

קבוצת עמוס לוזון יזמות ואנרגיה בע"מ

מעקב | יוני 2021

אנשי קשר:

יניב סולומון
אנליסט, מעריך דירוג ראשי
Yaniv@midroog.co.il

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

קבוצת עמוס לוזון יזמות ואנרגיה בע"מ

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

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרה ז') שהנפיקה קבוצת עמוס לוזון יזמות ואנרגיה בע"מ (להלן: "החברה") מ-Baa2.il

ל-Baa1.il ומותירה את אופק הדירוג יציב.

העלאת הדירוג נובעת, בין היתר, משיפור מתמשך ביחסי האיטנות של החברה, זאת במקביל לצעדים שנקטה החברה להקטנת היקפי החוב ובכללם מימושי נכסים, הנפקות הון ופירעון חובות, באופן אשר בולט לחיוב ותומך בפרופיל הפיננסי של החברה. כמו כן, מידרוג הוא לחיוב את הפסקת איחודה של דורי בניה, אשר העיקה בעבר על תוצאותיה של החברה.

ליום 31.03.2021 ו-31.12.2020, יחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו של החברה, כפי שמחושב ע"י מידרוג ברמת המאוחד, עומד על כ-48% וכ-55% בהתאמה. זאת לעומת כ-62% ו-65% בשנים 2019 ו-2018 בהתאמה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג יחס המינוף צפוי להיותר בטווח אשר בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. להרחבה ראה פירוט השיקולים העיקריים לדירוג.

בנוסף, מידרוג מעריכה כי פעילות החברה בייזום למגורים בפולין, באמצעות חברת הבת רונסון, מפגינה חוזקה עם שיא מכירות שנתי ב-2020, שמירה על רווחיות הולמת וצבר קרקעות אשר תומך בהמשך גידול בהכנסות באופן אשר תורם לפרופיל העסקי של החברה.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30/09/2021	יציב	Baa1.il	4730149	אג"ח ז'

*לחברה סדרות אג"ח נוספות (ח', ט' ו-י') אשר אינן מדורגות על ידי מידרוג

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל ובפולין, ובפרט חשיפתה לתנודתיות ורגולציה, משפיעה לשלילה על יציבות סביבת פעילותה. חשיפה זו מתבטאת, בין היתר, בתנודות בקצב המכירות בענף, אשר עלול להיות מושפע מגורמים אקסוגניים לרבות צעדי ממשלה שונים. להרחבה בנושא ראה פירוט השיקולים העיקריים לדירוג.
- תמהיל הפעילות של החברה הינו מבוצר וכולל מספר מקורות פעילות שאינם תלויים זה בזה, באופן אשר להערכת מידרוג משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה כך שלא קיימת תלות במקור פעילות ותזרים יחיד. מעבר לפעילותה של החברה (סולו) בתחום הייזום למגורים בישראל, הנ"ל פועלת באמצעות מספר חברות מוחזקות בתחומי פעילות נוספים, כאשר ניתן למנות ביניהן, בין היתר, את:
 - Ronson Development SE (להלן: "רונסון") - מוחזקת כ-67% כאשר מלוא החזקותיה של החברה משועבדות לטובת מחזיקי אג"ח סדרה י'. רונסון מרכזת את פעילות הייזום למגורים בפולין.
 - דוראד אנרגיה בע"מ (להלן "דוראד") - מוחזקת 9.4% בשרשור באמצעות א. דורי תשתיות אנרגיה בע"מ כאשר מלוא החזקותיה וזכויותיה של החברה משועבדות לטובת מחזיקי אג"ח סדרה ח' של החברה. דוראד עוסקת בהפעלת תחנת כוח פרטית לייצור חשמל משנת 2014.
 - רום גבס חיפוי וקירוי (1997) בע"מ (להלן: "רום גבס") ואינובייט בע"מ (להלן: "אינובייט") - עוסקות בתחום הביצוע, פתרונות גימור ועיצוב וכיצ"ב. רוֹם גבס מוחזקת 100% ע"י החברה ומאחדת בעצמה, בהחזקה של 50.1%, את אינובייט.
- לחברה היקף פעילות נמוך ופיזור פרויקטאלי חלש בתחום הייזום למגורים בישראל (בסולו) כאשר ליום 31.03.2021, לחברה פרויקט אחד בלבד בביצוע (פרויקט יוניק הום בגני תקווה) וכן פרויקט אחד נוסף בלבד בתכנון (יוניק לייף - מגרש 8 ביהוד) אשר טרם החל שיווק. להערכת מידרוג, בשל צבר קרקעות בארץ שאינו משמעותי, היקף פעילות הייזום בישראל צפוי להיותר נמוך גם בטווח הזמן הבינוני-ארוך. יחד עם זאת, לחברה נפח פעילות ייזום משמעותי יחסית בפולין, באמצעות

חברת הבת רונסון, אשר להערכת מידרוג משפיע לחיוב על הפרופיל העסקי, כאשר ליום 31.03.2021, לרונסון צבר קרקעות ופרויקטים בהיקף של כ- 6,064 יח"ד, לרבות פרויקטים בהקמה, פרויקטים שהקמתם הסתיימה, ופרויקטים בתכנון (היקף משמעותי בהשוואה להיקף פעילות הייזום בישראל) אשר מידרוג מעריכה כי הינו תומך בגידול בהכנסות העתידיות של החברה מייזום. בשל כך, מידרוג מעריכה כי פעילות החברה העתידית בתחום הייזום תישען בעיקר על פעילותה של רונסון בפולין.

- החברה פעלה, כאמור, לאורך השנים האחרונות להקטנת היקפי חוב ושיפור יחסי המינוף באופן אשר תומך בפרופיל הפיננסי. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס האיתנות חוב נטו ל-CAP נטו (במאוחד) צפוי לנוע בטווח הזמן הקצר- בינוני בשיעור של 58%-62% באופן אשר בולט לחיוב לרמת הדירוג.
 - שיעורי רווחיות ויחס כיסוי EBIT להוצאות מימון הולמים ביחס לדירוג החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח הגולמי מפרויקטי ייזום למגורים צפוי לנוע בטווח הזמן הבינוני - ארוך בשיעור של 16%-19%. כמו כן, יחס הכיסוי צפוי לנוע בשיעור של כ-3.2-1.8 בתקופת התחזית.
 - היעדר מדיניות פיננסית מוצהרת בכל הנוגע לשמירת נזילות מעיבה על רמת הדירוג, זאת על אף פעילותה של החברה להקטנת החוב ולהורדת מינוף בשנים האחרונות. יצוין כי, להערכת מידרוג, לנ"ל קיימת גמישות הנובעת מיתרות נזילות בחברות הבנות, אשר במידת הצורך עומדות לרשות החברה, בכפוף למגבלות משפטיות החלות עליהן ומגבלות קובננטיים. יודגש לעניין זה, כי להערכת מידרוג פעילות החברות הבנות מעניקות לחברה, בין היתר, יכולת לייצר תזרימים קבועים. יש לציין כי החזקותיה של החברה ברונסון (66.7%) משועבדות לטובת מחזיקי אג"ח סדרה 'ו' וכן מלאו החזקותיה וזכויותיה של החברה בדורי אנרגיה משועבדות לטובת מחזיקי אג"ח סדרה 'ח' של החברה, דבר המגביל את גמישותה הפיננסית במקרה של מימוש.
- מידרוג מצפה כי החברה תחזק את המדיניות הפיננסית וניהול הנזילות כך שתיערך מבעוד מועד לקראת פירעונות האג"ח עם היקף מזומנים סולו מספק בקופה, זאת על אף הגמישות כאמור.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, תנועות הון עצמי ועודפים הצפויים בפרויקטים בביצוע ובתכנון, יחד עם מכירות מלאי מוגמר בישראל ובפולין, הוצאות שוטפות של החברה, פירעונות אג"ח בהתאם ללוח סילוקין ואמורטיזציה, רכישת קרקעות (כחלק מהערכת מידרוג לצורכי החברה להגדלת מלאי הקרקעות שברשותה) וכן רכישת חלק ממניות מיעוט של רונסון (בהתאם לדיווחי החברה כי בכוונתה לבחון מעת לעת רכישת מניות רונסון המוחזקות בידי הציבור). בנוסף, התרחיש כולל תקבולים הנובעים מדיבידנדים ודמי ניהול מחברות מוחזקות לרבות רונסון ורום גבס.

מידרוג ביצעה תחת תרחיש הבסיס התאמות כיוצא מדוחותיה הכספיים של החברה ליום 31.12.2020, בין היתר, התאמה לחוב הפיננסי של החברה בהתאם לערכן הנקוב של אגרות החוב של החברה, אשר בשל הנפקות בפרמיה עולה על ערכן בספרים. בנוסף, כחלק מההתאמות, מידרוג לקחה בחשבון בתרחיש הבסיס אירועים שהתרחשו במהלך הרבעון הראשון לשנת 2021 ו/או לאחריו ובכללם הקצאות פרטיות של חבילות מניות ואופציות בהיקף של כ-52 מיליון ₪, הנפקה חדשה של אגרות חוב (סדרה W) של חברת הבת רונסון בהיקף של 100 מיליון זלוטי (לפני פדיונות עבור בעלי אגרות חוב סדרות R ו-U) והנפקה בפרמיה של אגרות חוב של החברה (סדרות 'ח' ו-'י') בדרך של הרחבת הסדרות האמורות הקיימות במחזור. כמו כן, במסגרת תרחיש הבסיס, מידרוג בחנה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, באשר לעלויות צפויות מפרויקטים, היקף העודפים הצפויים, קצב התקדמות הפרויקטים וכן קצב המכירות של החברה ובהתאמה נלקחו מרווחי ביטחון.

בהתאם, יחס חוב נטו ל-CAP נטו של החברה צפוי לנוע בטווח הזמן הקצר-בינוני בשיעור של כ-58%-62% באופן אשר בולט לחיוב לרמת הדירוג.

יחס הכיסוי EBIT להוצאות ריבית צפוי בטווח הזמן הבינוני-ארוך לנוע בשיעור של כ-3.2-1.8, באופן אשר הולם לרמת הדירוג.

אופק הדירוג

האופק היציב משקף את הערכתנו, כי החברה תשמור בטווח הזמן הבינוני-ארוך על יציבות תזרימית מפעילות הייזום, לצד פעילויותיה הנוספות של החברה, וכן תפעל ליצירת יתרות נזילות מספקות לשירות החוב, כפי שפעלה בעבר.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בהיקפי יתרות הנזילות סולו של החברה כך שיהיו משמעותיות ביחס לפירעונות האג"ח
- שיפור בהיקפי הפעילות של החברה, בפרט בתחום המגורים בישראל, תוך שמירה על יחסי מינוף הולמים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- ביצוע השקעות שאינן תואמות את פרופיל הסיכון של החברה
- שחיקה ביחסי המינוף ו/או יחס כיסוי הריבית של החברה
- אי עמידה בתחזיות החברה המיוחסות לתזרים המזומנים

קבוצת לוזון יזמות ואנרגיה בע"מ - נתונים עיקריים (דוחות מאוחדים), באלפי ₪

אלפי ש"ח	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
סך הכנסות מפעילות ייזום (בארץ ובחו"ל)	323,595	497,358	660,780	142,424
שיעור רווח גולמי יזמי	13%	25%	19%	18%
חוב פיננסי	823,704	718,686	712,775	644,638
חוב נטו ל-CAP נטו	65%	62%	55%	48%

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

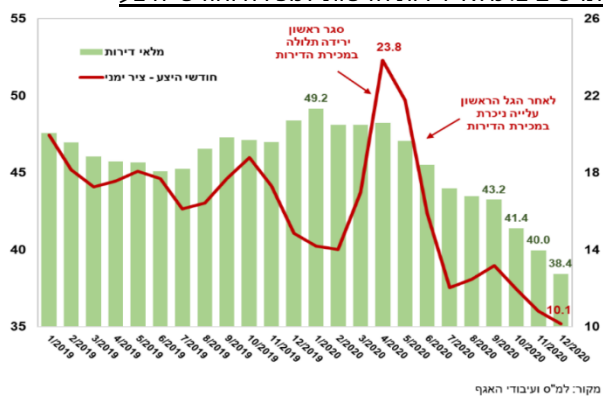
חשיפת החברה לתנודתיות ורגולציה בענף הייזום למגורים בישראל ובפולין משליכה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות

פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל ובפולין, ובפרט חשיפתה לתנודתיות בענף, משליכה לשלילה על יציבות סביבת פעילותה. ענף הייזום למגורים מושפע בעיקר מרמת הביקוש וההיצע בתחום, מרגולציה וכן מגורמים אקסוגניים לרבות מגוון פרמטרים כלכליים ובכללם שיעור הצמיחה במשק, הריבית, שכר העבודה, שיעורי האבטלה, התפשטות נגיף הקורונה אשר נתנה אותותיה וכיוצא ב.

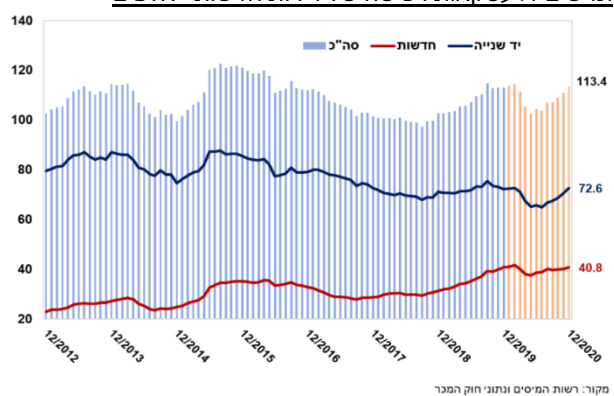
בישראל בפרט, רמת היצע הקרקעות מושפעת באופן משמעותי מהחלטות הממשלה, כאשר רמ"י מחזיקה בעיקר הקרקעות במדינה ולהערכת מידרוג ההחלטותיה של הרשות בדבר קצב ואופן שיווק הקרקעות עלולות להיות השלכות על יכולת החברות בענף להגדלת צבר קרקעות קיים. בנוסף לכך, הענף מאופיין בתחרות גוברת וחסימי כניסה אשר אינם גבוהים, אלה מתבטאים כבר בשלב איתור ורכישת הקרקעות כאמור.

בהתאם לסקירת ענף הבנייה ושוק הדיור בישראל של משרד הבינוי והשיכון - פברואר 2021¹, בשנת 2020 הסתכם היקף העסקאות של דירות מגורים חדשות בכ- 41 אלף דירות חדשות, נתון גבוה ביחס לעשור האחרון, מרמה של 23 אלף דירות בסוף שנת 2012 לכ- 41 אלף דירות כאמור בסוף שנת 2020. יודגש, כי היקף העסקאות בשנה זו גבוה מהמוצע בעשור האחרון, זאת על אף הירידה החדה בעסקאות בחודשים אפריל-מאי 2020, בעיצומו של גל הקורונה הראשון. בצד ההיצע, תוצאות הגידול במספר העסקאות, לצד המשך ירידה בהתחלות הבנייה, הביא לירידה במלאי הדירות החדשות למכירה, כאשר עפ"י נתוני הלמ"ס מלאי הדירות החדשות העומד למכירה הלך והצטמצם במהלך השנה האחרונה בשיעור של 22%, מרמה של כ- 49,200 דירות בינואר, לכ- 38,400 בדצמבר האחרון. מסקירת ענף הנדל"ן למגורים מרץ 2021² עולה כי בחודש זה נרשמה אף אחת הרמות הגבוהות של עסקאות בשוק הנדל"ן עם גידול של 38% בהשוואה למרץ 2019 וגידול של 26% בהשוואה לחודש הקודם. בניכוי עסקאות מחיר למשתכן נרשם גידול חד של 42% בהשוואה למרץ 2019 וכן גידול של 18% בהשוואה לחודש הקודם. ניכר כי מי שהובילו את הגידול בעסקאות היו המשקיעים אשר משקלם עמד על כ-19% בהתפלגות סך העסקאות כאשר לשם השוואה, ביולי 2020 משקלם של רוכשי דירות להשקעה עמד על שיעור שפל של כ-13%.

תרשים 2: מלאי דירות חדשות למכירה וחודשי היצע



תרשים 1: עסקאות רכישה של דירות חדשות - אלפים



באשר לפעילות הייזום של החברה בפולין, מידרוג מעריכה כי ענף הנדל"ן במדינה זו מושפע מרגולציה לרבות מדיניות הבנק הלאומי הפולני והנחיותיו למערכת הבנקאית בנושאים הקשורים לפיקוח על שיעורי הנזילות והלימות ההון ובפרט מגבלות שהוטלו על היקף האשראי הניתן על ידי הבנקים ותנאיו. בהתאם לדיווחי החברה בדוחותיה הכספיים, הטלטלות בשווקים הפיננסיים ובמטבע האירו

¹ [ענף הבניה ושוק הדיור בישראל - פברואר 2021, משרד הבינוי והשיכון](#)
² [סקירת ענף הנדל"ן למגורים מרץ 2021, אגף הכלכלן הראשי, משרד האוצר](#)

בשנים האחרונות הביאו לחוסר יציבות באופן ההתייחסות של המערכת הבנקאית בפולין הן כלפי יזמי נדל"ן והן כלפי נוטלי משכנתאות לצרכי דיור. כמו כן, החל משנת 2018 פועלת הממשלה בפולין לשם ביצוע שינויים בנוגע לחקיקה המתייחסת ליזמי פרויקטי נדל"ן למגורים, במסגרתה יחויבו היזמים המשתמשים בחשבון ליווי סגור או פתוח להפקיד שיעור מסוים מתמורת מכירת הדירות בקרן של בנק ממשלתי בפולין, לצורך בטוחה. עפ"י דיווחי החברה, הונסון בוחנת את ההשלכות של הצעות החוק החדשה לרבות האפשרות להשתמש בחשבונות ליווי סגורים לפרויקטים במידה וסכומי ההפקדות בחשבונות פתוחים לא יצדיקו כלכלית שימוש בהם. למועד הדוח טרם אושרה הצעת החוק האמורה.

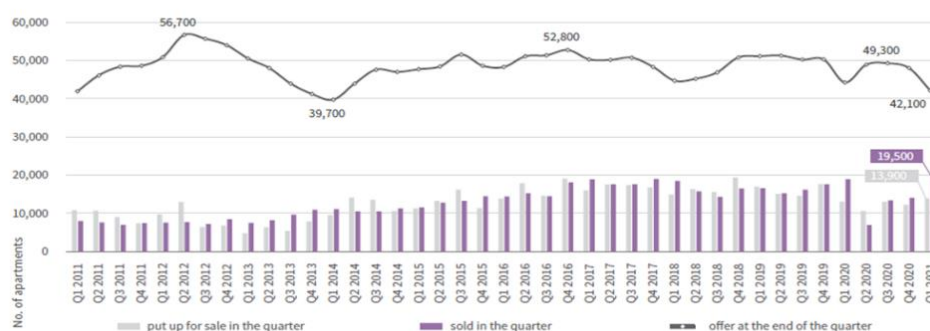
ביחס להשלכות משבר הקורונה, בעוד בישראל מרבית המשק נפתח והוסרו כבר רוב ההגבלות אשר הוטלו נוכח המשבר, בפולין, נכון למאי 2021, הממשלה הפולנית הודיעה על הקלות הדרגתיות בלבד. מעבר לכך, למשבר בפולין הייתה השלכה ישירה על שוק הנדל"ן, כאשר בשנת 2020 נרשם קיטון במכירות יח"ד בשיעור של כ-19% בהשוואה לשנת 2019. כמו כן, במהלך שנת 2020 יכולת קבלת משכנתאות בפולין הוגבלה על-ידי הבנקים עקב חוסר הודאות הכלכלי שנבע בעיקר בגין פרוץ משבר הקורונה ומגבלות שהטילה הממשלה.

יחד עם זאת, סקירה של JLL³ לשוק הנדל"ן למגורים בפולין לרבעון הראשון לשנת 2021 מעידה על קצב התאוששות בענף כאשר, עפ"י הסקירה, נרשם ברבעון הראשון גידול חד בקצב מכירת הדירות, כאשר 19,500 יח"ד נמכרו, גידול של כ-40% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד (זאת במקביל לעלייה של כ-37% בביקוש למשכנתאות ברבעון זה). בצד ההיצע, בסוף הרבעון הנ"ל הסתכמו כ-42,100 דירות למכירה, ירידה של 12.3% בהשוואה לרבעון המקביל ולמעשה זוהי רמת ההיצע הנמוכה ביותר מאז תחילת שנת 2014.

תרשים 3: קצב מכירת הדירות בפולין אל מול היצע הדירות למכירה

Residential units launched for sale and units sold quarterly vs. the volume of the offer

(aggregated data for Warsaw, Kraków, Wrocław, Tri-City, Poznań and Łódź)



יצוין כי עפ"י דיווחי החברה בדוחותיה הכספיים, על אף משבר הקורונה, המשיכה החברה לפעול לשם קידומי פרויקטי יזמות הנדל"ן למגורים שלה. הביצוע של פרויקטי החברה באתרי הבניה נמשך כסדרו ולא ניכרו עיכובים משמעותיים ו/או קשיים באספקת תשומות הבניה וכח אדם. על אף שבתחילת תקופת המשבר, ניתן היה לראות ירידה בהיקף הביקושים לרכישת יחידות הדיור בפרויקטי החברה, כפי שהתאפיין בענף בכללותו, לרבות נוכח העדר יכולת של לקוחות להגיע לאתרי המכירות, הרי שבמהלך המשך השנה חלה התעוררות במכירות בפרויקטי החברה, אשר נכון למועד הדוח מתנהלת כסדרה.

[JLL- Residential Market in Poland](#) ³

חברת הבת רונסון מפגינה חוזקה בפולין עם שיא מכירות שנתי ב-2020 ורווחיות הולמת. צבר הקרקעות של רונסון תומך בהמשך גידול בהכנסות באופן אשר תורם לפרופיל העסקי של החברה; חברות הבנות רום גבס ודוראד תורמות לפיזור מקורות הפעילות של החברה

רונסון הינה חברה ציבורית אשר נסחרת בבורסה בפולין. בשנת 2020 החברה הפולנית רשמה שיא בהיקף המכירות ורשמה הכנסות של כ-354 מיליון ש"ח, זאת בהשוואה לכ-216 מיליון ש"ח וכ-290 מיליון ש"ח בשנים 2019 ו-2018 בהתאמה (כך עפ"י דוחותיה הכספיים של החברה לשנת 2020). הרווח הגולמי של רונסון, לתקופה של רבעון נכון ליום 31.03.2021, עמד על שיעור של כ-19% ובשנת 2020 עמד על כ-21%, באופן אשר הולם ביחס לרמת הדירוג. מידרוג מעריכה כי התחזקותה של החברה בשוק הפולני בשנים האחרונות משתקפת, בין היתר, בגידול בשווי השוק של החברה. כך, לשם השוואה, שווי השוק של החברה נכון ל-31.03.2021 עמד על כ-296 מיליון זלוטי, זאת לעומת שווי שוק של 134 מיליון זלוטי נכון ל-31.12.2018.

נכון ליום 31.03.2021, צבר הקרקעות והפרויקטים של רונסון בפולין הינו בהיקף של כ-6,064 יח"ד, לרבות פרויקטים בהקמה, פרויקטים שהקמתם הסתיימה ופרויקטים בתכנון אשר מתוכנן 1,189 יח"ד נמכרו וטרם נמסרו. הסכום אינו כולל יח"ד נוספות שינבעו מקרקעות לגביהם נחתמו הסכמים מקדמיים. להערכת מידרוג, פיזור ואיכות הפרויקטים של רונסון, ובפרט שיעורי מכירה גבוהים מול שיעורי ביצוע לאורך זמן, מיקומם של הפרויקטים בערים מרכזיות, כאשר מעל 50% מסך ההכנסות הצפויות, נכון ל-31.12.2020, מיוחסים לפעילות בוורשה, וכן צבר קרקעות גבוה התומך בגידול בהכנסות העתידיות, תורמים לפרופיל העסקי של החברה. יצוין, כי ביום 26.05.2021, לאחר תאריך המאזן, החברה הגישה הצעת רכש לרכישת מלוא מניות הציבור של רונסון. עפ"י דיווחי החברה, הצעה זו נדחתה אך החברה מציינת בדיווח כי בכונתה להמשיך ולבחון, מעת לעת, רכישת מניות רונסון המוחזקות בידי הציבור. להערכת מידרוג, רכישת מניות מיעוט של רונסון, ככל שתבוצע, עשויה לחזק את הפוזיציה של החברה ברונסון והינה חיובית לחברה ברמה אסטרטגית.

מנגד, בישראל, נכון ליום 31.03.2021, לחברה פרויקט אחד בביצוע בלבד (יוניק הום - גני תקווה החדש) ופרויקט אחד נוסף בתכנון (יוניק לייף - מגרש 8 ביהוד) כאשר סה"כ שני הפרויקטים בהיקף של 162 יח"ד (חלק חברה). כמו כן, לחברה 2 עתודות קרקע בלבד, הכוללות קרקע באור יהודה המיועדת לפינוי בינוי (אשר התב"ע לפרויקט הנ"ל קיבלה תוקף בספטמבר 2016 ונכון למועד הדוח שיעור הדיירים שחתמו על הסכמות הינו כ-60%, חלק החברה בפרויקט - 271 יח"ד נוספות) וכן קרקע נוספת בפרדס רוקח - הוד השרון (אשר נרכשה ב-2016 עם רכישת א.דורי מגזית, בהסכם קומבינציה). בנוסף, ברשות החברה פרויקט התחדשות עירונית "לוגאנו" (באמצעות חברה בת ציבורית - לוזון נדל"ן) הכולל זכויות פיתוח בשלושה מגרשים ביהוד (13-11), כאשר יצוין כי הזכויות האמורות עשויות להימכר במסגרת תנאים מתלים לביצוע עסקת טריא (מדיווחי החברה עולה כי בחודש פברואר 2021 חתמה החברה על הסכם מותנה להכנסת פעילות של חברת טריא, העוסקת בתחום האשראי החוץ בנקאי, בדרך של מיזוג וזאת כנגד העברת השליטה בחברה). להערכת מידרוג, היות שבשנים האחרונות לא בוצעו רכישות של קרקעות לייזום בישראל, למעט קידום זכויות קיימות בפרויקטים בתחום הפינוי בינוי ועסקאות קומבינציה, קיימת אי וודאות מסוימת בנראות היקף הפעילות העתידית של החברה בישראל. מידרוג מעריכה בנוסף כי היקפי פעילותה של החברה בתחום הייזום למגורים יישענו בעיקר על פעילותה של רונסון בפולין.

מלבד פעילותה של החברה בתחום הייזום למגורים, לחברה פעילות בתחום הביצוע באמצעות קבוצת רום גבס (מוחזקת כאמור 100% ע"י החברה ומחזיקה בעצמה בכ-50% באינובייט) וכן פעילות בתחום האנרגיה באמצעות דוראד (מוחזקת בשרשור של כ-9.4% באמצעות דורי אנרגיה כאשר מלוא החזקותיה וזכויותיה של החברה בדורי אנרגיה משועבדות לטובת מחזיקי אג"ח סדרה ח' של החברה).

ביחס לפעילות בתחום הביצוע, להערכת מידרוג, בשל פרמטרים האופייניים לענף הביצוע כגון רווחיות נמוכה, תחרות גבוהה, חשיפה לגידול בעלויות הבנייה וכדומה, ענף הבנייה עבור אחרים בישראל מאופיין ברמות סיכון גבוהות ביחס לענפים אחרים במשק ומגזרים אחרים בתחום הנדל"ן. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי בשל אופי פעילותן של רום גבס ואינובייט, המאופיין בקבלנות קצה, בפרויקטים בעלי מחזור חיים מהיר יחסית, בדגש על עבודות גמר ומערכות, רמת הסיכון של הקבוצה אינה גבוהה יותר. בהקשר זה יצוין כי שיעורי הרווחיות של קבוצת רום גבס גבוהים יחסית לענף הביצוע כאשר ליום 31.03.2021, לתקופה של רבעון, קבוצת רום גבס מציגה רווחיות הולמת העומדת על כ-16%. כמו כן, להערכת מידרוג, לקבוצת רום גבס יכולת לייצר, לאורך השנים, תזרים בר קיימא מפעילותה

השוטפת באופן אשר תומך בפרופיל הפיננסי של קבוצת רום גבס. ביחס לדוראד, אשר עוסקת כאמור בהפעלת תחנת כוח פרטית לייצור חשמל משנת 2014, מידרוג רואה פעילות זו כפעילות אשר מחד מעניקה לחברה החזקה בעלת גמישות פיננסית ויכולת לייצר תזרימים קבועים ומאידך מהווה החזקה בעלת פוטנציאל פיתוח עתידי, כאשר בהתאם לדיווחי החברה הנ"ל בודקת היתכנות לבניית תחנה נוספת והנפקה לציבור בכפוף לאישורים. להערכת מידרוג, איכות ופיזור מקורות הפעילות, באופן שאינו חושף אותה למקור פעילות יחיד, משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה.

החברה פעלה לאורך השנים האחרונות להקטנת היקפי חוב ושיפור יחסי המינוף באופן אשר בולט לחיוב ותומך בפרופיל הפיננסי; שיעורי הרווחיות הגולמית היזמית יחס כסוי EBIT להוצאות ריבית הולמים ביחס לדירוג

נכון ליום 31.03.2021 ו-31.12.2020 יחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו, כפי שמחושב ע"י מידרוג ברמת המאוחד, עומד על כ-48% ו-55% בהתאמה ולשם השוואה, יחסי המינוף חוב נטו ל-CAP נטו עמדו בשנים 2019 ו-2018 על שיעורים גבוהים יותר של כ-62% ו-65% בהתאמה. מידרוג מייחסת חשיבות לשיפור המתמשך ביחסי האיתנות של החברה, במקביל לצעדים שנקטה החברה להקטנת היקפי החוב ובכללם: עסקת מכירת זכויות החברה בפרויקט הפיל בת"א בשנת 2019 אשר הניבה לחברה תזרימים מזומנים נטו בסך כולל של כ-86 מיליון ₪, ביצוע הנפקה פרטית של חבילת מניות ואופציות במהלך הרבעון הראשון לשנת 2021 בסך כולל של כ-52 מיליון ₪ ובנוסף פירעון משמעותי של אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים, במהלך הרבעון הראשון לשנת 2021, בסך של כ-57 מיליון ₪.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המניח, בין היתר, רכישת קרקעות וכן רכישת חלק ממניות המיעוט של רונסון (כך בהתאם לדיווחי החברה כי בכוונתה לבחון מעת לעת רכישת מניות רונסון המוחזקות בידי הציבור), יחס חוב נטו ל-CAP נטו צפוי לגדול לשיעור של כ-58%-62%, אך עדיין לנוע בטווח אשר בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

שיעורי הרווחיות הגולמית מייזום צפויים להלום ביחס לרמת הדירוג. ליום 31.12.2020, שיעור הרווח הגולמי המשוקלל מפרויקטים בייזום, הן בישראל והן בפולין, עומד על כ-19% (14% רווחיות גולמית מתחום היזמות בישראל ו-21% רווחיות גולמית מתחום היזמות בפולין, באמצעות רונסון). בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור הרווח הגולמי המשוקלל צפוי לנוע בתקופת התחזית בטווח של 16%-19% באופן אשר עדיין הולם לרמת הדירוג.

יחס הכסוי EBIT להוצאות ריבית, לאחר התאמות מידרוג, צפוי לנוע בתקופת התחזית בשיעור של כ-1.8-3.2 באופן אשר הולם ביחס לרמת הדירוג.

לחברה אין מדיניות מעוגנת וקבועה לשמירת יתרות נזילות סולו משמעותיות בקופה, באופן אשר משליך לשלילה על המדיניות הפיננסית

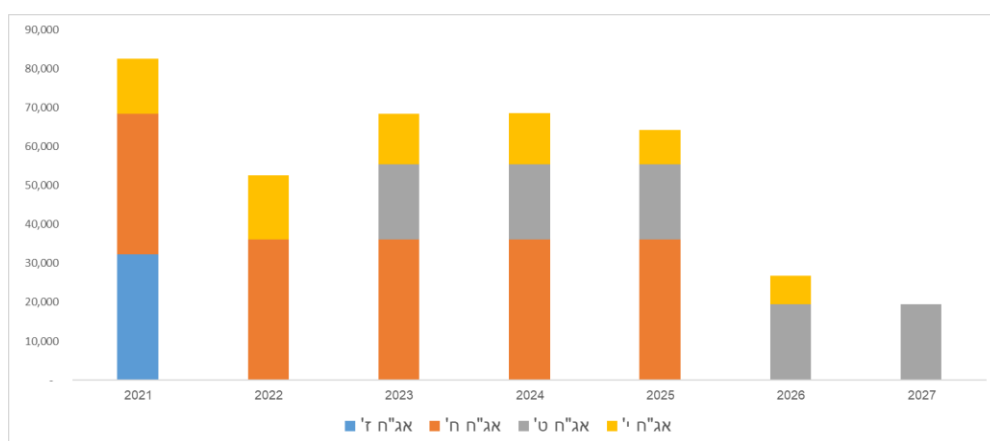
על אף פעילותה של החברה להקטנת החוב ולהורדת מינוף בשנים האחרונות, בעיקר על ידי מימוש נכסים, מידרוג מעריכה כי ניהול סיכוני השוק והנזילות של החברה, לאורך זמן, אינם שמרניים וכי החברה אינה נערכת מבעוד מועד לשירות צרכי החוב כאשר לאורך השנים האחרונות החברה הינה תלויה במחזורי חוב ו/או מימושי נכסים בסמוך למועד תשלום ההתחייבות. ליום 31.03.2021, לחברה יתרת נזילות סולו בהיקף של כ-37 מיליון ₪, זאת ביחס לחלויות שוטפות אג"ח בהיקף גבוה יותר של כ-83 מיליון ₪.

להערכת מידרוג מקורות הנזילות השוטפים של החברה העומדים לרשותה לצורך פירעונות האג"ח כאמור הינן, בין היתר, שחרור עודפים ו/או רוחים מחשבונו ליווי וכן קבלת דיבידנדים, דמי ניהול והחדר הלוואות בעלים מחברות מוחזקות. בנוסף, מידרוג מעריכה כי לחברה ישנן אפשרויות נוספות להגדלת הנזילות הכוללות, בין היתר, מימוש של נכסים של החברה ו/או של החזקותיה של החברה בחברות מוחזקות שלה ובנוסף חלוקת דיבידנדים נוספים ו/או הלוואות נוספות מחברות מוחזקות. לעניין זה יודגש כי להערכת מידרוג הגמישות של החברה הנובעת ממקורות הנזילות בחברות הבנות, ובפרט רונסון (בכפוף למגבלות משפטיות החלות עליהם ומגבלות קובננטים) הינה כלי ממתן סיכון בעניין זה.

יצוין, כי החברה הנפיקה זכויות במהלך הרבעון הראשון בהיקף של כ-52 מיליון ש"ח, אשר להערכת מידרוג יצרה עודפי מזומן משמעותיים בקופה. אלה שימשו את החברה, בין היתר, לצורך פירעונות אשראי זמן קצר מתאגידיים בנקאיים בסך של כ-57 מיליון ₪ (באופן אשר אף חיזק את יחסי האיתנות של החברה). כך עולה מתזרים המזומנים סולו של החברה לרבעון הראשון לשנת 2021. בנוסף, עפ"י דיווחי החברה בחודש יוני 2021, לאחר תאריך המאזן, הנ"ל ביצעה הנפקת אגרות חוב (סדרות ח' ו-י'), בדרך של הרחבת הסדרות האמורות במחזור, בתמורה מיידית ברוטו בסך כולל של כ-54 מיליון ₪ באופן אשר מעבה את כרית הנזילות של החברה. אולם, מידרוג מעריכה כי מטרת ההנפקה, בין היתר, לשמש לצורך רכישה של מניות רונסון המוחזקות בידי הציבור. כך גם בהתאם לדיווחי החברה כי בכוונתה לבחון מעת לעת, רכישה של מניות רונסון המוחזקות בידי הציבור.

מידרוג מצפה, כי החברה תחזק את המדיניות הפיננסית וניהול הנזילות שלה כך שתיערך מבעוד מועד לקראת פירעונות האג"ח עם היקף מזומנים סולו מספק בקופה בתקופה מספקת מראש אל מול החלויות השוטפות.

תרשים 1: לוח סילוקין קרן אג"ח 31.12.2020*



*לוח סילוקין כולל בנוסף את סדרות ח', ט' ו-י' אשר אינן מדורגות על ידי מידרוג

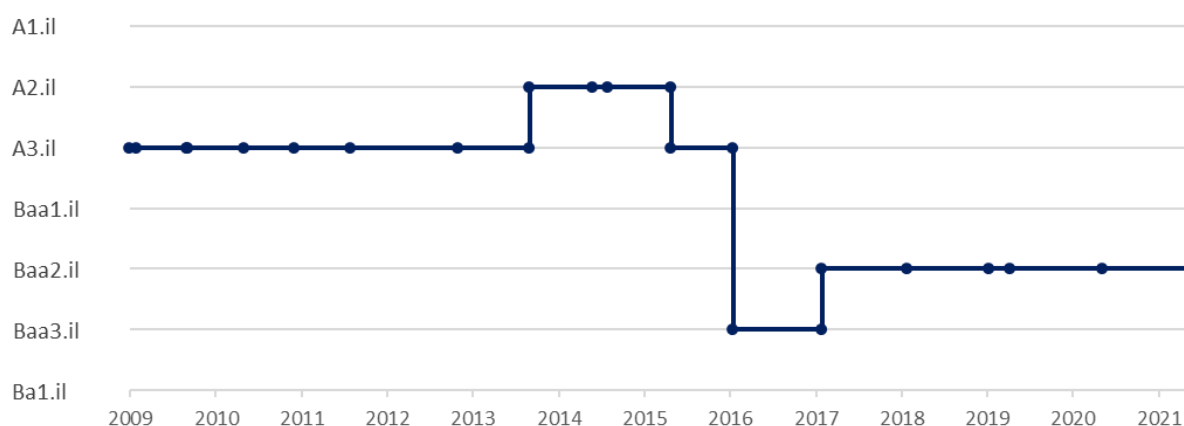
מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
Baa.il	---	Baa.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Baa.il	350-400	A.il	661	סך הכנסות מפעילות ייזום (מיליוני ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הפרויקטים, פיזור פעילות, צבר קרקעות וותק וניסיון המנפיק	
Baa.il	16%-19%	Baa.il	19%	שיעור רווח גולמי יזמי	רווחיות
A.il	58%-62%	Baa.il	55%	חוב פיננסי / CAP	פרופיל פיננסי
Baa.il	1.8-3.2	A.il	4	EBIT / הוצאות ריבית	
Baa.il	---	Baa.il	---	מדיניות פיננסית	
Baa1.il					דירוג נגזר
Baa1.il					דירוג בפועל

אודות החברה

קבוצת עמוס לוזון יזמות ואנרגיה בע"מ (לשעבר קבוצת א. דורי בע"מ) התאגדה בשנת 1961. החל מינואר 2016 נמצאת בשליטתו של מר עמוס לוזון. החברה עוסקת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות ותאגידיים בשליטתן, בניהול וביצוע של פרויקטים קבלניים ובייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים, בעיקר בתחום הנדל"ן בישראל ובפולין. החברה הינה בעלת השליטה בחברת ע.לוזון נדל"ן ופיננסים בע"מ אשר הינה שותפה מממנת בפרויקט יזמות נדל"ן ביהוד, החברה הינה שותפה בתחנת כוח פרטית לייצור חשמל, בהספק של כ-860 מגה וואט, באזור אשקלון, באמצעות החזקה בשרשרת של כ-9.4% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קבוצת לוזון יזמות ואנרגיה בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

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

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענפי הנדל"ן-דוח מיוחד-הערת ענף, מרץ 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

16.06.2021	תאריך דוח הדירוג:
16.06.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
24.03.2008	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
קבוצת עמוס לוזון יזמות ואנרגיה בע"מ	שם יזום הדירוג:
קבוצת עמוס לוזון יזמות ואנרגיה 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 וכאולה 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 ביעוץ 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>