

אחים דוניץ בע"מ

מעקב | ספטמבר 2019

אנשי קשר:

חי ריעני, רו"ח
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Hay.riany@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

אחים דוניץ בע"מ

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

מידרוג מותירה על כנו דירוג סדרה Baa1.il לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה אחים דוניץ בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
סדרה א'	4000055	Baa1.il	יציב	15.10.2023

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל, אשר הינו תחום החשוף לתנודתיות, ובפרט חשיפתה להאטה בענף בשנים האחרונות, משליכה לשלילה על הדירוג.
- היקף פעילות נמוך ופיזור חלש משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה. נכון ליום 30.06.2019, לחברה 317 יח"ד בביצוע (239 יח"ד מיועדות למכירה)¹ בשלושה מיקומים בלבד - אשדוד, גני תקווה וראשל"צ, היקף שאינו הולם את רמת הדירוג. היקף ההון העצמי של החברה, המסתכם ליום 30.06.2019 בכ-258 מיליון ש"ח בלבד, משליך גם הוא לשלילה על הדירוג.
- יחסי המינוף של החברה תומכים בפרופיל הפיננסי. ליום 30.06.2019, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה מסתכם בכ-54% (כולל יתרות נזילות בחשבון נאמנות לשירות האג"ח) ובלוט לחיוב לרמת הדירוג. להערכת מידרוג, יחס זה צפוי להמשיך ולהסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-52%-54%.
- לחברה יחסי כיסוי הולמים לרמת הדירוג, אם כי היקף ה-FFO נמוך ביחס לדירוג, וצפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-30-34 מיליון ש"ח לשנה בממוצע. יחס חוב נטו ל-FFO צפוי להסתכם בכ-14-10 שנים ולהלום את רמת הדירוג. יציין, כי לאור היקף הפעילות הנמוך והפיזור החלש, יחסי הכיסוי של החברה צפויים לתנודתיות.
- שיעורי הרווחיות של החברה בולטים לחיוב לרמת הדירוג, כאשר ליום 30.06.2019, שיעור הרווח הגולמי הצפוי מהצבר בביצוע מסתכם בכ-25%.
- לחברה גמישות פיננסית מוגבלת לאור היעדר נכסים לא משועבדים והסתמכות החברה על גורם מממן יחיד (מלבד אגרות החוב). עם זאת, לחברה יתרות נזילות מספקות ביחס לצורכי שירות אגרות החוב.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, שמירה על כרית נזילות בגובה תשלום קרן וריבית שנתית בגין אגרות החוב, וכן קבלת תזרימי מזומנים בגין הפרויקטים בביצוע והפרויקטים בתכנון. תרחיש הבסיס מניח גם רכישת קרקעות והשקעות הון עצמי בפרויקטים עתידיים, וכן חלוקת דיבידנדים בהתאם להערכת מידרוג.

מידרוג ערכה, בין היתר, תרחישי רגישות לגבי גובה ועיתוי תקבולים ותשלומים, וכן לגבי היקף החוב הפיננסי העתידי של החברה.

בהתאם לתרחיש הבסיס, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-52%-54% ולבלוט לחיוב לרמת הדירוג. היקף ה-FFO של החברה צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-30-34 מיליון ש"ח לשנה בממוצע, ויחס חוב נטו ל-FFO צפוי להסתכם בכ-14-10 שנים ולהלום את רמת הדירוג.

¹ היתר מיועדות לדיירים מפונים בפרויקטים מסוג פינוי-בינוי.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על יחסי איתנות בולטים לחיוב לרמת הדירוג ועל ניהול יתרות נזילות מספקות לשירות החוב, תוך שמירה על היקפי פעילות דומים לעבר.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי בהון העצמי של החברה
- גידול משמעותי בהיקף הפעילות ושיפור הפיזור, תוך שמירה על יחסים פיננסיים הולמים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה משמעותית לאורך זמן ביחסי האיתנות של החברה
- חלוקת דיבידנדים באופן שיפגע בפרופיל הסיכון של החברה
- הרעה בענף הייזום למגורים אשר יהיה בה כדי להשליך על פעילות החברה בתחום

אחים דוניץ בע"מ - נתונים עיקריים, באלפי ש"ח

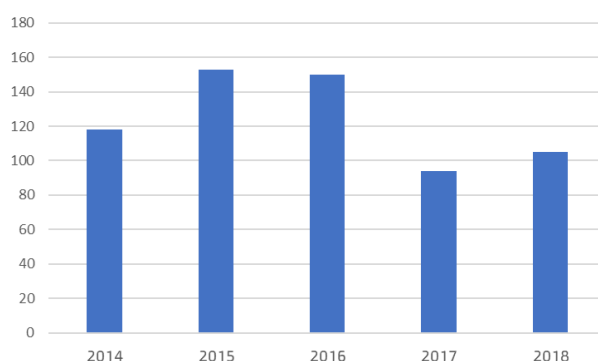
31/12/2016	31/12/2017	30/06/2018	31/12/2018	30/06/2019	
241,702	290,421	357,352	327,351	332,414	חוב פיננסי
24,236	25,267	6,734	9,532	5,247	יתרת נזילות
217,466	265,154	350,618	317,819	327,167	חוב פיננסי נטו
130,229	161,675	225,824	237,741	258,370	הון עצמי
362,967	442,172	582,504	565,092	590,784	CAP
338,731	416,905	575,770	555,560	585,537	CAP נטו
475,614	551,309	722,806	674,531	668,682	סה"כ מאזן בניטרול מקדמות
67%	66%	61%	58%	56%	חוב ל-Cap
64%	64%	61%	57%	56%	חוב נטו ל-Cap נטו
27%	29%	31%	35%	39%	הון עצמי למאזן
247,568	263,530	210,982	357,352	129,005	סה"כ הכנסות
53,462	73,499	61,683	100,340	53,248	רווח גולמי
22%	28%	29%	28%	41%	שיעור רווח גולמי
16,749	37,660	42,074	61,539	30,158	FFO
14	8		5		חוב ל-FFO
13	7		5		חוב נטו ל-FFO

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

חשיפת החברה להאטות בענף הייזום למגורים בישראל משפיעה לשלילה על הדירוג, יחד עם היקף פעילות מצומצם ופיזור חלש ביחס לקבוצת ההשוואה

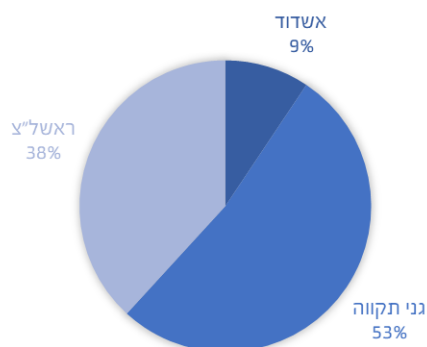
פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל, ובפרט חשיפתה להאטה בענף בשנים האחרונות, משפיעה לשלילה על הדירוג. חשיפה זו מתבטאת, בין היתר, בשחיקה במכירות החל משנת 2017, המשליכה לשלילה על יציבות פעילות החברה.

תרשים 1: יחידות דיור שנמכרו, 2014-2018



בנוסף, לחברה היקפי פעילות נמוכים ופיזור חלש. נכון ליום 30.06.2019, לחברה 317 יח"ד בביצוע (239 יח"ד מיועדות למכירה)² בשלושה מיקומים בלבד - אשדוד, גני תקווה (שני בניינים) וראשל"צ. היקף ההון העצמי של החברה מסתכם באותו מועד בכ-258 מיליון ש"ח בלבד.

תרשים 2: פיזור גאוגרפי לפי מספר יח"ד (תב"ע קיימת), צבר בביצוע, 30.06.2019



יצוין, כי לחברה צבר קרקעות משמעותי ביחס להיקף הצבר בביצוע, דבר התורם לפרופיל העסקי שלה. ליום 30.06.2019, לחברה מעל ל-1,400 יח"ד בפרויקטים בתכנון ועבודות קרקע. עם זאת, יצוין כי צבר הקרקעות כולו מרוכז בראשל"צ (קרית האמנים), אשדוד וגבעת שמואל.

² היתר מיועדות לדיירים מפונים בפרויקטים מסוג פינוי-בינוי.

יחסי מינוף ורווחיות בולטים לחיוב יחסי כיסוי הולמים לרמת הדירוג תומכים בפרופיל הפיננסי של החברה

בנוסף, יחסי המינוף של החברה תומכים גם הם בפרופיל הפיננסי. ליום 30.06.2019, יחס חוב נטו ל-CAP נטו מסתכם בכ-54% (כולל יתרות נזילות בחשבון נאמנות לשירות האג"ח). בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר משיכת עודפים מפרויקטים, רכישת קרקעות והשקעות הון עצמי בפרויקטים בתכנון, יחס זה צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ-52%-54% ולהמשיך לבלוט לחיוב לרמת הדירוג.

בנוסף, לחברה שיעורי רווחיות גבוהים, כאשר ליום 30.06.2019, שיעור הרווח הגולמי הצפוי מהצבר בביצוע מסתכם בכ-25% ובולט לחיוב לרמת הדירוג.

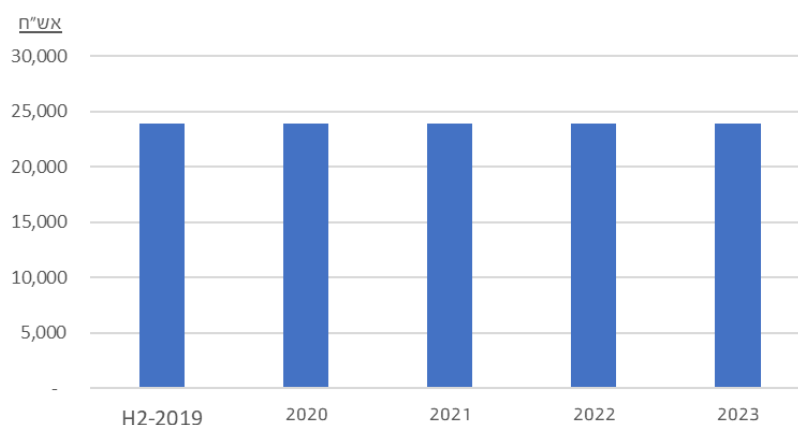
היקף ה-FFO של החברה צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ-30-34 מיליון ש"ח לשנה במוצע, ויחס חוב נטו ל-FFO צפוי להסתכם בכ-10-14 שנים ולהלום את רמת הדירוג. יצוין, כי יחסי הכיסוי צפויים לתנודתיות, בעיקר לאור היקף הפעילות הנמוך והפיזור החלש של החברה.

לחברה גמישות פיננסית מוגבלת, הנובעת בעיקרה מהיעדר נכסים לא משועבדים ומתלות במממן יחיד. עם זאת, יתרות הנזילות בהיקף מספק לשירות האג"ח

הפרופיל הפיננסי של החברה מושפע לשלילה מגמישות פיננסית מוגבלת, הנובעת בעיקרה מהיעדר נכסים לא משועבדים, וכן מהעובדה כי לחברה גורם מממן יחיד (מלבד אגרות החוב). חוסר הגיוון והגמישות המוגבלת למקורות מימון נוספים משליכה לשלילה על הגמישות הפיננסית.

עם זאת, יתרות הנזילות של החברה הינן בהיקף מספק לשירות האג"ח. בפרט, תשלומי הקרן והריבית מועברים לחשבון נאמנות ייעודי שנה לפני התשלום לבעלי אגרות החוב, באופן התורם לחיוב לפרופיל הסיכון של החברה.

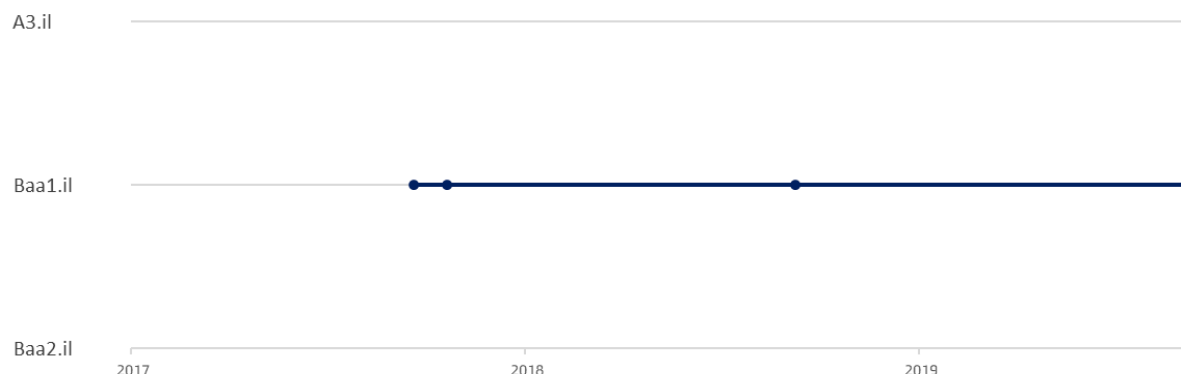
תרשים 3: לוח סילוקין אגרות חוב, 30.06.2019



אודות החברה

החברה פועלת בענף הבניה, ועוסקת בייזום, תכנון, פיתוח, בניה ושיווק של פרויקטים למגורים בישראל. החברה התאגדה בישראל בשנת 1968 כחברה פרטית, והנפיקה מניותיה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב בפברואר 1993.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אחים דוניץ בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים - דוח מתודולוגי, פברואר 2016](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

05.09.2019	תאריך דוח הדירוג:
06.09.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
17.09.2017	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אחים דוניץ בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אחים דוניץ בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

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

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג 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 וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

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

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

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

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

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

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

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

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

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