

שיכון ובינוי בע"מ

מעקב | דצמבר 2020

אנשי קשר:

אופיר זלינגר, רו"ח
אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Ophir.Zelinger@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

שיכון ובינוי בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2.il	דירוג מנפיק ודירוג סדרות
------------------	-------	--------------------------

מידורג מותירה על כנו דירוג מנפיק A2.il לשיכון ובינוי בע"מ (להלן "החברה") ודירוג זה לאגרות חוב (סדרות 5-9) שהנפיקה החברה, ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
5	1125210	A2.il	יציב	30/06/2022
6	1129733	A2.il	יציב	01/04/2025
7	1129741	A2.il	יציב	01/04/2025
8	1135888	A2.il	יציב	01/05/2029
9	1167368	A2.il	יציב	31/03/2031

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג נתמך, בין היתר, ב:

- חברת שיכון ובינוי, בהיותה אחת החברות הוותיקות והגדולות בישראל בענפי הנדל"ן והתשתיות השונים, נהנית ממובילות שוק, מוניטין, ניסיון ניהולי וביצועי נצבר, נגישות טובה למכרזים ולמימון ויתרון לגודל בתחומי הביצוע, הזכינות והייזום למגורים בשוק המקומי. בהתאם לנמסר למידורג, בנוסף לישראל הקבוצה מחזיקה באחת מחברות ביצוע התשתיות המובילות בניגריה ונהנית מיתרונות דומים גם בפעילות במדינה זו.
- צבר עבודות ופרויקטים (בישראל ובחו"ל) בהיקף של 11-14 מיליארד ₪, מכירות שנתיות של מאות יח"ד בישראל ומאות יח"ד באירופה, וכן נכסים מניבים (נדל"ן, אנרגיה, זכיינות) מייצרים הכנסות שנתיות בהיקף העולה על 6 מיליארד ₪, אשר אף צפוי לגדול לאור השלמת רכישת תחנת הכח ברמת חובב (חברה כלולה, חלק חברה 50%), לצד וותק בן עשרות שנים מקנים לחברה מובילות שוק בישראל בענפי הייזום למגורים, התשתיות והזכינות ויתרון לגודל.
- גיוון תחומי הפעילות (ביצוע, ייזום, מניבים, אנרגיה) וסינרגיה בין ענפי הפעילות, יחד עם פיזור גיאוגרפי במגוון אזורי פעילות ופיזור פרויקטאלי נרחב הכולל עשרות פרויקטים במגוון תחומי פעילות, מקנים לחברה גמישות אסטרטגית ואי-תלות באזור פעילות או בפרויקט כלשהו.
- רווחיות גבוהה בתחום פעילות יזום המגורים לאור היקף משמעותי של קרקעות היסטוריות המוצגות בדוחות על בסיס העלות, וכן רווחיות גבוהה במגזרי הביצוע בישראל ובחו"ל מאפשרים לחברה כרית ספיגה למקרה של האטה במכירות או חריגות תקציביות נקודתיות.
- לחברה "ארגז כלים" בהיקף של מיליארדי ש"ח, הכולל חברות מוחזקות, נכסים מניבים, פרויקטים בזכיינות ובתחום האנרגיה וצבר מקרקעין. ארגז הכלים מקנה לחברה מקורות לנזילות וגמישות פיננסית באמצעות מימון מחדש או מימוש (מלא או חלקי) של נכסים ופרויקטים שהבשילו וקרקעות שהושבחו.
- צבר נכסים מניבים ומלאי הקרקעות של החברה הבת, שיכון ובינוי נדל"ן, בהיקף כולל של כ- 4.3 מיליארד ₪ עפ"י דוחות החברה ועל בסיס העלות ההיסטורית. לחברה צבר קרקעות היסטוריות וכן נכסים מניבים אשר אינם רשומים על פי שוויים ההוגן כאשר חלק גדול מהם אינו משועבד, המקנים לחברה גמישות פיננסית ויכולות מימון ומימוש גבוהות משמעותית מהמשתקף במאזן החברה.

- יתרות נזילות משמעותיות, לצד תהליך של הגדלת מסגרות אשראי בנקאיות זמינות, תורמות ליכולת שירות אגרות החוב, בפרט לאור אופן פריסת לוחות הסילוקין של אגרות החוב.

הדירוג מושפע לשלילה, בין היתר, מ:

- ענפי פעילות ואזורי פעילות בעלי מאפייני סיכון גבוהים - קבלנות ביצוע וייזום נדל"ן, פעילות באפריקה, אמריקה הלטינית ומזרח אירופה (לצד פעילות בשווקים מפותחים - ארה"ב, ישראל, צ'כיה ופולין).
- על אף שיפור משמעותי בשנתיים האחרונות, החברה פועלת במינוף גבוה ויחסי איתנות הבולטים לשלילה ביחס לרמת הדירוג - יחס הון למאזן של 19% בהתאם למאזן המאוחד ליום 30.09.2020. כאמור לעיל, מלאי המקרקעין, הנדל"ן להשקעה ופרוייקטי הזכיינות (PPP) והאנרגיה מוצגים בדוחות המאוחדים על בסיס העלות ההיסטורית, הנמוך משמעותית משווים ההוגן. שערך הנכסים לשווים ההוגן יביא לשיפור ביחס הון למאזן אם כי עדיין יבלוט לשלילה ביחס לרמת הדירוג.
- יחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג, יצוין כי יחסי הכיסוי מושפעים בין היתר מפרוייקטי נדל"ן מניב, אנרגיה וזכיינות המתאפיינים ביחסי כיסוי איטיים מאוד, אך מנגד נהנים מתזרים הכנסות יציב ומימון (בחלקו נון-ריקורס) הנפרס לתקופה ארוכה ומותאם לתזרים ההכנסות.
- החוב בנקאי מובטח בשעבוד שוטף על כלל נכסי החברה המגביל משמעותית את הגמישות הפיננסית. יחד עם זאת, היקף החוב הבנקאי נמוך ביחס לנכסי החברה ומאפשר קבלת מימון נוסף.
- במהלך 02/2018 נפתחה חקירה של משטרת ישראל בחשד למתן שוחד לכאורה בחברה נכדה בחו"ל. אירוע זה משליך לשלילה על פעילות החברה באופן ישיר (הפקדת סך של 250 מיליון ₪ בקרן חילוט, חקירות ומעצר של עובדים בכירים אשר אינם מועסקים כיום על-ידי החברה, פגיעה במוניטין). יחד עם זאת, מאז תחילת החקירה לא אובחנו אירועים שיש בהם כדי להצביע על פגיעה ביכולת החברה לזכייה במכרזים או קבלת מימון. לאור זאת, ובשים לב לחילופי בעלי השליטה והחלפת כל ההנהלה הבכירה (כך שכיום המעורבים לכאורה אינם נושאי תפקיד בחברה), מידרוג מעריכה כי לחברה אין חשיפה משמעותית נוספת מעבר לסכום המופקד בקרן החילוט.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח השלמת מהלך הנפקה בדרך של זכויות (בהתאם לתשקיף מיום 08.12.2020) בהיקף של 300 מיליון ₪ מימוש תוכניות בניה בפרויקטים בייזום למגורים תוך הפעלת תרחישי רגישות לקצב המכירות והביצוע ולמחירי המכירה; שמירה על היקפי הפעילות במגזרי הביצוע בארץ ובחו"ל בהתאם למידע שנתקבל מהחברה ובהתחשב בתרחישי רגישות, השלמת פרויקטים מניבים וביצוע השקעות נוספות בתחום הזכיינות והאנרגיה, מימוש מלא/חלקי של אחזקות החברה בנכסים מניבים (לרבות זכיינות) לאחר הבשלתם.

תרחיש הבסיס מניח פירעון אג"ח והלוואות בהתאם ללוחות הסילוקין ותוך מחזור חוב בהתאם להערכות החברה, כמו-כן תרחיש הבסיס מניח כי תוצאות חקירת מתן השוחד עלולות להביא לחילוט הסך של 250 מיליון ₪ המופקדים בקרן החילוט אך ללא השלכות משמעותיות מעבר לכך. בנוסף, מידרוג מניחה כי לא יבוצעו חלוקות דיבידנד משמעותיות וכי החברה תפעל לחיזוק מבנה ההון שלה.

תחת תרחיש הבסיס (כולל איחוד יחסי של הנכסים, ההתחייבויות ותוצאות הפעילות של חברה כלולה רמת חובב), מידרוג צופה גידול בהכנסות מ- 6.5 מיליארד ₪ כיום ל- 7.5-7 מיליארד ₪ לשנה, היקף גבוה מאוד הבולט לחיוב לרמת הדירוג, שיפור של יחס האיתנות הון עצמי למאזן אשר צפוי לנוע בטווח 20-23%, אך עדיין יהיה נמוך לרמת הדירוג, גידול משמעותי בהיקפי ה- EBITDA וה- FFO אשר בולטים לחיוב לרמת הדירוג, בעיקר בשל הבשלת פרויקטים בתחומי הזכיינות והאנרגיה וההכנסות הצפויות מתחנת הכח ברמת חובב, שרכישה הושלמה בחודש 12-2020, כך שה- FFO בשנות התחזית ינוע בטווח 600-800 מיליון ₪. כמו-כן מידרוג מעריכה כי שיעור הרווחיות התפעולית, אשר בולט לחיוב לרמת הדירוג, יציג שיפור נוסף בשנות התחזית לטווח 12-15%, מנגד - יחסי הכיסוי של החברה

- יחס חוב ל- EBITDA ויחס EBIT להוצאות מימון צפויים להשתפר, אך עדיין יהיו איטיים, כך יחס חוב ל- EBITDA צפוי לעמוד על 6.5-7.0 שנים ויחס EBIT להוצאות מימון צפוי לעמוד על 2.0-2.5, יחסים איטיים לרמת הדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכות מידרוג להנבה שוטפת של נכסי זכיינות ואנרגיה, המשך פעילות מגזרי הייזום והביצוע בהתאם לצבר ולתכניות הפיתוח הקיימות וללא חריגות משמעותיות, וצמצום החשש להשלכות שליליות בהקשר עם חקירת משטרת ישראל כאמור לעיל על הפעילות במגזר התשתיות בחו"ל ועל קבלת מימון. יצוין כי החברה ביצעה וממשיכה לבצע מהלכים להרחבת מצבת הנכסים המניבים במגוון תחומים, אי הגדלת מינוף ושיפור הפרמטרים הפיננסיים אשר החלו לתת פירות בשנתיים האחרונות וצפויים להביא להמשך השיפור בפרופיל הפיננסי של החברה. מנגד, חילופים תכופים בהנהלה הבכירה במהלך השנים האחרונות ושינויים באסטרטגיה העסקית עשויים להשפיע על פעילות החברה בעתיד. תהליכים אלו ייבחנו ע"י מידרוג לאורך זמן.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך הירידה בחוב הפיננסי ושיפור ביחסי האיתנות
- קיטון משמעותי בחשיפת פעילות החברה למדינות מתפתחות המאופיינות בסיכון גבוה, תוך שמירה על היקף הפעילות ושיעורי הרווחיות
- גידול בהיקף הרווח התפעולי מעבר לתחזיות מידרוג תוך שמירה על שיעורי הרווחיות ושיפור ביחסי הכיסוי ותזרימי המזומנים אותם מייצרת החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- גידול במינוף החברה, בין השאר, כתוצאה מחלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי
- אי שיפור ביחסי הכיסוי של החברה בהתאם לתחזיותיה, בין היתר, כתוצאה מאי עמידה בתחזיות של רווחיות ויצירת מזומנים מפעילויות המגזרים השונים
- עלייה בהוצאות המימון או ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של החברות המרכזיות בקבוצה - SBI, סולל בונה ושיכון ובינוי נדל"ן.
- השלכות שליליות של תוצאות החקירה בחשד למתן שוחד, אשר ישפיעו עסקית ופיננסית על החברה מעבר להשפעות שנכללו בתרחיש הבסיס

שיכון ובינוי בע"מ - נתונים עיקריים

דוחות כספיים מאוחדים - מיליוני ₪	30.09.2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
היקף מאזן	16,061	16,451	16,676	13,561
חוב פיננסי (נטו)	6,544	5,873	5,497	4,229
הון עצמי כולל זכויות שאינן מקנות שליטה	3,113	2,909	2,860	2,092
הון עצמי וזכויות שאינן מקנות שליטה למאזן	19.3%	17.7%	17.2%	15.4%
סך הכנסות	4,828	6,491	6,332	6,437
רווח מפעולות רגילות בנטרול פחת והפחתות	656	594	731	635

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מפרופיל עסקי בולט בתחום יזום המגורים בישראל המתאפיין בשיעורי רווחיות גבוהים ביחס לענף לצד פעילות יזום במרכז-מזרח אירופה הצוברת תאוצה וצפויה להציג רווחים משמעותיים בשנים הבאות

פעילות החברה בענף הייזום למגורים בישראל מבוצעת בעיקר באמצעות חברת הבת שיכון ובינוי נדל"ן (מדורגת A1.il באופק יציב), אשר הינה מבין החברות הבולטות בישראל מבחינת היקף פעילותן. היקף הפעילות בישראל עומד על כ- 1,500 יח"ד בביצוע בכ- 15 פרויקטים בכל רחבי הארץ. הרווחיות הממוצעת מפעילות זו הינה בתחום הגבוה של הממוצע הענפי, וזאת בין היתר בשל יכולתיה הניהוליות והיזמיות, היתרון לגודל וצבר מקרקעין שנרכשו לפני שנים רבות, מוצג בדוחות החברה על בסיס עלות היסטורית נמוכה מהשווי הכלכלי העדכני ויוצר לחברה רווח גולמי גבוה יחסית בעת המימוש (באמצעות מכירת קרקע / ייזום למגורים / הקמת נכסים מניבים).

פעילות הייזום באירופה מבוצעת באמצעות Shikun & Binui Europe (לשעבר - RED), אשר במהלך השנים האחרונות הרחיבה באופן ניכר את היקף הפעילות, כאשר היקף יח"ד בביצוע ליום 30.09.2020 עומד על כ- 1,600 יח"ד ובשנים 2017-2019 נחתמו 1,100-900 חוזי מכר מדי שנה. למרות משבר הקורונה, מספר חוזי המכר שנחתמו בתקופה 01-09/2020 עומד על 520 יח"ד לעומת 586 יח"ד בתקופה המקבילה אשתקד, כאשר היקף העסקאות בשנת 2020 גבוה יותר מאשתקד לאור תמהיל מכירות שונה.

היקפי פעילות גבוהים במגזר קבלנות ביצוע, מובילות שוק בענף הביצוע בישראל, מנגד, חשיפה לסיכונים מטבע במדינות אפריקה בדגש על הפעילות בניגריה וכן חשש לשחיקה בשיעורי הרווחיות בפעילות הקבלנות בחו"ל

לחברה צבר עבודות קבלניות בהיקף משמעותי אשר בשנים האחרונות נע בטווח 14-11 מיליארד ₪, כאשר הפעילות בישראל מהווה 35-50% מהיקף הפרויקטים. יציין כי החברה זכתה במכרז להקמת פרויקט קרית המודיעין אשר צפוי להגדיל צבר זה בעוד כ-5 מיליארד ש"ח ולהגדיל את ההחלק היחסי של הצבר בישראל יחסית לצבר בחו"ל.

הפעילות בישראל מבוצעת על-ידי שיכון ובינוי - סולל בונה תשתיות בע"מ, אשר הינה אחת החברות הגדולות במגזר הביצוע בישראל ומתמודדת על ביצועם של פרויקטים רחבי היקף הכוללים תשתיות לאומיות כדוגמת הרכבת הקלה בתל-אביב, מסילות רכבת כבדה, מחנות צבאיים, מתקני אנרגיה ופרויקטים משמעותיים נוספים לצד הקמה של פרויקטי משרדים ומגורים למגזר הפרטי. החברה נהנית משרשרת ערך מלאה בתחום הביצוע, מייצור הבטון, דרך עבודות הביסוס (חברת צמנטכל בבעלות מלאה) עבור עבודות האלקטרו מכניקה (חברת איזו-מנורה בבעלות מלאה) ועד עבודות תשתית מורכבות ובנייה למגורים ומבנים אחרים. בישראל החברה פועלת כיום בעשרות פרויקטים מציגה שיעורי רווחיות גולמית הנעים סביב 12%-7 (שיעורי הרווחיות גבוהים מבעבר עקב הרחבת חלקו היחסי של תת-מגזר המערכות בצבר). גם לאחר הגידול בשיעור הרווחיות, שיעורי הרווחיות הגולמית עדיין נמוכים ומשקפים את הסיכון היחסי הגלום בפעילות זו. הסיכון מצטמצם הן בשל זהות המזמין (לרוב ממשלת ישראל או גופים סטטוטוריים מטעמה) והן בשל פיזור על פני עשרות רבות של פרויקטים והניסיון הנרחב שנבנה לאורך עשרות שנים ומאפשר לחברה לשמור על הרווחיות הצפויה לאורך זמן וזאת בשים לב להיקף ביצוע נרחב המשיא לקבוצה רווח גולמי בהיקף משמעותי לאורך השנים.

הפעילות במספר מדינות באפריקה ובאמריקה הלטינית מבוצעת באמצעות SBI A.G. (חברה נכדה בשווייץ), ובארה"ב באמצעות SBA Inc. הפרויקטים כוללים בעיקר תשתיות כדוגמת כבישים וגשרים. מגזר קבלנות הביצוע בחו"ל מציג שיעורי רווחיות גבוהים לאורך השנים, עם שיעור רווח גולמי שנע בעבר סביב 23-24% אולם רווחיות זו הצטמצמה משמעותית לשיעורים של 9-14%, בחלקה עקב כניסה לשוק האמריקאי המתאפיין ברווחיות נמוכה יותר ממדינות מתפתחות, ובחלקה בשל סיכונים הענף הכוללים חשיפה מטבעית, בעיקר לניירה הניגרית, חשיפה לסיכונים הקמה בפרויקטים רחבי היקף דוגמת עיכובים בביצוע בפרויקטים בקולומביה ובגואטמלה וחשיפה לסיכונים לקוח ועיכובי תשלומים. סיכון נוסף מתבטא בשונות של המאפיינים העסקיים במדינות הפעילות ובמשך הזמן הנדרש לרכישת ניסיון בפעילות במדינה זרה. כך, החברה פעילה באפריקה, ובדגש על ניגריה, במשך ששה עשורים באופן המקנה לה יתרון יחסי על פני חברות זרות, יתרון לגודל ורווחיות גבוהה. מנגד, החברה החלה לפעול בארה"ב ובקולומביה רק בשנים האחרונות ופעילות זו כוללת פרויקטים שנשתיימו בהפסד (כביש אגרה בטקסס וכביש אגרה בקולומביה). זאת ועוד, עקב מימוש מדיניות הקבוצה

להתמקד במדינות שבהן יש לחברה יתרון יחסי ורווחיות גבוהה (בעיקר ניגריה ואוגנדה), בטווח הקצר הפעילות בחו"ל סופגת ירידה ברווחיות, אך להערכת החברה, לאחר תקופת מעבר צפויה להביא לגידול ברווחיות מפעילות זו.

מידורג רואה בפעילות הקבלנית בעלת מאפייני סיכון גבוהים בהיותה מושפעת מתנודות במחירי חומרי הגלם והאנרגיה, מצב גיאופוליטי ותנודות בכלכלה הגלובלית ובמצב הכלכלי של המדינות השונות, וזאת בעיקר בשל היקפי הפעילות המשמעותיים בכלכלות המתפתחות במדינות אפריקה ואמריקה הלטינית. יחד עם זאת, פעילות החברה נפרשת על פני עשרות פרויקטים במגוון תחומים ובאזורי פעילות שונים ויש בכך כדי למתן את רמות הסיכון ואת החשיפה למדינה או אף לאזור כלכלי מסוים.

מובילות שוק בתחום הזכיינות בישראל עם צבר נכסים מניבים משמעותי ומגוון, הכולל פרויקטים בזכיינות, פרויקטים להפקת אנרגיה, ונכסים להשכרה. נכסים אלו מספקים לחברה תזרים קבוע ותורמים לפיזור הסיכון

לחברה צבר נכסים מניבים מגוון הכולל החזקה והפעלה של משרדי ממשלה, מעונות סטודנטים, נכסים מסחריים, פרויקטים בתחומי התחבורה, פרויקטים מול משרד הביטחון ובתחום האנרגיה והסביבה. צבר הפרויקטים ומגוון תחומי הפעילות מקנים לחברה ניסיון נרחב ויתרון איכותי בתחום, ותורמים לנגישות החברה ולסיכויי הזכייה במכרזים לפרויקטים נוספים ומאחר ובחלק מהמכרזים ניתן משקל לאיכות וניסיון המציע. כך לאחרונה השלימה החברה מהלך של רכישת תחנת כוח פעילה ברמת חובב (חלק חברה 50%) בעלות כוללת של כ- 4.5 מיליארד ₪ (במתווה הכולל מנגנוני הגנה להיקף האספקה ומחיר המכירה) אשר צפויה להניב לחברה תזרים הכנסות ורווח גולמי קבוע ובהיקף גבוה לאורך שנים.

הצבר הקיים והעתיד מספק לחברה הכנסות ותזרים קבוע פרויקטלי וחשוף במידה פחותה יותר לסיכונים הקמה, מכירה וגבייה. כמו-כן חלק ניכר מצבר הפרויקטים בזכיינות ובאנרגיה עבר משלב ההקמה לשלב התפעול וצפוי לייצר הכנסות ותזרים גבוהים יותר בשנים הקרובות.

הגדלת הצבר, כמו גם מגוון סוגי הנכסים, תורמים ליציבות ההכנסות של החברה ולפיזור הסיכון, כמו-כן ההתמחות והניסיון שרוכשת החברה בתהליך ההקמה והמימון של נכסי הזכיינות והאנרגיה מאפשרים לחברה להתמודד על הקמתם ותפעולם של פרויקטים דומים ברחבי העולם. בהקשר לכך יצוין כי מעורבות החברה הן בזכיין והן במתפעל של הפרויקטים מאפשר לחברה מימוש זכויותיה בזכיין ללא פגיעה בהיקף הפעילות השוטף. כך החברה השלימה בשנתיים האחרונות מימוש של עיקר החזקתה בפרויקטים כרמלטון ונתיבי הצפון (עסקת פורטפוליו), תוך שימור מרכיב התפעול ויצירת מרכיב דמי ניהול מהשותפים, מהלך שהביא לצמצום החוב הפיננסי תוך שימור חלק משמעותי מההכנסות השוטפות מהפרויקטים.

פרופיל סיכון שנתמך ב"ארגז כלים" משמעותי של נכסים הניתנים למימוש או שעבוד לצרכי מימון מקנה לחברה גמישות נוספת בהיקפים ניכרים; חלק מהיתרות הנזילות מצוי בחברות זרות וקיימות מגבלות על השימוש בו, וכן קיים שעבוד שוטף כללי על נכסי החברה להבטחת אשראי בנקאי

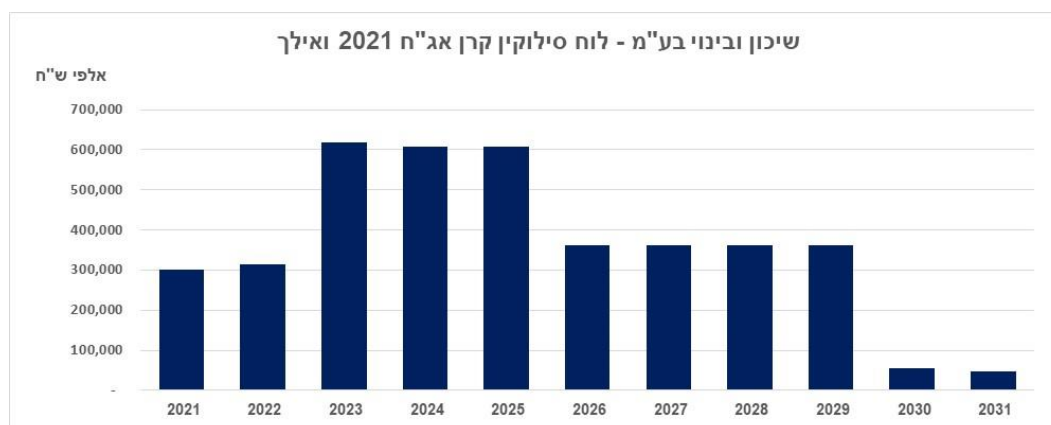
היקף המזומנים ושווי מזומנים במאזן המאוחד ליום 30.09.2020 עומד על כ- 2.6 מיליארד ₪, כאשר מתוכו כ- 1.4 מיליארד ₪ מצוי בחברות הביצוע - סולל ובונה ו-SBI. יצוין כי סך של 250 מיליון ש"ח מהיתרות הנזילות של SBI מופקד כאמור בקרן חילוט, וסכום משמעותי נוסף מופקד בניגריה ברובו בדולרים, כאשר העברת כספים מניגריה ל-SBI (שוויץ) וכן מ-SBI לישראל כרוכה בתשלומי מס, בשל מגבלות אלו מידורג מניחה כי החברה לא בהכרח תסתמך באופן משמעותי על המזומנים של חברת הבת SBI לצורך פעילותה השוטפת ושירות החוב. היקף המזומנים במאזן החברה (סולל) ליום 30.09.2020 עומד על כ- 470 מיליון ₪, כמו-כן מאחר וסולל בונה ו-SBE הן חברות-בת בבעלות מלאה, ושיכון ובינוי נדל"ן מוחזקת ע"י החברה בשיעור של כ-86%, הרי שיתרות המזומן ומסגרות אשראי המצויות בהן זמינות בחלקן לחברה בכפוף למגבלות הדין ולצרכי התפעול השוטף וההון החוזר של החברות הבנות.

החברה רשמה שעבוד שוטף כללי על נכסיה להבטחת אשראי בנקאי וכן אשראי ייעודי לצורך הבטחת מימון פרויקטים ייעודיים. יחד עם זאת, לחברה גמישות רבה מנכסי נדל"ן (מניבים וצבר קרקעות) אשר אינה באה לידי ביטוי בדוחות הכספיים המציגים נכסים אלו על בסיס העלות ההיסטורית. כמו-כן, לרשות החברה ארגז-כלים משמעותי הכולל מגוון נכסים הניתנים למימוש/שעבוד וקבלת מימון

נוסף שהיקפו מוערך במיליארדי שקלים. כך למשל, על-פי הביאורים לדוח השנתי 31.12.2019, השווי ההוגן של נדל"ן להשקעה (לא כולל מלאי קרקעות למגורים ומלאי עסקי) גבוה ב- 903 מיליון ₪ מהשווי המאזני.

היקף המזומנים במאזן החברה (סולו) גבוה ביחס לפירעונות אגרות החוב השוטפים לשנים 2021-2022, העומדים על כ- 310 מיליון ₪ לשנה. יצוין כי בשנים 2023-2025 היקף פירעונות האג"ח מסתכם לסך של כ- 620 מיליון ₪ לשנה ויחייב את החברה להיערך לגידול בהיקף התשלומים. הגידול הצפוי ביתרות המזומן כתוצאה ממימוש של נכסים, יחד עם התזרים השוטף ומהלכים שהחברה מבצעת כיום להגדלת מסגרות האשראי המאושרות, צפויים להגדיל את יתרות הנזילות הזמינות של החברה בשנים הבאות ולתמוך בפירעונות האג"ח העתידיים.

להלן לוח הסילוקין של אגרות החוב של החברה משנת 2021 ואילך:



FFO גבוה הצפוי לגדול בשנים הקרובות; מנגד, יחסי כיסוי איטיים מהמצופה לחברה על כלל מגזרי פעילותה ויחסי איתנות חלשים לרמת הדירוג

היקף ה- FFO (ללא מימושי נכסים) בדוח המאוחד לשנת 2019 עמד על כ- 300 מ' ₪ לעומת כ- 390 מיליון ₪ בשנת 2018, וזאת בין היתר עקב הפסד של כ- 180 מיליון ₪ בחברה הבת SBA (בשל רישום לראשונה של ההפסד הכולל מהקמת כביש אגרה בטקסס). להערכת מידרוג, תחת תרחיש הבסיס צפוי גידול בשנים הבאות לאור הבשלת פרויקטים בתחום האנרגיה ובמגזר הזכיינות אשר עברו לשלב ההפעלה במהלך 2019-2020, רכישת חברת ביצוע פעילה ורווחית בארה"ב, וכן לאור רכישת תחנת הכח ברמת חובב הצפויה לתרום FFO משמעותי. כך, מידרוג מעריכה כי בשנים 2021-2022 היקף ה- FFO יצמח משמעותית וינוע בטווח של 600-800 מיליון ₪.

מעבר ל- FFO השוטף, החברה ביצעה בשנים האחרונות מימושים (מלאים או חלקיים) של קרקעות, נכסי זכיינות ונכסים מניבים שהושבחו, אשר תורמים ל- FFO מאות מיליוני ₪ מעבר לפעילות השוטפת. כך, החברה מימשה בשנים האחרונות את מלוא האחזקה ב- ADO, את עיקר ההשקעה בזכיון של כרמלטון ובזכיון של נתיבי הצפון, מימוש קרקעות שהושבחו בגבעת שמואל ובצפון תל אביב ועוד.

החברה מציגה שיפור ביחסי האיתנות והמינוף, אולם יחסים אלו עדיין חלשים ואינם הולמים את רמת הדירוג. כך, בהתאם למאזן המאוחד ליום 30.09.2020 - שיעור הון עצמי למאזן עומד על 19% בלבד ושיעור חוב נטו ל- CAP נטו 67%. יחסי איתנות אלו אינם משקפים את מלוא שווי המקרקעין, שווי פרויקטי הזכיינות ושווי פרויקטי האנרגיה המוצגים על בסיס העלות בספרי החברה. תחת תרחיש הבסיס ובהתחשב בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה (ללא שערך מלאי קרקעות וללא שערך פרויקטי זכיינות ואנרגיה), מידרוג מעריכה כי יחס הון למאזן ישתפר וינוע בטווח 20-23%, ושיעור המינוף יעמוד על 62-65%. על אף השיפור, יחס האיתנות והמינוף אינם הולמים את רמת הדירוג.

בהתבסס על שווי כלכלי של מלאי המקרקעין יחס האיתנות צפוי להיות גבוה יותר מהשיעור לעיל, המשתקף מדוחות החברה ולאחר התאמת שווי נדל"ן להשקעה.

חקירת משטרת ישראל בחשד למתן שוחד בחברה נכדה על פעילות החברה ועל אפשרויות החברה בכל הקשור לזכייה במכרזים בינלאומיים והשגת מימון

בהתאם לדיווחי החברה מיום 20.02.2018 ומיום 21.02.2018, מתנהלת חקירה של משטרת-ישראל בחשד למתן שוחד לכאורה בחברה נכדה זרה של החברה, לרבות חקירות ומעצרים של עובדי החברה בעבר, בקשר עם פעילות החברה הנכדה בחו"ל. במסגרת החקירה אף הופקדו 250 מיליוני ₪ מכספי החברה הנכדה בקרן חילוט להבטחת תשלום קנסות ככל שיוטלו.

עם תחילת החקירה העריכה מידרוג כי קיימת אפשרות לפגיעה עתידית בפעילות החברה, כולל פגיעה באפשרויות התמודדות במכרזים בינלאומיים וקושי בהשגת מימון בינלאומי.

במהלך התקופה שחלפה מאז פרסום החקירה לא ניכרה פגיעה בפעילות השוטפת של החברה, כך, החברה מציגה שמירה ואף גידול מתון בצבר הפרויקטים בישראל ובאפריקה, התקדמות בהליכים מכרזיים בארה"ב וקבלת מימון לרכישת תחנת הכח ברמת חובב. בנוסף לכך, במהלך השנתיים האחרונות קבוצת סידוף רכשה את השליטה בחברה מבעלת השליטה הקודמת (אריסון) ובוצעו שינויים בהנהלה ובדירקטוריון. לאור זאת מידרוג מעריכה כי מעבר לסכום המופקד בקרן החילוט אין לחברה חשיפה נוספת מהותית.

ככל שיתברר כי לתוצאות החקירה יהיו בעתיד השפעות מהותיות על פעילות החברה מעבר לסכום המופקד בקרן החילוט, עשויה להיות לכך השפעה על הדירוג.

שינויים תכופים בהנהלת החברה בשנים האחרונות, ועדכוני האסטרטגיה העסקית עשויים להשפיע על פעילות החברה בעתיד. שדרת הניהול הרחבה והניסיון הרב הנצבר בדרגי הביניים והשטח ממתנים השפעות אלו

במהלך השנים האחרונות בוצעו מספר שינויים בשדרת ההנהלה הבכירה, לרבות בעמדות היו"ר, המנכ"ל, סמנכ"לים ומנהלי חברות בנות. כמו-כן, עפ"י דיווחי החברה מיום 28.11.2019 (מצגת משקיעים ודיווח מידי), דירקטוריון החברה החליט על עדכון האסטרטגיה העסקית של הקבוצה ובחינה של כיוונים אסטרטגיים נוספים.

קביעה ויישום של אסטרטגיות חדשות ותוצאותיהן, כמו גם הטמעה של שכבת ניהול, צריכים להיבחן לאורך זמן. מנגד, לחברה שדרת ניהול רחבה בדרגיי הניהול הבכירים, דרגי הביניים ודרגי השטח, וניסיון עסקי ומקצועי אשר נצבר בארגון לאורך עשרות שנים הממתנים את הסיכונים, ולראייה מספר מהלכים אסטרטגיים, זכייה במכרזים (קרית המודיעין, קרית התקשוב, רמת חובב ועוד) וסגירת עסקאות מימון בהיקפים של מיליארדי ₪ אשר בוצעו בשנים האחרונות על אף השינויים בעמדות הניהול הבכיר, על-כן להערכת מידרוג שינויים אלו אינם משפיעים על דירוג החברה בשלב זה.

מטריצת הדירוג

החברה מדורגת על בסיס מטריצת הדירוג לתאגידים לא-פיננסיים אשר נכנסה לתוקפה בספטמבר 2019.

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]		
Baa.il	---	Baa.il	---	סיכון ענפי	ענף הפעילות
Aa.il	7.5	Aa.il	6.5	היקף הכנסות (מיליארדי ש"ח בגילום שנתי)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	מעמד עסקי	
Aaa.il	12-15%	Aa.il	9%	שיעור רווח תפעולי	רווחיות
Baa.il	20-23%	Baa.il	19%	הון עצמי / מאזן	פרופיל פיננסי
Baa.il	6.5-7.0	Ba.il	9.2	חוב פיננסי נטו / EBITDA (בגילום שנתי)	
Aaa.il	600-800	Aa.il	310	היקף FFO (בגילום שנתי)	
Baa.il	2.0-2.5	Baa.il	1.9	רווח תפעולי / הוצאות ריבית	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A2.il					דירוג נגזר
A2.il					דירוג בפועל

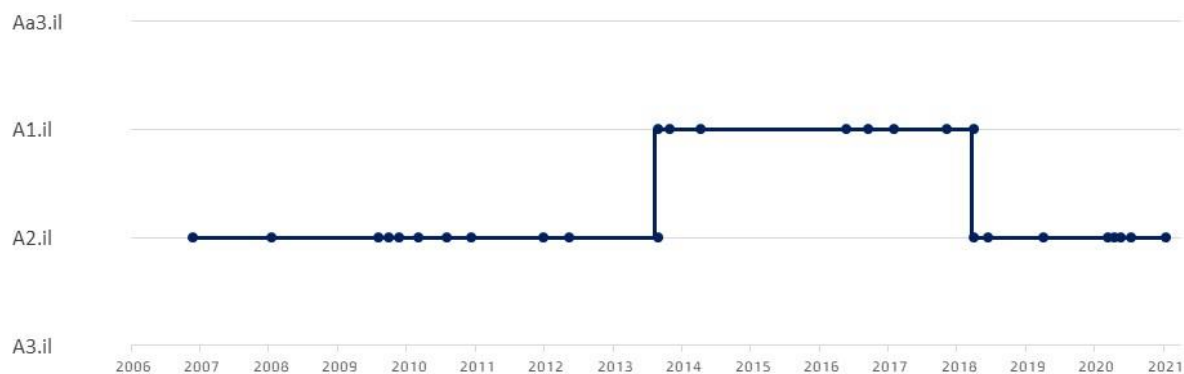
אודות החברה

שיכון ובינוי פועלת בישראל ומחוץ לישראל בענפי ייזום הנדל"ן, הקבלנות והפרויקטים (זכיינות ואנרגיה) על תחומיהם השונים. שיכון ובינוי, במישרין ובאמצעות חברות שבשליטתה, פועלת בארץ ובחו"ל. החברה מוחזקת ע"י קבוצת סידוף, בשיעור של כ- 48% באמצעות חברת O S Israel Investment Company Ltd.

תחומי הפעילות העיקריים כוללים:

- ביצוע עבודות סלילה ותשתית ופרויקטים קבלניים גדולים בארץ ובחו"ל. בישראל החברה פועלת על ידי שיכון ובינוי סולל בונה תשתית בע"מ. בחו"ל על ידי SBI, הפועלת בעיקר באפריקה, ו-SBA הפועלת בארה"ב.
- יזמות נדל"ן ומכירת מקרקעין, בארץ ובחו"ל בפרויקטים שעיקרם מיועד למגורים וחלקם שלא למגורים. עיקר הפעילות בתחום מבוצעת בארץ באמצעות שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ. הפעילות בחו"ל מבוצעת במרכז ומזרח אירופה באמצעות Shikun & Binui Europe.
- פרויקטים ונכסים מניבים בתחומי הזכיינות (Concession), הכולל השתתפות במכרזים וביצוע, מימון, תכנון ותפעול של פרויקטים לאומיים גדולים, המבוצעים בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי;
- פעילות בתחומי האנרגיה, ובפרט ייצור ואספקה של אנרגיה.
- החזקה של נכסי נדל"ן מניב בישראל ובאירופה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[שיכון ובינוי בע"מ - דוחות קשורים](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

[דירוג תאגידים לא פיננסיים - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[דירוג חברות נדל"ן לייזום למגורים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il.

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	30.12.2020
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	01.07.2020
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	13.11.2006
שם יוזם הדירוג:	שיכון ובינוי בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	שיכון ובינוי בע"מ

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>