

מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ

מעקב | יוני 2023

אנשי קשר:

גיל רז
אנליסט, מעריך דירוג ראשי
gil.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרות חוב (סדרה 7) שהנפיקה מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ (להלן: "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לשלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

- ענף ייזום נדל"ן למגורים מתבסס על ביקושים יציבים יחסית לדירור מצד משקי בית בישראל לאורך זמן. ביקושים אלו נשענים על צמיחת האוכלוסייה וכן על השקעה בדירות מצד משקי בית בשל הביקוש לדירות לשכירות. יציבות הביקושים משתנה בין אזורי המרכז לאזורי הפריפריה. היצע קרקעות זמינות לבנייה בישראל באזורי הביקוש מצוי במחסור מתמשך, המוביל לעודפי ביקוש ולעלייה במחירי הדירות לאורך זמן. להערכת מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך של המקרקעין, המעלה את חשיפת המכירות והרווח לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים לטווח הבינוני והארוך, כתלות גם באזורי הפעילות. בעת האחרונה הביקוש מושפע בעיקר מריבית בנק ישראל אשר עלתה בחדות והובילה להאטה משמעותית בהיקף מכירת יח"ד, לגידול במלאי דירות חדשות למכירה ולבלימת העלייה במחירי הדירות.
- היקף פעילות מצומצם ופיזור חלש משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי. ליום 31.03.2023, לחברה 3 פרויקטים בהקמה בלבד, בהיקף כ- 509 יח"ד. להערכת מידרוג, מיעוט הפרויקטים בביצוע חושף את החברה לאתגרים תזרימיים, כך שעוכב בפרויקטים עלול להוביל לעיכוב בחילוצי הון ועודפים המהווים חלק ניכר ממקורותיה התזרימיים של החברה. מידרוג הביאה בחשבון את יכולת החברה לגשר על פערים תזרימיים, בין היתר, באמצעות מימון מחדש של נכס מניב בגבעת שאול אשר נמצא בשיעור מימון נמוך (LTV של 21%). בנוסף, לחברה קרקעות לא ממומנות כגון רמלה (מגורים, מסחר ומשרדים) ובית שמש (מסחר).
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה צפויה להגדיל את היקף המכירות בפרויקטים בבית שמש ובצומת בייט, וכן להתקדם במכירות ובביצוע בפרויקט אביב בנרקיסים ראש"צ, ועדיין היקף החוזים החדשים שאנו מעריכים בשנת 2023 נמוך ביחס לשנת 2022 בהתחשב בהאטה החריפה בשוק הדירור. בהתאם להנחות אלו, היקף הכנסות מפעילות ייזום צפוי לגדול לרמה של 320-450 מ' ש לשנה בשנים 2023-2024 בהשוואה לטווח של 160-200 מ' ש לשנה בשנים 2020-2021.
- להערכת מידרוג, הרווחיות הגולמית הממוצעת מפעילות היזום למגורים (ללא עלויות מימון) צפוי להסתכם בטווח של 21%-19%, שיעור ההולם את הדירוג. ליחס זה תורם פרויקט צומת בייט בניין 3 עם רווחיות גולמית של כ- 36% (בנטרול עלויות מימון) ולעומתו פרויקט אביב בנרקיסים עם רווחיות גולמית של 12.5% והיקף הכנסות המהווה כ- 60% מהכנסות החברה.
- מלבד פעילות היזום לחברה שני נכסי נדל"ן מניב בירושלים למסחר ותעשייה, אשר נכון ל-31.12.2022 מייצרים NOI של כ- 10.8 מ' ש לשנה. שיעור התפוסה ליום 31.03.2023 עמד על 80% בנכס בגבעת שאול, ולהערכת החברה צפוי לעלות ל- 91% בשנת 2024 עם התווספות שוכר חדש שעומו נחתם הסכם שכירות, ועל 96% בנכס "חלון לירושלים" באגריפס.
- יחס המינוף בולטים לחיוב לרמת הדירוג ותומך בפרופיל הפיננסי של החברה. ליום 31.03.2023, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה נאמד בכ- 53%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לעלות במהלך שנת 2023 לטווח של 55%-57% לאור צורכי השקעת הון עצמי בפרויקטים בביצוע, קידום פרויקטים בתכנון וכן הנחה לרכישת קרקע. במהלך שנת 2024 יחס המינוף צפוי להשתפר לטווח של 50%-55% עם הבשלת הפרויקטים בביצוע והכרה ברווחים.

- יחס EBIT להוצאות מימון מותאם עמד על כ- 2.3 בשנת 2022 ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי להשתפר ולנוע בטווח של 2.0-3.5 בשנים 2023-2024 באופן אשר הולם לרמת הדירוג. עיקר השיפור הצפוי ביחס הכיסוי נובע מגידול בהיקף ההכנסות בטווח התחזית וכתוצאה מכך גם בהיקף ה-EBIT, למרות הגידול בהיקף הוצאות הריבית, כתוצאה עליית ריבית בנק ישראל, לרמה ממוצעת של 25-30 מ' ש.
- חוסר מדיניות מוגדרת של שמירת מזומנים משמעותית בקופה משליכה לשלילה על הערכת המדיניות הפיננסית של החברה. מעבר לכך, מידרוג מניחה כי הסבירות לעסקאות ממונפות אשר ישליכו על הפרופיל הפיננסי של החברה הינה נמוכה-בינונית, גורם חיובי בהערכת המדיניות הפיננסית.
- לחברה לא צפויים תשלומי קרן אג"ח עד ספטמבר 2024, בה יחול התשלום הראשון של סדרה 7 בסך 25 מ' ש. להערכת מידרוג, המקור העיקרי לפרעון קרן האג"ח הקרובה הינם עודפים הצפויים לחברה משלושת הפרויקטים בביצוע אשר יסתיימו במהלך שנת 2024 בהיקף של 150-200 מ' ש.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, הכנסות מהתקדמות צבר הפרויקטים בביצוע ובתכנון, הכנסות ממכירת יחידות דיור שבמלאי (מפרויקטים שהקמתם הושלמה), הכנסות שוטפות מנכסים מניבים, פירעונות הלוואות בנקאיות יחד עם נטילת אשראי נוסף. כמו כן, להערכת מידרוג, רכישת קרקעות חדשות לייזום מותנית בגיוס מקורות על ידי החברה כגון הנפקת אג"ח. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, קצב מכירות יח"ד בפרויקטים בביצוע, קצב התקדמות הפרויקטים והיקף ההשקעות הצפויות.

שיקולים נוספים לדירוג

מידרוג הביאה לשלילה במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג את מיעוט פרויקטים בביצוע, אשר חושף את החברה לאתגרים תזרימיים, כך שכל פרויקט שמתעכב עלול להשליך לשלילה על תזרימי המזומנים של החברה ועל מצב נזילותה. בנוסף צבר הקרקעות הנמוך של החברה, מעיב על המשכיות היקף הפעילות ותזרימי המזומנים ביחס לשנים האחרונות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע מאי וודאות ביחס להיקף הפעילות העתידי של החברה מעבר לטווח התחזית. לחברה כיום 3 פרויקטים בביצוע, אשר לפי תחזיות החברה צפויים להסתיים במהלך שנת 2024. להערכת מידרוג, הפרויקטים הקיימים בתכנון וצבר הקרקעות של החברה אינם מספקים על מנת להקנות נראות טובה של הכנסות והרווח בטווח הזמן הבינוני-ארוך. מצב זה חושף את החברה לרמת הכנסות לא יציבה ולא אתגרים תזרימיים ומחייב את החברה לבצע השקעות על מנת להגדיל את צבר הקרקעות ופרויקטים בתכנון.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

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

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה ביחסי המינוף ו/או יחס כיסוי הריבית של החברה מעבר להערכות מידרוג
- אי-שמירה על נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות בהיקף מספק לצורך שירות החוב
- ירידה משמעותית בהיקף היח"ד בביצוע ובהכנסות

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

31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023 LTM	
102	59	191	200	160	120	סך הכנסות מפעילות ייזום
38%	23%	26%	25%	15%	17%	שיעור רווח גולמי יזמי*
418	389	342	298	192	380	חוב פיננסי נטו
60%	57%	53%	48%	36%	53%	חוב נטו ל-CAP נטו
2.5	0.8	2.8	2.8	2.3	1.3	EBIT להוצאות ריבית**

* רווח גולמי יזמי בנטרול עלויות אשראי שהונו לפרוייקטים
 ** המונה הינו היקף ה-EBIT + ריבית שהונו למלאי ונזקפת לעלות המכר בתקופת הדוח, והמכנה הינו סך הוצאות הריבית + ריבית שהונו למלאי

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

עליית הריבית וההאטה בהיקף העסקאות מובילות להאטה בהיקף הפעילות בענף הייזום למגורים בישראל, ולוחצות את מחירי הדירות

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 להשקעה בדירות מצד משקי בית 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 כלכלית, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה.

באפריל אשתקד החל בנק ישראל ברצף העלאות ריבית מהיר וחד יחסית, כאשר העלאת הריבית האחרונה ב- 0.25% לרמה של 4.75%¹ בוצעה במאי השנה, תוך שהבנק המרכזי מציין שהאינפלציה ל-12 חודשים האחרונים נמצאת מעל היעד ועומדת על 5%, לצד שיעור אבטלה נמוך של 3.1%. העלאות הריבית הביאו לייקור המימון ליזמי הנדל"ן ולרוכשי הדירות ובכך הביאו גם להאטה בביקושים.

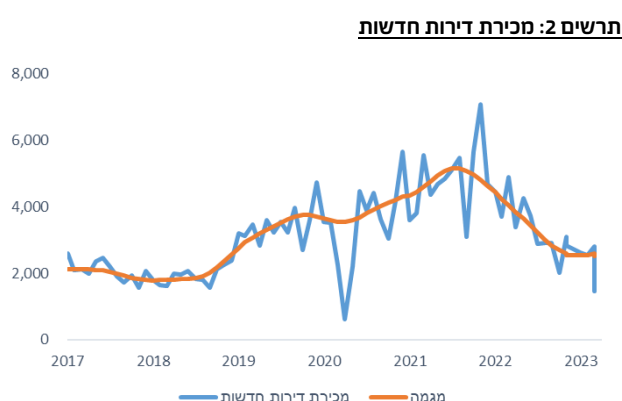
על פי נתוני הלמ"ס², בין השנים 2021 ל-2022 חלה ירידה של 29% במכירת דירות חדשות, כאשר שנת 2021 התאפיינה בהיקף מכירות גבוה וחרגי יחסית. בארבעת החודשים הראשונים של 2023 נמכרו כ-9,414 יח"ד נתון הנמוך בכ- 57% מהתקופה המקבילה אשתקד, כאשר בחודש אפריל 2023 נמכרו 1,460 יח"ד בלבד, ובניכוי מכירות בסבסוד ממשלתי, הסתכמו המכירות ב-1,050 יח"ד. בשלושת החודשים פברואר-אפריל 2023 נמכרו 6,890 דירות חדשות, ירידה של 19% בהשוואה לשלושת החודשים הקודמים (נובמבר 2022 - ינואר 2023) בהם נמכרו כ-8,510 יח"ד. בניכוי עונתיות נתון זה עומד על כ-7,720 דירות, בדומה לשלושת החודשים הקודמים, עם כ-7,700 יח"ד.

נתון נוסף הממחיש את ההאטה בשוק הדירור הוא מספר הדירות החדשות שנותרו למכירה, אשר נכון לסוף אפריל גדל תוך 12 חודשים בכ- 26% מכ- 44 יח"ד לכ- 55 יח"ד. למעלה ממחצית מלאי הדירות מצוי במחוזות תל אביב והמרכז.

1 החלטת הוועדה המוניתרית, 22.05.2023.

2 הלמ"ס "עסקאות נדל"ן - דירות חדשות - פברואר - אפריל 2023", 14.06.2023.

על פי נתוני הלמ"ס³, בשנת 2022 חל גידול במספר התחלות הבניה, 67 א' לעומת 63.7 א' בשנת 2021, אולם החל מהרבעון השני חלה ירידה במספר התחלות הבניה לעומת הרבעון הקודם וברבעון הרביעי חלה ירידה של 23% לעומת הרבעון המקביל בשנת 2021. מדד מחירי הדירות החדשות שמפרסמת הלמ"ס מצביע על כך כי בחודשים האחרונים נבלמה העלייה במחירי הדירות בשוק החופשי. כך, בהשוואת מחירי עסקאות של דירות חדשות⁴, בין מרץ-אפריל 2023 לעומת פברואר-מרץ 2023, חלה ירידה של 0.2%. בניכוי עסקאות בתמיכה ממשלתית, חלה עליה של 0.1%. מהשוואת החודשים מרץ-אפריל 2023 לעומת מרץ-אפריל 2022 חלה עליה של 10.3% במחירי דירות חדשות.



מקור: הלמ"ס

גידול בהיקף ההכנסות אך היקף פעילות מצומצם ופיזור חלש משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי כמו גם צבר פרויקטים חלש

נכון ליום 31.03.2023, לחברה כ- 509 יח"ד בביצוע ב-3 פרויקטים בהקמה בלבד: בית שמש נווה שמיר עם כ- 130 יח"ד (מכך 50 יח"ד מחיר למשתכן), ראשל"צ אביב בנרקיסים עם כ- 315 יח"ד (כ- 225 יח"ד מחיר למשתכן) וצומת לב בייט בניין 3, עם כ- 64 יח"ד אשר עד לאחרונה יועדו להשכרה, אך לאור עליית ריבית בנק ישראל החליטה החברה להוציא את היחידות למכירה.

להערכת החברה, היא צפויה להתחיל בבניה של פרויקט חדש בתלפיות ירושלים לבניה של 192 יח"ד+ מסחר, בתחילת 2024 אך היא שותפה בו ב-20% בלבד. מלבד זאת, לחברה שני פרויקטים משמעותיים בתכנון: בבאר יעקב כ- 210 יח"ד (מחצית מכך מחיר למשתכן) ובמרמלה לבניה של 278 יח"ד, מרכז מסחרי ומשרדים.

במהלך שנת 2022 מכרה החברה 223 יח"ד וברבעון הראשון של 2023 מכרה 52 יח"ד. להיקף מכירות זה תרמו היקפי מכירות גדולים של יחידות מחיר למשתכן בפרויקטים בראשל"צ ובבית שמש. בפרויקט אביב בנרקיסים בראשל"צ, נכון ל-31.03.2023 מכרה החברה 222 מתוך 225 יח"ד מחיר למשתכן, והיא צפויה להוציא לשיווק בקרוב את יחידות השוק החופשי בפרויקט. בפרויקט בית שמש, נכון ל-31.03.2023 נמכרו 46 מתוך 50 יח"ד מחיר למשתכן. החברה טרם הוציאה את יתרת היחידות לשיווק עקב מחלוקת משפטית מול הוכשים פוטנציאליים ל-63 יח"ד, אשר בעקבותיה פסק ביהמ"ש העליון ב-02.08.2022 שלא תבוצע כל עסקה באותן 63 יח"ד. בין החברה לרוכשים הפוטנציאליים מתנהל הליך גישור.

בהתאם להיקף הפרויקטים של החברה בביצוע ובשיווק וכן בהתאם לנתוני ההאטה במכירות בכלל השוק, מידרוג הניחה ירידה בהיקף המכירות בשנת 2023 בהשוואה לשנת 2022, להיקף של כ- 150 יח"ד ובשנת 2024 הונח מכירות בהיקף של כ- 90 יח"ד על בסיס הפרויקטים בביצוע. בתוך כך, בפרויקט בית שמש הניחה מידרוג בתרחיש הבסיס מכירה של יח"ד על בסיס הצעות הרכישה.

3 הלמ"ס "התחלות וגמר בנייה - סיכום שנת 2022, 20.03.2023
 4 הלמ"ס "שינוי במחירי שוק הדירות מאי 2023", 15.06.2023

הכנסות החברה מפעילות ייזום הסתכמו בשנת 2022 בכ-160 מ' ש, בהשוואה לכ-200 מ' ש בשנת 2021. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג (בו נלקחו תרחישי רגישות בהתייחס לקצב המכירות וקצב הביצוע בפרויקטים), בשנים 2023-2024 צפויות הכנסות שנתיות מפעילות ייזום למגורים של 320-450 מ' ש, כאשר עיקר הגידול בהכנסות צפוי בשנת 2023. הגידול הצפוי בהכנסות בעקבות הוצאות פרויקט לב העיר בניין 3 לשיוק, כאשר הפרויקט מצוי בשלב ביצוע מתקדם (כ-74% נכון ל-31.03.2023), מה שיוביל להכרה גבוהה בהכנסות כאשר יבוצעו מכירות.

להערכת מידרוג, צבר הקרקעות הקיים לחברה אינו מספק על מנת לשמר את רמת ההכנסות גם בעתיד, ועל החברה ליצור צבר קרקעות מלבד הקרקעות ההיסטוריות שמחזיקה החברה ותלויות בשינוי תב"ע. החברה מתמודדת במכרזים ובוחנת אופציות לרכישת קרקעות. יש לציין שהחברה מקדמת תב"ע על הקרקעות ברמלה (ברמלה 278 יח"ד+מסחר ומשרדים), נתניה (מגורים, מסחר ודיור מוגן) ובית שמש (שינוי יעוד ממסחר למגורים) ומחזיקה בקרקעות למגורים ומסחר בהונגריה, אך בשלב זה הפרויקטים העתידיים לא בטוח התחזית.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בעשרות שנות ותק וניסיון בתחום הייזום למגורים בישראל, כמו גם מיקום הפרויקטים בערים מרכזיות (ראש"צ, ירושלים ובית שמש) יחד עם שיעור מכירות מספק ביחס לשיעור הביצוע, בין היתר, לאור השתתפות החברה בפרויקטים בתוכניות "מחיר למשתכן" ו"מחיר מטר" המאופיינים בשיעורי מכירות גבוהים. ליום 31.03.2023, שיעור המכירות המשוקלל של החברה נאמד בכ-35% בעוד ששיעור ההשלמה המשוקלל בפרויקטים בביצוע נאמד בכ-38%. יש לציין שעל יחס זה מעיב פרויקט צומת לייב בייט בניין 3, אשר היה מיועד להשכרה והוסב למכירה. נכון ל-31.03.2023 נמצא ב-74% ביצוע וללא מכירות. בנטרול פרויקט זה שיעורי המכירה עומדים על 53% אל מול 31% ביצוע.

מידרוג רואה במינוי המנכ"לית החדשה, גברת צאלה רוזנבלום עמור, כצעד התומך בפרופיל העסקי, שכן מאז שמונתה קידמה מיתוג מחדש לחברה, החלפת מערכות ותהליכי עבודה וקידום של פרויקט ראשון בתחום ההתחדשות עירונית לחברה.

להערכת מידרוג שיעור הרווחיות הגולמית הממוצעת מפעילות הייזום למגורים (ללא עלויות מימון), צפוי להסתכם בטווח של 21%-19%, שיעור ההולם את הדירוג, ליחס זה תורם פרויקט צומת בייט בניין 3 עם רווחיות גולמית של 36% (בנטרול עלויות מימון) הנובעת בעיקר מעליית מחירי הדיור מתחילת בניית הפרויקט עד לתחילת השיוק ולעומתו פרויקט אביב בנרקיסים עם רווחיות גולמית של 12.5% והיקף הכנסות המהווה 60% מהכנסות החברה. מידרוג לא הניחה ירידה בהיקף ההכנסות ובמחירי המכירה שתשפיע על הרווחיות הגולמית. החברה מעניקה הטבות לרוכשים בדמות פטור מהצמדה למדד ותנאי תשלום נוחים (80-20), כמקובל היום בענף הייזום למגורים.

מלבד פעילות הייזום, לחברה שני נכסי נדל"ן מניב בירושלים למסחר ותעשייה, אשר נכון ל-31.12.2022 מייצרים NOI של כ-10.8 מ' ש לשנה. שיעור התפוסה ליום 31.03.2023 עמד על 80% בנכס בגבעת שאול, ולהערכת החברה צפוי לעלות ל-91% בשנת 2024 עם התווספות שוכר חדש שיעמו נחתם הסכם שכירות, ועל 96% בנכס "חלון לירושלים" באגריפס.

יחסי מינוף וכיסוי בולטים לחיוב לרמת הדירוג ותורמים לפרופיל הפיננסי

ליום 31.03.2023, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה עמד על כ-53%. במסגרת תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס זה צפוי לעלות במהלך שנת 2023 לטווח של 55%-57%, בין היתר בעקבות הנחת רכישת קרקע בהיקף מוערך של 100 מ' ש לצורך המשך פעילות עתידית, גיוס אגח בהיקף של 50 מ' ש, השקעת הון עצמי בפרויקטים, השלמת רכישת חלק מסחרי בגבעת שאול ואמורטיזציה של הלוואות. במהלך שנת 2024 יחס המינוף צפוי להשתפר לשיעור של 50%-55% עם הבשלת הפרויקטים בביצוע והכרה ברווחים.

יחס EBIT להוצאות מימון מותאם עמד על כ-2.3 בשנת 2022. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היחס צפוי להשתפר ולנוע בטווח של 3.0-2.0 בשנים 2023-2024 באופן אשר הולם לרמת הדירוג. עיקר השיפור הצפוי ביחס הכיסוי נובע מגידול בהיקף ההכנסות בטווח התחזית וכתוצאה מכך גם בהיקף ה-EBIT, למרות הגידול בהיקף הוצאות הריבית, כתוצאה עליית ריבית בנק ישראל, לרמה ממוצעת של 25-30 מ' ש.

היעדר מדיניות נזילות סדורה משליך לשלילה על המדיניות הפיננסית של החברה. מנגד להערכתנו לחברה גמישות מנכסים מניבים עם שיעור מינוף נמוך היכולים להוות מקור נזילות נוסף

ליום 31.03.2023 לחברה יתרות נזילות בסך 7.4 מ' ש' בלבד (לאחר תשלום סופי של קרן וריבית של 67 מ' בגין סדרה 6 בינואר 2023) והיא אינה מחזיקה במסגרות אשראי לאחר שבחודש ינואר 2023 ביטלה מסגרת אשראי בסך של כ- 10 מ' ש'.

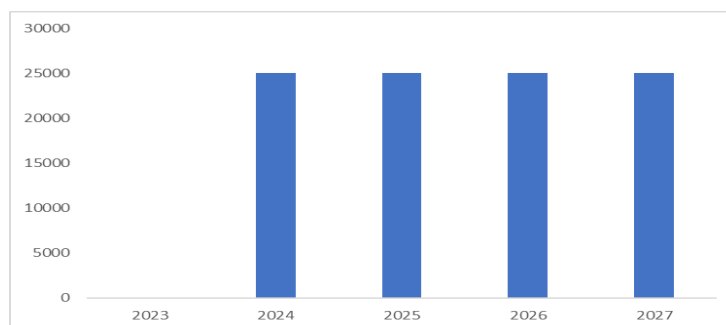
להערכת מידרוג מיעוט הפרויקטים בביצוע, כאמור לעיל, חושף את החברה לאתגרים תזרימיים, כך שכל פרויקט שמתעכב עלול להוביל לעיכוב בחילוצי הון ועודפים המהווים חלק ניכר ממקורותיה התזרימיים של החברה. עובדה זו לצד חוסר מדיניות מוגדרת של שמירת מזומנים משמעותית בקופה, לאורך זמן, משליכה לשלילה על הערכת המדיניות הפיננסית של החברה.

לחברה לא צפויים תשלומי קרן אג"ח עד ספטמבר 2024, בו יחול התשלום הראשון של סדרה 7 בסך 25 מ' ש'. להערכת מידרוג, במהלך שנת 2023 נדרשת החברה לגיוס מקורות כדוגמת אג"ח בהיקף של 30-50 מ' ש' לטובת שימושים שוטפים ורכישת קרקע, כתלות בהיקף ובעיתוי ההשקעה.

במהלך שנת 2024 החברה צפויה לייצר תזרים מפעילות שוטפת (עודפים נטו מפרויקטים לאחר הוצאות שוטפות כולל מימון) בהיקף של 120-130 מ' ש' למול פרעונות קרן אג"ח בהיקף של כ- 25 מ' ש' בשנת 2024 וכן הנחת תשלום דיבידנדים בסך של 5-10 מ' ש' בהתאם למדיניות החברה. ככל שהחברה תרחיב את אג"ח סדרה ב' במהלך שנת 2023, היקף הפרעון השנתי החל בספטמבר 2024 יגדל בהתאמה. להערכת מידרוג לחברה מקורות נוספים ליצירת תזרים, ובעיקר שיעור מימון נמוך על נכס מניב בגבעת שאול (LTV של 21%) המאפשר לבצע מימון מחדש, וכן אחזקה בקרקעות לא ממומנות כגון רמלה (מגורים, מסחר ומשרדים) ובית שמש (מסחר). מידרוג מצפה כי נראות התזרים לפירעון תשלום האג"ח הראשון תהיה גבוהה כבר בתחילת שנת 2024.

מעבר לכך, מידרוג מניחה כי הסבירות לעסקאות ממומנות אשר ישליכו על הפרופיל הפיננסי של החברה הינה נמוכה-בינונית באופן אשר תורם לחיוב למדיניות הפיננסית של החברה.

תרשים 3: לוח סילוקין קרן אג"ח ליום 31.03.2023, א' ש'



שיקולי ESG

שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. קיימת חשיפה לאנשי מפתח - מר מרדכי אביב, בעל השליטה בחברה, מכהן כדירקטור ומנהל פיתוח עסקי, מר אסף אביב, בנו של בעל השליטה ובעל עניין בתאגיד, מכהן כמנכ"ל בחברת בת ודירקטור וגברת איה אביב, ביתו של בעל השליטה ובעלת עניין בתאגיד, מכהנת כמנהלת מערכות מידע בחברת בת וכדירקטורית. להערכת מידרוג חשיפה זו ממונתת בעקבות מינוי מנכ"לית מחוץ למשפחה- הגב' צאלה רוזבאום עמור. להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה מתונה לסיכונים סביבה בתחום יזמות הנדל"ן - פעילות החברה תלויה בצבר הקרקעות אותו היא מחזיקה וכן ביכולת לרכוש קרקעות נוספות, המוצעות בחלקן לרכישה במכרזים של רמ"י. בתחום ייזום הנדל"ן קיימת חשיפה לסיכונים רגולטורים וחקיקה- לאחרונה אושרו בכנסת תיקונים בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה ופיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות. החברה מבצעת את הפרויקטים שלה בעצמה ולכן חשופה לסיכונים בטיחות של פועליה בשטח ולסביבת הפרויקט.

מטריצת הדירוג

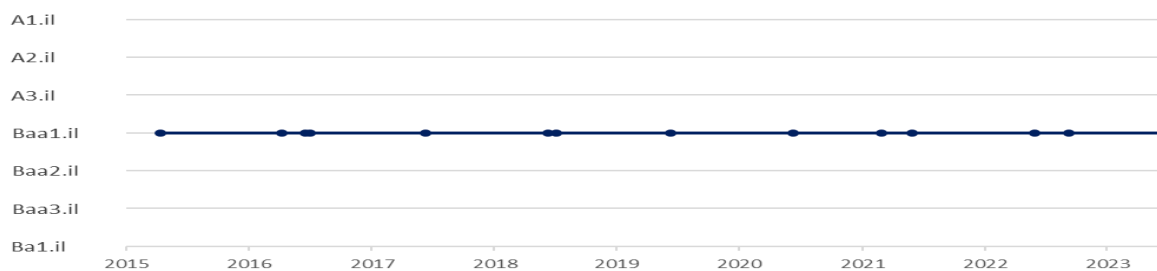
תחזית מידרוג		ליום 31.03.2023 (LTM)		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	320-450	Baa.il	120	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Baa.il-A.il	19%-21%	Baa.il	19%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	52%-57%	Aa.il	48%	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il-A.il	2.0-3.5	Baa.il	1.8	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa1.il					דירוג נגזר
Baa1.il					דירוג בפועל

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

פעילות החברה מתמקדת באיתור, ייזום ופיתוח של נכסי נדל"ן למגורים. החברה התאגדה ונרשמה בישראל בשנת 1973 ובשנת 1993 נרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בת"א. בעלי השליטה בחברה הינם משפחת אביב, כאשר יתר המניות מוחזקות על-ידי הציבור וגופים מוסדיים. עיקר פעילות החברה מרוכזת בישראל, כאשר קיימת גם פעילות בהונגריה באמצעות חברה בת.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[מרדכי אביב תעשיות בניה \(1973\) בע"מ דוחות קשורים](#)

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

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - מאי 2020](#)

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

[העלייה בריבית מעלה את סיכון האשראי בענף ייזום הנדל"ן למגורים בישראל - הערת ענף, פברואר 2023](#)

[טבלה זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

20.06.2023	תאריך דוח הדירוג:
13.09.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
14.04.2015	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ	שם יוזם הדירוג:
מרדכי אביב תעשיות בניה (1973) בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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