

שיכון ובינוי אחזקות בע"מ

A2	Issuer
----	--------

**הדירוג ניתן ליכולת הפירעון הכוללת של החברה.
פרופיל החברה**

שיכון ובינוי אחזקות בע"מ (להלן: **"החברה"** או **"שו"ב"**) הוקמה בשנת 1987 כחברת החזקות של שתי קבוצות הסתדרותיות נפרדות, קבוצת סולל בונה וקבוצת שיכון עובדים, ובשנת 1998, נרשמו מניות החברה למסחר בבורסה בת"א. החברה והחברות שבשליטתה (להלן: **"הקבוצה"**) פועלות בארץ ובחו"ל בענף הנדל"ן. הקבוצה מהווה את אחת מקבוצות הבניה הגדולות בארץ בתחומי תשתיות וייזום לבניה. נכון למועד הדו"ח הכספי, גרעין השליטה בחברה כולל את אריסון החזקות (1988) בע"מ (להלן: **"אריסון"**) ואת גרעין העובדים, שנכון לאוקטובר 2006, מחזיקים במשותף בכ- 53% מהזכויות בהצבעה.

מחברים:

יובל מועלם

אנליסט בכיר, ראש צוות

yuvalm@midroog.co.il

איש קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל

ראש תחום תאגידים ומוסדות

פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

1. ביצוע עבודות סלילה ותשתית - בארץ באמצעות סולל בונה בנין ותשתית בע"מ (להלן: **"סו"ב"** או **"סולל בונה"**) ובחו"ל באמצעות סולל בונה ארצות חוץ בע"מ (להלן: **"סו"ב חוץ"**). תחום זה כולל מספר תתי תחומים:

א. סלילת כבישים, בניית גשרים, תשתיות רכבת ומנהור;

ב. עבודות תשתית שונות (מים, ניקוז, ביוב, חשמל, גז וכו');;

ג. עבודות ביסוס וקידוח;

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

2. יזמות בניה ומכירת מקרקעין בפרויקטים שעיקרם מיועד למגורים וחלקם שלא למגורים. עיקר הפעילות בתחום מבוצעת באמצעות שיכון עובדים בע"מ (להלן: **"שיכון עובדים"**) שפועלת בארץ ובנוסף ישנה פעילות כאמור בחו"ל, שמבוצעת באמצעות סו"ב חוץ.

3. ביצוע פרויקטים קבלניים גדולים בתחום הבניה למגורים ושלא למגורים - באמצעות סו"ב וסו"ב חוץ.

4. קבלנות אלקטרומכנית (ביצוע עבודות אינסטלציה, חשמל וביוב) באמצעות שיכון עובדים.

5. ייצור חומרי גלם לענף הבניה - החברה מחזיקה ב-50% ממניות תעשיית אבן וסיד בע"מ (להלן: **"תאו"ס"**) (באמצעות שיכון ובינוי תעשיות (1994) בע"מ (להלן: **"שו"ב תעשיות"**)) העוסקת בייצור חומרי מחצבה וחו"ג נוספים לענף הבניה.

6. השכרה של נכסים מניבים (משרדים ומבני תעשייה ומסחר).

7. ביצוע פרויקטים לשיפור איכות הסביבה.

8. בנוסף, פועלת החברה להשתתף במכרזים, ביצוע התקשרויות או שותפויות להרחבת פרויקטים לאומיים גדולים בתחום התשתיות בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי, חלף מימון ממשלתי (פרויקטים במתכונת של B.O.T) (concessions). החברה משתתפת במספר מיזמים כאמור - החברה מחזיקה 37.5% מהזכויות בהצבעה¹ של חברת דרך ארץ הייבוי (1997) בע"מ (להלן: "דרך ארץ"), בעלת הזיכיון לסלילה והפעלה של הקטע המרכזי והצפוני של כביש "חוצה ישראל"; החברה מחזיקה 45% ממניות קבוצת כרמלסון בע"מ (להלן: "כרמלסון") בעלת הזיכיון להקמה והפעלה של פרויקט "מנהרות הכרמל" בחיפה; חברת בת של החברה, בה מחזיקה החברה 50% מהזכויות, זכתה לאחרונה במכרז מתקן התפלה באזור חדרה.

בדבר אחזקותיה העיקריות של החברה ראה **נספח**.

להלן נתונים פיננסיים עיקריים מהדוחות המאוחדים:

מאוחד				(אלפי ₪)
FY 2004	FY 2005	H1 2005	H1 2006	
333,711	164,932		234,899	הון עצמי
5,663,673	5,788,481		5,629,604	סך מאזן
3,713,531	3,804,924		3,467,016	חוב פיננסי
1,141,504	1,085,536		1,082,902	מזומן וני"ע
2,572,027	2,719,388		2,384,114	חוב פיננסי נטו
4,064,564	3,991,094		3,720,379	CAP
0.06	0.03		0.04	הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן
0.91	0.95		0.93	חוב פיננסי ל - CAP
3,587,549	3,801,652	1,760,379	2,050,103	הכנסות
340,909	407,464	192,521	321,272	רווח גולמי
67,216	96,832	48,635	193,753	רווח תפעולי
(24,202)	(222,507)	(53,159)	81,925	רווח (הפסד) לאחר מס
(23,960)	(177,021)	(20,863)	92,780	רווח (הפסד) נקי
0.10	0.11	0.11	0.16	שיעור רווח גולמי
0.02	0.03	0.03	0.09	שיעור רווח תפעולי

מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג

להלן טבלה המתארת את תוצאות פעילות החברה וחברות המוחזקות² על ידה:

2003	2004	2005	(אלפי ₪)
33,698	66,445	82,418	שיכון עובדים
(145,102)	(257,973)	(226,048)	סו"ב
140,635	165,125	171,218	סו"ב חו"ץ
(49,836)	(26,407)	(43,515)	שיכון ובינוי תעשיות
4,550	21,477	40,348	דרך ארץ
(67,226)	(23,960)	(177,021)	החברה

מקור: נתוני החברה

עיקר הכנסות החברה סולו - דמי ניהול ודיבידנדים מהחברות המוחזקות

לחברה הסכמים לקבלת דמי ניהול מהחברות המוחזקות. במסגרת זו לחברה הסכם על פיו היא זכאית לקבל דמי"נ בסך של 1% מהכנסותיהן של החברות המאוחדות (לרבות תאו"ס וללא פרג). בנוסף היא זכאית לקבלת דמי"נ בגין עלות שכרם של נושאי המשרה מטעם החברה. הסכם זה מתחדש כל שנה והסכם דומה קיים עם חברות נוספות בקבוצה.

¹ חלק החברה בתוצאות הפעילות של דרך ארץ נלקח בהנחת דילול מלא. נכון לרבעון הראשון של שנת 2006 חלקה כ- 19% מהזכויות ברווחים.

² מחושב כחלק החברה ברווחי החברות המוחזקות בתוספת דמי ניהול והכנסות מימון. לא כולל נטרול רווחים בגין עסקאות פנימיות.

החברה ממומנת, בעיקר באמצעות דיבידנדים שמתקבלים משיכון עובדים, שבגינם התחייבה החברה שלא למשוך למעלה מ- 50% מהרווחים הראויים לחלוקה, כל עוד לא נפרעו האג"ח שבמחזור, מכספים שמושכת מסו"ב חוץ ובאמצעות חוב.

עיקר הוצאות החברה נובעות מהוצאות מימון שנובעות מהגידול באשראי שגייסה, בין היתר, לצורך מימון הפסדי סו"ב, שכן המזומנים שמשכה מהחברות המוחזקות לא כיסו את כל הפסדי סו"ב. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2006, לחברה נבעו רווחים והיא משכה מזומנים מהחברות המוחזקות.

בכוונת החברה להמשיך בפעילות ולבחון אפשרויות לממן השקעות נוספות באמצעות חוב, הנפקה ומימוש נכסים

בהתאם לתחזית תזרימי המזומנים של הקבוצה, היא צפויה להגדיל את החוב שלה, בתקופה של 5 השנים הקרובות, לצורך עמידה בתכנית ההשקעות שלה. יחד עם זאת יצוין, כי ההשקעות בהן מתכוונת הקבוצה להשקיע גמישות, ניתנות לשינוי ויש ביכולת הקבוצה לממן, שכן השקעות הקבוצה בסו"ב חוץ ובדרך ארץ לא משועבדות ולא נלקחו כנגדן הלוואות.

בעלות

גרעין השליטה בחברה כולל את אריסון החזקות (1988) בע"מ (להלן: "אריסון") ואת גרעין העובדים, שנכון לאוקטובר 2006, מחזיקים בכ- 53% מהזכויות בהצבעה. בין אריסון לגרעין העובדים יש הסכם הצבעה. נכון לאוקטובר 2006, גרעין העובדים מחזיק בכ- 19% ממניות החברה (לעומת 28% שהוחזקו ביולי 2004). ההסכם לשליטה המשותפת צפוי לפוג לכל המאוחר בחודש יוני 2008 (הסדרים הוניים, כגון זכות סירוב, להבדיל מהסדרי הצבעה, אפשר ויהיו בתוקף עד סוף חודש יוני 2009).

אחזקה אסטרטגית של אריסון; השקעות לטווח ארוך

בסוף שנת 2005 דיווחה החברה על מו"מ שמנהלת אריסון למכירת החזקותיה בחברה. בינואר 2006 דיווחה החברה כי אריסון החליטה להפסיק את המו"מ למכירת המניות. מידרוג מעריכה כי גרעין שליטה המזוהה עם עוגן כדוגמת אריסון השקעות הינו בעל השפעה חיובית על הדירוג במגוון היבטים, וכמו כן תורם להתוויית כיוון אסטרטגי ארוך טווח לחברה.

ניהול

רענון שדרת הניהול

במהלך שנת 2005 בוצע רענון מהותי של שדרת הניהול בחברה אשר כלל החלפת המנכ"ל במנכ"ל חדש, מר אורי שני, אשר היה עד אותה העת מנכ"ל שיכון עובדים, ואשר אינו חלק מגרעין העובדים. מידרוג מעריכה כי מהלך זה מוביל לגיבוש אסטרטגיה עסקית חדשה, הכוללת רה ארגון ובכלל זה התאמת כוח העבודה להיפקי הפעילות (לרבות באמצעות צמצום כוח אדם), הפסקת פעילויות מפסידות ופיתוח פלטפורמות חדשות על בסיס, בין היתר, כח אדם חיצוני. בתחילת שנת 2006 הוחלפה הנהלת סו"ב ורוענן הצוות הניהולי שלה.

להלן פרטים אודות מנהלים עיקריים בחברה וכן אודות מנכ"לי החברות הבנות העיקריות.

שם העובד	ותק בקבוצה	תפקיד	הערות
עוזי ורדי-זר	כ-19 שנה	יו"ר דירקטוריון (היה מנכ"ל החברה כ-18 שנה).	
אורי שני	כ-4 שנים	מנכ"ל החברה ויו"ר שיכון עובדים וסו"ב (היה מנכ"ל שיכון עובדים עד 9.06)	קודם לכן כיהן כמנהל לשכת ראש הממשלה
עמית שגב	כ-16 שנה	סמנכ"ל אחראי P.F.I. ו-B.O.T.	
משה טראוריג	כ-30 שנה	ראש אגף משאבי אנוש, מינהל ומזכירות	
עמנואל לזוביק	כ-15 שנה	מנכ"ל שיכון עובדים (החל מ-9.06), מכהן גם כסמנכ"ל וראש אגף כספים בחברה עד למציאת מחליף.	
יהושע רפפורט	כ-25 שנה	מנכ"ל סו"ב	תפקיד נוכחי מ-1.06, החל מ-4.03 למנהל חרות ואחראי על חטיבת המגורים בסו"ב. ביצע בהצלחה תכנית הבראה לחרות ולחטיבת המגורים בסו"ב.
יהודה אלימלך	27 שנים, מנכ"ל משנת 2000	מנכ"ל סו"ב חוץ	מהנדס, עיקר עבודתו בקבוצה בוצעה בסו"ב חוץ.

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים של עד 70% מהרווח הראוי לחלוקה

לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים, על פיה היא תחלק כ- 70% מהרווחים השנתיים הראויים לחלוקה. החל ממועד אימוץ המדיניות הנוכחית לחברה לא היו רווחים (למעט במחצית הראשונה של שנת 2006) והיא לא חילקה דיבידנדים.

אסטרטגיה

החברה החליטה למקד את פעילות הקבוצה בשנים הקרובות בפעילות הליבה שלה, במקביל לצמצום של פעילויות המבוצעות בשולי פעילות הליבה. למעשה, החברה מתעתדת להתרכז בהמשך פיתוחה במנועי הצמיחה שקבעה לעצמה לפעילות – **תחום היזמות** בארץ ובחו"ל, **תחום התשתיות** בארץ ובחו"ל ו**תחום הזכיינות** (concessions) בארץ ובחו"ל.

ככלל, חברות הקבוצה הפועלות בתחומים אלו הן -

- **תחום היזמות** - בישראל, שיכון עובדים פועלת בתחום היזמות. מחוץ לישראל, סו"ב חוץ פועלת בתחום היזמות (כאשר החברה בוחנת האפשרות למקד את פעילות היזמות בחו"ל תחת תאגיד ייעודי אחר);
- **תחום התשתיות** - בישראל, סו"ב פועלת בתחום התשתיות. מחוץ לישראל, סו"ב חוץ פועלת בתחום התשתיות;
- **תחום הזכיינות** (concessions) - בתחום זה פועלת החברה, הן בישראל והן מחוץ לישראל, במישרין. בשנים האחרונות השתתפה החברה במכרזים, ביצעה התקשרויות או הייתה שותפה להרחבת פרויקטים לאומיים גדולים בתחום התשתיות, התחבורה, איכות הסביבה, אנרגיה ועוד בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי (concessions), חלף מימון ממשלתי (פרויקטים במתכונת של B.O.T).

השאת רווחים בארץ בעיקר מהשבחת קרקעות בשלבים מקדמיים (לפני הבניה)

בתחום יזמות הבניה למגורים בארץ מתמקדת החברה בהשבחת קרקעות שכוללת שינוי ייעוד / תב"ע ובניה בסטנדרט בניה ופיתוח סביבה שיש בו כדי לשדרג את סביבות המגורים, תוך שיפור רווחי החברה. כמו כן, שיכון עובדים פועלת בארץ בעיקר באזורי ביקוש מרכזיים או באזורים שהיא צופה כי יהפכו לאזורי ביקוש בעתיד.

שיכון עובדים מקטינה, בין היתר, את סיכון ירידת המחיר באמצעות פריסת פרויקטים רחבה ומאוזנת באזורי ביקוש מרכזיים בארץ. במקרים מסוימים, שואפת שיכון עובדים לבצע עבודות ייזום עם שותפים (רק החל ממועד תחילת הבניה) ובכך מבקשת לרתום את יתרונותיהם היחסיים של שותפיה.

התרחבות למדינות נוספות ולתחומים נוספים

האסטרטגיה של החברה בתחום התשתיות בחו"ל כוללת התמקדות בביצוע פרויקטי תשתית בתחום סלילה והקמת כבישים ובפרויקטים גדולים שלא למגורים. בכוונת סו"ב חוץ להמשיך ולבסס את מעמדה בתחום הסלילה והתשתית במדינות בהן היא פועלת ולהרחיב את פעילותה למדינות נוספות. כמו כן, בכוונתה להרחיב את פעילותה בתחום התשתיות גם לתחומים נוספים (דוגמת תחומי האנרגיה, התקשורת, המים ואיכות הסביבה).

בנוסף, בשנים האחרונות השתתפה החברה במכרזים, בארץ ובחו"ל, ביצעה התקשרויות או הייתה שותפה להרחבת פרויקטים לאומיים גדולים בתחום התשתיות בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי, חלף מימון ממשלתי (פרויקטים במתכונת של B.O.T). הרחבת פעילות ה- Concessions משמע השתתפות בפרויקטים דוגמת: כביש 531, קטע צפוני בכביש חוצה ישראל, פרויקט מנהרות הכרמל, פרויקטים בתחום תשתית הרכבת, מכרז למתקן התפלה בחדרה וכו'. בהרחבת פעילות ה- Concessions טמון פוטנציאל לחיזוק הסינרגיה בין החברות בקבוצה, תוך שילוב יכולות מימוניות והנדסיות, אשר יסייעו למובילות החברה בתחומים אלו.

כמו כן פועלת החברה להרחבת פעילותה בתחום ביצוע הפרויקטים לשיפור איכות הסביבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

פעילות הקבוצה מתבססת על מגזרים שונים בתחום הנדל"ן והתשתית, רובם בישראל וחלקם בחו"ל; מבין החברות המוחזקות בולטות ביציבות ואיתנות החברות שיכון עובדים וסו"ב חוץ. מאידך, סו"ב, המוחזקת במלואה ע"י החברה, סבלה בשנים האחרונות מהפסדים כבדים. מהלך רה ארגון בסו"ב תרם לירידה ניכרת ברמת ההפסדים במחצית הראשונה של 2006, אולם תהליכי הארגון מחדש טרם הושלמו, והשלמתם צפויה להתבצע במהלך החודשים הקרובים; מידרוג מעריכה כי למרות שנרשם שיפור בתוצאות סו"ב קיימים אתגרים, בין היתר, להגדיל את צבר העבודות בפרייקטים בעלי שיעורי רווחיות העומדים ביעדים שהציבה ההנהלה וכן, כי פעילותה, עדיין, אינה נעדרת מסיכונים תפעוליים. מידרוג מעריכה כי אי הצלחה באמור תגרור מאמץ לצמצום נוסף בעלויות. בתרחיש של המשך הפסדים מבוקרים בסו"ב, מעבר לתקציב ההנהלה, שווי המקרקעין, הגמישות והפעילויות האחרות, ימשיכו להיות מקור איתן לחברה. הפסדי סו"ב בשנים האחרונות העלו את רמת החוב בקבוצה כולה; לחברה גמישות גבוהה לגיוס חוב נוסף באמצעות שיעבוד נכסים; אחרי תקופה ממושכת, בוצע בשנת 2005 שינוי באמצעות רענון שדרת הניהול ומעורבות חזקה יותר של קבוצת אריסון, כבעלת המניות הגדולה בגרעין השליטה; גרעין שליטה המזוהה עם עוגן כדוגמת אריסון השקעות הינו בעל השפעה חיובית על הדירוג במגוון היבטים, וכמו כן תורם להתוויית כיוון אסטרטגי ארוך טווח לחברה; יציבות השליטה בחברה לאור האתגרים שבפניהם היא עומדת; החלפת ההנהלה של החברה; יכולתם של בעלי השליטה וההנהלה לבצע מהלכים קיצוניים הנדרשים להבראת סו"ב ולשיפור תוצאות הקבוצה; לחברה נכסי מקרקעין הרשומים בדוחותיה הכספיים על פי שוויים היסטוריים, שהינם נמוכים משמעותית משוויים הכלכלי ובהתחשב בכך, יחסי המינוף תואמים את קבוצת הדירוג; יחד עם זאת, מבנה החוב של הקבוצה אינו תואם את המקורות התזרימים וההוניים, החוב המאוחד לזמן קצר מהווה כ- 35% מסך החוב; משיכת דיבידנדים משיכון עובדים, שהינה מרכזית בקבוצה, מוגבלת; יחסי כיסוי נמוכים;

פיזור פעילויות בתחום הנדל"ן מפזר סיכון ומאפשר סינרגיה

הקבוצה פועלת במגוון רחב של פעילויות הקשורות לנדל"ן ותשתיות שמחד מפזר את הסיכון של התמקדות בפעילות בודדת ומאידך מאפשר סינרגיה בין הפעילויות. פעילויות אלו כוללות: יזמות פרויקטים למגורים, ביצוע פרויקטים של מסחר, סלילה ותשתיות מסוגים שונים בארץ ובחו"ל וכו'. לקבוצה יש ידע ויכולת להשתתף גם בפרויקטים לאומיים ובפרויקטים גדולים אחרים.

שיכון עובדים וסו"ב חוץ, שהינן מניבות מזומנים המוחזקות במלואן על ידי החברה, מממנות חלק ניכר מהחוב שלה.

החברה מחזיקה בחברות גדולות המובילות בתחומן, כדוגמת שיכון עובדים וסו"ב חוץ. חברות אלו מניבות מזומנים ויש ביכולתן לסייע במימון פעילות החברה. אולם, ישנן הגבלות על משיכת מזומנים כגון התחייבויות החברה שלא למשוך למעלה מ- 50% מהרווחים הראויים לחלוקה של שיכון עובדים. לשיכון עובדים יש נכסים לא משועבדים, בשווי כלכלי גבוה, אשר במקרה הצורך ניתן יהיה לשעבדם על מנת לבטל את ההתחייבות שנטלה על עצמה שיכון עובדים כלפי מחזיקי האג"ח באשר לשיעור חלוקת הדיבידנד.

לחברה נכסים רבים ששוויים הכלכלי גבוה משוויים בספרים באופן מהותי כדוגמת אחזקותיה בשיכון עובדים.

לחברה נכסים רבים ששוויים הכלכלי גבוה משמעותית משוויים בספרים. לשיכון עובדים מלאי מקרקעין גדול בהיקף של אלפי דונם, שכולל קרקעות, שהזכויות בהן נרכשו לפני קום המדינה ובשנות החמישים. חלק מנכסי מקרקעין אלו רשומים בדוחותיה הכספיים בשווי היסטורי הנמוך מהותית משוויים הכלכלי.

לחברה ולשיכון עובדים גמישות פיננסית גבוהה לאור שוויים של הנכסים הלא משועבדים

נכון ליום 30.6.2006. הקבוצה ערבה בסך של כ- 1.7 מיליארד ₪, שחלק ניכר מהן בגין ערבויות חוק המכר וערבויות ביצוע / קיום חוזה. מסגרת האשראי הכוללת של החברה אינה מנוצלת במלואה (סך האשראי עומד על כ- 3.5 מיליארד).

יש ביכולת החברה לשעבד, בין היתר, את החזקותיה בסו"ב חוץ, בדרך ארץ ובתא"ס, ששוויים הכלכלי גבוה.

שיכון עובדים משכנה חלק קטן מנכסיה והיא התחייבה לא ליצור שעבודים שוטפים.

על מנת להקטין את החשיפה הנובעת לשיכון עובדים מערבויות הבדק היא מבצעת פרויקטים באמצעות קבלנים, שאיתנותם ואיכות עבודתם נבחנה על ידי שיכון עובדים בעבר.

שיכון עובדים התחייבה, בין היתר, לעמידה באמות מידה פיננסיות כלפי נושים, כדוגמת עמידה ביחס חוב ל- CAP (בחישוב ה- CAP והחוב נכללים חלק מהערבויות) שלא יעלה על 71%.

לשיכון עובדים כיום מלאי מקרקעין שמאפשר לה בניית כ- 14,000 יח"ד.

לשיכון עובדים יש מלאי מקרקעין גדול בשלבי אישור שונים אשר מאפשר לה פעילות ויצירת תזרים מזומנים גבוה לשנים הקרובות. מקרקעין אלו כוללים כ- 4,300 יח"ד זמינות לשיווק ובנוסף כ- 692 יח"ד בפרויקטים בביצוע.

לשיכון עובדים פרויקטים בביצוע שחלקה בהם כ- 1,200 יח"ד ושמטוכם נמכרו, עד ליום 30.6.2006, כ- 356 יח"ד.

להלן פרטים בנוגע לפרויקטים בביצוע נכון ליום 31.3.2006.³

שם הפרויקט	סה"כ יח"ד	יח"ד שנמכרו	חלק החברה	עלות הפרויקט	יתרת השקעה ⁴ ליום 31.3.06	שיעור השלמה	מועד סיום
נווה עוז הצעירה	107	81	50%	37,797	31,027	79%	2006
פ"ת נווה עוז	71	3	50%	21,246	5,533	2%	2008
ג' החדשה	191	127	50%	70,974	41,990	53%	2007
רמת רחל	106	6	100.0%	117,000	50,488	15%	2007/8
רחובות ההולנדית	115	59	37.5%	40,121	26,836	53%	2006
סביוני ים	76	25	50%	19,112	15,557	89%	2006
קדמת אלמוגי	64	43	100%	38,520	19,093	85%	2006
חלומות קרית אונו	177	131	100%	127,082	76,443	51%	2007/8
חלומות גבעתיים	64	56	100%	74,499	51,387	54%	2006
חלומות חולון	144	102	100%	101,325	84,607	70%	2006/7
המשוחררים 2000	83	65	100%	36,276	35,636	100%	2006
חלומות כפר סבא	44	21	100%	36,736	17,217	8%	2007
עיר ימים	152	114	50%	55,764	5,055	1%	2007/8
חלומות זכרון	140	82	50.5%	38,678	15,379	59%	2006/7
סה"כ	1,640	918		894,726	524,736		

היכולת להשבחת מקרקעין ולהנעת פרויקטים, ניהולם ושיווקם וכן יציבותה הפיננסית של שיכון עובדים יצרו לה מוניטין, שמספק לה הצעות התקשרות בייזום פרויקטים בתנאים משופרים.

לשיכון עובדים מוניטין טוב הנובע מניסיונה הרב בתחום, שנרכש במהלך 70 שנה לאחר הקמה של יותר מ- 180,000 יח"ד. המוניטין בא לידי ביטוי באיכות הבניה, ביכולת ביצוע פרויקטים וביכולת הנעת תהליכים. האישורים הנדרשים לביצוע עבודות הייזום ולהשבחת הקרקע כוללים, בנוסף לאישורי הבניה הסטנדרטיים, גם קבלת אישורים לשיפור דרכי גישה לפרויקט, אישורים לבניית פארקים, הקמת מוסדות חינוך וכו'.

לאורך השנים, התאפיינה שיכון עובדים במובילות עסקית בתחום הבניה. זאת, בנוסף ליכולת ביצוע טובה, מהווים גורמים חשובים בשיקולים של לקוחות ויזמים אחרים להתקשר עם שיכון עובדים.

ניסיון וידע שנצבר במהלך שנים רבות על פעילות בתחום התשתיות מאפשר לסו"ב חוץ לתמחר נכון את עלות הפרויקטים, להציע מחירים אטרקטיביים, לזהות פוטנציאל רווחיות ולזכות במכרזים.

ניסיון רב שנים של פעילות במדינות העולם השלישי מקל על סו"ב חוץ לפעול באזורים אלו ולהתגבר על הבעיות הרלוונטיות לאותן מדינות. ניסיון זה יצר לסו"ב חוץ מוניטין שמקל עליה לזכות במכרזים.

לסו"ב חוץ איתנות פיננסית שמקלה עליה לפעול בתחום הנדל"ן

תחום הנדל"ן כולל התקשרויות ארוכות טווח בסכומים גבוהים. בתחום זה יש חשיבות לאיתנות הפיננסית של היזם או המבצע. חוסנה הפיננסי של סו"ב חוץ מאפשר לה עמידה בתנאי מכרזים גדולים, ומקל עליה לבצע עסקאות בתנאים נוחים.

³ לא היו שינויים מהותיים בין הנתונים ליום 31.3.2006 לבין 30.6.2006.

⁴ יתרת ההשקעה לא זהה לסכום בספרים שכן בדוח הדירוג לא מפורטים פרויקטים שהשלמתם דורשת פעילות זניחה.

גורמי סיכון עסקיים

ההחזקה בסו"ב גרמה בשנים האחרונות להפסדים בסכומים משמעותיים. מתחילת שנת 2006 ניתן לראות שינוי מגמה ושיפור בתוצאות.

העוצמה של החברה מתבטאת בעיקר בשוויי נכסיה, שלא משתקף במלואו בדוחות הכספיים. בהתאם להערכות מידרוג, יחס ההלוואות לשווי הכלכלי של נכסי החברה (LTV) מוערך בטווח שמייצג איתנות פיננסית טובה. יחד עם זאת, בנוסף לסיכונים האינהרנטיים של הענף ושל חברות דומות, לחברה יש סיכון מהביצועים של סו"ב, אשר הפסידה סכומים מהותיים. הפסדיה של סו"ב נבעו מבעיה מבנית, שכן על אף המיתון בענף הוא עדיין רווחי, כפי שגם ניתן לראות בתוצאות חברות מתחרות. לאחרונה הוחל בתוכנית הבראה, בעיקר לסו"ב, אשר טרם יושמה במלואה, וצפוי כי תוצאותיה יבואו לידי ביטוי מלא בעתיד. להערכת מידרוג, סיכויי ההצלחה של התוכנית הנוכחית גבוהים מבעבר, ממספר סיבות עיקריות:

1. ההנהלה הבכירה של סו"ב כוללת כיום מנהלים אשר עבדו בקבוצה מחוץ לסו"ב, שהוכיחו יכולת לשפר את פעילות הקבלנות האלקטרומכנית בקבוצת סיכון עובדים שבוצעה בעבר במסגרת חרות הנדסה ומערכות, ולהערכת מידרוג יכולתם להעביר מהלכים מורכבים טובה יותר.
2. חל רענון בשדרת הניהול של החברה.
3. תוכנית ההבראה מבוססת על הקטנת עלויות קבועות והקטנת נפחי פעילות שיאפשרו קבלת עבודות עם שולי רווח גבוהים יותר בלבד. בפועל ניתן לראות כי סו"ב הקטינה את העלויות הקבועות באמצעות הקטנת מצבת כוח האדם (העלויות הופשרו במלואם בדוחות הכספיים ליום 31.12.2005).
4. הקטנה משמעותית של ההפסדים בפועל במחצית הראשונה של 2006, על אף שמדובר בתקופה קצרה שאינה מייצגת חברה קבלנית אשר עיסוקה העיקרי הוא ביצוע פרויקטים. להלן ההפסד הנקי של סו"ב במהלך השנים האחרונות:

אלפי ₪)	FY 2005	FY 2004	FY 2003
הפסד נקי לתקופה	(253,604)	(282,317)	(174,727)

שווי נכסי הקבוצה, ביצועי סיכון עובדים וסו"ב חוץ ויכולת החברה למשוך מהן רווחים, מספקים לה עומק פיננסי לתקופה מסוימת, עד להשלמת תכנית ההבראה הנוכחית.

הנהלת סו"ב חוץ - ניהול בכיר ותיק וקיים מחסור במנהלים זוטרים - ביצוע פעילות הכשרה לסגירת הפער

הנהלת סו"ב חוץ ותיקה ומנוסה, להערכת מנכ"ל סו"ב חוץ אין לה תלות באיש מפתח. כמו כן, להערכת סו"ב חוץ יש לה כיום מחסור בכוח אדם הנדסי ניהולי (ברמת מנהלי פרויקטים). לצורך זה, היא החלה במהלך שנת 2005 להכשיר כוח אדם בתחומים אלו לצורך הקמת פרויקטי תשתית בחו"ל.

אי ודאות ביחס למחירי הנדל"ן מקשה על היכולת להעריך כדאיות השקעה בפרויקטים יזמיים וירידה במחירים יכולה לגרום לחברה להפסדים.

יזום פרויקטים לבניה מאופיין במכירת הדירות מספר שנים לאחר רכישת הקרקע והשקעת עלויות גבוהות בפרויקט. בתקופה זו, מחירי הנדל"ן יכולים להשתנות מהותית. ירידה במחירי הנדל"ן מקטינה את שולי הרווח ויכולה, בתרחיש של ירידה חדה, אף לגרום להפסדים. סיכון עובדים מצמצמת סיכון זה באמצעות ויסות קצב התחלות הבניה בהתאם לקצב השיווק ההיסטורי של אותם פרויקטים (כך שהשקעה בשלבים מאוחרים בפרויקט מבוצעת לאחר ששלבים מוקדמים יותר נמכרו). בשנים האחרונות ביצעה סיכון עובדים הפרשה להפסד בגין פרויקטים בודדים בלבד.

טעות בהערכת עלויות יכולה להקטין את רווחיות הקבוצה.

ביצוע פרויקטים לבניה כולל הערכות ביחס לעלות הבניה. הערכה שגויה של העלויות, כגון עקב גידול במחירי תשומות הבניה, עלולה לשחוק את רווחי הקבוצה מפרויקטים.

סיכונים מאקרו כלכליים ורגולטורים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן.

הקבוצה חשופה לסיכונים המשפיעים על ענף הנדל"ן, שנובעים מתנודתיות בענף אשר לא ניתן לצפותה מראש. התנודתיות תלויה בגורמים מקרו כלכליים, במצב ביטחוני, בזמינות גורמי ייצור וחומרי גלם ובגורמים ענפיים (כדוגמת התפתחות ההיצע והביקוש לנכסי נדל"ן). בנוסף, לשינוי בעמדת הבנקים לגבי גובה ההון העצמי והביטחונות שידרשו מרוכשי הדירות, יכולה להיות השפעה על הביקוש לדירות מגורים. שינויים במחירי חומרי הגלם הנדרשים לבניה, כדוגמת העלייה במחירי הברזל ובעלות כח העבודה, כתוצאה מהגבלת מתן רישיונות עבודה לעובדים זרים, עלולים להשפיע לרעה על רווחיות הקבוצה.

הקבוצה בעלת מבנה עלויות קבועות גבוה אשר מקשה עליה להתחרות בשוק במיתון.

הקבוצה גדולה ובעלת שיעור גבוה של עלויות קבועות. עלויות אלו נובעות, בין השאר, מהחזקה של מחצבות ומפעלים שמייצרים חו"ג לתחום הבניה, החזקת מספר רב של עובדים, עלויות הנהלה וכלליות גבוהות, החזקת מטה גדול וכו'. הקטנת נפח פעילות הקבוצה, בין אם עקב אי זכייה במכרזים ובין אם עקב מיתון בענף, מקשה עליה לצמצם עלויות ויכולה לגרום לה להפסדים ניכרים. הקבוצה פועלת להקטנת העלויות הקבועות ולהגדלת השליטה ביחידות השונות. במסגרת זו רוכזו התחום המשפטי, תחום השכר ותחום מערכות מידע של כל הקבוצה במטה החברה.

רגולציה וגורמים אקסוגניים המשפיעים על ענף הנדל"ן, מהותיים לפעילות החברה ולרווחיותה.

חלק מפעילות הייזום מבוסס על קרקעות שנרכשות במכרזים של מינהל מקרקעי ישראל. החברה חשופה למדיניות שיווק הקרקעות של המינהל, המחזיק במרבית הקרקעות במדינה. קצב הליכי תכנון ורישוי של פרויקטים, המדיניות ביחס למענקים וסובסידיות לרוכשי דירות, עשויים להשפיע על הביקוש לדירות למגורים, וכתוצאה מכך על תוצאות פעילות הקבוצה.

שוק תחרותי מול מתחרים רבים שמקשה על השגת שיעורי רווחיות גבוהים.

תחומי הפעילות בהם פועלת הקבוצה תחרותיים ובעיקר ביחס לפרויקטים גדולים. בתחום הסלילה והתשתית המתחרות העיקריות של הקבוצה בארץ הינן: "שפיר", "דניה סיבוס" ו"אשטרום" ובחו"ל חברות קבלניות בינ"ל. תחום היזמות מאופיין בסף כניסה נמוך לענף כך שבנוסף לחברות הגדולות (כדוגמת "אפריקה ישראל", "אשדר", "נוה" ו"אזורים"), ישנם יזמים מקומיים קטנים ומוכרי דירות יד שנייה, המתחרים בפעילות זו.

גורמי סיכון פיננסיים

יחסי כיסוי שלילים כתוצאה מ- CFO ו- FFO נמוכים ושליילים

ההפסדים של סו"ב יצרו תזרים שלילי שכוסה חלקית באמצעות תוצאות פעילויות אחרות. כפועל יוצא מהאמור, יחסי הכיסוי של החברה לא היו טובים, כך לדוגמא בשנים 2003 ו- 2004 התזרים השוטף (CFO) המאוחד של החברה היה שלילי ובמהלך 2003-2005 גם ה- FFO היה שלילי. יחסי כיסוי אלו מצביעים על קשיים ביכולת החברה לפרוע את החוב בטווח זמן קצר ולכן נדרש שיפור בתוצאות סו"ב שישפר את התזרים של החברה.

להלן תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי מהדוח המאוחד של סו"ב:

FY 2003	FY 2004	FY 2005	H1 2006	(אלפי ₪)
(44,999)	(79,051)	(15,096)	111,969	FFO
(391,725)	(238,676)	130,820	340,805	CFO
Negative	Negative	Negative	15.5	חוב פיננסי ל- FFO ⁵
Negative	Negative	Negative	10.6	חוב פיננסי נטו ל- FFO ⁵
Negative	Negative	29.1	5.1	חוב פיננסי ל- CFO ⁵
Negative	Negative	20.8	3.5	חוב פיננסי נטו ל- CFO ⁵

עומס גבוה לאשראי זמן קצר

לאורך השנים האחרונות מהווה האשראי לזמן קצר במוצק כ- 35% - 40% מסך האשראי. מידרוג מעריכה כי מבנה חוב זה אינו תואם את המאפיינים העסקיים של החברה.

בכוונת הקבוצה לפעול לפריסת חובותיה ממקורות חיצוניים, לגייס מימון ארוך טווח לצורך פירעון אשראי לזמן קצר ולהתבסס בחו"ל על אשראי non recourse. להלן התפלגות החוב המאוחד מהמקורות השונים על פי תקופות.

31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.6.2006	(במיליוני ₪)
1,180	1,483	1,351	1,221	לזמן קצר מבנקים ואחרים
				לזמן ארוך
1,228	968	1,013	941	בנקים
945	1,263	1,441	1,306	אחרים
2,173	2,231	2,454	2,247	סה"כ אשראי לזמן ארוך
3,353	3,714	3,805	3,468	סה"כ אשראי

להערכת מידרוג, שוויים של הנכסים הלא משועבדים שבידי החברה מאפשר לה גמישות פיננסית בגלגול החוב ובמימונו.

סו"ב חוץ מגדרת סיכון חשיפה חשבונאית של המטבעות המקומיים ביחס לדולר או ליורו והחברה חשופה לירידה בשע"ח של מטבעות אלו.

סיכוני שוק בעקבות שינויים בשע"ח - ביחס לפעילות שמבוצעת באפריקה (סלילה ותשתית) סו"ב חוץ רואה בדולר ארה"ב כמטבע ייחוס (בהתאם למטבע בו מוצגים הדוחות הכספיים של חברה בת של סו"ב חוץ אשר מבצעת פעילות זו) וביחס לפעילות הייזום מטבע הייחוס הוא היורו. בהתאם למדיניות ניהול הסיכונים של סו"ב חוץ היא שואפת להימצא בפורציית short של המטבע המקומי ביחס למטבע הייחוס, על מנת להגן על עצמה (הגנה חשבונאית) מפני ירידה בשע"ח של המטבע המקומי, אולם היא חשופה בפני עלייה בשע"ח.

⁵ מגולם שנתי

החברה רואה בהשקעה בסו"ב חוץ כהשקעה במט"ח, אשר ברובה צמודה לדולר ובחלקה צמודה ליורו. החברה לא מגינה על עצמה מפני שינויים בשערי החליפין של מטבעות אלו. ירידה בשערי החליפין של הדולר ו/או היורו יכולה להקטין את השווי של ההשקעה בסו"ב חוץ.

סו"ב חוץ לא מבטחת אשראי לקוחות אלא נסמכת על ניסיונה ושואפת לקבל מקדמות לפני תחילת העבודה.

לקוחות סו"ב חוץ כוללים בעיקר לקוחות ממדינות עולם שלישי. ללקוחות אלו סיכון אשראי כתוצאה מנורמות עסקיות הנהוגות באותן מדינות, אי יציבות שלטונית וכו'. כמחצית מלקוחות סו"ב חוץ משלמים באמצעות מימון שמתקבל ישירות ממוסדות תומכים כדוגמת הבנק העולמי, ואשר סיכון האשראי שלהם נמוך. בשאר הפרויקטים, מעריכה סו"ב חוץ את סיכון האשראי של הלקוחות בהסתמך על ניסיונה והיא לא מבטחת סיכון זה. סו"ב חוץ מגדירה מראש את רמת החשיפה המקסימלית ביחס לכל לקוח ועוקבת באופן שוטף אחר גובה החשיפה. בנוסף, היא מקבלת מקדמות שמקטינות את החשיפה ומפסיקה את ביצוע כל הפרויקטים, באותה מדינה, עם כל עיכוב בתשלום. סו"ב חוץ פועלת באזורים גיאוגרפים נרחבים ואין לה לקוחות מהותיים, למעט מספר מועט של מוסדות שלטוניים.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- אי הצלחה בביצוע תכנית ההבראה של סו"ב, אי עמידה ביעדי התכנית והמשך ההפסדים ותזרימי מזומנים שלילים;
- גידול במינוף החברה או ירידה בשווי נכסיה אשר ישפיעו לרעה על ה-LTV - מידרוג מעריכה כי יחס החוב לשווי הנכסים עומד על כ- 60%, עליית היחס למעל ל- 65% עלולה לפגוע בדירוג.
- שינויים מהותיים במערך הניהול באופן שישפיע על העקביות והיציבות של החברה;
- שינוי בגרעין השליטה באופן אשר יחליש את הדירוג;
- ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של סו"ב;
- החלת מגבלות לגבי יכולת החברה למשוך כספים מהחברות המוחזקות על ידה;

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- איזון תזרימי המזומנים של סו"ב והפיכתה לחברה מרוויחה לאורך זמן;
- שיפור בתזרימי המזומנים של הפעילויות הקיימות וביחסי הכיסוי הנגזרים;
- הגדלת הרווחיות ויחסי הכיסוי באמצעות רווחים ממקורות נוספים, כדוגמת תחום ה-concession והחברות העוסקות בתחום איכות הסביבה.
- ירידה בחוב הפיננסי והחוץ מאזני של הקבוצה;

התפתחויות עיקריות בענף הבנייה למגורים ובביקושים לדירות מגורים 2000-2005.

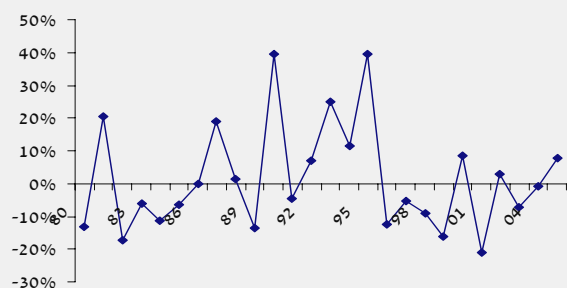
עלייה בביקושים לדירות מגורים. על פי נתוני משרד הבינוי והשיכון, בשנת 2005 נמשכה מגמת הגידול במספר העסקאות במשק בדירות למגורים (דירות חדשות ויד שנייה), שרשמה גידול של 5%, בהמשך לגידול של 10% בשנת 2004. בין המשתנים שעשויים להסביר עלייה זו, ניתן למנות את המשך הירידה במחירי הדירות, הירידה בשיעור הריבית על המשכנתאות והשיפור במצב הכלכלי. לא חל שינוי משמעותי במספר הדירות החדשות שנמכרו בהשוואה לשנת 2004.

המשך הירידה במחירי הדירות, תוך שונות גבוהה בין האזורים. בעשור האחרון ירדו המחירים הריאליים של הדירות בשיעורים ניכרים (ירידה של כ-19% משנת 1998), והירידה נמשכה גם בשנת 2005 (ירידה של 1.1% לפי סקר מחירי הדיור של הלמ"ס). על פי ניתוח של בנק ישראל, ניכרת שונות מסוימת במחירים של דירות יוקרה מול אלו של דירות זולות. בעוד שמחירי דירות היוקרה מצויים במגמת עלייה, מחירי הדירות הזולות מצויים במגמת ירידה. בין הגורמים שעשויים להסביר מגמה זו מונים בבנק ישראל את הגידול באי השוויון הכלכלי, הצמצום בעלייה ושיפור תנאי הדיור של עולים חדשים לשעבר, שהובילו לעלייה בהיצע של דירות זולות יחסית. האזורים בהם נרשמה העלייה החדה ביותר במחירי הדירות בשנתיים האחרונות הם ירושלים, ת"א ואזור השרון. באזור הצפון חלה הירידה החדה ביותר במחירים.

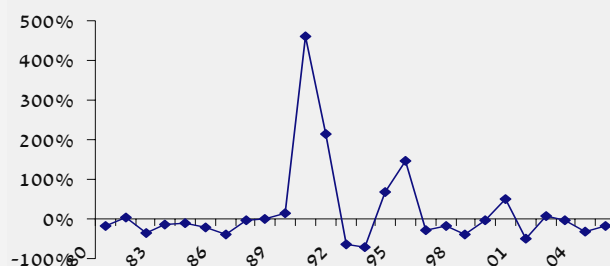
ירידה במלאי הדירות למגורים. בענף הבנייה למגורים לא חלה בשנת 2005 התאוששות שאפיינה את שאר ענפי המשק, והאינדיקטורים המובילים מצביעים על רמת פעילות דומה לזו שהייתה בשנת 2004. בשנים האחרונות נרשמה ירידה במלאי הדירות למגורים, עם קצב התחלות בניה ממוצע של 31 אלף דירות בשנה, בין השנים 2001-2005, לעומת קצב של 35 אלף דירות לשנה על פי המודלים של משרד הבינוי והשיכון. הירידה בבנייה ביוזמה ציבורית הייתה חריפה יותר.

השינוי השנתי במספר התחלות הבנייה למגורים 1980-2005

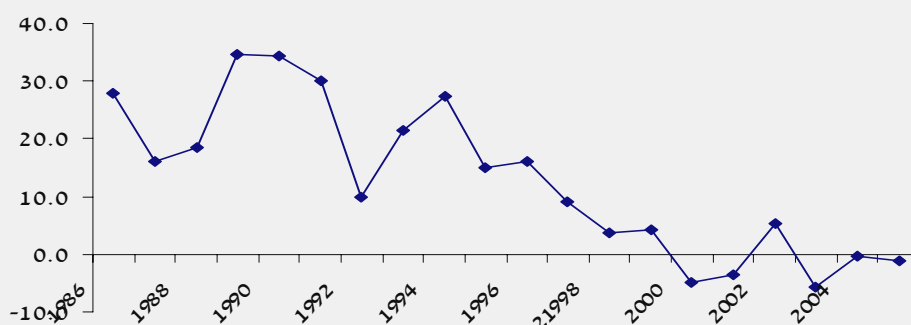
ביוזמה פרטית



ביוזמה ציבורית



שיעור שינוי במדד מחירי הדירות בבעלות: 1986-2005

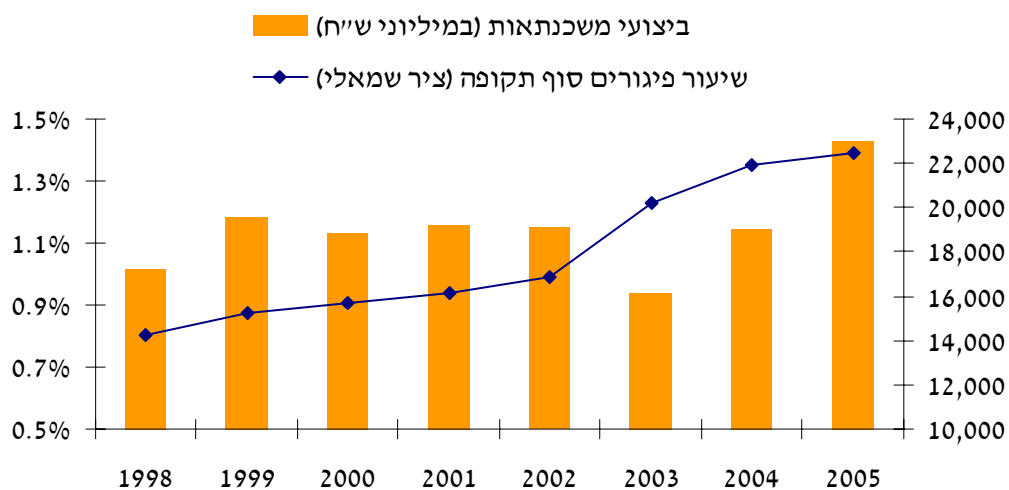


מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה

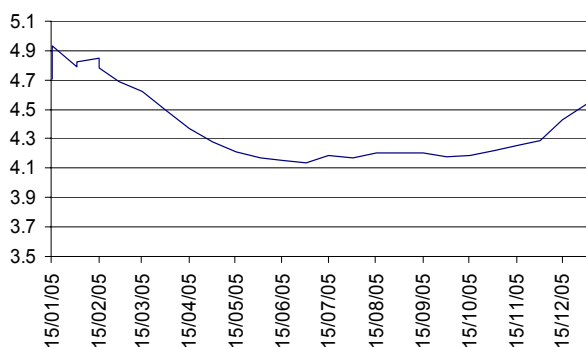
ההאטה הקיימת מזה מספר שנים בביקושים למשכנתאות נוכח המיתון בענף הבנייה והמיתון הכלכלי שנלווה לו עד לשנה האחרונה.

בשנת 2005 נרשמה התייצבות בהיקף האשראי שניתן על ידי הבנקים למשכנתאות, אשר הגיע לסך של 23.0 מיליארד ש"ח, לעומת סך של 22.7 מיליארד ש"ח בשנת 2004 – גידול של כ-1.3%. בתוך כך, ביצוע האשראי החופשי הסתכם ב-20.6 מיליארד ש"ח לעומת 19.5 מיליארד ש"ח בשנה הקודמת – עלייה של 5.6%. האשראי המוכוון (מכספי אוצר) ירד בשיעור של 25%. מאז שנת 1996 ניכרת מגמת ירידה בקצב מימוש משכנתאות על ידי זכאים, הן בשל ההאטה בקצב העלייה לישראל והן בשל גורמים כלכליים. כמו כן, בשנת 2003 בוטלו מענקים לזכאים ומענקי מקום אשר השפיעו אף הם על היכולת לרכישת דיור באזורי הפריפריה. הגידול בהיקף האשראי שניתן, כאמור לעיל עד ליולי 2005, הוא במונחי ברוטו, קרי הוא כולל גם הלוואות שסולקו בבנק אחד ובאמצעות קבלת הלוואות בבנק אחר ("מחזור משכנתאות"), כך שהגידול נטו בביקושים, נמוך יותר. על פי נתוני בנק ישראל, היקף המחזורים של משכנתאות בשנת 2005 הסתכם לכ-5.0 מיליארד ש"ח, אולם לא קיים נתון מקביל לשנת 2004.

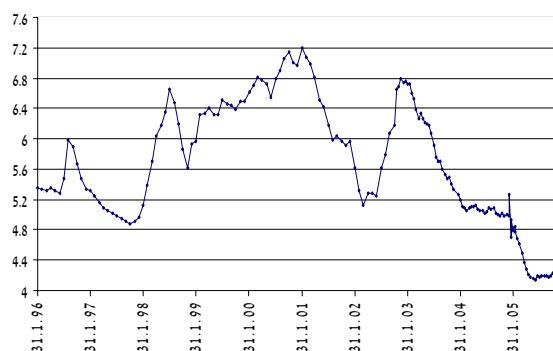
ביצועי משכנתאות באמצעות בנקים בשנים 1998-2005 ושיעור הפיגורים בפרעון משכנתאות



הריבית הממוצעת על משכנתאות במהלך שנת 2005



הריבית הממוצעת על משכנתאות 1996-2005



בבניה למשרדים - במהלך שנת 2005 קיימת מגמה של רוויה שהמשיכה מההיצעים הגדולים שנשארו לאחר התפוצצות בועת ההיי טק בסוף שנת 2000. אולם במהלך שנת 2005 החלה התעוררות מתונה וחל גידול בביקושים לנכסים מושכרים לתקופות בינוניות וארוכות.

שיכון עובדים

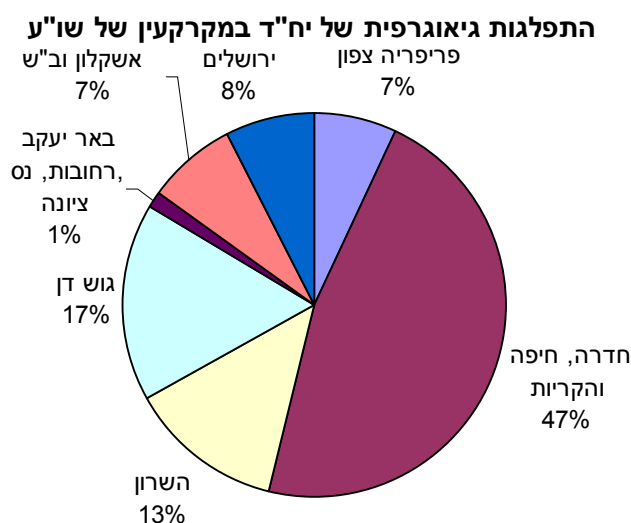
שיכון עובדים מוחזקת במלואה ע"י שו"ב ופועלת בישראל בשלושה תחומי פעילות עיקריים: יזום בניה (בעיקר למגורים), קבלנות אלקטרומכניקה, מכירת מקרקעין והשכרה וניהול נכסים. עיקר פעילות שיכון עובדים מתמקדת ביזום בניה.

הפרויקטים של שיכון עובדים מרוכזים בעיקר באזורי ביקוש והם מאופיינים בשכונות ומרווחות הכוללות גינות, פארקים, מסלולי הליכה, מתקני ספורט, לובי כניסה וכו'. שיכון עובדים בונה לקהל יעד שרוכש יח"ד במיצוב בינוני גבוה ביחס לשוק הדירות, שנגזר ממיקומן, מסטנדרט הבניה ומאיכות הפיתוח הסביבתי. לקוחות שיכון עובדים כוללים בממוצע כ- 85% משפרי דיור וכ- 15% זוגות צעירים.

תחומי פעילות

פעילות הייזום - פעילות עיקרית בשיכון עובדים, שמחזיקה מקרקעין בשווי כלכלי הגבוה משמעותית משווי נכסים ואשר כוללים כ- 14 אלף יח"ד.

שיכון עובדים פועלת בייזום והקמה של שכונות מגורים. לשיכון עובדים מקרקעין שטרם הוחל בביצועם וחלקם כולל כ- 4,300 יח"ד זמינות למגורים, כ- 1,600 יח"ד שאינן זמינות (לרוב יש להן תב"ע בתוקף שדורשת תיקונים) וכ- 7,400 יח"ד בתכנון (ללא תב"ע). שוויים הפנקסני של מקרקעין אלו עמד ביום 31.12.2005 על כ- 596 מיליון ₪ וביום 30.6.2006 על 608 מיליון ₪.



פעילות אלקטרומכנית - פעילות חרות שמוזגה לשיכון עובדים

פעילות אלקטרומכנית כוללת את פעילות ביצוע מערכות מיזוג אוויר, אינסטלציה וחשמל וביוב במסגרת פרויקטים גדולים של בניה. פעילות זו בוצעה בעבר במסגרת חרות הנדסה ומערכות בע"מ, אשר ביום 30 יוני 2004 מוזגה, ללא תמורה, לתוך שיכון עובדים. פעילות זו הפסידה בעבר, והחל משנת 2005 עברה לרווח.

השכרה וניהול נכסים

פעילות הנדל"ן המניב של שיכון עובדים מבוצעת באמצעות סקום ועיקר נכסיה המניבים ממוקמים בגוש דן, י-ם, געש ובאר שבע. שיעור התפוסה הממוצע במקרקעין, לרוב, גבוה מ- 90%.

דוח רווח והפסד

הא	2005	2004	2003
רווח לפני מיסים	49,923	79,753	140,739
רווח לאחר מס	25,284	66,094	91,013
רווח נקי לתקופה	61,757	64,785	93,158

שינויים בהרכב האשראי של שיכון עובדים - מעבר לאשראי חוץ בנקאי

שיכון עובדים מקטינה את האשראי הבנקאי ומגדילה את האשראי מאחרים, שעיקרו גויס ממוסדיים בהנפקות פרטיות שהגבילו אותה באמות מידה פיננסיות. השינויים בהונה העצמי של שיכון עובדים נבעו בעיקר מרווחיה ומהדיבידנדים שחילקה. שיכון עובדים מחלקת דיבידנדים באופן שוטף בשיעור של כ- 50% מהרווחים הראויים לחלוקה שהצטברו באותה שנה. להלן טבלא המפרטת את סכומי הדיבידנדים ששולמו בפועל בשנים האחרונות:

הא	2005	2004	2003	2002
דיבידנד ששולם	32,393	46,579	45,352	51,614

לשיכון עובדים יחסי מינוף כלכלים שמצביעים על איתנות פיננסית חזקה.

סולל בונה בנין ותשתית בע"מ

סו"ב עוסקת בשני תחומי פעילות עיקריים: סלילה ותשתית ומגזר עבודות בניה. בשנים האחרונות נבעו לסו"ב הפסדים כמפורט להלן:

FY 2003	FY 2004	FY 2005	(אלפי ₪)
(174,727)	(282,317)	(253,604)	הפסד נקי לתקופה

היכולת לשנות את תוצאות פעילות סו"ב מהווה אתגר עיקרי שבפניו עומדת הקבוצה ואחד הפרמטרים העיקריים לדירוגה. הקבוצה נוקטת צעדים על מנת לשנות את תוצאות פעילות סו"ב ולהערכתה תוצאות העבר לא משקפות את העתיד. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2006 ניכר שיפור משמעותי בתוצאות הכספיות של סו"ב, לראשונה זה מספר שנים, אולם מוקדם מידי להצביע על שינוי מגמה לאחר שני רבעונים.

ביצוע תהליכי התייעלות ורה - ארגון בסולל בונה

עיקרי התוכנית:

1. צמצום פעילות סו"ב (בעיקר במגזר הבניה למגורים) ומיקוד פעילותה כקבלן מבצע, בעיקר במגזר הסלילה והתשתית ובתחום הבניה למגורים עבור שיכון עובדים.
2. קביעת יעד רווחיות, בפרויקטים חדשים, גבוה מבעבר;
3. שיפור תזרים המזומנים;
4. מכירת נכסים ופעילויות בסו"ב שאינם בתחום הליבה שלה;
5. צמצום הוצאות הנהלה וכלליות בסו"ב, הקטנת מצבת העובדים שלה, וצמצום משמעותי בהוצאות ליועצים חיצוניים.
6. ריכוז פונקציות ניהוליות במטה הראשי של סו"ב, תוך צמצום כפילויות.
7. שיפור מערך הבקרה הפנימית והדיווח;

רוב הפרויקטים שגרמו להפסדים בסו"ב בשנים האחרונות הסתיימו

מניתוח הפרויקטים של סו"ב עולה כי רק חלק קטן מהפרויקטים שבגינם רשמה סו"ב בעבר הפסדים נמצאים כיום בביצוע. רוב הפרויקטים המפסידים משתייכים לחטיבת המגורים והם הסתיימו לאחר שב- 12.04 הוחלט לצמצם את הפעילות בחטיבה זו, לבניה עבור שיכון עובדים בלבד.

סו"ב מקבלת הלוואות מהחברה לפירעון התחייבויותיה לבנקים

הירידה בהוצאות המימון של סו"ב נגזרת מריבית על אשראי לזמן קצר, שפחתה עם הירידה בהיקף ההלוואות לזמן קצר. הלוואות אלו מומנו באמצעות אשראי מהחברה האם (לרבות שטרי הון צמיתים שלא שולמה בגינם ריבית) ובתנאים נוחים יותר.

נכון ליום 30.6.2006, צבר ההזמנות של סו"ב עמד על כ- 1.6 מיליארד ₪, לפני הזכייה בפרויקט ההתפלה בחדרה, שכול הנראה תגדיל את הצבר במספר עשרות מיליוני דולרים.

סולל בונה ארצות חוץ בע"מ **עיקר פעילות סו"ב חוץ מתרכזת בתשתיות**

סו"ב חוץ פועלת בחו"ל בתחומים של סלילה ותשתית, ביצוע עבודות בתחום הנדל"ן ויזמות. במסגרת זו, פועלת סו"ב חוץ ב- 5 תחומי פעילות: סלילה ותשתית, בניין - בניית מבנים לפי הזמנה עבור לקוחות, ייזום פרויקטי בניה, נדל"ן מניב (כולל: השכרת מבני תעשייה, מסחר ומשרדים) ומכירת מוצרים (כדוגמת חצץ וכו').

עיקר הכנסותיה והרווח התפעולי שלה נובעים מתחום התשתיות.

סו"ב חוץ פועלת במספר אזורים גיאוגרפים שונים. להלן התפלגות ההכנסות על פי האזורים הגיאוגרפים:

2003		2004		2005		(אלפי ₪)
49%	611,025	53%	610,511	67%	992,024	אפריקה
22%	271,390	21%	242,108	18%	269,854	מרכז אמריקה
29%	353,422	27%	309,158	14%	208,684	מזרח אירופה
100%	1,235,837	100%	1,161,777	100%	1,470,562	סה"כ

בתחום הקבלנות פועלת סו"ב חוץ בעיקר באפריקה ובמרכז אמריקה בעוד בתחום היזמות פועלת היא במזרח ומערב אירופה.

מיום הגשת המכרז עד מועד החתימה על החוזה עוברת כשנה וביצוע הפרויקטים אורך כשנתיים עד שלוש שנים נוספות. היקפם של הפרויקטים נמצא בטווח שבין 10 ל- 90 מיליון דולר (למעט פרויקט ברומניה בסך של כ- 290 מיליון דולר).

נכון ליום 30.6.2006 לסו"ב חוץ צבר הזמנות בסך העולה על 3 מיליארד ₪ ברחבי העולם, לעומת כ- 2.2 מיליארד ₪ ביום 31.12.2005. צבר ההזמנות ליוני 2006 כולל זכייה במספר מכרזים נוספים ובכללם מכרז לשיקום קטע כביש בין ניירובי למומבסה בקניה, בהיקף של כ- 100 מיליון דולר, מכרז לשיקום כביש באוגנדה ומכרז להקמת ספריה לאומית בניגריה, בסכום של כ- 60 מיליון דולר כל אחד.

סלילה ותשתית - פעילות עיקרית שההיקף המשמעותי שלה מבוצע באפריקה

הפעילות העיקרית של סו"ב חוץ היא סלילה ותשתית שתורמת את רוב הכנסותיה. פעילות זו כוללת: סלילת כבישים, בניית גשרים, רכבות, ועבודות תשתית שונות (מים, ניקוז, ביוב וכו'). במסגרת זו, פועלת סו"ב חוץ בעיקר במדינות העולם השלישי כדוגמת גאנה, חוף השנהב, אוגנדה, גואטמלה, קניה, ניגריה ורומניה.

בניין

סו"ב חוץ מבצעת פרויקטים של בניית מבנים לפי הזמנה עבור לקוחות כגון: בתי משפט, בתי חולים, מוסדות שלטון וכו' וכן פרויקטים למגורים בהיקפים לא מהותיים. הפרויקטים אותם מבצעת סו"ב חוץ בתחום זה מבוצעים בעיקר במדינות אפריקה ומרכז אמריקה.

פעילות ייזום - פעילות שעומדת בפני הרחבה

ייזום פרויקטי בניה למגורים ושלא למגורים מבוצע בעיקר בהונגריה, רומניה, צ'כיה, קרואטיה ופולין. בכוונת החברה להרחיב את פעילות הייזום במדינות בהן היא פועלת ולבצע פעילות זו גם במזרח-מרכז אירופה. בפעילות זו, סו"ב חוץ לא תשתתף בהכרח כיזם המוביל את הפרויקט כדוגמת פרויקטים דומים של הקבוצה בארץ.

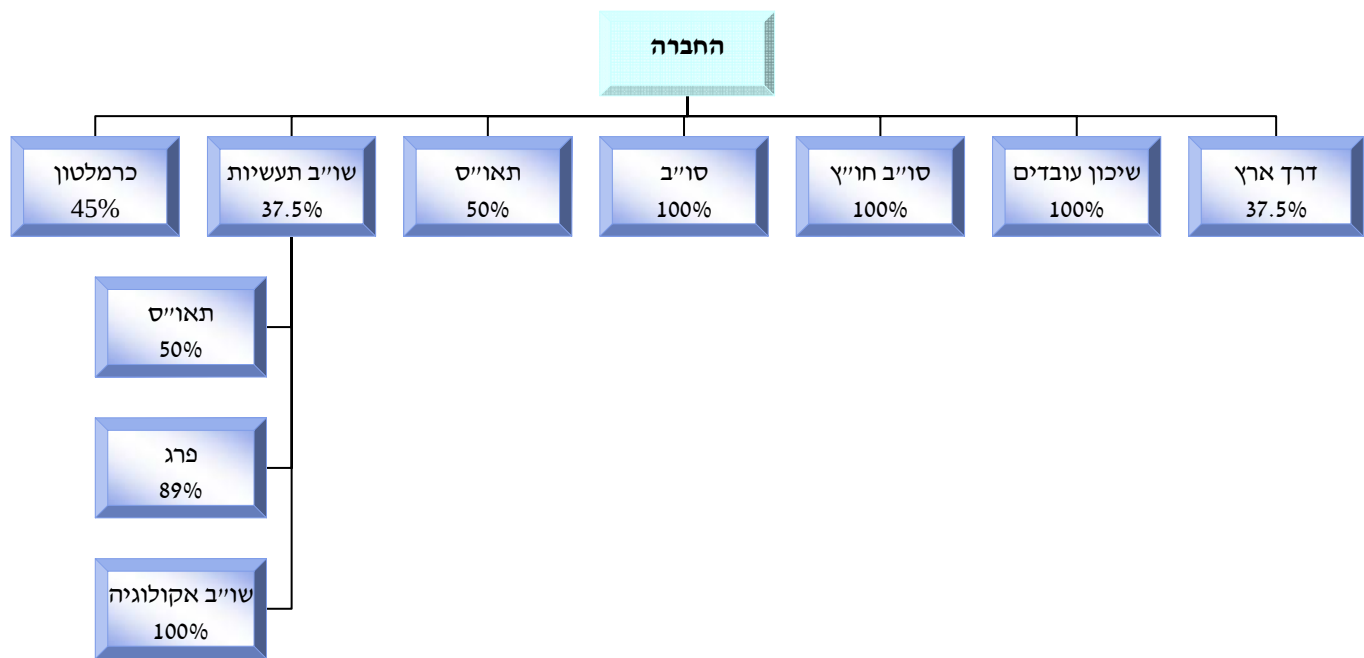
רווח והפסד

FY 2003	FY 2004	FY 2005	(אלפי ₪)
1,235,837	1,161,777	1,470,562	הכנסות
142,403	176,038	196,911	רווח לפני מיסים
31,299	26,607	41,875	הוצאות (הכנסות) מס
111,104	149,431	155,036	רווח לאחר מס
124,024	147,378	161,941	רווח נקי לתקופה

חברה פרויקטלית שמציגה רווח נקי בסך של כ- 160-130 מיליון ₪ כל שנה

סו"ב חוץ היא חברה פרויקטלית ולכן מאופיינת בתנודתיות בהכנסות ובמהלך השנים האחרונות, נבעו לה מזומנים בסכומים גבוהים מפעילות שוטפת (CFO), אשר שימשו להגדלת ההשקעות ולפירעון אשראי לזמן קצר ולזמן ארוך. בהתאם, יחסי האיתנות והנזילות שלה טובים.

נספח



הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג - מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב + הון עצמי + זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים לשלם
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי + פחת + הפחתות + גידול במסים נדחים לשלם + גידול בזכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות + הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) - דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם הדירוג

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 משתמש 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.

דו"ח מספר : CRS040906000M

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") 2006.

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.