

שיכון ובינוי בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - נובמבר 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט בכיר
amira@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

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה (Issue) ודירוג מנפיק (Issuer)
------------------	----	---

בהמשך לדו"ח הדירוג מתאריך ¹17.09.2009, בו אישרה מידרוג דירוג A2 באופק יציב להנפקת סדרת אג"ח 3 של חברת שיכון ובינוי בע"מ ("החברה"), מאשרת מידרוג דירוג זהה להרחבת סדרה 3 בהיקף של עד 150 מיליון ₪, אשר נועדה לצורך המרתן כנגד אגרות חוב קיימות מסדרה 1 בהיקף זהה ².

מידרוג מציינת לחיוב את החלפת הסדרות, אשר נועדה להקטין את היקף חשיפת החברה למדד. יחד עם זאת, אף שהיקף ההמרה אינו גורם עליה יחסית משמעותית בעומס הפירעונות החל על החברה בשנים 2013 - 2015, מצפה מידרוג כי החברה תפעל להקטנת עומס הפירעונות החל עליה, בעיקר בשנת 2013 ואילך ואף תפעל לחיזוק יחסי איתנותה של החברה. עלייה נוספת בחוב הפיננסי של החברה והעדר חיזוק הונה העצמי, עלולים להוות גורמים בעלי השלכות שליליות על הדירוג ולגרור הורדה של דירוג החברה.

במטרה לשמור על תהליך חיזוק יחסי האיתנות של החברה תקטין החברה את התחייבויותיה הפיננסיות בהיקף דומה לסך הדחייה בתשלומי קרן אגרות החוב אשר תנבע מההמרה בין סדרות אגרות החוב.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 02.11.2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאצ 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.

2

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו*:

שנות פירעון הקרן	יתרה לתאריך 30.06.09 כולל הצמדה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ב. באלפי ₪ לתאריך 30.06.2009	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2012 - 2015	1,089,257	מדד	5.20%	1,000,000	18/04/2007	1110733	סדרה 2
2013 - 2016	200,000	לא צמוד	7.90%	200,000	23/09/2009	1115500	סדרה 3
	1,289,257			1,200,000			סה"כ

* סדרה 3 הונפקה לאחר ה - 30.06.2009.

¹ דו"ח המעקב השנתי מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

² סדרה 1 כוללת אגרות חוב הצמודות למדד המחירים לצרכן, נפרעות ב - 15 תשלומים שנתיים שווים בין השנים 2006 - 2020 ונושאות ריבית של 4.75%. להבטחת פירעונה של סדרה 1, קיימת ערבות של חברה בת - שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ.

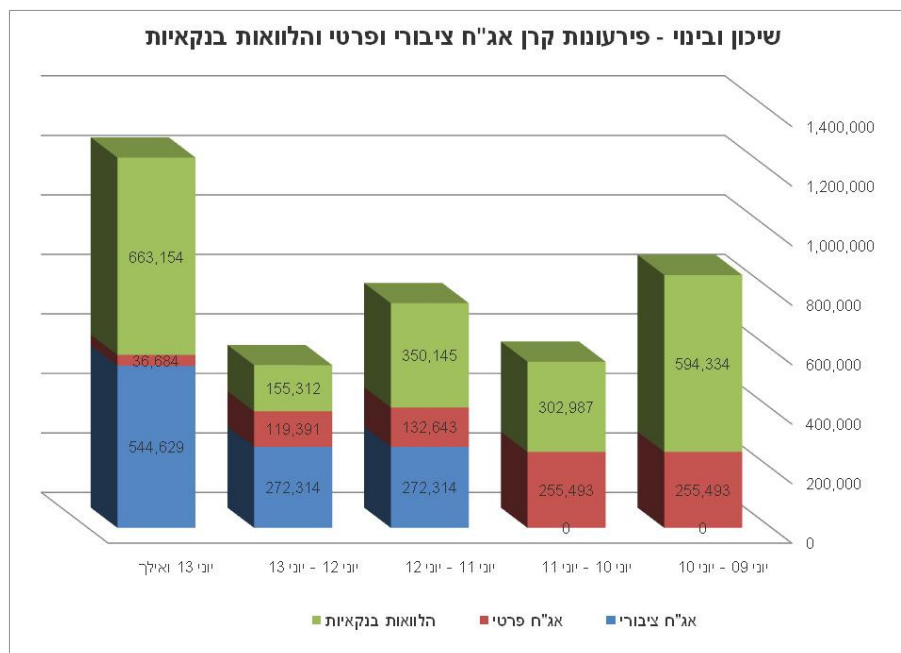
שיכון ובינוי בע"מ (מאוחד) נתונים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.6.2009 (באלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.3.2009	30.6.2009	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
4,109,213	4,446,828	1,214,071	2,338,506	הכנסות
335,690	398,799	191,959	354,537	רווח תפעולי
454,895	523,120	229,024	430,509	EBITDA
180,159	249,232	38,767	126,817	הוצאות מימון, נטו
155,531	149,567	153,192	227,720	רווח לאחר מימון
89,892	89,690	86,972	128,156	רווח נקי
3,997,521	4,390,698	4,356,490	4,318,086	חוב פיננסי
1,343,238	1,392,847	1,384,387	1,194,242	יתרות נזלות
2,654,283	2,997,851	2,972,103	3,123,844	חוב פיננסי נטו
105,213	192,197	366,209	376,063	הון עצמי וזכויות מיעוט
6,691,193	7,248,832	7,445,637	7,323,224	סך מאזן
4,039,120	4,499,440	4,681,011	4,644,530	CAP
461,281	481,474	197,492	372,917	FFO
2%	3%	5%	5%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
99%	98%	93%	93%	חוב ל-CAP *
8.7	9.1	5.5	5.8	חוב פיננסי ל-FFO (בגילום שנתי)
8.8	8.4	4.8	5.0	חוב פיננסי ל-EBITDA (בגילום שנתי)
2.5	2.1	5.9	3.4	EBITDA להוצאות מימון
14%	15%	22%	21%	שיעור רווח גולמי מהכנסות
8%	9%	16%	15%	שיעור רווח תפעולי מהכנסות
2%	2%	7%	5%	שיעור רווח נקי מהכנסות

* הונה העצמי של החברה אינו כולל את שוויין הכלכלי המלא של קרקעותיה של חברת הבת, שיכון ובינוי נדל"ן. הערכות מידרוג באשר לשיעור הונה העצמי וחישוב יחסי האיתנות מבוססים על שקלול של שווי זה.

3

פירוט לוח הפירעונות החל על שיכון ובינוי, נכון לתאריך 30.06.2009, באלפי ₪:

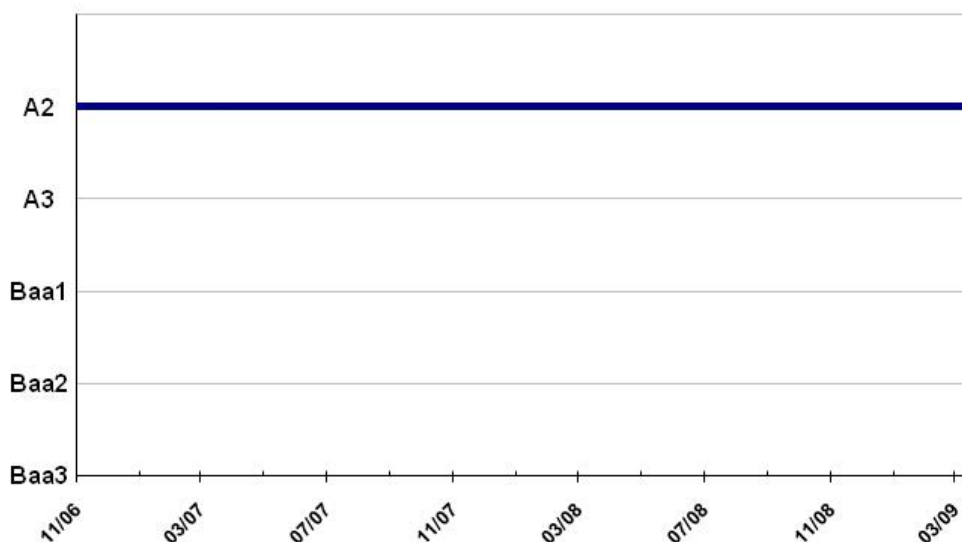


גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- שיפור בתזרימי המזומנים של הפעילויות הקיימות וביחסי הכיסוי הנגזרים
 - הגדלת הרווחיות ויחסי הכיסוי, באמצעות רווחים ממקורות נוספים, כדוגמת תחום ה- Concession והחברות העוסקות בתחום איכות הסביבה
 - ירידה בחוב הפיננסי והחזק מאזני של החברה
- גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג :

- נסיגה בשיפור העסקי, אשר אפיין את סולל בונה משנת 2007, אי עמידה ביעדי התכנית, הפסדים ותזרימי מזומנים שליליים
- גידול במינוף החברה או ירידה בשווי נכסיה, אשר ישפיע לרעה על ה- LTV
- שינויים מהותיים במערך הניהול, באופן אשר ישפיע על העקביות והיציבות של החברה
- ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של חברת שיכון ובינוי אס.בי.איי. תשתיות וחברת שיכון ובינוי נדל"ן
- החלת מגבלות נוספות על יכולת החברה למשוך כספים מהחברות המוחזקות על ידי
- חלוקת דיבידנדים בסכומים משמעותיים, שיש בהם כדי לגרוע מנזילות החברה ויכולת שירות עומס הפירעונות

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 - 49.9% 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.

מסמכים מגבים:

- מתודולוגיה - [חברות נדל"ן](#), נובמבר 2008.
- מתודולוגיה - [עיקרי מתודולוגיית ניתוח חברות נדל"ן](#), נובמבר 2008.

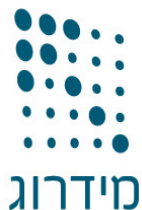
מונחים פיננסיים עיקריים

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 + חליוות 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 הניות 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 (CFO)
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)

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 שאליו 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: CRS07051109150M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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. 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.