

שיכון ובינוי בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - אוגוסט 2011

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

שיכון ובינוי בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	A2	אופק דירוג: יציב
--------------------	----	------------------

מידרוג מודיעה על אישור של דירוג A2 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "החברה המאוחדת"). כמו-כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח באמצעות הרחבת סדרה 4 בהיקף של עד 200 מיליון ₪ ע.ג. יעוד התמורה הינו לפעילותה השוטפת של החברה.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 25/7/2011. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג האג"ח 31.3.11	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת האג"ח בספרים 31.3.11	שנות פירעון האג"ח
סדרה 2	1110733	18/04/2008	600,000	5.2%	מדד	692,068	2012 - 2015
סדרה 3	1115500	29/09/2009	289,920	7.9%	לא צמוד	289,920	2013 - 2016
סדרה 4	1117910	04/03/2010	993,216	4.8%	מדד	1,031,617	2015 - 2019
			1,883,136			2,013,605	

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג היציב נתמך בנתוני פעילות טובים שרושמת החברה במגזרי הפעילות העיקריים אשר באים לידי ביטוי, בין היתר, בתזרים מפעילות (FFO) יציב ובהיקף משמעותי וביחסי כיסוי חוב נמוכים; החברה רושמת גידול ברווחיות לאורך זמן לצד שיפור הדרגתי ביחסי האיתנות¹, על אף שעודם נמוכים מעט לרמת הדירוג; פעילות החברה הינה בעלת פיזור גיאוגרפי נרחב ותמהיל מגוון של מקורות הכנסה, המסייעים ביצירת תזרים הכנסות יציב.

להרחבה של שיקולי הדירוג הגנו להפנות לדוח פעולת הדירוג מחודש דצמבר 2010.²

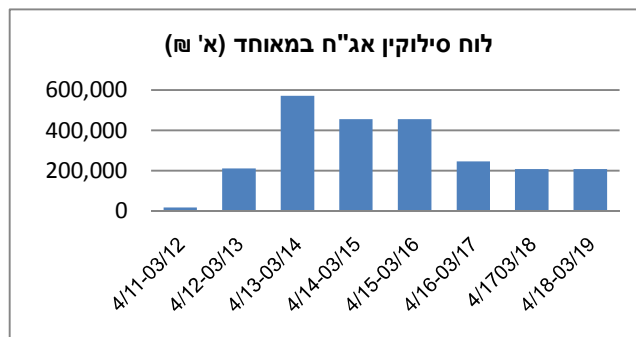
¹ בשקלול השווי הגלום בקרקעות שיכון ובינוי נדל"ן להערכת מידרוג בע"מ

² דוח פעולת הדירוג מפורסם באתר מידרוג בע"מ, www.midroog.co.il.

שיכון ובינוי בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים (באלפי ₪)

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.3.2011	השפעת גיוס אג"ח בהיקף של עד 200 מיליון ₪ וחלוקת דיבידנד שהוכרז		
4,446,828	4,453,729	4,871,077	1,329,356			הכנסות
398,799	707,065	900,591	242,217			רווח תפעולי
9.0%	15.9%	18.5%	18.2%			שיעור הרווח התפעולי
249,232	260,711	168,517	39,473			הוצאות מימון, נטו
149,567	446,354	732,074	202,744			רווח לאחר מימון
89,690	232,141	545,103	121,996			רווח נקי
1,392,847	1,350,743	1,778,550	1,293,062	-	1,293,062	יתרות נזלות
3,992,855	3,578,847	3,779,651	3,886,267	200,000	4,086,267	חוב פיננסי*
2,600,008	2,228,104	2,001,101	2,593,205	200,000	2,793,205	חוב פיננסי נטו*
192,197	508,135	875,283	774,823	-	774,823	הון עצמי וזכויות מיעוט**
7,248,832	7,371,061	8,553,987	8,478,703	-	8,478,703	סך מאזן
6,887,642	7,028,341	8,211,267	8,478,703	-	8,478,703	סך מאזן*
4,155,575	4,081,228	4,665,608	4,685,723	200,000	4,885,723	CAP
2,762,728	2,730,485	2,887,058	3,392,661	200,000	3,592,661	CAP נטו
3%	7%	11%	9%		9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבוני
96%	88%	81%	83%		84%	חוב ל-CAP*
94%	82%	69%	76%		78%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו*
220,118	380,133	516,114	232,444			FFO
502,225	846,632	1,034,581	276,558			EBITDA ללא רווחים מממוש נדל"ן להשקעה
18.1	9.4	7.3	4.2			חוב פיננסי* ל-FFO בגילום שנתי
11.8	5.9	3.9	2.8			חוב פיננסי נטו* ל-FFO בגילום שנתי
8.0	4.2	3.7	3.5			חוב פיננסי* ל-EBITDA בגילום שנתי
5.2	2.6	1.9	2.3			חוב פיננסי נטו* ל-EBITDA בגילום שנתי

* הנתונים לשנים 2008-2010 הינם בנטרול הלוואות שגובו בפקידונות משועבדים ** הונה העצמי של החברה אינו כולל, בין היתר, את שוויה הכלכלי המלא של החברה הבת - שיכון ובינוי נדל"ן, אשר בבעלותה עתודות מקרקעין בהיקף משמעותי, שאין משוערכות בספרים עפ"י ערכן הכלכלי.



אופק הדירוג

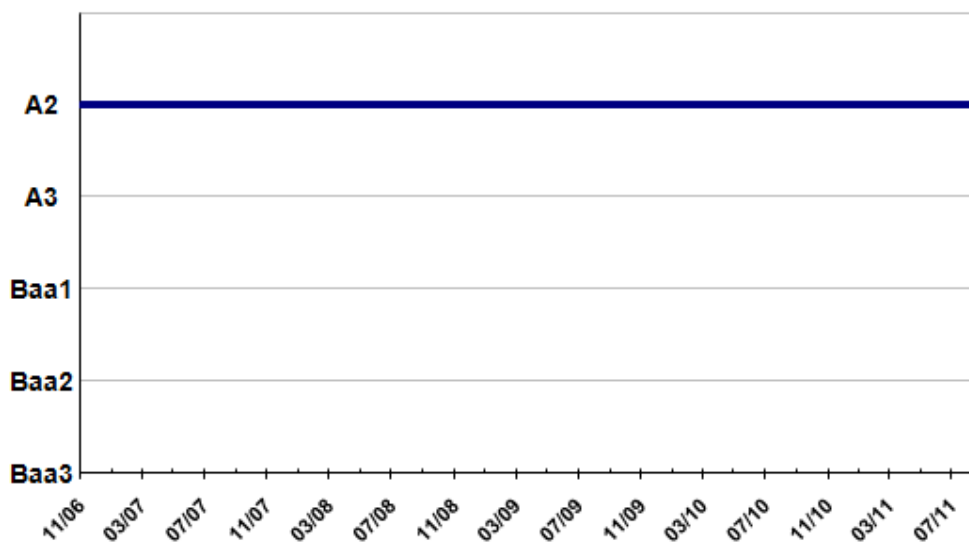
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות
- שמירה לאורך זמן על רמת התזרים והרווחיות וכן על יחסי הכיסוי הנוכחיים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- גידול במינוף החברה, בין השאר, כתוצאה מחלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי
- שינויים מהותיים במערך הניהול, באופן אשר ישפיע על העקביות והיציבות של החברה
- ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של חברת SBI וחברת שיכון ובינוי נדל"ן
- החלת מגבלות על יכולת החברה למשוך כספים מהחברות המוחזקות על ידיה

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

קבוצת שיכון ובינוי פועלת בישראל ובחו"ל בענפי הנדל"ן, התשתיות והסביבה על תחומיהם השונים. שיכון ובינוי פועלת - במישרין ובאמצעות החברות שבשליטתה - בארבעה תחומי פעילות עיקריים הכוללים: תשתיות ובניה, נדל"ן, זכיינות (Concession) וסביבה (בפרט בתחום האנרגיה והמים). החברה נשלטת על ידי חברת אריסון השקעות, המחזיקה בכ- 47.2% מהון המניות של החברה.

תחומי הפעילות העיקריים כוללים:

- **ביצוע עבודות סלילה ותשתית בארץ ופרויקטים קבלניים גדולים**, באמצעות שיכון ובינוי סולל בונה - תשתית בע"מ ובחו"ל, באמצעות שיכון ובינוי אס.בי.איי. בע"מ, הפועלת בעיקר באפריקה ובמרכז אמריקה.
- **יזמות נדל"ן, בניה ומכירת מקרקעין**, בפרויקטים שעיקרם מיועד למגורים וחלקם שלא למגורים. עיקר הפעילות בתחום מבוצעת בארץ באמצעות שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ. בנוסף, קיימת פעילות כאמור בחו"ל, אשר מבוצעת באמצעות Shikun & Binui Real Estate Development וכן לחברה החזקה (כ-48%) בחברת אי.די.או. גרופ בע"מ, חברה ציבורית, העוסקת בנדל"ן מניב בגרמניה.
- **זכיינות (Concession)**, הכוללת השתתפות במכרזים וביצוע, מימון, תכנון ותפעול של פרויקטים לאומיים גדולים, המבוצעים בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי, חלף מימון ממשלתי.
- **פעילות בתחומי הסביבה ובפרט בתחום האנרגיה והמים** - ייצור ואספקה של אנרגיה וטיפול במים ובשפכים.

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית
	Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות
	Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי
	EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות
	EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
	EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
	EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים
	Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי
	Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו
	Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון
	Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות
	Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות *
	Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *
	Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי *
	Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי *
	Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.