



שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

מעקב ו אוגוסט 2011

1

מחברים:

שי פילר, אנליסט

shayf@midroog.co.il

נדב גורן - אנליסט בכיר

nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

ranq@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il



שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

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

מידרוג מודיעה על דירוג A1 המתייחס ליכולת הפירעון הכוללת (ISSUER) של חברת שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (להלן: "שיכון ובינוי", "החברה") ומציבה אופק יציב. זאת בהמשך לדירוג A1 אשר ניתן לסדרות החוב אשר הונפקו ע"י החברה ונפרעו במועדן.

הדירוג ואופק הדירוג נסמכים על ההיקף המשמעותי של פעילות החברה, ביחס לחברות ייזום נדל"ן למגורים אחרות, והפיזור הרחב של הפרויקטים בביצוע. החברה הינה בעלת מוניטין וניסיון רב בשוק הנדל"ן בישראל ומהווה את אחד הגופים המשמעותיים בשוק ייזום הנדל"ן למגורים בישראל; החזקת החברה בצבר קרקעות נרחב בפיזור ארצי, מקנה לה גמישות פיננסית ועסקית. צבר זה מקטין את חשיפת החברה לתנודות במחירי הקרקעות ומקטין את פרופיל הסיכון הכולל. מרבית קרקעות החברה מוצגות בספרים לפי שווי היסטורי, עובדה המאפשרת לחברה להציג שיעורי רווחיות גבוהים מהממוצע בענף וכן שווי כלכלי רב אשר אינו מתבטא בדוחות הכספיים.

כך גם, צבר הקרקעות הנרחב מאפשר לחברה לשמור על רמות פעילות יציבות בהיקף גבוה, הכולל בשנים האחרונות התחלת בנייה של כ- 1,000 יח"ד בשנה. בעקבות היקף הפעילות הנרחב ורמת הרווחיות הטובה, מציגה החברה תזרים מזומנים גבוה מפעילות לאורך שנים וכן יחסי כיסוי חוב טובים לענף. להערכת מידרוג, צפויה החברה לרשום גידול ברווח הגולמי בשנת 2012 עקב סיום פרויקטים רבים אשר נמצאים כעת בשלבי הקמה.

רמת מינוף נמוכה מאפשרת לחברה להציג, על בסיס הדוחות הכספיים, רמת איתנות פיננסית גבוהה, וזאת אף ללא גילום השווי הכלכלי המגולם בקרקעות.

בבסיס הדירוג נלקחו בחשבון גם מאפייני הסיכון הבסיסיים של ענף ייזום בניה למגורים שבו מתמקדת פעילות החברה. הדירוג מתחשב במדיניות חלוקת דיבידנד מתונה יחסית לזו אשר נרשמה בשנה החולפת.

צבר קרקעות נרחב ומאגר גדול של פרויקטים בביצוע מקנה לחברה גמישות פיננסית ועסקית גבוהות
 לחברה צבר קרקעות נרחב, המגלם למעלה מ- 15,000 יח"ד בפריסה ארצית (מתוכן כ- 6,500 יח"ד לפי תב"ע מאושרת). היקף הקרקעות הנרחב מאפשר לחברה לשמור על רמת פעילות גבוהה לשנים רבות מתוך מלאי הקרקעות הקיים (התחלות בנייה של כ- 1,000 יח"ד בשנה, על פי האסטרטגיה ומצב השוק הנוכחיים). מעבר לכך, מלאי הקרקעות הגדול מפחית את חשיפת החברה לעליית מחירי הקרקעות למגורים (בכך שאינה מחויבת לרכוש קרקעות על מנת לשמור על רצף הפעילות), גורם אשר מקנה יציבות ביחס לחברות אחרות, בענף המאופיין בתנודתיות גבוהה.

מלאי קרקעות המוצג בדוחות בעלות היסטורית מגלם שווי חבוי בהיקף משמעותי, המשפר את היציבות הפיננסית של החברה וכן מאפשר לה להציג רווחיות חריגה לענף

מכיוון שהקרקעות של החברה מוצגות בספרים בעלות רכישה היסטורית, עלות חלק ניכר מהן נמוכה באופן משמעותי ביחס לשוויין הכלכלי הנוכחי. גורם זה מביא לכך שלחברה קיים עודף שווי משמעותי אשר אינו בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים, ומוערך על ידי מידרוג במאות רבות של מיליוני ₪. בעוד שיחס האיתנות, הון עצמי לסך מאזן בניכוי מקדמות מרוכשים, הנגזר מהדוח הכספי ליום 30.06.2011 נשחק במידה מסוימת ועומד על כ- 33%, להערכת מידרוג, בשקלול השווי הכלכלי של הקרקעות יחס, זה משתפר משמעותית.

כמו כן, עובדה זו מאפשרת לחברה לרשום שיעורי רווחיות חריגים לטובה ביחס לענף, ממכירת דירות וקרקעות. עליות מחירי הדיור בשנתיים האחרונות היוו גורם מרכזי אשר גם סייע להגדיל את שיעורי הרווחיות.

ליבת פעילות בתחום ייזום בניה למגורים

כאמור ליבת פעילות החברה הינה בתחום ייזום הבניה למגורים. בתחום זה לחברה יתרון הכולל פריסה רחבה, מוניטין ועתודות מקרקעין משמעותיות. לחברה זרוע נדל"ן מניב קטנה יחסית, אשר צפויה לגדול בשנים הקרובות עם השלמת מספר פרויקטים בתהליך. שיקולי הדירוג כוללים אסטרטגיה של מיקוד הפעילות בתחום הייזום בניה למגורים ולפיכך אחזקה בנכסים מניבים אינם מהווים פעילות ליבה.

מידרוג מעריכה כי בשנת 2011 צפויה התמתנות בהיקף הרווח הגולמי ביחס לרבעון הראשון של השנה, עקב השלמת מספר מועט יותר של פרויקטים; שנת 2012 צפויה להיות שנת שיא בפעילות החברה

להערכת מידרוג, בשנת 2012 צפויה החברה להכיר ברווח גולמי בהיקף אשר יעלה באופן משמעותי על הרווח לשנת 2011 עם השלמת מספר פרויקטים גדולים במרכז הארץ, וכן גידול ברווח מנכסים מניבים בזכות פתיחת קניון עיר ימים בנתניה. בשנים שלאחר מכן צפויה ירידה מסוימת ברווח הגולמי, אך עדיין הוא צפוי להיות גבוה ביחס לשנים קודמות. הרווחים הגבוהים מפעילות יאפשרו לחברה להציג יחסי כיסוי חוב ל- FFO טובים בשנים הקרובות, אשר ינועו, להערכת מידרוג, בטווח של 2-6 שנים.



חלוקת דיבידנדים בהיקפים גבוהים בשנה החולפת, הדירוג מתחשב במדיניות חלוקת דיבידנד מתונה יותר בעתיד
במהלך הרבעון הראשון של 2011 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ - 90 מיליון ₪, וביוני השנה חילקה החברה דיבידנד נוסף בסכום של כ - 320 מיליון ₪. נכון למועד דו"ח זה, אין לחברה מדיניות חלוקת דיבידנדים סדורה, להערכת מידרוג, תמשיך החברה לחלק דיבידנדים אך בסכומים קטנים יותר מהיקף הדיבידנד שחולק בשנה החולפת.

חוב פיננסי נמוך ולוח סילוקין בעל פריסה נוחה

לחברה חובות ליווי בהיקף נמוך, כפועל יוצא מקצב מכירות מהיר בפרויקטים וקבלת מקדמות מלקוחות אשר מכסות את עלות הפרויקט וכן העדפה לחוב ברמת הסולו עבור פרויקטים למגורים. רובו של החוב הינו חוב בנקאי ושאר החוב הינו הלוואות מגופים מוסדיים בשוק ההון הישראלי. לטובת הלוואות אלו מחויבת החברה בשמירת מספר התניות פיננסיות. ההלוואות פרוסות לתקופות ארוכות, ובעלות לוח סילוקין שטוח ונוח יחסית לחברה. בשנים 2012 ו-2013 לחברה תשלומי קרן בהיקפים, אשר אינם מהווים עומס תזרימי על החברה. נכון למועד דו"ח זה לחברה אין חוב אג"ח.

אופק הדירוג

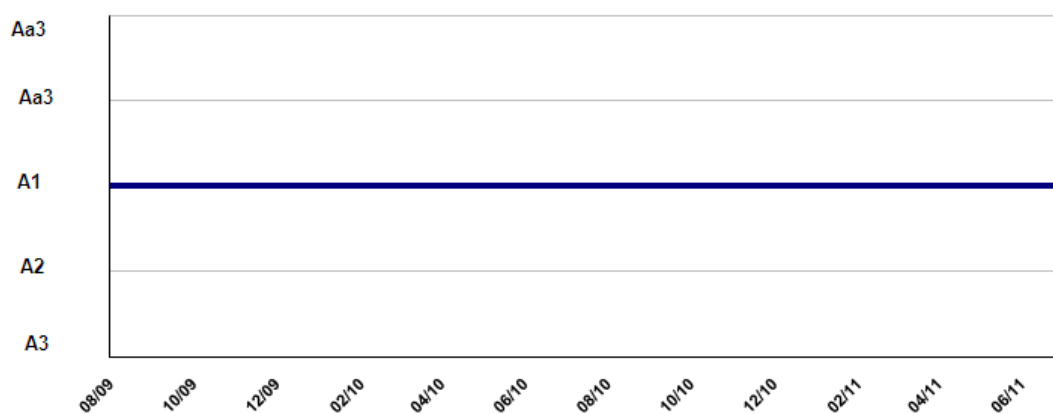
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג:

- גידול מגזר הנכסים המניבים של החברה
- שיפור ביחסי האיתנות של החברה ונזילותה לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג:

- 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 הדירוג



חברת שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ (לשעבר חברת שיכון עובדים בע"מ, להלן: "שיכון ובינוי נדל"ן", "החברה"), הינה הזרוע היזמית של קבוצת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "שיכון ובינוי") 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 ההסתדרות העובדים הכללית ולחברת השיכון הציבורי הגדולה בישראל. בשנת 1989 הועברה פעילות החברה, יחד עם חברת "סולל בונה בע"מ" - תחת חברת שיכון ובינוי. בשנת 1996 נמכר חלקה של ההסתדרות בבעלות על שיכון ובינוי לעובדי קבוצת שיכון ובינוי ולחברת אריסון השקעות בע"מ, המהווה חלק מ"קבוצת אריסון". במהלך חודש מאי 2007 נרכשו החזקות עובדי הקבוצה על ידי קבוצת אריסון.

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 - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.](#)

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

[דוח דירוג קודם - אוגוסט 2009](#)

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 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>

* 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.

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

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 קטגורית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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.