישראל הושפע בשנים האחרונות ממספר גורמים, בהם השפעות התפשטות משבר הקורונה שגררו האטה בפעילות הכלכלית, עיכובים בביצוע עבודות ועצירת פרויקטים בין היתר גם בשל עיכובים באישור תקציבים; עיכובים באספקה ועלויות במחירי חומרי גלם בשל השפעת המלחמה בין רוסיה ואוקראינה; מלחמת חרבות ברזל שפרצה באוקטובר 2023 והביאה

לעצירה ועיכובים בפריקטים רבים. להערכתנו, בטווח הקצר-הבינוני עתידה להיות השפעה למלחמת חרבות ברזל על הענף נוכח המצב הגיאופוליטי, מחסור בכוח אדם שמוביל לגידול בהוצאות השכר ועיכובים בביצוע.

ענף הקבלנות לתשתיות בישראל נמצא בשנים האחרונות במגמת צמיחה, כאשר מדי שנה מפרסמת הממשלה את תכנית "תשתית לצמיחה" - תכנית רב שנתית לפיתוח התשתיות במדינה. התכנית לשנים 2023-2027⁴ כוללת פרויקטים רבים להקמת כבישים חדשים, הקמת נתיבי תחבורה ציבורית, הקמת תשתיות רכבות קלות וכבדות ועוד. ההשקעה בענף התשתיות צפוי לעמוד על מאות מיליארדי ₪ בשנים הקרובות, כאשר ההשקעה כוללת גם את הקמת פרויקט המטרו שעלותו מוערכת בכ-150 מיליארד ₪.

הצמיחה בענף מושפעת גם מצמיחת הבינוי בישראל, כאשר ע"פ נתוני בנק ישראל, היקף צמיחת ההשקעה השנתית בנכסים קבועים (ללא אוניות ומטוסים) עמד בשנים 2016-2022 על ממוצע שנתי של כ-5.7%. לאחר שהחלה מלחמת חרבות ברזל, עדכן בנק ישראל את תחזית הצמיחה להשקעה בנכסים קבועים, כך שהאומדן לשנת 2023 הינו 0.5% (חלף 4.5% בתחזית יולי 2023) והתחזית לשנת 2024 הינה שלילית בשיעור 3%. חסמי הכניסה העיקריים לתחום קבלנות התשתיות הם יכולת הנדסית ויכולת ביצוע; ניסיון מוכח, סיווגים מקצועיים רלוונטיים והיקפי פעילות המהווים תנאי סף במכרזים; איתנות פיננסית; ההון האנושי הנדרש לצורך מתן השירותים.

ענף התעשייה לייצור חומרי גלם לבניה וסלילה (כ-20%-25% מהכנסות החברה) מוערך ע"י מידרוג בסיכון ענפי בינוני. המוצרים המיוצרים הינם חומרים לענף הבניה, כגון חומרי מחצבה לסלילת כבישים (מילוי לסוגיו, אגרגטים ואספלט) ובטון, והם מאופיינים בבידול נמוך. חסמי הכניסה בתחום המחצבות גבוהים יחסית, ודורשים השקעות הוניות משמעותיות. הביקוש למוצרי חציבה נמצא במגמת גידול לאורך השנים ועלה מכ-68 מיליון טון בשנת 2015 לכ-80 מיליון טון בשנת 2020⁵, כאשר הביקוש מושפע בין היתר מהגידול באוכלוסייה, גידול במצבת כלי הרכב בישראל והיקף ההשקעות בבינוי ותשתיות. בתחום המחצבות אורך חיי המחצבות הינו מוגבל בהתאם לעתודות של כל מחצבה. מספר המחצבות המוגבל בישראל מייצר תחרות במכרזי מחצבות חדשים, מה שלעיתים מביא למחירי תמלוגים גבוהים. התחרות בתחום הבטון וחומרי גלם נוספים יחסית גבוהה, עם זאת, מוצרים אלו לרוב אינם מיובאים בשל מחירים הנמוך, ועל כן הענף כמעט אינו חשוף לתחרות מחו"ל.

בלימת עליית מחירי הדירות בשנה האחרונה לאור עליית הריבית; השפעת שלילית של המלחמה על הביקושים לדירות בטווח הקצר

ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדיור 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 לפריפריה. 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, כתלות גם באזורי הפעילות.

החל מינואר 2021, שוק הדיור הישראלי חווה זינוק חריג במחירי הדירות, אך העליה נבלמה ברבעון האחרון של שנת 2022 בעקבות הצעד הייזום שנקט בנק ישראל להעלאת הריבית.

⁴ ממשלת ישראל - תכנית תשתית לצמיחה 2023.

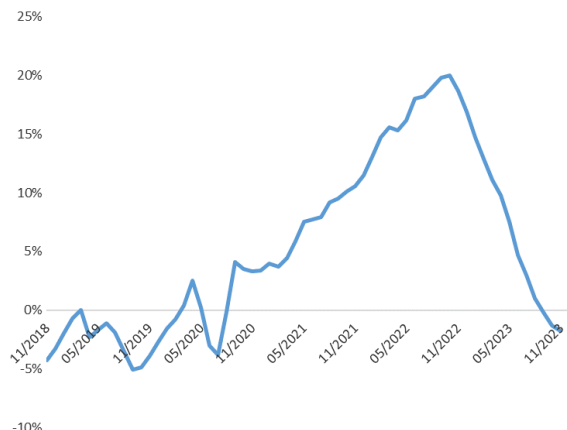
⁵ נתוני בנק ישראל, תחזית מאקרו כלכלית.

⁶ עדכון תחזית ביקוש לחומרי חציבה בישראל עד לשנת 2040 - הוכן עבור משרד האנרגיה ע"י א. חפץ ושות'.

תרשים 1: מכירות דירות חדשות בשנים 2017-2023



תרשים 2: אחוז שינוי שנתי במחירי דירות חדשות



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

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

ענף הייזום למגורים ניצב בפני סיכון גבוה יחסית בטווח הקצר, בשל ההאטה החדה ברכישת דירות חדשות בתקופת המלחמה ובעקבותיה, אתגרים תפעוליים וברקע התייקרות עלויות המימון שהחלה בשנת 2022. מידרוג מעריכה כי המלחמה תוביל בטווח הקצר לבלימה חדה בהיקף רכישת דירות, ובפרט דירות חדשות וזאת על רקע סנטימנט צרכני שלילי, אי-ודאות כלכלית וחששות ביטחוניים.

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 עולות ומכבידות על הפרופיל הפיננסי ויחס כיסוי הריבית בפרט. אין ודאות רבה לגבי התפתחות הביקושים בטווח הבינוני עקב המלחמה, מגמת הריבית, שיעור האבטלה והצמיחה הכלכלית.

מעמד עסקי מבוסס בתחום קבלנות תשתיות, לצד מגזר ייזום נדל"ן למגורים ומגזר התעשייה התורמים לסינרגיה ולמיצוב העסקי של החברה

אורון פועלת בשלושה מגזרי פעילות: המגזר העיקרי - תשתיות ובניה (כ-50%-60% מהכנסות החברה), ייזום וביצוע נדל"ן למגורים (כ-25%-30% מהכנסות החברה) ומגזר התעשייה (כ-20%-25% מההכנסות).

לחברה מעמד מבוסס בתחום קבלנות התשתיות והיא מחזיקה בסיווגים הקבלניים הדרושים בהיקף "בלתי מוגבל" לביצוע עבודות בהיקפים גבוהים מאוד, כגון פרויקט הרחבת כביש 6 בהיקף של 810 מ' ש, פרויקט כביש 60 בהיקף של כ-400 מ' ש ופרויקט כביש 41 בהיקף של כ-330 מ' ש. החברה פועלת כקבלן ראשי עבור הלקוח הסופי ומעסיקה קבלני משנה. בתחום הקבלנות הפרויקטים הינם פרויקטי סלילת כבישים, הקמת גשרים ותשתיות. מזמיני העבודה הינם חברות ממשלתיות כגון נתיבי ישראל, נמלי ישראל, רשויות מקומיות וכדומה.

צבר ההזמנות במגזר התשתיות והבניה עמד על כ-2.5 מיליארד ש"ח ליום 30.9.2023, לעומת כ-1.7 מיליארד ש"ח ב-31.12.2022 - עליה הנובעת בעיקרה מזכייה במכרז להרחבת כביש 6 בהיקף של 810 מיליון ש"ח, והגידול בשנת 2023 הוא בהמשך למגמת הגידול בצבר בשנים האחרונות (ב-31.12.2018 הצבר עמד על כ-470 מיליון ש"ח). הגידול המתמשך בצבר תורם למעמדה העסקי של החברה. יחס

הצבר להכנסות ב-30.9.2023 עמד על כ-72.5, יחס יציב התומך בנראות הכנסות החברה בטווח הקצר והבינוני. לאורך זמן אנו מניחים כי היקף הצבר יהיה נמוך מ-2 מיליארד ₪. לחברה ריכוזיות פרויקטים, כאשר להערכתנו בשנת 2024 ושנת 2025 כ-25% מהכנסות מגזר התשתיות (כ-12% מכלל ההכנסות במאוחד) ינבעו ממספר מצומצם של פרויקטים. החברה ממתנת תלות זו נוכח פיזור ההכנסות על פני שלושה מגזרים וכן ניסיון וותק משמעותי בענף התשתיות.

היקף הכנסות החברה במגזר התשתיות נמצא בצמיחה בשנים האחרונות והוא עלה מסך של כ-413 מ' ₪ בשנת 2019 לכ-738 מ' ₪ ב-12 החודשים הראשונים שהסתיימו ב-30.9.2023. בשנים 2024-2025 צפויה צמיחה נוספת בהתאם לפרויקטים הקיימים כיום בצבר. להערכת מידרוג, הכנסות החברה במגזר תעמודנה בטווח של 700-720 מיליון ₪ בשנת 2023 ו-850-950 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2024-2025. בשנים האחרונות החברה סיימה מספר פרויקטים גדולים, כגון כביש 1 - 604 מ' ₪ (שני פרויקטי תכנון וביצוע - פיתוח כביש הכניסה לירושלים באמצעות הוספת נתיב שלישי, בניית מנהרה וגשר), כביש 65 (הסדרת קטע הכביש לדרך ראשית) - 288 מ' ₪ וכביש 859 עוקף נהריה (הקמת כביש חדש באורך 8.5 ק"מ ובניית גשרים) - 157 מ' ₪. הפרויקטים הצפויים להיות בביצוע בשנים 2024-2025 כוללים את פרויקט כביש 6 כאמור לעיל, פרויקט כביש 60 (סלילת כביש באורך 4 ק"מ, כולל כריית מנהרה ובניית גשרים) - כ-400 מ' ₪, כביש 41 (חידוש והרחבת הכביש, בניית מחלפים וגשרים) - כ-330 מ' ₪ וכביש 71 (סלילת כביש באורך 12 ק"מ, כולל הפרדות מפלסיות וגשרים) - כ-280 מ' ₪.

בתחום ייזום וביצוע נדל"ן למגורים לחברה 9 פרויקטים הכוללים כ-1,700 יח"ד (חלק החברה), מתוכם כיום חמישה בביצוע (כ-1,230 יח"ד) וארבעה בתכנון (כ-450 יח"ד) לקראת קבלת היתר בניה והביצוע שלהם צפוי להתחיל בסוף שנת 2024 ותחילת 2025. מרבית הפרויקטים ממוקמים באזור המרכז - ת"א, בת ים, חולון, ראש"צ ואור יהודה, וחלק מיח"ד שמוכרת החברה הינן במסגרת מחיר למשתכן. הפרויקטים במבשרת ציון ואור יהודה הינם בשלב מתקדם וצפויים להסתיים בשנת 2024. ביום 30.9.2023 שיעור הביצוע הממוצע עמד על כ-40% ושיעור המכירות הממוצע עמד על כ-58%. ההכנסות בתחום הייזום תנודתיות יחסית ועמדו על כ-250 מיליון ₪ בממוצע בשנים 2020-2022 וכ-355 מ' ₪ ב-9 החודשים הראשונים בשנת 2023. לאור התקדמות בביצוע ובמכירות של הפרויקטים הקיימים, להערכת מידרוג, היקף ההכנסות במגזר בשנת 2023 ינוע סביב 500 מיליון ₪. להערכתנו, לחברה חשיפה לפרויקט בראש"צ (ביום 30.9.2023 שיעור מכירות 47% ושיעור ביצוע 13%) אשר צפוי להוות מרכיב משמעותי מההכנסות הצפויות במגזר בשנת 2024 לאור התקדמות בביצוע ובמכירות בפרויקט זה. גם הפרויקט באור יהודה (ביום 30.9.2023 שיעור מכירות 75% ושיעור ביצוע 82%) צפוי להוות מרכיב מרכזי בהכנסות שנת 2024 והוא צפוי להסתיים בשנה זו. להערכתנו, בשנת 2024 היקף ההכנסות ינוע בטווח של 700-730 מיליון ₪. בשנת 2025 הפרויקטים בראש"צ וגבעת אולגה (ביום 30.9.2023 שיעור מכירות 47% ושיעור ביצוע 3%) צפויים להוות מרכיב משמעותי מההכנסות ולהערכתנו ההכנסות במגזר יעמדו בטווח של 600-630 מ' ₪ ב-2025.

בהערכת היקף ההכנסות העתידי מידרוג הביאה בחשבון תרחישי רגישות בעיקר ביחס לתקופת המכירה שתהיה ארוכה מתקופת הביצוע, אפשרות לעיכובים בתחילת הביצוע של פרויקטים חדשים ובמשך ביצועם, וכן ביחס למחירי המכירה ולעלויות הביצוע. תרחישי הרגישות נלקחו על רקע ההאטה בשוק הדיור שהחלה עם עליית הריבית בחציון הראשון של שנת 2022 והן ברקע השלכות שליליות של המלחמה על קצב המכירות החדשות לאור סנטימנט צרכני שלילי, אי ודאות כלכלית וחששות ביטחוניים.

לחברה כ-25-30 פרויקטי התחדשות עירונית בצבר בהיקף יח"ד כולל של כ-7,000, חלקם לקראת הגשה לוועדה מקומית, ורובם בשלבי תכנון ראשוני שונים. פרויקטים אלו לא נלקחו בתחזיות מידרוג לאור השלבים הראשוניים בהם הם מצויים. אסטרטגיית החברה בתחום ייזום הנדל"ן מבוססת בעיקרה על פרויקטי התחדשות עירונית, המאופיינים בפרק זמן ארוך ותשומות רבות עד להוצאת הפרויקט לדרך. מנגד, פרויקטים אלו אינם מרתקים חוב גבוה בנין עלויות הקרקע. להערכת החברה, רכישות קרקעות בהיקף משמעותי כפי שבוצעו בעבר לא צפויות בטווח התחזיתי.

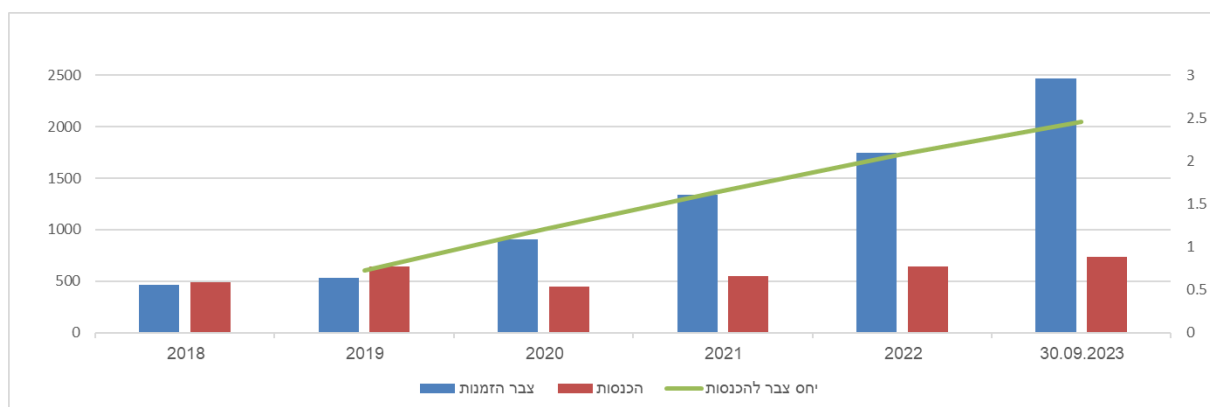
במגזר התעשייה לחברה שישה מפעלי בטון פעילים, שני מפעלי בטון נוספים שהחלו לפעול בשנת 2024 ושלושה מפעלים נוספים בשלבי תכנון. החברה מחזיקה במחצבה פעילה במיתרים ובמחצבה נוספת בדושן, בשותפות עם מחצבות כנרת (מוחזקת 50%) אשר נמצאת בהקמה. בנוסף, מחזיקה החברה בשני מפעלי אספלט (אחד מהם במסגרת השותפות עם מחצבות כנרת). הבידול בתחום

⁷ צבר ל-30.9.2022 ביחס להכנסות בשנה העוקבת (12 חודשים שהסתיימו ב-30.9.2023).

התעשייה נמוך יחסית מאחר ומדובר בחומרי גלם לבניה, אולם נראות ההכנסות במגזר זה יחסית גבוהה ותורמת למיצוב העסקי. היקף ההכנסות במגזר עלה מכ-160 מ' ש ב-2020 לכ-317 מ' ש ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30.9.2023. להערכת מידרוג, היקף ההכנסות בשנת 2023 כולה יעמוד סביב 280-300 מ' ש, כאשר הרבעון האחרון הושפע לרעה מהמלחמה. היקף ההכנסות צפוי להערכתנו לגדול בשנים 2024-2025 לטווח של 315-350 מ' ש, כאשר חלק מהגידול נובע מתרומת מפעלי הבטון החדשים בחצב, פארק אריאל שרון וקריית גת. בשנת 2024 החברה צפויה להתחיל להפעיל את מחצבת דושן בצפון (מפעל האספלט הממוקם ליד מחצבה זו החל לפעול ב-2023), כאשר היא מוחזקת בשותפות של 50% עם קיבוץ כנרת⁸. המחצבה ומפעל האספלט בצפון צפויים להרחיב את היקף פעילות הקבוצה באזור הצפון, גם בתחום התשתיות והבניה, כאשר כיום פעילות רבה מבוצעת באזור הדרום והמרכז.

גיוון הפעילויות של החברה על פני שלושה מגזרי פעילות שביניהם קיימת סינרגיה תורם למיצוב העסקי - מגזר התעשייה מוכר למגזרים האחרים, ובמגזר הנדל"ן למגזרים החברה מבצעת בעצמה את פרויקטים, מה שמאפשר לה שליטה טובה יותר בביצוע וכן צמצום עלויות בגין קבלני משנה. כמו כן, הדירוג מושפע לחיוב מהיקף פעילות הכולל של החברה אשר עמד על כ-1.5 מיליארד ש ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30.9.2023, ובשנות התחזית יאמד לטווח של כ-1,400-1,500 מ' ש ב-2023 וטווח של 1,800-1,950 מ' ש בשנים 2024-2025. אלו לעומת כ-980 מיליון ש במומצע בשנים 2020-2022. החברה מרחיבה את פעילותה בכלל המגזרים, כך שצפוי גידול בהכנסותיה בשנים הקרובות, מה שעשוי לתרום למיצובה העסקי.

תרשים 3: צבר פרויקטים, הכנסות ויחס צבר להכנסות במגזר התשתיות והבניה בשנים 2018-2023, במיליוני ש



* ב-30.9.2023 מוצגות ההכנסות ב-12 החודשים האחרונים עד למועד זה.

גידול בפעילות מגזר הנדל"ן צפוי להביא לשיפור בשיעור הרווחיות התפעולית בשנות התחזית

תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2024-2025 מבוסס על ההנחות הבאות: (1) גידול בהכנסות מגזר התשתיות בעקבות התקדמות בפרויקטים הקיימים בצבר, ומנגד ירידה בשיעור הרווח הגולמי במגזר זה עקב תמהיל פרויקטים, והתייקרות התשומות, בעיקר שכ"ע נוכח מחסור בעובדים בענף בעקבות המלחמה. להערכתנו, שיעור הרווח הגולמי במגזר ינוע סביב 5% בשנות התחזית. (2) התקדמות בביצוע ובמכירות של פרויקטים במגזר הנדל"ן, כך שההכנסות תצמחנה ושיעור הרווח הגולמי ינוע סביב 18%-21% עקב הנבת פרויקטים בעלי רווחיות יחסית גבוהה. (3) צמיחה במגזר התעשייה עם פתיחת מפעלי בטון חדשים. להערכתנו, שיעור הרווח הגולמי ינוע סביב 14%-15% בשנים 2024-2025. (4) גידול בהוצאות ההנהלה, כלליות ושיווק עקב גידול בפעילות החברה. (5) גידול בהוצאות המימון ביחס לשנים קודמות, בעיקר במגזר הנדל"ן.

⁸ בדוחות הכספיים של אורון רשומה כחברה כלולה.

ע"פ אומדן מידרוג לשנת 2023, היקף ההכנסות המאוחד יעמוד על כ-1,400-1,500 מיליון ₪. שיעור הרווח התפעולי בשנת 2023 ינוע סביב 4.5%-5%, כאשר מגזר התעשייה הושפע לרעה מהמלחמה ברבעון 4.

החברה הציגה בשנים 2020-2022 + 1-9/2023 רווחיות גולמית ממוצעת של כ-11.2%, כאשר הרווחיות מושפעת לטובה ממגזרי הנדל"ן והתעשייה. מגזר התשתיות הציג בשנים 2020-2022 + 1-9/2023 רווחיות גולמית ממוצעת של כ-6.1%, כאשר מגזר זה מאופיין ברווחיות יחסית נמוכה, גם בחברות בקבוצת ההשוואה.

הרווחיות הגולמית של מגזר ייזום וביצוע נדל"ן למגורים היתה תנודתית בשנים האחרונות. בשנת 2020 הסתיימו שני פרויקטים - Concept במגדל העמק ורמות קוטג'ים בבאר שבע - אשר אופיינו ברווחיות גולמית נמוכה יחסית בשנה זו של כ-4%. בשנת 2021 הסתיימו פרויקט סיגליות⁹ (מחיר למשתכן) בבאר שבע שרווחיותו הגולמית היתה כ-14%. בשנים 2020-2021 הרווחיות הממוצעת במגזר עמדה על כ-11.6% ובשנת 2022 עלתה לכ-17% לאור הגידול במספר הפרויקטים בביצוע והתקדמות במכירות וביצוע בפרויקטים אור יהודה ומבשרת ציון. ב-1-9/2023 הרווחיות עלתה לכ-19% עקב המשך התקדמות בפרויקטים בהם הרווחיות גבוהה יחסית. נכון ל-30.9.2023 היקף היח"ד שטרם נמכר בפרויקטים בביצוע עמד על 508 מתוך 1,230 יח"ד. במהלך רבעון 4 2023 חלה עצירה במכירת דירות חדשות בישראל בעקבות המלחמה, אולם החברה מכרה ברבעון זה כ-100 יח"ד, רובן "מחיר למשתכן" בפרויקט ראשל"צ.

אנו צופים כי מגזר הנדל"ן ימשיך להציג רווחיות גבוהה יחסית ב-2024-2025 סביב 18%-21% בממוצע. הרווחיות בשנות התחזית מושפעת לטובה מהפרויקטים במבשרת (211 יח"ד, ליום 30.9.2023 שיעור מכירות 93% ושיעור ביצוע 78%) וגבעת אולגה (238 יח"ד - חלק החברה, ליום 30.9.2023 שיעור מכירות 47% ושיעור ביצוע 3%) אשר רווחיותם גבוהה יחסית, והפרויקט בגבעת אולגה אמור לתרום בשנת 2025 חלק משמעותי מהרווח הגולמי המגזרי. ארבעת הפרויקטים שכיום בתכנון בהיקף כולל של כ-710 יח"ד (השלום, חשמונאים בת ים, חנקין חולון וביאליק חולון) צפויים להתחיל בביצוע בסוף 2024 ותחילת 2025 ולהערכתנו יתרמו כ-20%-25% מהרווח המגזרי ב-2025. הרווחיות הגולמית במגזר מושפעת לטובה מהיותה קבלן הביצוע בפרויקטים שהיא מבצעת (באמצעות חברת "המגורים (ב.ר.) בע"מ"), מה שמאפשר לה חסכון משמעותי בעלויות.

מגזר התעשייה הציג בשנים 2021-2022 שיעור רווח גולמי של כ-16%-17%, כאשר ב-1-9/2023 חלה ירידה ברווחיות לכ-13.8% בעקבות שינוי בתמהיל המוצרים שנמכרו וכן גידול בתמלוגים שהביא לשיעורי רווחיות נמוכים יותר בגין חומרי הגלם שנמכרו. בתחילת שנת 2024 החברה פתחה שני מפעלי בטון חדשים בחצב וקרית גת, אלו בנוסף למפעל בפארק אריאל שרון שנפתח בסוף 2023. אנו מניחים שיפור ברווחיות הגולמית בשנים 2024-2025 כך שתתייצב סביב 14%-15%.

להערכתנו, הרווח הגולמי המאוחד ינוע סביב 155-165 מ' ₪ בשנת 2023 (שיעור של כ-11%-11.5%), וסביב 200-230 מ' ₪ בשנים 2024-2025 (שיעור 11%-12%). בשנות התחזית אנו מניחים גידול בהוצאות המכירה, הנהלה וכלליות עקב גידול בפעילות הקבוצה, בעיקר במגזר הנדל"ן. להערכתנו, שיעור הרווח התפעולי בשנת 2023 ינוע סביב 4.5%-5% ובשנים 2024-2025 יעמוד בטווח של 5%-6%, זאת לעומת ממוצע של 4.3% בשנים 2020-2022. השיפור נובע בעיקר ממגזר הנדל"ן.

גידול צפוי ב-EBITDA וב-FFO בעקבות תרומת מגזר הנדל"ן; יחס הון עצמי למאזן בולט לשלילה

במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מעריכים כי הרווח התפעולי מנוטרל פחת והפחתות (EBITDA) יעמוד בטווח של 90-95 מ' ₪ בשנת 2023, ובטווח של 115-145 מ' ₪ בשנים 2024-2025, למול EBITDA של כ-78 מ' ₪ בשנת 2022. אנו מניחים גידול בהוצאות המימון בשנים 2024-2025 בעקבות גידול בפעילות הנדל"ן אשר כוללת גם תשלום עמלות בגין ערבויות חוק מכר. מרכיב גבוה של הוצאות מימון בהיקף של כ-40-45 מ' ₪ מעיב על התוצאות כך שה-FFO של החברה יעמוד להערכתנו בטווח של 40-45 מ' ₪ בשנת 2023, כאשר שנת 2023 הושפעה לרעה מהמלחמה ברבעון האחרון. בשנות התחזית ה-FFO צפוי לגדול בעקבות תרומת מגזר הנדל"ן ולעמוד בטווח של 55-80 מיליון ₪, אלו לעומת ממוצע של כ-40 מ' ₪ בשנים 2020-2022.

⁹ הפרויקט הראשון שבוצעה החברה בשכונת סיגליות בבאר שבע. כיום פרויקט סיגליות ב' (מכירה לשוק החופשי בלבד) נמצא בביצוע.

ה-Capex של החברה (לרבות השקעות הוניות ותשלומי חכירות) להערכתנו יעמוד בשנת 2023 על כ-100 מ' ש, כאשר בשנת 2023 בוצעו השקעות משמעותיות במגזר התעשייה (לרבות רכישת רכוש קבוע, השקעה במפעלי בטון ואספלט חדשים והשקעה במחצבת דושן). בשנים 2024-2025 להערכתנו ה-Capex יעמוד על כ-40 מ' ש בשנה. ה-FFO-Capex צפוי לעמוד בשנת 2023 סביב סכום שלילי של כ-50-60 מ' ש לאור ההשקעות הגבוהות שבוצעו בשנה זו, ואילו בשנות התחזית 2024-2025 צפוי להיות חיובי בטווח של 15-35 מ' ש בשנה, לאור סכומי Capex נמוכים יותר בשנים אלו והיקף FFO גבוה יותר.

אנו מניחים גידול בהון החוזר בשנת 2024 סביב 20-40 מ' ש, כאשר ההון החוזר מושפע לטובה ממשיכות עודפים והון עצמי בפרויקטי נדל"ן שמסתיימים (אור יהודה ומבשרת), ומנגד מושפע לשלילה מהשקעות הון עצמי בפרויקטי נדל"ן חדשים (השלום וחשמונאים בת ים). בשנת 2025 אנו מניחים גידול נמוך יותר בהון החוזר סביב 10-20 מ' ש, אשר מושפע ממשיכות עודפים בפרויקט סיגליות והשקעת הון עצמי בשני פרויקטים בחולון. נציין כי צרכי ההון החוזר של החברה הינם תנודתיים ויכולת החיזוי של צרכי ההון החוזר הינה נמוכה ותלויה במרכיבים קשים לחיזוי, בעיקר בקשר עם מגזר הנדלן.

אנו מניחים חלוקת דיבידנד בסך של 10-15 מ' ש בשנה. כל אלו צפויים להביא לתזרים מזומנים חופשי שנתי (FCF) שלילי בשנת 2023 בטווח של 150-170 מ' ש, ו-FCF מאוזן/שלילי נמוך בשנים 2024-2025.

החוב הפיננסי ברוטו ב-30.9.2023 עמד על כ-650 מ' ש, מתוכו כ-350 מ' ש אשראי בנקאי, כ-276 מ' ש אג"ח וכ-25 מ' ש חכירות. מתוך החוב, מרבית החוב (כ-460 מ' ש) מיוחס למגזר הנדל"ן ושימוש למימון הקרקעות בראשל"צ, באר שבע ואור יהודה שנרכשו בסך כולל של כ-315 מ' ש בשנים 2019-2021. פעילות התעשייה ופעילות הפרויקטים והתשתיות מתאפיינות בהיקפי חוב נמוכים. בשנת 2023 התזרים השלילי מוסך באמצעות הנפקת אג"ח והגדלת אשראי בנקאי, כך שחל גידול בחוב בשנה זו. להערכתנו לאורך שנות התחזית החברה תשמור על היקפי חוב דומים ואינה צפויה לרדת בחוב.

להערכתנו, יחס הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA יעמוד בשנת 2023 סביב 6.0-6.5 ובשנים 2024-2025 ישתפר לטווח של 5.0-6.0, לעומת יחס של 6.3 ב-30.9.2023¹⁰. יחס הרווח התפעולי להוצאות מימון יעמוד להערכתנו על טווח של 1.5-2.5 בשנים 2023-2025, בדומה ליחס ממוצע של כ-2.1 בשנים 2020-2022.

הכרית ההונית של החברה הינה צרה ומושפעת לשלילה מהיקפים צרים של רווח נקי אשר החברה מייצרת (כ-22 מ' ש ממוצע בשנים 2020-2022), כאשר היא גם מחלקת דיבידנד של כ-5-10 מ' ש בשנה. ב-30.9.2023 לחברה הון עצמי בסך של כ-215 מ' ש המהווה כ-14.6% בלבד מסך המאזן. יחס המינוף האמור מעיב על הדירוג ומושפע לשלילה גם מרכישת קרקעות אשר מומנה כולה בחוב.

נזילות החברה סבירה ונתמכת ביתרות מזומנים, שמירה על מזומנים בגובה שירות אג"ח של שנה אחת ומסגרות אשראי בנקאיות חתומות

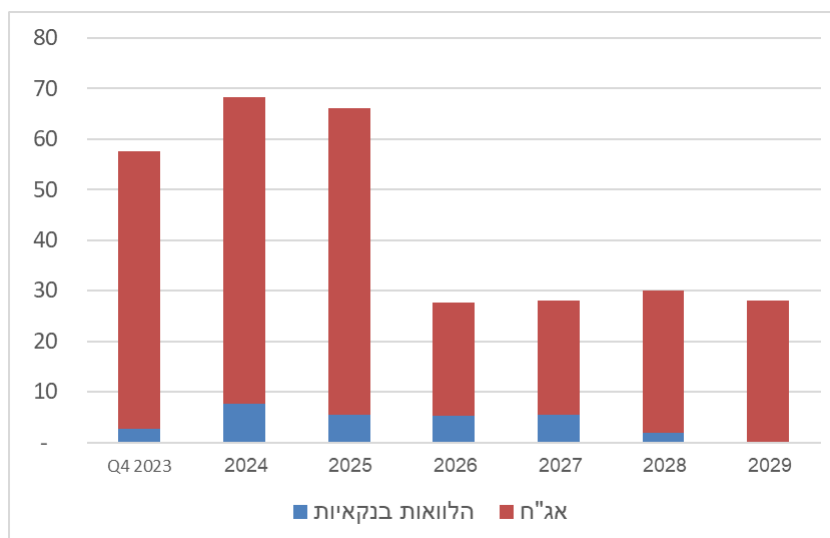
נזילותה של החברה סבירה ונתמכת ביתרות נזילות של כ-105 מ' ש ליום 30.9.2023¹¹. בנוסף, ליום 30.9.2023, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-160 מ' ש (רובן חתומות). לחברה עומס פרעונות בהיקף של כ-65-70 מ' ש בכל אחת מהשנים 2024-2025, אשר כוללים בעיקר פרעון אג"ח.

החברה עומדת במרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות לטובת ההלוואות הבנקאיות והאג"ח. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 50% מהרווח הנקי, אולם בפועל חילקה פחות מזה בשנים קודמות. לטובת ההלוואות הבנקאיות משועבדים נכסים בשעבודים ספציפיים.

¹⁰ היחס חושב בניכוי מזומנים שהועברו לחברה לרישומים ביום 28.9.2023 בסך של כ-60 מ' ש ושולמו למחזיקי אג"ח סדרה ב' ב-1.10.2023.

¹¹ ללא מזומנים שהועברו לחברה לרישומים ביום 28.9.2023 בסך של כ-60 מ' ש ושולמו למחזיקי אג"ח סדרה ב' ב-1.10.2023.

תרשים 4: לוח סילוקין אג"ח והלוואות בנקאיות לז"א ליום 30.9.2023, במיליוני ₪



שיקולים נוספים לדירוג

תלות באנשי מפתח מעלה את הסיכון העסקי

להערכתנו קיימת תלות באנשי מפתח שהינם בעלי השליטה, יואל עזריה שמכהן כיו"ר הדירקטוריון וגילי עזריה שמכהן כמנכ"ל ודירקטור, באופן שמעלה את סיכון האשראי של החברה, ואשר גולם לשלילה בדירוג.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

מידרוג בוחנת את השפעתם של גורמים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי בעת הערכת איכות האשראי של החברות (שיקולי ESG). להערכת מידרוג, שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג אורן. ענף הקבלנות חשוף במידה מסוימת לסיכונים הקשורים לבטיחות העובדים באתרי בניה, סיכונים משפטיים וסיכונים מוניטין הכרוכים בכך.

מידרוג מניחה חשיפה מסוימת לסיכונים ממשל תאגידי, כאשר סיכון תלות באנשי מפתח גולם בשיקולים הנוספים כאמור לעיל.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2023			
ניקוד	מדידה ^[1]	ניקוד	מדידה ^[1]	פרמטרים	קטגוריה
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
A.il	1,800-1,950 מ' ש	A.il	1,495 מ' ש	היקף הכנסות LTM	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	מעמד עסקי	
A.il	6.0%-5.0%	A.il	4.9%	שיעור רווח תפעולי LTM	רווחיות
Baa.il	17%-15%	Baa.il	14.6%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Baa.il	5.0-6.0	A.il	6.3 ^[2]	חוב / EBITDA LTM	
Baa.il	1.5-2.5	Baa.il	1.8	רווח תפעולי / הוצאות מימון LTM	
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.

[2] היחס חושב בניכוי מזומנים שהועברו לחברה לרישומים ביום 28.9.2023 בסך של כ-60 מ' ש ושולמו למחזיקי אג"ח סדרה ב' ב-1.10.2023.

דוחות קשורים

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, דצמבר 2022](#)

[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](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - אוקטובר 2023](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:

25.02.2024

שם יוזם הדירוג:

קבוצת אורון אחזקות והשקעות בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

קבוצת אורון אחזקות והשקעות 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 וליסיוני 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>