



שיכון ובינוי בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - ספטמבר 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

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק דירוג חיובי לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "החברה", "שיכון ובינוי"). כמו-כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח ע"ס 500 מיליון ₪ ע.ג. שיעשה באמצעות הרחבה סדרה 5. סכום זה כולל ניצול יתרת מסגרת הגיוס שאושרה בפעולת הדירוג מחדש מאי 2012 ושטרם נוצלה - ע"ס 250 מיליון ₪ ע.ג. - וכן תוספת גיוס ע"ס 250 מיליון ₪ ע.ג. תמורת הגיוס תשמש למיחזור חובות אג"ח (בכללן אג"ח פרטיות) בשנה הקרובה.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 24.09.12. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומץא 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 30.6.12 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 2	1110733	אפר-08	5.20%	מדד	534	2013 - 2015
סדרה 3	1115500	ספט-09	7.90%	לא צמוד	290	2013 - 2016
סדרה 4	1117910	מרץ-10	4.80%	מדד	1,250	2015 - 2019
סדרה 5	1125210	ינו-12	5.50%	מדד	238	2017 - 2022

2,312

* במסגרת הדירוג נכלל גם גיוס, שביצעה החברה לאחר תאריך המאזן, על סך של כ- 155 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרה 5

ממועד דוח הדירוג האחרון הציגה החברה נתוני פעילות התומכים ברמת הדירוג ואופק הדירוג הנוכחיים. להרחבה נוספת בנוגע לשיקולי הדירוג, ראה/י את [דוח הדירוג מחדש מאי 2012](#).

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

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	30.6.2012	חלקה היחסי של החברה בנתוני ADO	פרופורמה לאחר איחוד יחסי של ADO	
4,446,828	4,453,729	4,871,077	5,335,126	3,328,850			הכנסות
398,799	707,065	900,591	799,546	508,304			רווח תפעולי
9.0%	15.9%	18.5%	15.0%	15.3%			שיעור הרווח התפעולי
249,232	260,711	168,517	166,819	82,147			הוצאות מימון, נטו
149,567	446,354	732,074	632,727	426,157			רווח לאחר מימון
89,690	232,141	545,103	444,221	296,591			רווח נקי
1,392,847	1,350,743	1,778,550	1,403,796	1,033,058	6,125	1,039,183	יתרות זילות
3,992,855	3,578,847	3,779,651	4,743,583	4,948,840	417,106	5,365,946	חוב פיננסי בנטרול פיקדונות משועבדים
2,600,008	2,228,104	2,001,101	3,339,787	3,915,782	410,980	4,326,762	חוב פיננסי נטו בנטרול פיקדונות משועבדים
192,197	508,135	875,283	969,384	1,206,818	0	1,206,818	הון עצמי וזכויות מיעוט
6,887,642	7,028,341	8,211,267	9,607,446	10,000,976	456,585	10,457,561	סך מאזן בנטרול פיקדונות משועבדים
4,155,575	4,081,228	4,665,608	5,770,549	6,235,702	417,106	6,652,808	CAP בנטרול פיקדונות משועבדים
2,762,728	2,730,485	2,887,058	4,366,753	5,202,644	410,980	5,613,624	CAP נטו בנטרול פיקדונות משועבדים
2.8%	7.2%	10.7%	10.1%	12.1%		11.5%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי*
96%	88%	81%	82%	79%		81%	חוב ל-CAP*
94%	82%	69%	76%	75%		77%	חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו*
220,118	380,133	516,114	546,885	444,004			FFO
516,378	853,135	785,422	859,338	602,786			EBITDA ללא שערוכים ורכיבים חד פעמיים
18.1	9.4	7.3	8.7	5.6			חוב פיננסי ל-FFO***
11.8	5.9	3.9	6.1	4.4			חוב פיננסי נטו ל-FFO***
7.7	4.2	4.8	5.5	4.1			חוב פיננסי ל-EBITDA***
5.0	2.6	2.5	3.9	3.2			חוב פיננסי נטו ל-EBITDA***

* עד שנת 2010 החוב הפיננסי, המאזן וה- CAP הינם בנטרול הלוואות המגובות בפיקדונות משועבדים בהיקף של כ- 65 מיליון יורו
 ** הונה העצמי של החברה אינו כולל, בין היתר, את שוויון הכלכלי המלא של נכסי המקרקעין של שיכון ובינוי נדל"ן, אשר בבעלותה עתודות מקרקעין בהיקף משמעותי, שאינן משוערכות בספרים עפ"י ערך הכלכלי.
 *** בגילום שנתי

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג:

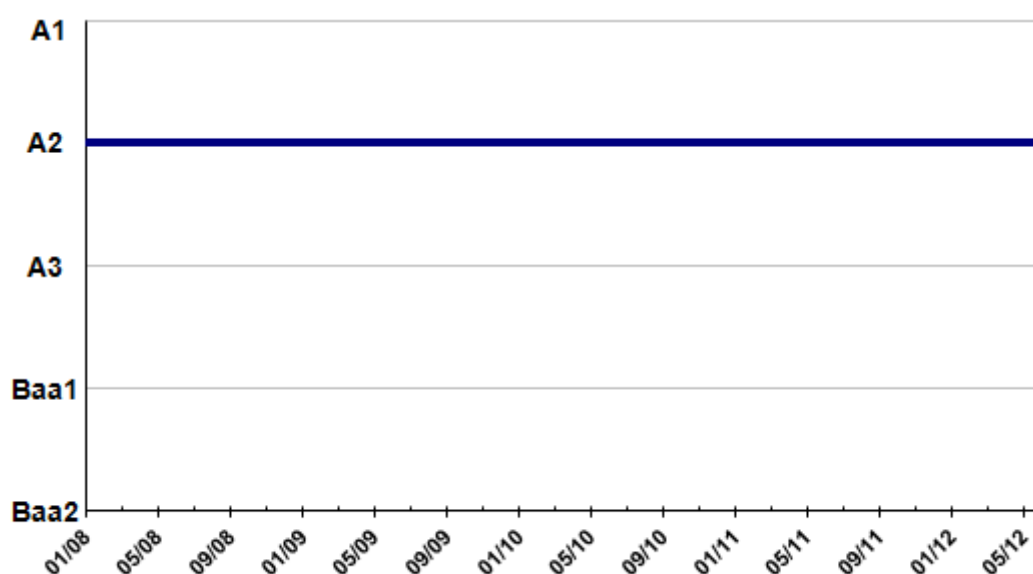
- ירידה בחוב הפיננסי ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות
- שמירה לאורך זמן על רמת התזרים והרווחיות וכן על יחסי הכיסוי הנוכחיים
- הרחבת מקורות ההכנסה מתחומי פעילות נוספים, כגון תחומי האנרגיה והנדל"ן המניב

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

4



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**, בישראל 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 איי.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 המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות 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 מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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") 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.