



שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

מעקב ו אוקטובר 2013

1

מחברים:

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

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

מגדל 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- 1,600 יח"ד (חלק חברה) וכן פרויקטים בשלבי תכנון וביצוע שונים אשר הקמתם צפויה להתחיל ב- 3 השנים הקרובות, בהיקף של למעלה מ- 2,500 יח"ד נוספות; היקפי הפעילות המשמעותיים, כמו גם שיעורי רווחיות טובים מאפשרים לחברה להציג רווחים ותזרימים גבוהים מפעילות; 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); מצבת הנכסים המניבים של החברה גדלה בשנים האחרונות וצפויה ליצר הכנסה של כ- 70 מיליון ₪ לשנת 2013. כיום החברה נמצאת בהליך פיתוח של מספר נכסים מניבים נוספים אשר בסיומו הכנסות אלו צפויות לעלות משמעותית; לחברה נכסים וקרקעות ששוויים הכלכלי גבוה משמעותית משוויים בספרים, אשר יש בהם כדי להצביע על רמת איתנות גבוהה יותר מאשר מוצג בספרי החברה; גמישותה הפיננסית של החברה סבירה לרמת הדירוג ומתבססת בעיקרה על מינוף נמוך ברמת החברה, 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.

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 גבוהה

נכון ליום 30.6.2013, פועלת החברה, לבד ועם שותפים, בהקמת כ- 2,000 יח"ד (חלקה כ- 1,600 יח"ד) במסגרת כ- 20 אתרים. מעבר לפרויקטים שבתכנון וביצוע, מחזיקה החברה מלאי קרקעות גדול, שמאפשר יציבות בהיקף הפעילות גם בטווח הארוך. היקף הקרקעות הניכר, אשר רבות מהן ממוקמות במרכז הארץ באזורי ביקוש, אף מפחית את סיכוני החברה בכל הקשור לשינויים במחירי הקרקעות, שכן רצף הפעילות אינו מותנה ברכישת קרקעות.

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

החברה פועלת ברמת מינוף נמוכה ביחס להונה העצמי הרשום בספרים, ליום ה-30.6.2013 יחס חוב ל-CAP של החברה עמד על כ-48% בלבד. 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 ובולטת לטובה 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 אשר יתכן וימומשו (באופן מלא או חלקי) עם מיצוי השבחתם. בשנת 2013 לחברה צפויה הכנסה מנכסים מניבים של כ-70 מיליון ₪, בטווח השנתיים הקרובות, עם סיום הקמתם של הנכסים המניבים בפיתוח, הכנסה זו צפויה לעלות משמעותית (אולם ייתכן והחברה תממש את חלקם). ככל שהחברה תיצור רגל פעילות מניבה יציבה, בעלת היקפים משמעותיים, הדבר ישפיע לטובה על הפרופיל הפיננסי של החברה.

נכון לדוחות 30.6.2013, לחברה חוב פיננסי בהיקף של כ- 990 מיליון ₪ אשר מקורו מהמערכת הבנקאית ומהלוואת פרטיות שניתנו ע"י גופים מוסדיים. הרכב החוב כולל הלוואות קורפורייט שניתנו כנגד קובננטים, הלוואות ליווי בפרויקטים מסחריים והלוואות כנגד נכסים מניבים. בשל רמות המינוף הנמוכות לצד רווחיות ותזרימים משמעותיים שהחברה מייצרת, קיים לחברה עודף תזרימי. יחסי הכיסוי התזרימיים של החברה בולטים לטובה בהשוואה ענפית. מנתוני המחצית הראשונה של 2013 עולה כי יחס חוב ל-FFO של החברה ירד לשפל של 2.7 שנים, להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי צפויים לגדול כבר בטווח הקצר, אך לא באופן שיערער את היציבות הפיננסית, ביחס לענף הפעילות היחסים הצפויים ימשיכו לבלוט לטובה. במהלך השנים האחרונות החברה חלקה דיבידנדים משמעותיים לחברת האם שיכון ובינוי בע"מ, כך שהונה העצמי כיום שווה בקירוב לערכו בסוף שנת 2010. להערכת מידרוג, בטווח הקרוב עד בינוני, החברה צפויה לחלק דיבידנד בהיקף של 100-120 מיליון ₪ בשנה מהתזרים השוטף (הנחה זו איננה כוללת תקבולים בגין מימוש נכסים מניבים).

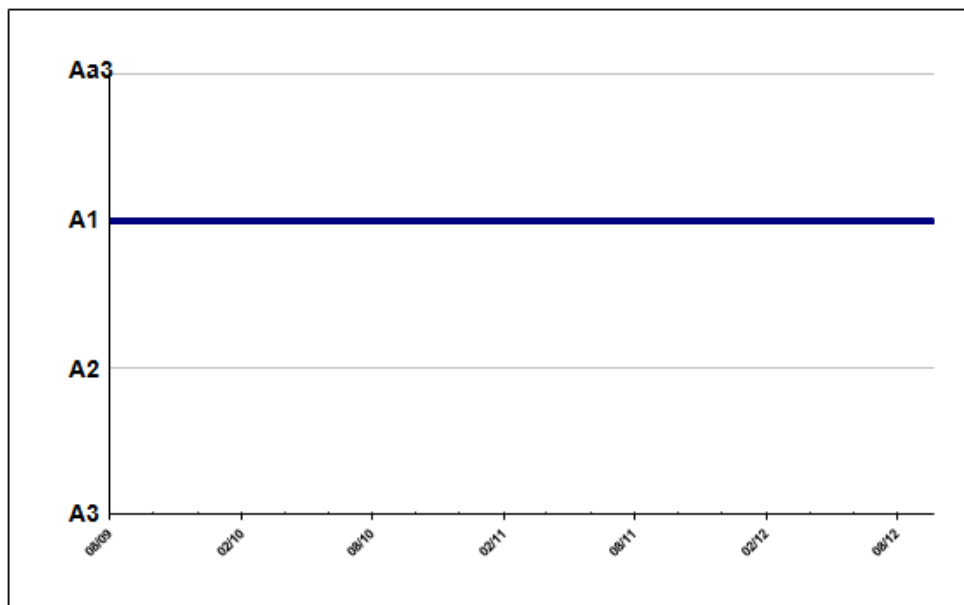
גורמים אשר עשויים לשפר את הדרוג או אופק הדרוג:

- 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 דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית

גרף היסטוריית הדרוג



חברת שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (לשעבר חברת שיכון עובדים בע"מ), הינה הזרוע היזמית של קבוצת שיכון ובינוי בע"מ 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. החברה הוקמה בשנת 1955, בעקבות מיזוגן של חברות השיכון ההסתדרותיות - "שיכון" ו"נווה עובד" והפכה לחברת השיכון המרכזית של הסתדרות העובדים הכללית ולחברת השיכון הציבורי הגדולה בישראל. בשנת 1989 הועברה פעילות החברה, יחד עם חברת "סולל בונה בע"מ" - תחת חברת שיכון ובינוי. לחברה ארבעה מוקדי רווח, בעלי סינרגיה, כאשר הפעילות בייזום הבניה למגורים תורמת את מרבית ההכנסות. מקורות הכנסה נוספים כוללים השבחה ומכירת מקרקעין בהיקפים משתנים, ייזום נכסים מניבים והשכרה וניהול נדל"ן מניב.

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](#)

[דוח דירוג קודם - ספטמבר 2012](#)

תאריך הדוח: 20.10.2013

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 הכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/הכירה <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 הכירה 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 בציוד, 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>

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדרגות 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: CRS111013000M
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") 2013.

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 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 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. 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.