

שיכון ובינוי בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - פברואר 2010

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט

nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות

rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

שיכון ובינוי בע"מ

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

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A2 באופק יציב להנפקת סדרת אג"ח חדשה (להלן "האג"ח החדשה"), אשר תונפק ע"י חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן "החברה"), בהיקף של עד 620 מיליון ₪, כנגד החלפת עד מחצית מסדרת אג"ח 2. האג"ח החדשה תהיה צמודה למדד המחירים לצרכן. לוח הסילוקין של הסדרה החדשה יכלול תקופת תשלום של ריבית בלבד ולאחריה - תיפרס הסדרה החדשה לתשלומים שנתיים שווים, בין השנים 2015-2019.

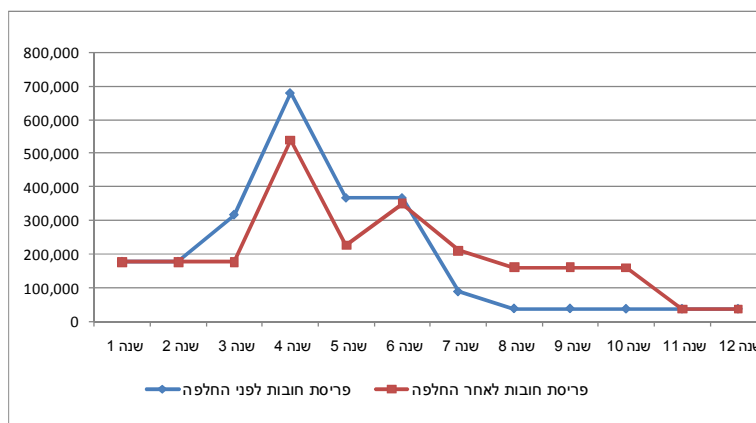
דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 15.02.2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

אישור הדירוג וקביעת אופק הדירוג היציב נתמכים בגורמים הבאים: החברה מראה יציבות ואף שיפור במגזרי הפעילות השונים; לחברה תזרים מזומנים מפעילות יציב ובהיקף גבוה; נרשמה ירידה מסוימת ברמת המינוף של החברות המאוחדות, עם פירעון חובות, בעיקר בשיכון ובינוי נדל"ן; ביצוע הפעולה להחלפת הסדרות, אותה מציינת מידרוג לחיוב, אשר תתרום להקטנת עומס הפירעונות בשנים 2012-2015, זאת על אף שביצוע ההחלפה תביא לעליה מסוימת בהיקף החוב הפיננסי הכולל של החברה בהיקף של כ- 60 מיליון ₪.

סדרות האג"ח במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.נ האג"ח 30.9.09	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת האג"ח בסופרים 30.09.2009	שנות פירעון האג"ח
סדרה 2	1110733	18/04/2007	1,000,000	5.2%	מדד	1,115,824	2015 - 2012
סדרה 3	1115500	23/09/2009	200,000	7.9%	לא צמוד	200,000	2016 - 2013

השפעת החלפת הסדרות על פריסת חובות האג"ח של הקבוצה - נכון ל- 30 בספטמבר 2009, באלפי ₪



הקצאת הון מניות בשיכון ובינוי נדל"ן

ביום 31.12.2009 הקצתה שיכון ובינוי נדל"ן למספר גופים מוסדיים מניות, המהוות במצטבר כ- 12.95% מהונה המונפק והנפרע של שיכון ובינוי נדל"ן, בתמורה לסך של 290 מיליון ₪. סכום זה שימש את שיכון ובינוי נדל"ן לפירעון הלוואות בנקאיות. מהעסקה נגזר לחברת שיכון ובינוי נדל"ן שווי של כ- 1.96 מיליארד ₪ לפני הכסף, לעומת עלות בספרים של 900 מיליון ₪. עסקה זו מחזקת את הערכת מידרוג כי יחסי האיתנות הפיננסית של החברה, הכוללים תוספת שווי עודף בגין האחזקה בשיכון ובינוי נדל"ן, גבוהים מהיחסים הנגזרים מהדו"ח הכספי.

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח פעולת דירוג שנעשה בנובמבר 2009.

שיכון ובינוי בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.9.2009 (באלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	30.09.2009	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
4,109,213	4,446,828	3,359,861	הכנסות
335,690	398,799	473,848	רווח תפעולי
454,895	523,120	588,943	EBITDA
180,159	249,232	223,538	הוצאות מימון, נטו
155,531	149,567	250,310	רווח לאחר מימון
89,892	89,690	98,849	רווח נקי
3,789,130	4,029,508	4,222,691	חוב פיננסי בניטרול פיקדונות משועבדים
1,343,238	1,392,847	1,379,098	יתרות נזילות
2,404,293	2,636,661	2,843,593	חוב פיננסי נטו
105,213	192,197	214,545	הון עצמי וזכויות מיעוט*
6,691,193	7,248,832	7,508,722	סך מאזן
3,789,130	4,138,250	4,419,685	CAP
2,445,892	2,745,403	3,040,587	CAP נטו
461,281	481,474	525,979	FFO
2%	3%	3%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
99%	97%	96%	חוב ל-CAP
98%	96%	94%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
8.1	8.4	6.0	חוב פיננסי ל-FFO (בגילום שנתי)
8.2	7.7	5.4	חוב פיננסי ל-EBITDA (בגילום שנתי)
2.5	2.1	2.6	EBITDA להוצאות מימון
14%	15%	20%	שיעור רווח גולמי מהכנסות
8%	9%	14%	שיעור רווח תפעולי מהכנסות
2%	2%	3%	שיעור רווח נקי מהכנסות
	332,666	278,253	רווח מגזר תשתיות ובנייה בחו"ל
	19,460	26,596	רווח מגזר תשתיות ובנייה בישראל
	98,979	124,042	רווח מגזר יזמות נדל"ן בישראל
	16.8%	16.4%	שיעור רווח מגזר תשתיות ובנייה בחו"ל
	1.4%	2.7%	שיעור רווח מגזר תשתיות ובנייה בישראל
	11.9%	21.9%	שיעור רווח מגזר יזמות נדל"ן בישראל

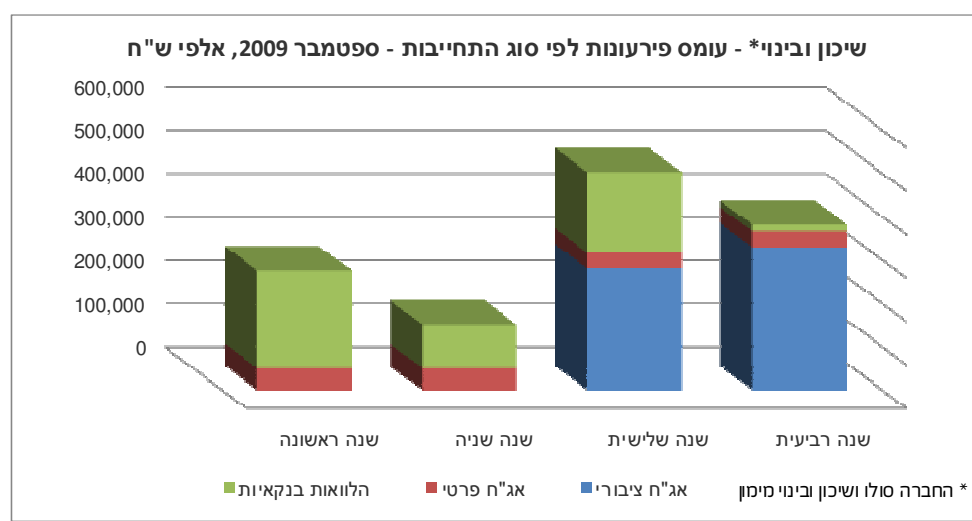
* הונה העצמי של החברה אינו כולל את שוויה הכלכלי של חברת הבת, שיכון ובינוי נדל"ן, אשר בבעלותה עתודות מקרקעין בהיקף משמעותי, שאינן משוערכות עפ"י ערך הכלכלי בספרים.

במהלך 3 הרבעונים הראשונים של 2009 נשמרה רמת היציבות הפיננסית

היקף ההון העצמי של החברה עלה במהלך 2009/1-9 מכ- 192 מיליון ₪ ב- 31.12.2009 לכ- 214.5 מיליון ₪ ב- 30.9.2009. יציבות זו נשמרה על אף חלוקת דיבידנד בהיקף של 100 מיליון ₪, שביצעה החברה בספטמבר 2009 וזאת בזכות רווח נקי בהיקף דומה שרשמה החברה בתקופה. במקביל, שמרה החברה על יציבות בהיקף החוב הפיננסי ובהיקף היתרות הנזילות.

לאחר תאריך המאזן - בעקבות ביצוע גיוס הון ופירעון חובות חל שיפור ביחסי האיתנות של החברה

בעקבות מספר מהלכים שביצעה החברה לאחר תאריך הדוח הכספי, וביניהם גיוס הון ע"י שיכון ובינוי נדל"ן, פירעונות הלוואות בנקאיות ע"י שיכון ובינוי נדל"ן וסולל בונה ופירעונות אג"ח תקופתיים בחברה ובשיכון ובינוי נדל"ן, חל שיפור בהיקף ההון העצמי של החברה, וקיטון בהיקף החובות במיוחד, בהיקף של כ- 560 מיליון ₪. כתוצאה מכך, חל שיפור ביחסי האיתנות של החברה. כך, שיעור ההון העצמי למאזן, כפי שנגזר מהנתונים החשבונאיים, גדל מ- 3% ל- 7% ושיעור החוב הפיננסי ל- CAP ירד מ- 96% ל- 88%. יחסי האיתנות אינם כוללים את השווי העודף של שיכון ובינוי נדל"ן.



במהלך השנה המתחילה ב- 30 בספטמבר 2009, על החברה לפרוע סך של כ- 275 מיליון ₪. נכון למועד הדו"ח, פרעה החברה חוב לאג"ח פרטי בסך כ- 36 מיליון ₪. הנזילות של החברה ויכולתה לשרת את החוב נתמכים ביתירות הנזילות שבידיה ברמת הסולו, בסך של כ- 220 מיליון ₪, מסגרות אשראי לא מנוצלות חתומות בהיקף 110 מיליון ₪ ורמת רווחיות ונזילות טובה בחברות מוחזקות אשר מאפשרת למשוך דיבידנדים מהחברות הבנות בקבוצה.

אופק הדירוג

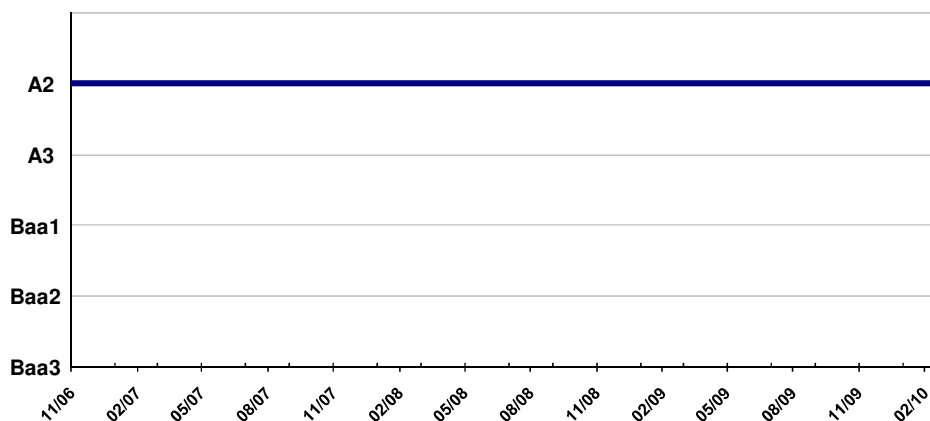
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות
- הגדלת הרווחיות ויחסי הכיסוי, באמצעות מקורות הכנסה ופעילות נוספים בעלי אופי פרמננטי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- גידול במינוף החברה או ירידה בשווי נכסיה, אשר ישפיע לרעה על ה־ LTV, בין השאר, באמצעות חלוקת דיבידנד
- שינויים מהותיים במערך הניהול, באופן אשר ישפיע על העקביות והיציבות של החברה
- ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של חברת שיכון ובינוי א.י. תשתיות וחברת שיכון ובינוי נדל"ן
- נסיגה בשיפור העסקי, אשר מאפיין את סולל בונה משנת 2007
- החלת מגבלות על יכולת החברה למשוך כספים מהחברות המוחזקות על ידיה

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

קבוצת שיכון ובינוי בע"מ פועלת בישראל ומחוץ לישראל בענפי הנדל"ן והתשתיות על תחומיהם השונים. שיכון ובינוי, במישרין ובאמצעות החברות שבשליטתה (להלן: "הקבוצה"), פועלות בארץ ובחו"ל בארבעה תחומי פעילות של תשתיות, ייזום, זכיינות (Concession) וסביבה. החברה נשלטת על ידי קבוצת אריסון, המחזיקה בכ - 47.6% מהון המניות של החברה.

תחומי הפעילות העיקריים כוללים :

- ביצוע עבודות סלילה ותשתית בארץ, באמצעות שיכון ובינוי סולל בונה - תשתית בע"מ (להלן: "סולל בונה") ובחו"ל, באמצעות שיכון ובינוי אס.בי.איי. בע"מ (להלן: "סו"ב חוץ"), הפועלת בעיקר באפריקה ובמרכז אמריקה ומשנת 2003 במרכז אירופה (רומניה).
- ביצוע פרויקטים קבלניים גדולים בתחום הבנייה למגורים ושלא למגורים - מבוצע בארץ באמצעות סולל בונה ובחו"ל באמצעות סו"ב חוץ.
- יזמות בניה ומכירת מקרקעין, 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.
- ביצוע פרויקטים, המשלבים אלמנטים לשיפור איכות הסביבה ומשלבים עיצוב אדריכלי, שיטות עבודה ותקנים בינלאומיים לבנייה ירוקה.
- פעילות בתחומי איכות הסביבה, לרבות טיפול במים ובשפכים, מחזור וטיפול בפסולת אורגנית ובפסולת בניין וייצור ואספקה של אנרגיה. תחום פעילות זה מבוצע בעיקר על ידי חברת שיכון ובינוי סביבה, אשר פעילה בשוק המוניציפאלי, ובעלת זיכיון בלעדי לניהול משקי מים וביוב בישראל. במקביל, החלה החברה לפעול במהלך שנת 2008 בתחומי האנרגיה המתחדשת - ובפרט בתחום האנרגיה הסולארית.

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 בציוד, 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
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכולו 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, 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 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 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.

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") 2010.

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. דירוגי מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שירותי 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.