



שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

דו"ח דירוג ראשוני - אוגוסט 2009

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט בכיר
amira@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמנכ"לית בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

1

שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

A1	דירוג סדרה (Issue)
----	--------------------

הדירוג ניתן לסדרות אגרות חוב קיימות (סדרות א' ו - ב'), הצמודות למדד המחירים לצרכן ובעלות לוח סילוקין בפריסה לשיעורין (ראה פירוט בטבלה להלן).

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 31.12.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	סדרה
2	01/12/2010	01/12/2005	5.80%	מדד	111,035	סדרה א'
2	09/11/2010	09/11/2006	5.45%	מדד	131,864	סדרה ב'
					242,899	סה"כ

פרופיל החברה

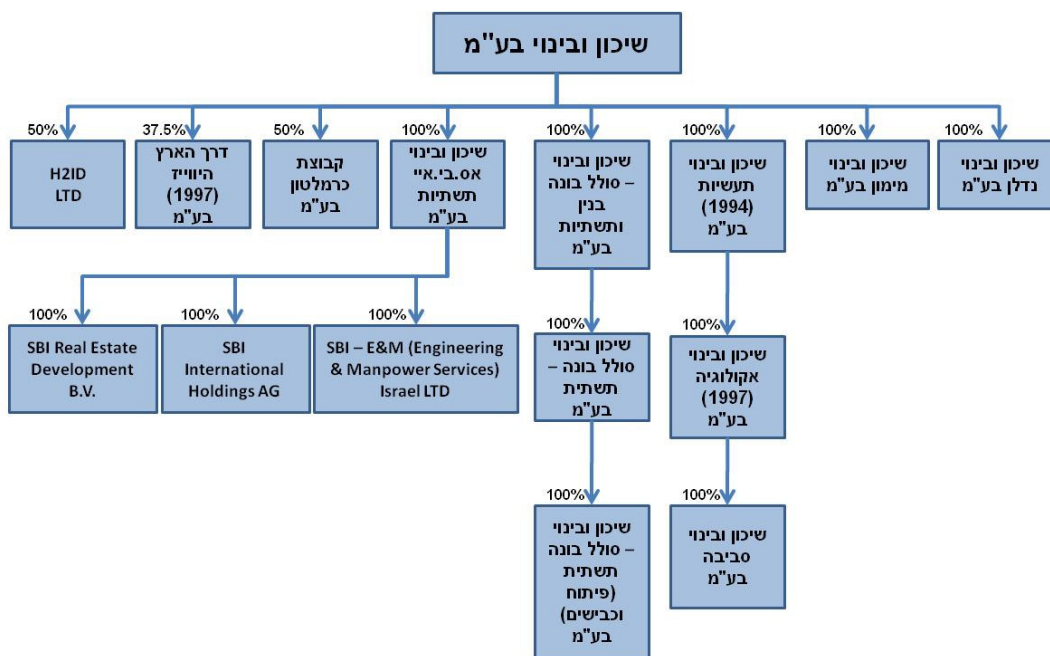
חברת שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (לשעבר חברת שיכון עובדים בע"מ, להלן: "שיכון ובינוי נדל"ן", "החברה"), הינה הזרוע היזמית בארץ של קבוצת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "שיכון ובינוי") והינה יזמית הנדל"ן הגדולה בישראל. לשיכון ובינוי נדל"ן ניסיון של עשרות שנים והיא מתמחה בבניית שכונות מגורים, כגון - "חלומות קריית אונו", "חלומות גבעתיים", "רמת פולג" וכד', המספקות לדיירים מתקנים קהילתיים. כמו כן, לאורך השנים יוזמת החברה קניונים, מרכזים מסחריים ובנייני משרדים, אותם היא מממשת בנקודות זמן שונות. במהלך שנות פעילותה, בנתה החברה למעלה מ- 175,000 יחידות דיור ברחבי הארץ. החברה הוקמה בשנת 1955, בעקבות מיזוגן של חברות השיכון ההסתדרותיות - "שיכון ו'נווה עובד" והפכה לחברת השיכון המרכזית של הסתדרות העובדים הכללית ולחברת השיכון הציבורי הגדולה בישראל. בשנת 1989 הועברה פעילות החברה יחד עם חברת "סולל בונה בע"מ" - תחת חברת שיכון ובינוי. בשנת 1996 נמכר חלקה של ההסתדרות בבעלות על שיכון ובינוי לעובדי חברת שיכון ובינוי ולחברת אריסון השקעות בע"מ, המהווה חלק מ"קבוצת אריסון". במהלך חודש מאי 2007 נרכשו החזקות עובדי החברה האם על ידי קבוצת אריסון השקעות בע"מ.

ניתוח מקורות ההכנסה של החברה מראה, כי לחברה ארבעה מוקדי רווח, בעלי סינרגיה, כאשר הפעילות בייזום הבניה למגורים תורמת את מרבית ההכנסות. מקורות הכנסה נוספים כוללים השבחה ומכירת מקרקעין בהיקפים משתנים, ייזום נכסים מניבים והשכרה וניהול נדל"ן מניב. בתחום ייזום למגורים לחברה היקף גדול יחסית של פרויקטים בביצוע ובתכנון, בפריסה רחבה, תוך התמקדות באזורי ביקוש. שיעורי המכירות של הפרויקטים בתהליך עולים לרוב על שיעורי ההשקעה ושיעורי הרווח הצפוי גבוהים מהמוצא בענף. רמת הרווחיות מושפעת, להערכתנו, מעלות מקרקעין נמוכה בספרי החברה בהשוואה לשווי הכלכלי של המקרקעין, פער המביא לידי ביטוי את ותק הפעילות של החברה בענף.

בעלות וניהול

שיכון ובינוי נדל"ן מוחזקת באופן מלא (100%) על ידי חברת האם, שיכון ובינוי בע"מ - כפי שניתן לראות בתרשים מבנה הבעלות של קבוצת שיכון ובינוי המופיע להלן.

תרשים מבנה ובעלות - קבוצת שיכון ובינוי



הנהלת החברה מורכבת ברובה מאנשים בעלי ותק משמעותי בחברה. שינויים במבנה הבעלות של הקבוצה והעברת גרעין השליטה בחברה האם, שיכון ובינוי בע"מ, מההסתדרות לידי העובדים ולידי קבוצת אריסון השקעות בע"מ ולאחר מכן, רכישת גרעין השליטה כולו על ידי קבוצת אריסון השקעות, וכן השינויים בעמדות המנכ"ל וסמנכ"ל הכספים, באו לידי ביטוי בשינוי התפיסה התפעולית של החברה.

נושאי המשרה בחברה הינם אנשים בעלי ותק וניסיון מקצועי רב בתחומם, כפי שניתן לראות בטבלת בעלי התפקידים המופיעה להלן.

שנת לידה	תפקידים דומים ושנות כהונה	ותק בקבוצה (שנים)	משך כהונה כחבר הנהלה (שנים)	תפקיד נוכחי	השכלה	שם ממלא התפקיד
1958	5 4	0.8	0.8	מנכ"ל	B.A. כלכלה וסטטי M.A. מנהל עסקים	תמיר דגן
1964	3 שנים 5 שנים 4 שנים	0.8	0.8	סמנכ"ל כספים	B.A. כלכלה וסטטי M.A. מנהל עסקים	איל קורן
1963	7 שנים 10 שנים 2 שנים	19.5	0.5	עוזרת מנכ"ל ומנהלת בקרה	רו"ח תואר ראשון כלכלה	מרלין שאשא
1962	2.5 שנים 1.5	12	6	מנהל אגף מקרקעין ופיתוח עסקי	שמאי מקרקעין	אילן הורוביץ
1969	3 שנים 10 שנים	15	1.5	סמנכ"ל תפעול	הנדסת בנין	שלומי בוקור
1967		15	3.5	סמנכ"ל שיווק	תואר ראשון ושני במנהל עסקים	דורית סדן
1948	5 שנים	5 שנים	4 שנים	ראש אגף תכנון ואדריכלות ראשית	תואר ראשון בארכיטקטורה וביני ערים	ענת אלנר
1974	2.5 שנים 5 שנים 4 שנים	7.5	2.5	חשבת	תואר ראשון-כלכלה וחשבונאות. תואר שני מנהל עסקים (מימון)	אורנה אלבז

אסטרטגיה

אסטרטגיית החברה, שנשמרת לאורך שנים, כוללת מיקוד פעילות בתחום הבניה והפיתוח של שכונות מגורים בישראל. הנהלת החברה פועלת במטרה למקסם את הרווחיות והתשואה למשקיעים. בהתאם, מודגשת פעילות להאצת תוכניות פיתוח וביצוע ומימוש מקרקעין, תוך ניצול הזדמנויות בשוק. בנוסף, פועלת החברה לשיפור שולי הרווח, תוך צמצום הוצאות התפעול.

מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה הינה חלוקה של עד 50% מהרווח הנקי לשנה כדיבידנד לבעלי המניות. במהלך השנים 2007 ו- 2008, חילקה החברה דיבידנד, בהתאם למדיניות האמורה.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה מהווה חלק מקבוצת שיכון ובינוי, המוחזקת ע"י חברות בבעלות קבוצת אריסון; מוניטין החברה בענף, בשילוב ניסיון וותק, מקנה יתרון משמעותי בענף שבו נמדדות חברות על פי אמות מידה אלו; פיזור רחב יחסית בישראל של עתודות מקרקעין, תוך דגש על אזורי הביקוש, גוזרים פיזור נוח יחסית של הפרויקטים למגורים שבביצוע; מלאי קרקעות משמעותי מאפשר לחברה המשך פעילות לאורך שנים רבות; חוסן כלכלי וגמישות פיננסית משמעותית, הנובעים מרמת חוב נכחי נמוכה יחסית לעומת השווי הגלום במקרקעין. מרבית נכסיה של החברה אינם משועבדים; פוטנציאל להאצת התשואה והרווחיות באמצעות מימוש מקרקעין, בפרט עתודות בהן לחברה אין יתרון יחסי בפיתוח (עתודות קטנות יחסית).

במקביל, בין גורמי הסיכון נמנים התמקדות בפעילות ייזום, המאופיינת כבעלת סיכון גבוה יחסית, כמו גם סיכונים מאקרו כלכליים, המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן; הוצאות תפעוליות גבוהות מהמוצע בענף בשנים 8-2007, אשר מכבידות על רמת הרווחיות ותזרים המזומנים השוטף; חילופי הנהלה והקושי הטמון בתהליכי רה-ארגון רחבי היקף בחברה גדולה והסיכון הטמון באי הצלחתם; להערכת מידרוג, צרכי המימון של בעלי המניות, לרובדיהם השונים, עלולים להשפיע על הפיתוח העסקי והאסטרטגיה העסקית של החברה ויש בכך כדי להעלות את רמת הסיכון הטמונה בה. יחד עם זאת נציין, כי גורם סיכון זה טרם בא לידי ביטוי בפעילות החברה וכי לחברה מדיניות דיבינדנד מוצהרת, כמו גם קובננטים בהלוואותיה הבנקאיות ובשטרי אגרות החוב הקיימים, של חלוקת עד 50% מהרווח הנקי השנתי ושמירה על יחס חוב ל-CAP, שלא יעלה על 70%.

חוזקות

ותק וניסיון החברה מקנים לה יתרון בענף שבו מוניטין וותק הינם אמות מידה בעלות חשיבות

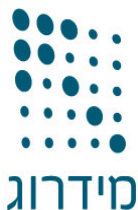
חברה ותיקה, פעילה שנים רבות ונהנית מקשרים ארוכים ומבוססים עם גורמים שונים בענף הבנייה - קבלנים, ספקים, גורמים במינהל ובמשרדי הממשלה. היקפי הבניה הגדולים של החברה והפרויקטים אשר הושלמו זה מכבר, תורמים למוניטין החברה ומחזקים את מעמדה. לחברה ניסיון בהתמודדות עם הגאות והשפל האופייניים לענף הבניה בארץ ועם ניהול פרויקטים לבניה בארץ.

פיזור טוב של הפרויקטים והימצאותם באזורי ביקוש תורמים להקטנת החשיפה של החברה

פריסת הפרויקטים של החברה רחבה וממוקדת באזורי ביקוש מרכזיים ברחבי הארץ. נכון למועד דו"ח זה, לחברה כ- 23 פרויקטים או שלבים בפרויקטים למגורים ברחבי הארץ, בשלבי שיווק שונים. פרויקטים אלו כוללים כ- 1,002 יחידות דיור בבניה.

התמקדות באזורי ביקוש תורמת לקצבי מכירה גבוהים יחסית. שיעור המכירות של יחידות הדיור במרבית הפרויקטים הפעילים הינו גבוה יחסית לשיעור ההשקעה בפרויקט, נתונים המצביעים, להערכתנו, על רמת ביקושים טובה, התורמת להפחתת הסיכון היזמי הטמון בפעילות זו.

פריסת הפרויקטים רחבה ואינה מתמקדת בעיר או באזור מרכזי. לחברה יתרון של קרקעות בנקודות רבות ברחבי הארץ, המאפשרות לה לבנות בפריסה ארצית ועל פי תנודות הביקוש וההיצע במהלך השנים. בנוסף אין לחברה פרויקטי יוקרה או פרויקטים ריכוזיים וגדולים המרכזים היקפי השקעה אשר עלולים, בהעדר מכירות, לגרום לחברה לקושי תזרימי.



מלאי קרקעות נרחב מאפשר המשך פעילות יציבה בשנים הבאות. מלאי מקרקעין זה תורם אף לתזרים הכנסות מידי ממימוש מקרקעין עתודה לפיתוח

לחברה מלאי קרקעות גדול באזורי ביקוש שונים, אשר יאפשר המשך פעילות לאורך שנים רבות. היקף הקרקעות נובע משנות פעילותה הרבות של החברה ומקרקעות היסטוריות השייכות לה, אשר נרכשו בעלות נמוכה עד אפסית. לחברה קיים פוטנציאל של מימוש קרקעות ברווח הון משמעותי, לאור עלותן הנמוכה של הקרקעות ותרומתן לגמישותה הפיננסית. יתר על כן, לצורך המשך פעילות השוטפת, החברה אינה נדרשת לרכוש מקרקעין ונמנעת מלחץ על תזרים המזומנים. לחברה תוכנית המגדירה את הפרויקטים העתידיים לפיתוח של המקרקעין הקיים בחמש השנים הבאות הכוללת תב"ע לכ - 5,100 יח"ד וקרקעות שבהליך להוצאת תב"ע בהיקף של כ - 9,000 יח"ד נוספות.

חוסן כלכלי וגמישות פיננסית משמעותית, הנובעים מיחסי איתנות גבוהים ומשווי לא מגולם של הקרקעות המוחזקות על ידי החברה.

מרבית הקרקעות שבמלאי החברה נרכשו בעבר הרחוק, לפי שווי הנמוך משמעותית משוויים הנוכחי. להערכת מידרוג, בהסתמך על הערכות שווי של החברה ולאור דיווח החברה לפי מחירי עלות ולא לפי שווי הוגן, לחברה גמישות כלכלית משמעותית הנובעת מיחסי האיתנות הגבוהים ומשוויים הלא מגולם של הקרקעות המוחזקות על ידי החברה.

סיכונים עסקיים

חשיפה לסיכונים יזמות הכרוכים בתהליך הייזום והפיתוח של הפרויקטים

פעילות החברה מתמקדת בפעילות נדל"ן יזמית, המאופיינת בסיכון עסקי גבוה יחסית הכולל, בין השאר, את סיכונים ההקמה ואת סיכונים הביקושים. סיכונים ההקמה נובעים מתהליך השבחת הקרקעות, הכולל שינוי ייעוד ותב"ע והגדלת זכויות בנייה - תהליכים מורכבים וממושכים, שקיימת אי ודאות גבוהה לגבי משכם ומידת היתכנותם. סיכונים הקמה נוספים כוללים את העמידה בתקציב ההשקעה, בלוחות הזמנים ואיכות הבנייה והגימור הנדרשת. סיכונים הביקוש נובעים מפער הזמן הממושך בין מועד ההשקעה בקרקע ובפיתוח הדירות, לבין מועד מכירתן. בפער הזמן הזה עלולים להתרחש שינויים ברמת הביקושים בשוק, ברמת התחרות ובמחירי המכירה, שישפיעו לרעה על רווחיות הפרויקטים. אלו מאפיינים המשותפים לכל ענף יזמות הנדל"ן למגורים והחברה בכללם. יש לציין, עם זאת, כי היקף הקרקעות הקיים והיקף האישורים הקיימים לקרקעות, מקטינים, במידת מה, את החשיפה הנוכחית של החברה לסיכונים אלו.

סיכונים מאקרו כלכליים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, הכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית, אשר לא ניתן לצפותה מראש. מחזוריות זו תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים, הכוללים גם את התפתחות היצע והביקוש למגורים באזורים שונים, כמו גם זמינות ועלות מקורות המימון. לחברה אין פעילויות אשר יש בהן כדי לאזן חשיפה זו למחזוריות הכלכלית, בפרט בתחום הבניה למגורים.

תחלופת מנהלים עלולה לפגוע בשמירת הידע הנצבר בחברה

במהלך השנתיים האחרונות הוחלפו מנכ"ל וסמנכ"ל הכספים של החברה. כמו כן, ביצעה החברה תהליך של רה-ארגון ומספר שינויים בהתנהלותה, הן במישור העסקי והן במישור הפיננסי. שינויים וחילופים מהירים של בעלי תפקידים נוספים עלולים, להערכת מידרוג, לשחוק את הידע הרב אשר נצבר במהלך שנותיו הרבות של הארגון.

פעילות מצומצמת יחסית בתחום הנכסים המניבים למרות סינרגיה הקיימת לפעילויות

פעילותה של החברה בתחום הנכסים המניבים קטנה יחסית והיא כוללת החזקה ב- 17 נכסים מניבים מסוגים שונים הכוללים - תחנות דלק, חניונים, משרדים ושטחים מסחריים קטנים. מרבית פעילותה של החברה בתחום כוללת החזקה של נכסים מניבים, לצורך השבחה ומכירה והיא אינה דוגלת בהחזקה של נכסי נדל"ן מניב לאורך זמן. בחלק מנכסים אלו קיים פוטנציאל לזכויות בניה נוספות ולפיתוח. בשלב הנוכחי, שיעורי התשואה מנכסים אלו נמוכים יחסית ואינם ממצים את מלוא הפוטנציאל הגלום בהם, בעיקר בשל העובדה שנכסים אלו כוללים שטחים נוספים לבניה אשר טרם מומשו.

בתחום הייזום שאינו למגורים, לחברה ארבעה פרויקטים עיקריים (קניון עיר ימים, קניון השדרה השביעית בבאר שבע, מעונות הסטודנטים בתל אביב ומרכז מסחרי ברמת אביב-פרופס). עיקר ההשקעה הצפויה של החברה בייזום פרויקטים מניבים, תתרכז בשנים הקרובות בפרויקט מעונות הסטודנטים בתל אביב ובפרויקט קניון עיר ימים בנתניה. לחברה שותפים בחלק מהפרויקטים.

חלק ממלאי המקרקעין מתאפיין ברמת זמינות נמוכה

בבעלות החברה היקף מסוים של מלאי מקרקעין, בעל רמת זמינות נמוכה יחסית לבניה או לביצוע

סיכונים פיננסיים

תנודתיות בתזרים המזומנים, היקף החוב והיחסים הפיננסיים

המבנה העסקי לפיו פועלת החברה - ייזום, בנייה, ומכירת דירות, יוצר מצב תנודתי בתזרים המזומנים, בעיקר במצב בו לא מתבצעת מכירה של דירות בפרויקטים השונים, אך במקביל נדרש מימון לפרויקטים יזמיים נוספים. כמו כן, מושפעים היקף החוב והיחסים הפיננסיים מהיקף פעילות הייזום ומייזום של פרויקטים מניבים הקיימים בתהליך. במצבה הנוכחי, חובה הפיננסי של החברה נמוך יחסית. היחסים הפיננסיים עתידיים להשתנות כפונקציה של תלות בהיקפי ההשקעה ופעילויות המימון הנדרשות, במטרה לתמוך במספר הפרויקטים הנמצאים בתהליך, בעיקר בגין הפרויקטים להקמת נכסים מניבים.

רמת גבוהה יחסית של הוצאות תפעול ומטה

להערכתנו, רמת הוצאות התפעול של החברה הינה גבוהה, יחסית, להיקף פעילותה. בשנה האחרונה החלה החברה בהליך צמצום הוצאות התפעול. להערכתנו, גודל החברה, היקף הפרויקטים, הפריסה הרחבה והצורך לטפל במלאי המקרקעין הרחב יוצרים עומס מסוים על הוצאות התפעול.

החברה חשופה לשינויי ריבית

בהינתן ההנחה כי החברה מתכננת הגדלת החוב במטרה לממן בניית פרויקטים, שינויים בשערי הריבית עלולים להגדיל את הוצאות המימון של החברה, להשליך על רווחיותה ולהשפיע על חלוקת דיבידנדים אפשרית. בנוסף ובמקביל חשופה החברה, באופן חלקי, למדד המחירים לצרכן כתוצאה ממבנה החוב, המורכב ברובו מאגרות חוב הצמודות למדד. במצבה הנוכחי, החברה אינה נוקטת בפעולות גידור חוב והיקף החשיפה נאמד בהפסד של עד כ- 25 מיליון ₪, עם עלייה במדד המחירים לצרכן בשיעור של 10%.

צרכי מימון של החברה האם עלולים לשחוק את יחסי האיתנות של החברה

החברה מהווה חלק מקבוצת שיכון ובינוי, המוחזקת ע"י חברות בבעלות קבוצת אריסון; לחברה רמת חוב נמוכה יחסית ופוטנציאל השאת רווחיות ותשואות לבעלי המניות גבוה, אם כי לא בא לידי ביטוי בשנים האחרונות. להערכת מידרוג, צרכי המימון של בעלי המניות, לרובדיהם השונים, עלולים להשפיע על הפיתוח העסקי והאסטרטגיה העסקית של החברה ויש בכך כדי להעלות את רמת הסיכון הטמון בה. יחד עם זאת נציין, כי גורם סיכון זה טרם בא לידי ביטוי בפעילות החברה. הונה העצמי של שיכון ובינוי נדל"ן מורכב ברובו מיתרת רווחים לחלוקה ומהווה מקור אפשרי לחלוקת דיבידנדים, במידה ויידרש. לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד של עד 50% מהרווח הנקי השנתי, אשר מוסדרת אף בתנאי אגרות החוב.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור ביחסי האיתנות של החברה ונזילותה לאורך זמן
- התפתחות הפרויקטים של החברה, על פי התוכנית, במקביל לאחוז גבוה של מכירות מוקדמות ומסירת הפרויקטים במועדם

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- גידול בהיקף החוב וירידה משמעותית ביחסי האיתנות ונזילות החברה
- ירידה בשיעור ההון העצמי למאזן מתחת לשיעור של 25%. יש לציין כי יחס זה נקבע בהתחשב בשווי העודף החבוי בקרקעות היסטוריות של החברה
- ריכוז של פרויקטים באזור מסוים או בעיר מסוימת ו/או ריכוז השקעות בפרויקט מרכזי, אשר עלול להשפיע באופן משמעותי על תזרימה העתידי של החברה
- מדיניות דיבידנד חריגה, אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית
- שינויים במבנה הבעלות ועזיבת אנשי מפתח

רווחיות גבוהה מהמוצע מפעילות ייזום בניה למגורים

הרווחיות הגולמית בתחום הייזום, גבוהה מהמוצע בענף. הרווחיות מושפעת לטובה ממלאי המקרקעין הגדול והוותיק שמוחזק ע"י החברה ואשר מאפשר לה להמשיך בתהליכי פיתוח, מבלי להשקיע ברכישת מלאי מקרקעין. הרווח הגולמי הנמוך ממתן שירותים והוצאות תפעול וניהול גבוהות יחסית, פוגעים בשיעור הרווח התפעולי הכולל. לחברה הוצאות אחרות חד פעמיות משמעותיות, הן בשנת 2007 והן בשנת 2008, הנובעות ממחיקת חובות, הכרה בהפסדים על פרויקטים, מכירת חטיבת "חרות", תוך כדי הפרשת סכומי כסף גדולים לפיצויים והפסד בתביעות משפטיות והעברת פיצויים לקבלנים ויזמים. ראוי לציין כי, תהליך ההתייעלות התפעולית אותו עברה החברה, מתבטא בעיקר בהפחתת הוצאותיה הישירות של החברה בעקבות הורדת עלויות קבלנים וספקים ופחות בתחום הוצאות ההנהלה, אשר לא רשמו שינוי במהלך שנת 2008. מנכ"ל החברה ציין כי השינוי בתחום זה עתיד להשתקף בתוצאות 2009 ואילך.

יתרות מזומנים בהיקף ניכר ואיתנות פיננסית גבוהה על פי נתוני המאזן

על פי נתוני המאזן החברה שמרה על יתרות מזומנים, בהיקף ניכר, בשנים 2007 ו- 2008 וכן על איתנות פיננסית גבוהה יחסית האיתנות הנגזרים מהמאזן מראים את יציבות החברה ואת היקף החוב הנמוך יחסית. לחברה FFO חיובי לאורך השנתיים האחרונות, על אף היותה חברה יזמית וזאת כתוצאה מהיקף גדול של פרויקטים בתהליך.

מרבית הקרקעות שבמלאי החברה נרכשו בעבר הרחוק ועלותם בספרים נמוכה משמעותית משוויים הנוכחי. בהתאם למודל אותו יישמה מידרוג ואשר מתבסס על הנחות עבודה של החברה באשר לשווי המקרקעין, פוטנציאל הריווחיות בפרויקטים בהקמה, תוך לקיחת מקדמי שמרנות באשר לפוטנציאל הרווח, עיתוי המימוש והשווי הנכסי העודף, שהינו משמעותי. עודף שווי זה, מאפשר לחברה יכולת ייצור תזרים מזומנים גבוהה, באמצעות השבחה של המקרקעין, פיתוחו או מימושו ללא פיתוח.

תזרים תנודתי המאפיין חברות נדל"ן יזמיות

דוח מקורות ושימושים של החברה מראה כי תזרים המזומנים אשר נבע מפעילות שוטפת, הושפע מהעלייה בהיקף הפרויקטים בביצוע במהלך שנת 2008, אשר גרם לתזרים מזומנים שלילי נמוך. תנודתיות זו אופיינית לחברות נדל"ן העוסקות בפיתוח פרויקטים למגורים. במהלך שנת 2008 מימנה החברה את פעילותה השוטפת ממקורות פיננסיים - הכוללים בעיקר נטילת הלוואות.

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 בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הניות 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 הנית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

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 מאד.
	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 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.

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") 2009.

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 צריכים 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investor Services Ltd.) (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.