

אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

מעקב | מרץ 2023

אנשי קשר:

תמיר שרמן
אנליסט, מעריך דירוג ראשי
Tamir.s@midroog.co.il

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

אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג סדרות 11,12,13,14
אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרה 15 - מובטחת

מידרוג מותירה על כנו דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרות 11, 12, 13, 14) שהנפיקה אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ (להלן: "החברה") וכן מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרת חוב (סדרה 15) המובטחת בשעבוד מדרגה ראשונה על זכויות חברה בת בבעלות מלאה (100%) של החברה בנכס המניב "הרצליה הילס". אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/06/2023	יציב	A2.il	7150352	אג"ח 11
30/06/2025	יציב	A2.il	7150360	אג"ח 12
31/12/2026	יציב	A2.il	7150410	אג"ח 13
31/12/2028	יציב	A2.il	7150444	אג"ח 14
30/06/2029	יציב	A1.il	7150451	אג"ח 15

שיקולים עיקריים לדירוג

- הסיכון הענפי של ענף היזום למגורים מוערך על ידי מידרוג כגבוה יחסית, בין השאר בשל הישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה את החשיפה של הרווחיות ותזרימי המזומנים לתנודתיות הביקושים. הביקוש לדירות מגורים נתון להשפעות אקסוגניות כגון רגולציה ומדיניות ממשלתית וזאת לצד השפעות שיעורי הריבית, האינפלציה והאבטלה. לאורך זמן הביקושים לדירות מגורים בישראל עולים על היצע יח"ד בשל שיעור צמיחה גבוה יחסית של האוכלוסייה בישראל, אל מול מחסור מתמשך בקרקעות לשיווק, בעיקר באזורי ביקוש מרכזיים.
- היקף פעילות רחב ומפוזר וצבר קרקעות מספק, יחד עם איכות ומיקומי הפרויקטים, תומכים בפרופיל העסקי של החברה. למועד זה, לחברה כ-30 פרויקטים בשלב ההקמה, או שהקמתם צפויה להתחיל בקרוב, הכוללים כ-4,125 יח"ד (חלק החברה לשיווק על ידי החברה). לחברה גם צבר משמעותי של אלפי יח"ד במסגרת קרקעות ופרויקטים של התחדשות עירונית. לחברה שיעורי מכירות גבוהים בפרויקטים בביצוע העולים לרוב על שיעור הביצוע. הכנסות החברה מפעילות יזום בשנת 2022 צפויות להסתכם בכ-1,000 מ' ש. עפ"י תרחיש הבסיס של מידרוג, שכולל בין היתר המשך התקדמות בפרויקטים בביצוע, התחלת ביצוע בפרויקטים בתכנון וכן מכירת המלאי מפרויקטים שהסתיימו וטרם נמכרו, בשנים 2023-2024 היקף הכנסות צפוי להסתכם בטווח של 1,600-1,300 מ' ש לשנה. מידרוג הביאה בחשבון תרחישי רגישות לקצב התקדמות הפרויקטים, לעלויות הביצוע וכן גם למחירי המכירה כתלות בקצב המכירות של הפרויקטים.
- החברה הציגה רווחיות גולמית ממוצעת בשנים 2019-2021 של כ-19% שהינו נמוך ביחס לרמת הדירוג. בשנת 2022 עלה שיעור הרווח הגולמי לכ-22%. שיעורי הרווחיות לאורך השנים מושפעים בין היתר מתמהיל פרויקטים כגון מחיר למשתכן, פרויקטי קומבינציה ויזום על גבי קרקעות היסטוריות של החברה. עפ"י תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024, שיעור הרווחיות צפוי לעמוד על 19%-21%. יחס EBIT להוצאות מימון צפוי לעמוד בטווח של 1.9-2.2. בהשוואה למוצע של כ-3.7 בשנים 2020-2022, עקב גידול בעלויות המימון שהחל בשנה האחרונה לאור עליית ריבית הפריים.
- יחס חוב נטו ל-CAP נטו ליום 30.09.2022 עמד על כ-54%, לעומת כ-47% ליום 31.12.2021. שיעור המינוף של החברה נשחק בעיקר בשל רכישת קרקעות חדשות והמשך השקעה בפרויקטים קיימים. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור המינוף צפוי לעמוד בטווח הקצר-בינוני בטווח של 56%-61%, כאשר הגידול צפוי בעיקר בשל המשך השקעות בפרויקטים הקיימים בישראל ובארה"ב והנחה להמשך רכישת קרקעות חדשות. יחס זה הולם לרמת הדירוג.

- המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת לאורך שנים בשמירה על יתרות נזילות הולמות ביחס לצורכי החוב ולהערכת מידרוג התיאבון העסקי של החברה למיזוגים ורכישות הינו מתון עד בינוני. אולם הסבירות לעסקאות רכישה ממונפות הינה בינונית באופן שישיע על הפרופיל הפיננסי של החברה. כמו כן, בשנת 2021 החברה אימצה מדיניות לחלוקה דיבידנדים של 30% מהרווח הנקי לבעלי המניות בחברה.
- דירוג החברה מושפע לחיוב במידת מה ממרכיב מהותי של נדל"ן מניב התורם לחברה כרבע מהרווח הגולמי וממתן את התנודתיות בתזרימי המזומנים. בתוך כך נכללות גם הכנסות דמי ניהול מקרן הריט אזוריים ליווינג (שיעור החזקה של 35.59%). לאורך זמן מידרוג רואה בהחזקת החברה בקרן הריט כגורם חיובי התורם לגמישותה הפיננסית של החברה. יחד עם זאת, בשל העלייה ברביית קרן הריט צפויה לגידול בהוצאות המימון על פרויקטים בהקמה וקרקעות שרכשה באופן שיחליש את הפרופיל הפיננסי של הקרן. הקרן ביצעה הנפקת זכויות בחודש נובמבר 2022 בה השתתפה גם אזוריים, ומידרוג הביאה בחשבון כי יתכן ואזוריים יתדרש להשתתף בהנפקות נוספות.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, תקבולים ותשלומים שוטפים בפרויקטים בביצוע ובפרויקטים בתכנון, יחד עם מכירות מלאי מוגמר. בנוסף, תרחיש הבסיס מניח המשך השקעות בפרויקטים קיימים בישראל ובארה"ב, רכישת קרקעות נוספות, הזרמת הון לריט אזוריים וחלוקת דיבידנד לצד גיוסי חוב ומחזור אג"ח בהתאם להערכות מידרוג. במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, בנוגע לעיתוי וקצב מכירות וביצוע בפרויקטים, גובה תקבולים ותשלומים שוטפים וכן גם למחירי המכירה כתלות בקצב המכירות של הפרויקטים והיקף החוב הפיננסי הצפוי.

שיקולים מבניים

החברה העמידה לטובת מחזיקי אגרות חוב סדרה 15 שעבוד קבוע ראשון בדרגה על זכויותיה בשיעור של 45.92% בנכס המניב "הרצל'ה הילס", באמצעות חברה בת של החברה. מידרוג בחנה את טיב הבטוחה ואת יחס ההשבה בהתאם למתודולוגיה "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי", ספטמבר 2019. מידרוג מעריכה את איכות הבטוחה כ-"חזקה" על פי מאפייניה, ובין היתר, לאור היות הנכס המשועבד בתחום הנדל"ן המניב בישראל, והערכת מידרוג לתנודתיות נמוכה בשוויו. מידרוג בחנה את יחס ההשבה לאגרות החוב סדרה 15 על בסיס שווי הבטוחה בתרחיש של ירידה עד 40% בשווי הבטוחה בהינתן כשל פירעון, ולהערכת מידרוג הבטוחה מקנה בסבירות גבוהה שיעור השבה ביחס לחוב המובטח העולה על 70%.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על מעמדה העסקי כפי שמשקף בהיקף הפעילות המשמעותי, לא תשחק את רווחיותה במידה מהותית ותשמור על פרופיל פיננסי הולם לרמת הדירוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עלייה בשיעורי הרווחיות הגולמית
- גידול בהיקפי הפעילות ושיפור יחסי הכיסוי

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה במינוף החברה מעבר לתחזית מידרוג
- פגיעה באיתנות ו/או בנזילות החברה, בין היתר, כתוצאה מחלוקת דיבידנדים והזרמות הון לריט אזוריים מעבר להערכות מידרוג
- הרעה משמעותית ומתמשכת בסביבת פעילות החברה

אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	
1,216	1,214	1,462	1,571	1,072	סך הכנסות מפעילות ייזום (LTM)
21.5%	17.8%	19.1%	18.3%	22.4%	שיעור רווח גולמי מותאם
2,164	1,729	2,079	1,923	2,447	חוב פיננסי
1,975	1,501	1,571	1,503	2,223	חוב פיננסי נטו
60%	52%	47%	48%	54%	חוב נטו ל-CAP נטו
2.6	2.7	4.4	3.6	3.3	EBIT מותאם להוצאות מימון

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

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

התנודתיות בענף הייזום למגורים בישראל משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות של החברה

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 מידרוג, הסיכון בענף הייזום למגורים נובע מהישענותו על הליך השבחה ופיתוח ממושך יחסית של המקרקעין, המעלה חשיפה להיקף מכירות והרווחיות לתנודתיות בביקושים, ופוגם בנראות ההכנסות ותזרימי המזומנים בטווח הבינוני והארוך, כתלות גם באזורי הפעילות. הביקוש עלול לסבול מתנודתיות בשל השפעות אקסוגניות מעת לעת כגון רגולציה המגבילה את הביקושים, לרבות על משקיעים בענף וכן השפעות מחזוריות כלכלית, ובראשן רמת הריבית ושיעור האבטלה.

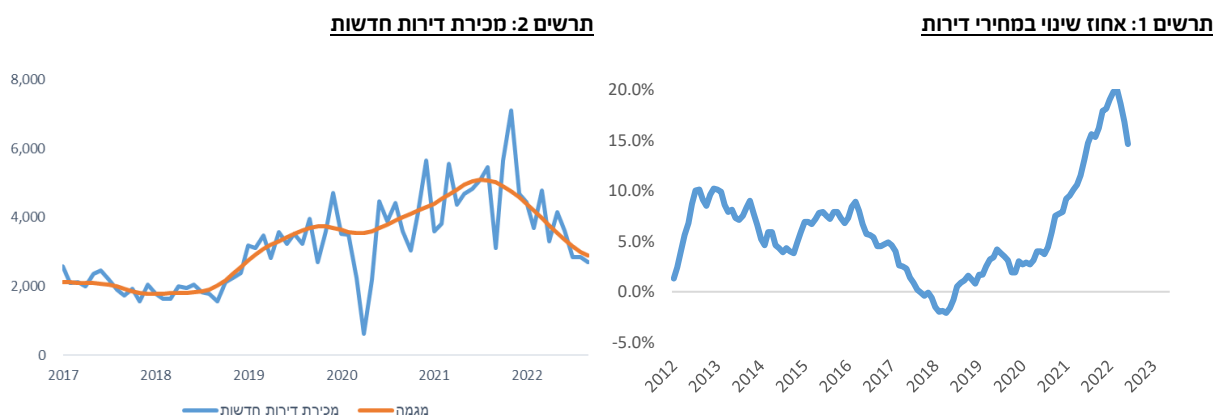
ב- 20.02.2023 העלה בנק ישראל את הריבית ב- 0.5% לרמה של 4.25, כאשר התוצר צמח בשנת 2022 בשיעור של 6.5% והתחזית בשנת 2023 צמיחה בשיעור של 2.8%, בנוסף שיעור האינפלציה ב-12 חודשים האחרונים עומד על 5.4%, הציפיות לאינפלציה לכל הטווחים נמצאות בתחום היעד. העלאות ריבית נוספות צפויות להביא לייקור בתנאי המשכנתאות ובכך עלולות להביא להאטה בביקושים. שיעור האבטלה עומד על 3.9%, על-פי תחזית בנק ישראל, האבטלה צפויה לעמוד על 4% בשנת 2023¹.

נתוני הכלכלנית הראשית במשרד האוצר מחודש מרץ 2023² מצביעים על המשך החולשה בשוק הנדל"ן למגורים במהלך חודש ינואר 2023, עם היקף מכירות קבלנים של כ- 2.5 אלף דירות, ירידה של 42% בהשוואה לינואר אשתקד זאת בהמשך לירידה שהולכת ומתעצמת מאז חודש פברואר 2022. סך העסקאות בדירות יד שנייה בחודש ינואר עמד על 4,552, ירידה חדה של 37% בהשוואה לינואר אשתקד. בנוסף, חלה ירידה של 18% ברכישות המשקיעים בהשוואה לינואר אשתקד. גם על פי נתונים עדכניים שפרסמה הלמ"ס ניכרת האטה משמעותית בקצב המכירות של דירות חדשות. לפי הלמ"ס³, בינואר האחרון חלה ירידה של 7.4% בהיקף המכירות של דירות חדשות לעומת החודש הקודם ו-9.7% לעומת הרבעון הקודם.

¹ התחזית המקרו-כלכלית של בנק ישראל, ינואר 2023

² סקירת ענף הנדל"ן למגורים מרץ 2023 - משרד האוצר, אגף הכלכלנית הראשית

³ הלמ"ס "כמות מבוקשת של דירות חדשות", הודעה לתקשורת 14.03.2023



מקור: הלמ"ס, עיבוד: מידרוג

ירידה זו בהיקף העסקאות החדשות שנרשמה בחודשים האחרונים הינה בהמשך לעלייה חדה שנרשמה במהלך שנת 2021. כך, על פי סקירת ענף הנדל"ן למגורים בישראל של הכלכלנית הראשית במשרד האוצר מדצמבר 2021⁴, הסתכם היקף העסקאות של דירות מגורים חדשות בכ-56 אלף דירות חדשות בשנת 2021, עליה של 41% בהשוואה לשנת 2020 ורמת שיא היסטורי במכירות אלו. יודגש כי להיקף העסקאות הגבוה מהמוצע בשנת 2021 תרמה העלאת מס הרכישה לרוכשי דירה שניה בחודש נובמבר מ-5% ל-8%. על פי נתוני הלמ"ס⁵, מבחינת ההיצע, לצד הגידול במספר העסקאות, חל גידול גם בהתחלות הבנייה בשנת 2021 לרמה של כ-63 אלף יח"ד (לעומת כ-55-56 אלף בשנה בשנים 2018-2020), ומתן 79 אלף היתרי בניה.

כמו כן, בהשוואת מחירי עסקאות של דירות חדשות ויד שנייה, בתקופה דצמבר 2022-ינואר 2023, לעומת מחירי העסקאות שבוצעו בחודשים נובמבר 2022-דצמבר 2022, נמצא כי מחירי הדירות עלו ב-0.1% ומהשוואת העסקאות שבוצעו בתקופה הנוכחית לעומת התקופה המקבילה אשתקד (דצמבר 2021-ינואר 2022), נמצא כי מחירי הדירות עלו ב-14.6%⁶.

להערכת מידרוג, הירידה במכירות של דירות חדשות ודירות יד שנייה צפויה להוביל ללחצי מחירים על הקבלנים ועשויה להוביל לירידה במחירי הדירות בישראל.

ע"פ דו"ח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית השנייה 2022⁷, בשנת 2021 נרשמה עלייה 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%⁸.

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

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

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

⁶ הלמ"ס - "שינוי במחירי שוק הדירות פברואר 2023", מרץ 2023

⁷ דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל למחצית השנייה של 2022, פברואר 2023

⁸ הודעת הפיקוח על הבנקים, 20.3.2022

היקף הכנסות בולט לטובה לצד פיזור רחב באזורי ביקוש תומכים בפרופיל העסקי של החברה

פעילות החברה נפרשת על פני 4 תחומי פעילות בהם היא פועלת באמצעות חברות בנות וחברות כלולות: יזמות לבניה למגורים בישראל, מגורים להשכרה בישראל, נכסים מניבים בישראל ונדל"ן למגורים בארה"ב. החברה הינה אחת מהקבוצות הוותיקות והגדולות בענף הייזום למגורים בישראל, המהווה את ליבת פעילות החברה.

תחום היזמות לבניה למגורים בישראל, כולל בעיקרו, רכישת קרקעות וייזום של פרויקטים למגורים וביצועם, לרבות שלבי התכנון, הבניה השיווק והמכירה בניית דירות מגורים בפריסה ארצית. ליום 30.09.2022 לחברה כ- 14 פרויקטים בביצוע הכוללים כ- 3,116 יח"ד בביצוע, מכך חלק החברה כ- 2,492 יח"ד. בנוסף לחברה כ- 2,014 יח"ד בפרויקטים בתכנון ששיווקם צפוי להתחיל בשנת 2023, חלק החברה כ- 1,633 יח"ד. הפרויקטים בביצוע של החברה הינם בפריסה ארצית, תוך התמקדות במיקומים מרכזיים בערים מרכזיות ובהן תל אביב, ראשון לציון, גבעתיים, רמת גן, בת ים, גבעת שמואל, גני תקווה, נתניה וחיפה. בנוסף, רוב הפרויקטים של החברה פונים לפלחי שוק רחבים במסגרת פרויקטים של התחדשות עירונית ומיעוטם הינם פרויקטי יוקרה.

במרבית הפרויקטים בביצוע של החברה, שיעור המכירות עולה באופן משמעותי על שיעור הביצוע ההנדסי, בפרט בפרויקטים בהם בוצע פריסייל כגון פרויקט Exchange ברמת גן או מכירות לקבוצות ייעוד מסוימות כגון "חבר" בפרויקט Moment בבת-ים. לחברה חשיפה לפרויקט Moment בבת ים שמהווה כ- 22% מהיקף ההכנסות הצפויות מפרויקטים בביצוע ליום 30.09.2022. שיעור המכירות בפרויקט זה גבוה ביחס להתקדמות הביצוע ועומד על כ- 85% נכון ליום 30.09.2022 מול 12% שיעור ביצוע בפרויקט. המשך התקדמות הביצוע בפרויקט זה צפוי לשפר את רווחיות החברה לאור היקף יח"ד חלק החברה בפרויקט שעומד על 572 יח"ד. בנוסף לחברה שני פרויקטים מרכזיים נוספים, Exchange רמת גן ו-N באר נתניה כאשר יחד עם Moment בת-ים מהווים השלושה כ- 50% מהיקף ההכנסות מפרויקטים בביצוע. יצוין כי נכון ליום 30.09.2022 ההיקף הכספי של המכירות בפרויקט Exchange רמת גן עומד על כ- 64% ושיעור הביצוע על כ- 25%.

היקף הכנסות מייזום לתקופה של 12 חודשים שהסתיימה ביום 30.09.2022 הסתכם בכ- 1,072 מ' ש' וצפוי להסתכם בכ- 1,000 מ' ש' בשנת 2022, היקף שבוולט לחיוב לרמת הדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שכולל בין היתר, המשך התקדמות מפרויקטים בביצוע, התחלת ביצוע בפרויקטים בתכנון, מכירת המלאי מפרויקטים שהסתיימו וטרם נמכרו, וכן גם תרחישי רגישות לקצב התקדמות הפרויקטים, לעלויות הביצוע וכן גם למחירי המכירה כתלות בקצב המכירות של הפרויקטים, הכנסות החברה בשנים 2023-2024 צפויות לעמוד בטווח רחב יחסית של 1,300-1,600 מ' ש' לשנה לאור גידול בהיקפי הביצוע של החברה.

עפ"י נתוני החברה ליום 30.09.2022, לחברה צבר של כ- 6,000 יח"ד במסגרת עתודות פרויקטים וקרקעות, לרבות בנכסים המוחזקים ביחד עם שותפים וכן כ- 18,200 יח"ד (כולל חלק השותפים ובעלי הקרקעות) במסגרת פרויקטים של התחדשות עירונית בשלבים שונים של החתמת דיירים ותכנון. הפרויקטים המשמעותיים במסגרת התחדשות עירונית כוללים את שכונת ויצמן בהרצליה שכולל 1,842 יח"ד (חלק החברה 100%), פרויקט נווה דוד בחיפה 1,212 יח"ד (חלק החברה 100%), מתחם אחוה בנתניה שכולל 898 יח"ד (חלק החברה 100%) ואבן גבירול באשדוד שכולל 680 יח"ד (חלק החברה 100%). נדגיש כי עיקר ההכנסות הצפויות מפרויקטים במסגרת התחדשות עירונית אינן מגולמות בתרחיש הבסיס של מידרוג, היות ואלה פרויקטים עתידיים אשר היקפם ומועד התממשותם אינם וודאיים בשלב זה. מנגד, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון את היקף ההשקעה בעסקאות אלה, שאינה גבוהה בשלב ההתקשרות והתכנון. להערכתנו, החברה תמשיך להרחיב את בסיס הפעילות שלה בין היתר על בסיס התחדשות עירונית.

בתחום הנכסים המניבים בישראל, החברה פועלת כחברה יזמית של נכסים בתכנון ובהקמה ועם השלמתם החברה משכירה ומתפעלת נכסים אלה. כיום לחברה החזקה של 50% בפרויקט מניב של משרדים ומסחר בשכונת הרצליה הילס, שני מרכזים מסחריים שכונתיים שהוקמו כחלק מפרויקטי המגורים של החברה ועוד מספר מרכזים מסחריים שכונתיים שנמצאים בשלבי הקמה או תכנון שנים. הנכסים המניבים בישראל מניבים לחברה NOI שנתי של כ- 30 מיליון ש'.

בבעלות החברה כ- 50 קרקעות שחלקן וותיקות וחלקן נרכשו בשנים האחרונות. ביניהן, הקרקע בצומת פת בירושלים ומקרקעין ברחוב המסגר בתל-אביב, שנרכשו בעקבות הסכם שיתוף פעולה בין דלק נכסים לבין אזורים, לפיו דלק נכסים תאתר הזדמנויות

לשינוי ייעוד מקרקעין בתחנות דלק, מייעודם הנוכחי למטרות מגורים או למטרות של מגורים בשילוב מסחר ו/או משרדים, ותציע לאזורים לחבור אליה לצורך הקמת פרויקט שיוקם ע"י אזורים ודלק נכסים בחלקים שונים. כמו כן, החברה רכשה בשנים 2021-2022 היקף משמעותי של קרקעות בירושלים לצורך פיתוחן, בשכונת הר נוף ובמתחם פי גלילות, שכונת רוממה ובשכונת מקור חיים.

החברה מחזיקה 35.59% מהונה המונפק של ריט אזורים - ה.פ. ליווינג בע"מ ("ריט אזורים") הפועלת בתחום המגורים להשכרה בישראל, ובאמצעות שותפות בשליטתה המלאה, החברה מספקת לריט אזורים שירותי ניהול. נכון למועד הדוח, ריט אזורים התקשרה בעסקאות לרכישה והקמה של 14 מתחמי דיור שונים בפריסה ארצית הכוללים כ- 2,600 יח"ד במטרתה להשכירן לטווח ארוך, מכך ארבעה נכסים הכוללים 770 יח"ד הינם מניבים. בדצמבר 2022, בוצעה הנפקת זכויות בריט אזורים בהיקף של כ- 93 מ' ש, כאשר החברה הזרימה הון לחברה בהתאם לחלקה היחסי. להערכת מידרוג, העלאת הריבית משליכה לשלילה על שוק הנדל"ן להשכרה ועל הקרקעות בתחום זה ויחד עם העלייה בהוצאות המימון, צפויה הכבדה על הפרופיל הפיננסי של ריט אזורים והיא עשויה להידרש להזרמות הון נוספות.

לחברה פעילות בארה"ב של ייזום והחזקה של נדל"ן למגורים להשכרה. במסגרת זו, לקבוצה מתחם מגורים הכולל 180 יח"ד להשכרה ביונקרס (ניו-יורק), ארה"ב, שצפוי להניב בתפוסה מלאה NOI בהיקף של כ- 5 מיליון דולר. בנוסף, לחברה ישנו פרויקט בביצוע שסמוך לפרויקט הנ"ל שהקמתו התחילה בשנת 2022, שצפוי להכיל 184 יח"ד. כמו כן, לחברה 2 נכסים נוספים בתכנון אשר נמצאים ביונקרס ועוד קרקע במיאמי.

יחס כסוי הריבית בהאטה לאור העלייה בהוצאות המימון ובהתחשב גם בקרקעות שמחזיקה החברה

הרווחיות הגולמית המותאמת הממוצעת מפעילות הייזום עמדה על שיעור של כ-19% בין השנים 2019-2021. בשנת 2022 רשמה החברה עלייה ברווחיות הגולמית שהושפעה מתמהיל הפרויקטים, ובעיקר מכירות נרחבות בפרויקט Exchange רמת גן ובשער העיר גבעת שמואל, המאופיינים ברווחיות גבוהה. בנוסף, הרווח הגולמי ההיסטורי הושפע מתמהיל מכירות בפרויקטים של "מחיר למשתכן" המאופיינים ברווחיות נמוכה יחסית. להערכת מידרוג, שיעור הרווח הגולמי המותאם של החברה צפוי להיוותר בטווח קצר-בינוני בטווח של 19%-21% היות ולחברה אין יותר פרויקטים במחיר למשתכן ולאור המשך מכירות מפרויקטים עם רווחיות גבוהה כגון Exchange רמת גן, שער העיר גבעת שמואל ו-Oliver תל אביב.

החוב הפיננסי של החברה כולל אג"ח, הלוואות על קרקעות, הלוואות בארה"ב והלוואות ליווי. החוב הפיננסי נטו של החברה גדל מהיקף של 2,079 מ' ש ליום 31.12.2021 להיקף של כ- 2,447 מ' ש נכון ליום 30.09.2022. הגידול בחוב פיננסי נטו נובע בין היתר בשל רכישת הקרקעות ברחוב המסגר בתל אביב, הקרקע במתחם פי גלילות ובגין הפרויקטים בארה"ב וחלוקת דיבידנד בהיקף של 40 מ' ש. חלק מהחוב הפיננסי של החברה הוא בריבית משתנה למעט האג"ח (סדרות 14-11) בריבית קבועה וסדרה 15 שצמודה למדד. בתוך כך, לחברה יתרת הלוואות בגין קרקעות שנרכשו בשנתיים האחרונות הנאמדת בכ- 630 מ' ש. הלוואות אלה צפויות להתייקר לאור גידול בריבית הפריים. יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית צפוי אפוא לשחיקה לאור גידול משמעותי בעלויות המימון של החברה שהחל בשנה האחרונה וצפוי להימשך בשנה הקרובה, ולהערכת מידרוג יעמוד היחס בטווח של 1.9-2.2 אשר נמוך לרמת הדירוג.

רמת המינוף מושפעת לטובה מקרקעות ותיקות וכן ממרכיב גבוה של התחדשות עירונית. עלייה צפויה בהתאם להיקף רכישת קרקעות חדשות

ההון העצמי של החברה ליום 30.09.2022 הסתכם לסך של כ- 1,868 מ' ש לעומת כ- 1,706 מ' ש ליום 31.12.2021. הגידול בהון העצמי נבע בעיקר מרווח לתקופה בהיקף של 159 מ' ש, אשר כלל רווחי שיעורן נדל"ן להשקעה בסך של כ- 28 מ' ש, גידול בקרן הון מהפרשי תרגום ובניכוי דיבידנד ששולם כאמור. על כן, ליום 30.09.2022, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה עמד על כ-54%, לעומת כ- 47% ליום 31.12.2021. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור המינוף בטווח הקצר-בינוני צפוי לעמוד בטווח של 61%-56%, כאשר הגידול צפוי בעיקר בשל המשך השקעות בפרויקטים הקיימים בישראל ובארה"ב ורכישת קרקעות חדשות. יחס זה הולם לרמת הדירוג.

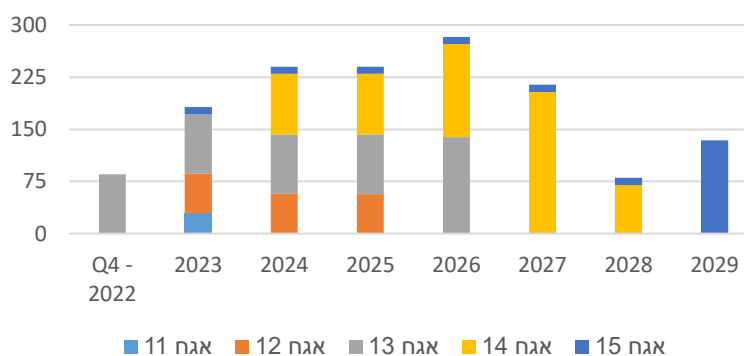
יתרות נזילות מספקות ביחס לשירות קרן החוב ומדיניות פיננסית ברת חיזוי במידה טובה

ליום 30.09.2022 לחברה יתרות נזילות בסך כ- 224 מ' ש"ח (ללא מזומנים מוגבלים). בהתאם לתרחיש הבסיסי של מידרוג לגבי מקורות השימושים של החברה ביחד עם החברות הבנות באיחוד יחסי ובבעלות מלאה (כולל איחוד כלולות - למעט ריט אזוריים שלא אוחדה יחסית על ידי מידרוג) החל מ- 30.09.2022 ועד 31.12.2023 (5 רבעונים), מידרוג מניחה תזרים מפעילות שוטפת לאחר הוצאות מימון ולרבות משיכת עודפים מפרויקטים בסך כ- 280 מ' ש"ח, תמורת גיוס אג"ח שביצעה החברה במהלך חודש ינואר 2023 בסך כ- 150 מ' ש"ח ומכירת קרקעות בסך כ- 40 מ' ש"ח. מנגד, לחברה צפויות השקעות בארה"ב ובישראל בסך כ- 480 מ' ש"ח שהונח כי ימומנו בעיקר באמצעות הלוואות ייעודיות, וכן לחברה חלויות של קרן אג"ח והלוואות בנקאיות לז"א בסך כ- 180 מ' ש"ח וכ- 140 מ' ש"ח, בהתאמה. עוד הונח כי החברה תזרים לקרן הריט היקף של 100-50 מ' ש"ח. בהתאם לכך, טרם להנחת רכישת קרקעות חדשות וחלוקת דיבידנדים, לחברה צפוי עודף מקורות על שימושים, לרבות יתרות הנזילות, המצביע על נזילות טובה.

נוסף לכך מידרוג הביאה בחשבון כי החברה עשויה לחלק דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ- 40 מ' ש"ח בשנה הקרובה וכן להשקיע ברכישת קרקעות בהיקף מדוד - שני אלו ככל שיתרחשו ישחקו את יתרות המזומנים במידת מה.

יתרות הנזילות של החברה צפויות להסתכם בטווח של 250-350 מ' ש"ח, זאת גם בהתאם למדיניות הפיננסית שהציגה חברה בעבר, לשמור על יתרות נזילות הולמות ביחס לצורכי החוב.

אזורים חברה להשקעות בפיתוח ובבנין בע"מ: לוח סילוקין לקרן האג"ח ליום 30.09.2022, במיליוני ש"ח



שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה הושפע לחיוב לאור מיצובה כחברה מובילה לאורך השנים בענף הייזום למגורים בישראל, בעלת היקפים משמעותיים של פרויקטים, לרבות בניית שכונות מגורים שלמות וכן לאור רמת פיזור הפרויקטים הגבוהה של החברה ביחס לקבוצת השוואה, באופן התומך בפרופיל הסיכון. בנוסף, לחברה צבר נכסים מניבים ביתרת שווי הוגן של כ- 1.4 מיליארד ש"ח ואחזקה בקרן הריט שמקנים לה גמישות פיננסית. ההכנסות מנכסים מניבים ודמי הניהול מריט אזוריים מהווים כ-25% מהרווח הגולמי וממתנים את הסיכון מפעילות ייזום של החברה.

שיקולי ESG

שיקולי ESG נושאים השפעה מתונה על דירוג החברה. להערכת מידרוג, לחברה קיימת חשיפה מתונה לסיכונים סביבה בתחום יזמות הנדל"ן - פעילות החברה תלויה בצבר הקרקעות אותו היא מחזיקה וכן ביכולת לרכוש קרקעות נוספות, המוצעות בחלקן לרכישה במכרזים של רמ"י. עם זאת, החשיפה ממותנת בחלקה באמצעות צבר הקרקעות ופעילות החברה בתחום ההתחדשות העירונית. בתחום ייזום הנדל"ן קיימת חשיפה לסיכונים רגולטורים וחקיקה - לאחרונה אושרו בכנסת תיקונים בחוק המכר ביחס להצמדת מדד תשומות הבניה למחיר הדירה ופיצוי לרוכשים בעת איחור במסירת דירות. בתחום ההתחדשות העירונית יזמים חשופים למדיניות משתנה בין ראשויות מקומיות וסיכונים חברתיים בדמות מחאות על מחירי הדיור.

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
Aa.il	1.3-1.6	Aa.il	1.1	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליארדי ש"ח) - LTM	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
A.il-Baa.il	19%-21%	A.il	22%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	56%-61%	A.il	54%	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.9-2.2	A.il	3.3	EBIT / הוצאות ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

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

אודות החברה

החברה פועלת בתחום הנדל"ן למגורים משנת 1964. פעילות החברה מתמקדת באיתור, רכישה, תכנון והקמת פרויקטים בתחום המגורים בישראל. בנוסף, לחברה החזקות בנכסי נדל"ן מניב שהקימה, הכוללים נכסי משרדים, מסחר וכן מגורים להשכרה דרך קרן הריט אזורים ה.פ. ליווינג בע"מ (שיעור אחזקה של 35.59%). לחברה פעילות מצומצמת של ייזום פיתוח מגורים להשכרה בארה"ב. בעל השליטה בחברה הינו מר הרשי פרידמן המחזיק כ-64.50% בהון המניות ובזכויות ההצבעה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

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

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

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 26.03.2022

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 11.01.2023

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 29.10.2012

שם יזום הדירוג: אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: אזורים חברה להשקעות בפתוח ובבנין 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 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 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' 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 וכאלה 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>