



שיכון ובינוי בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - מאי 2012

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

שיכון ובינוי בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 ושינוי אופק הדירוג מיציב לחיובי לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "החברה", "שיכון ובינוי"). כמו-כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח בהיקף של עד 400 מיליון ₪ ע.ג., באמצעות הרחבת סדרה 5. תמורת הגיוס תשמש למיחזור חוב וכן לפעילות עסקית שוטפת.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 07.05.12. 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 מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.11 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 2	1110733	04/2008	5.2%	מדד	704	2015 - 2012
סדרה 3	1115500	09/2009	7.9%	לא צמוד	290	2016 - 2013
סדרה 4	1117910	03/2010	4.8%	מדד	1,235	2019 - 2015
2,228						
סדרה 5	1125210	01/2012	5.5%	מדד	*235	2022 - 2017

* בדירוג אף נכללת סדרה 5 שהנפיקה החברה בינואר 2012, שיתרתה הנוכחית עומדת על כ- 235 מיליון ₪; באפריל 2012 פרעה החברה חלות שוטפת של אג"ח 2 ע"ס 176 מיליון ₪

אישור מחדש של הדירוג A2 נתמך בהיקף הפעילות הנרחב של החברה, הכולל מספר מגזרים הפועלים בסינרגיה ובכללם מגזרי התשתיות בארץ ובחו"ל, ייזום למגורים ולמסחר ומגזרי האנרגיה וזכיינות פרויקטים; הפעילויות השונות, ובעיקר במגזרי התשתיות בחו"ל והייזום למגורים בארץ מניבות לחברה תזרימי FFO גבוהים בסך מאות מיליוני ₪ (תזרימי ה- FFO בשנת 2011 נאמד בכ- 550 מיליון ₪), ומאפשרות לחברה לרשום יחסי כיסוי חוב טובים לרמת הדירוג; היקפי הפעילות, לצד שיעורי רווחיות גבוהים, הביאו לגידול חד בהון העצמי בשנים האחרונות, זאת על אף מגמת הגידול בהיקפי הדיבידנדים המחולקים; הנהלת החברה הינה בעלת מוטת שליטה טובה בפעילויות ובעלת אסטרטגיית פיתוח סדורה, באופן שתורם להיותה מובילת שוק במגזרי פעילותה העיקריים; גמישותה הפיננסית של החברה סבירה לרמת הדירוג ומתבססת בעיקרה על יתרות נזילות גבוהות לצד רמות חוב נמוכות בחברות הבנות.

דירוג החברה מושפע לשלילה מרמת המינוף הגבוהה של החברה (עיקר החובות הינם ברמת הסולו), גם בהתחשב בתוספת השווי בגין קרקעות שבבעלות שיכון ובינוי נדל"ן, שאינן משוערכות בדוחות הכספיים; כן נלקחה בחשבון אסטרטגיית החברה למימוש פרויקטי הזכיינות והאנרגיה עם הגעתם ליציבות תפעולית, מתוך העדפה להשאת תשואה על ההון, על חשבון קבלת תזרימים קבועים מתפעולם. התנהלות אשר מביאה לתנודתיות רבה יותר בהיקפי התזרימים והפעילות ואף מגבירה את הקושי בחיזויים.



שינוי אופק הדירוג מיציב לחיובי נובע מהשיפור המתמשך שמציגה החברה במגזרי הפעילות השונים, הכולל גידול בהיקפי הפעילות לצד שמירה ואף שיפור בשיעורי הרווחיות התפעולית. מידרוג מעריכה, כי בשנת 2012 צפויה להמשיך מגמת השיפור בפעילות השוטפת, שתתמך, בין השאר, בצבר ההזמנות המשמעותי שמציגה החברה הבת שיוכן ובינוי אס.בי.איי תשתיות (כ- 2 מיליארד דולר), וכן בהשלמה ומסירה של יחידות דיור במספר מתחמי מגורים משמעותיים בחברה הבת שיוכן ובינוי נדל"ן. לצד התזרימים השוטפים מפעילות, מימוש ההחזקות בחברת "דרך ארץ" וכן מימושים נוספים, ככל שיתממשו, כגון חלקה בקניון עיר ימים, צפויים להניב לחברה בשנת 2012 תזרימים נוספים, העשויים אף לעלות על מיליארד ₪.

ככל שתזרימי המזומנים הנ"ל ישמשו את החברה, בחלקם העיקרי, לשיפור ברמת יחסי האיתנות ולהמשיך הרחבת הפעילות, תוך יצירת מקורות הכנסה נוספים, עשוי דירוג החברה אף לעלות.

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

31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	גיוס שבוע בינואר 2012	פירעון אג"ח ב' שבוע באפריל 2012	גידול בחוב בעקבות גיוס צפוי	פרופורמה לאחר גיוס האג"ח	
4,446,828	4,453,729	4,871,077	5,335,126					הכנסות
398,799	707,065	900,591	799,546					רווח תפעולי
9.0%	15.9%	18.5%	15.0%					שיעור הרווח התפעולי
249,232	260,711	168,517	166,819					הוצאות מימון, נטו
149,567	446,354	732,074	632,727					רווח לאחר מימון
89,690	232,141	545,103	444,221					רווח נקי
1,392,847	1,350,743	1,778,550	1,403,796	235,000	-176,000	-	1,462,796	יתרות נזילות
3,992,855	3,578,847	3,779,651	4,743,583	235,000	-176,000	400,000	5,202,583	חוב פיננסי*
2,600,008	2,228,104	2,001,101	3,339,787	-	-	400,000	3,739,787	חוב פיננסי נטו*
192,197	508,135	875,283	969,384	-	-	-	969,384	הון עצמי וזכויות מיעוט**
6,887,642	7,028,341	8,211,267	9,607,446	235,000	-176,000	400,000	10,066,446	סך מאזן*
4,155,575	4,081,228	4,665,608	5,770,549	235,000	-176,000	400,000	6,229,549	CAP*
2,762,728	2,730,485	2,887,058	4,366,753	-	-	400,000	4,766,753	CAP נטו*
3%	7%	11%	10%				10%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן*
96%	88%	81%	82%				84%	חוב ל-CAP*
94%	82%	69%	76%				78%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו*
220,118	380,133	516,114	546,885					FFO
430,111	711,067	773,023	859,338					EBITDA
18.1	9.4	7.3	8.7					חוב פיננסי ל- FFO
11.8	5.9	3.9	6.1					חוב פיננסי נטו ל- FFO
9.3	5.0	4.9	5.5					חוב פיננסי ל- EBITDA
6.0	3.1	2.6	3.9					חוב פיננסי נטו ל- EBITDA

* עד שנת 2010 החוב הפיננסי, המאזן וה- CAP הינם בנטרול הלוואות המגובות בפקידונות משועבדים בהיקף של כ- 65 מיליון יורו
 ** הונה העצמי של החברה אינו כולל, בין היתר, את שווייה הכלכלי המלא של החברה הבת - שיוכן ובינוי נדל"ן, אשר בבעלותה עתודות מקרקעין
 בהיקף משמעותי, שאינן משוערכות בספרים עפ"י ערכן הכלכלי.
 *** לא הונה גידול ביתרות הנזילות של החברה כתוצאה מהגיוס הצפוי, מתוך הנחה שמרנית של מידרוג כי יתרות אלו ישמשו להרחבת הפעילות

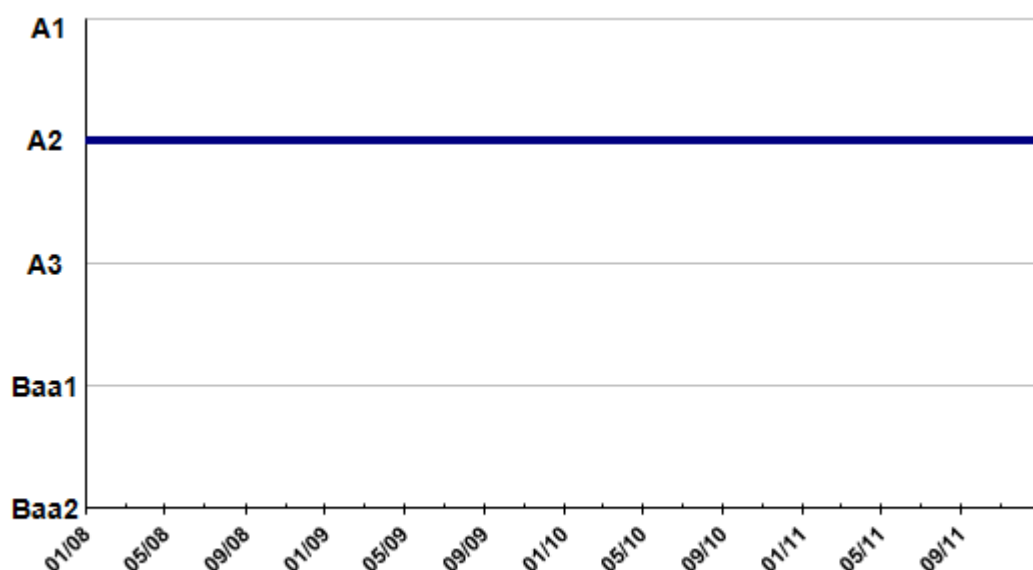
גורמים העשויים לשפר את הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות
- שמירה לאורך זמן על רמת התזרים והרווחיות וכן על יחסי הכיסוי הנוכחיים
- הרחבת מקורות ההכנסה מתחומי פעילות נוספים כגון תחומי האנרגיה והנדל"ן המניב

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 ידה

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

קבוצת שיכון ובינוי פועלת בישראל ומחוץ לישראל בענפי הנדל"ן, התשתיות והסביבה על תחומיהם השונים. שיכון ובינוי, במישרין ובאמצעות החברות שבשליטתה, פועלות בארץ ובחו"ל בחמישה תחומי פעילות עיקריים של תשתיות ובניה, נדל"ן, זכיינות (Concession), אנרגיה ומים. החברה נשלטת על ידי קבוצת אריסון, 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. תשתיות בע"מ, הפועלת בעיקר באפריקה ובמרכז אמריקה.
- **יזמות נדל"ן, בניה ומכירת מקרקעין ונכסים מניבים**, 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 B.V. וחברת אי.די.או גרופ בע"מ.
- **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 האנרגיה המתחדשת ובפרט - ייצור ואספקה של אנרגיה
- פעילות בתחום המים.

5

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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	A	התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדרגות 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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 ביעוץ 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.