



שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

מעקב ו פברואר 2015

1

מחבר:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) סמנכ"ל - ראש תחום נדל"ן
ranq@midroog.co.il

מנדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il



שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	דירוג: A1	דירוג מנפיק (Issuer)
------------------	-----------	----------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1 באופק יציב ליכולת הפירעון הכוללת (ISSUER) של חברת שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (להלן: "שיכון ובינוי", "החברה").

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמכים בהיקף פעילותה המשמעותי של החברה, הממצב אותה כחברה מובילה בתחום הייזום למגורים בישראל. פעילות זו כוללת, נכון למועד הדוח, הקמה של כ- 2,260 יח"ד (כולל שותפים); נכסים וקרקעות הרשומים כמלאי או כרכוש קבוע ששוויים הכלכלי גבוה משמעותית משוויים בספרים, אשר יש בהם כדי להצביע על רמת איתנות גבוהה יותר מאשר מוצג בספרי החברה על פי כללי החשבונאות; עתודות הקרקע המשמעותיות של החברה יוצרות יכולת לשמירה על היקף הפעילות הנוכחי (עתודות פוטנציאליות של למעלה מ- 12,000 יח"ד), מפחיתות את החשיפה לשינויים במחירי הקרקעות ומהוות פוטנציאל למקורות נזילים (ע"י מימוש או שעבוד קרקעות אלו). כך למשל, במהלך 2014 החברה השלימה מימוש נכסים וקרקעות בשווי כולל של כ- 293 מ' ש' וצפויה לרשום בגיבן רווח של כ- 143 מ' ש' (לפני מס); רווחיות טובה ביחס לענף והיקף הפעילות מאפשרים לחברה להציג תזרימים גבוהים מפעילות. חלק מרווחיות החברה נובעת מעתודות הקרקע ההיסטוריות שלה. בנוסף, מצבת הנכסים המניבים של החברה גדלה בשנים האחרונות וצפויה ליצר הכנסה של כ- 75 מיליון ש' לשנת 2014. החברה נמצאת בהליך פיתוח של מספר נכסים מניבים נוספים הצפויים להגדיל את הכנסותיה לכ- 120 מ' ש' בטווח השנתיים הקרובות.

לחברה גמישות פיננסית סבירה לרמת הדירוג ומתבססת בעיקרה על רמת מינוף נמוכה, התזרים השוטף שהחברה מייצרת ויכולת הנזלת נכסים (בדרך של מימוש או שעבוד). נזילותה של החברה ותזרימי המזומנים שמניבה הפעילות, הינם בהיקפים גבוהים ביחס לצרכי שירות החוב לשנים הבאות.

2

לחברה היקף פעילות הממצב אותה כמובילה בתחום הייזום למגורים; החזקה בצבר קרקעות גבוה מבטיחה לחברה יציבות ברמות הפעילות לשנים הבאות ואף יוצרת לה גמישות תפעולית גבוה

נכון ליום 30.9.2014, פועלת החברה, לבד ועם שותפים, להקמת כ- 2,260 יח"ד (חלקה כ- 1,960 יח"ד). במהלך הרבעון השני והשלישי של 2014, בדומה לרוב החברות בענף, חלה ירידה בהיקף מכירות החברה וגידול בצבר יח"ד שטרם נמכרו בפרויקטים שבניתם הושלמה. להערכת החברה עיקר הירידה במכירות נובעת בשל הצעת חוק מע"מ אפס. בחודשים נובמבר ודצמבר, חלה עליה במכירות (נמכרו על ידי החברה כ- 69 יח"ד בנובמבר וכ-149 יח"ד בדצמבר, כולל חלק שותפים). כיום לחברה צבר דירות בודדות שבניתן הסתיימה והן לא נמכרו, ושיעור מכירות ממוצע בפרויקטים בביצוע שהינו טוב יחסית לענף, בעיקר בהתחשב בקיפאון שחווה הענף בשנה האחרונה.

מעבר לפרויקטים בביצוע, מחזיקה החברה מלאי קרקעות בהיקף של מעל 12,000 יח"ד (כולל שותפים), מתוכם כ-4,000 יח"ד עם תב"ע מאושרת. צבר הקרקעות מאפשר יציבות יחסית בהיקף הפעילות של החברה ומפחית את סיכויי החברה בכל הקשור לשינויים במחירי הקרקעות, שכן רצף הפעילות אינו מותנה ברכישת קרקעות. נציין כי בשנים האחרונות החברה מראה רווחיות גאה ממכירת קרקעות, רובן קרקעות היסטוריות. מימוש ורכישת קרקעות הינו חלק אינטגרלי במערך התפעול של החברה שכן לרשותה צבר קרקעות, היסטוריות, חלקו בגושי חלקה גדולים עם זכויות בינוי מעבר לצרכי החברה באותן חלקות. מימוש הקרקעות מאפשר לחברה להציף שווי. מאידך, בשל חלוקות דיבידנד המתבצעות על ידי החברה מעת לעת חלקו של השווי העודף האמור איננו נותר בחברה כך שבראיית מידרוג לאורך זמן קיימת שחיקה ביתרון היחסי של החברה אל מול מתחרותיה בהיבט זה. נציין כי במקביל למימושים פועלת החברה להמשך רכישה של קרקעות התואמות את מתווי פעילותה.

3

תזרימי מזומנים משמעותיים ורווחיות גבוהה לצד רמות מינוף נמוכות ויחסי כסיו הבולטים לטובה

החברה פועלת ברמת מינוף נמוכה ביחס להונה העצמי הרשום בספרים, ליום ה-30.9.2014 יחס חוב ל-CAP של החברה עמד על כ-53%. לחברה נכסים מניבים שאינם משוערכים וקרקעות היסטוריות, ששוויים בספרים נמוך מרמת מחירי השוק הנוכחיים, היוצרים לחברה ערך משמעותי שאיננו מגולם במאזניה. חלק מהצפת ערך הקרקעות והנכסים המניבים משתקף ברווחיות החברה מפעילות הייזום, שהינה גבוהה בהשוואה לענף, וכן מהכרה בפער השווי בעת מימוש הנכסים. בשנים האחרונות החברה ייצרה תזרים מזומנים משמעותי מפעילות הייזום למגורים, והחלה בפיתוח משמעותי של נכסים מניבים נוספים. בהתאם לתחזיות תחום הנדל"ן המניב צפוי לייצר לחברה תזרים NOI של למעלה מ-75 מ' ש בשנת 2014 ולגדול למעלה מ-120 מ' ש בשנת 2016. נציין כי בכוונת החברה לפתח נכס מניב נוסף, בחדרה, בטווח שנתיים הקרובות.

במהלך השנה האחרונה חל גידול בחוב של החברה וזאת בעיקר בשל מימון עלות הקמת נכסים מניבים. נכון לדוחות 30.9.2014, לחברה חוב פיננסי בהיקף של כ-1.3 מיליארד ש"ח (לעומת כ-990 מ' ש אשתקד). עיקר הלואות החברה הינן ברמת התאגיד ורק על חלקן קיים שעבוד ספציפי של נכסים. להערכת מידרוג יחס המינוף חוב ל-CAP של החברה צפויה לגדול לכ-60%, יחס סביר לרמת הדירוג, וזאת בהתאם לשווי הגלום של נכסיה המניבים אשר אינם משוערכים.

בשונה ממרבית חברות הייזום למגורים לחברה לא קיימים פרויקטים רבים עם הלואות ליווי בניה והיא משתמשת בהונה



העצמי (ובהלוואות התאגידיית שלה) לפיתוח פרויקטים. בשל רמות המינוף הנמוכות לצד רווחיות ותזרימים משמעותיים שהחברה מייצרת, קיים לחברה עודף תזרימי. מידרוג מציינת לטובה כי יחסי הכיסוי התזרימים של החברה בולטים לטובה בהשוואה ענפית.

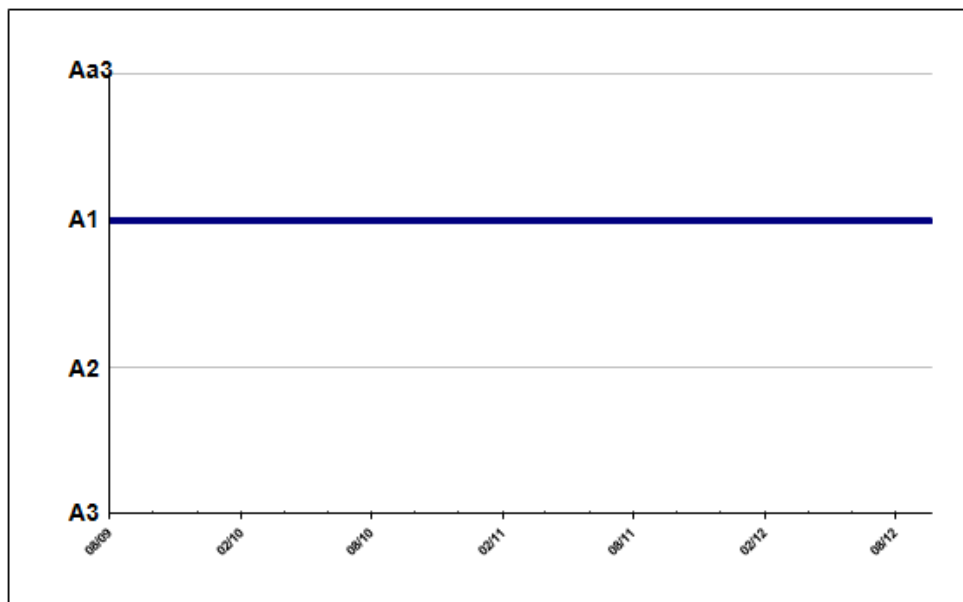
גורמים אשר עשויים לשפר את הדרוג או אופק הדרוג:

- גידול פרמננטי במגזר הנכסים המניבים של החברה
- שמירה על יחסי האיתנות של החברה והגדלת היקף נזילותה לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדרוג או אופק הדרוג:

- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות, בגמישות הפיננסית ובאיתנות הפיננסית של החברה
- אי עמידה בתחזיות החברה ביחס לפרויקטים בביצוע
- מדיניות חלוקת דיבידנד משמעותי ומתמשך אשר יפגע באיתנות הפיננסית של החברה

גרף היסטוריית הדרוג





אודות החברה

חברת שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (לשעבר חברת שיכון עובדים בע"מ), הינה ה"זרוע היזמית" של שיכון ובינוי בע"מ, הנשלטת בשרשור ע"י קבוצת אריסון והינה חברת הנדל"ן למגורים מהמובילות בישראל. לשיכון ובינוי נדל"ן ניסיון של מעל חמישים שנה בתחום והיא מתמחה בבניית דירות למגורים. כמו כן, לאורך השנים יזמה החברה קניונים, מרכזים מסחריים ובנייני משרדים, אותם מימשה בנקודות זמן שונות. במהלך שנות פעילותה בנתה החברה למעלה מ-175,000 יחידות דיור ברחבי הארץ.

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי - ינואר 2012](#)

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009](#)

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה - נובמבר 2008](#)

תאריך הדוח האחרון: 20.10.2013

תאריך הדוח: 12.02.2015

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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.



דו"ח מספר: CRS110215000M
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") 2015.

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 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 מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של 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 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. בזמן שהמתדולוגיות 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.