

שיכון ובינוי בע"מ

מעקב | מרץ 2018

אנשי קשר:

אופיר זלינגר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
Ophir.Zelinger@midroog.co.il

שחר רובין, אנליסט - מעריך דירוג משני
Shahar.r@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל - ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

שיכון ובינוי בע"מ

דירוג סדרות	A2.il	אופק דירוג: שלילי
-------------	-------	-------------------

מידרוג מוציאה מרשימת בחינה בעלת השלכות שליליות ומורידה את דירוג אגרות החוב (סדרות 4,5,6,7,8) שהנפיקה שיכון ובינוי בע"מ מדירוג A1.il לדירוג A2.il תוך קביעת אופק דירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
4	1117910	A2.il	שלילי	10/03/2019
5	1125210	A2.il	שלילי	30/06/2022
6	1129733	A2.il	שלילי	01/04/2025
7	1129741	A2.il	שלילי	01/04/2025
8	1135888	A2.il	שלילי	01/05/2029

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת, לאור העלייה ברמת הסיכון של החברה בשל EVENT RISK הנובע מאירועים משמעותיים החלים על החברה אשר, להערכת מידרוג, עלולים להשפיע על פעילות החברה, החל מאירועים הכוללים פגיעה בנזילות לצורך פעילותה השוטפת של החברה בחו"ל (לאור פיקדון שניתן על ידי חברה נכדה זרה בהיקף משמעותי של 250 מיליון ₪), חשש, לפגיעה ביכולתה של החברה להמשיך ולהשיא רווחים דומים לעבר מפעילות הקבלנות בחו"ל ולהגיש הצעות במכרזים עתידיים, חשיפה אל מול המסך קבלת מימון בינלאומי לצורך פעילותה השוטפת וכן חשש מפגיעה בנגישותה לשוק ההון, כאשר כל אלה צריכים להימדד לאורך זמן ומשליכים על קביעת אופק הדירוג השלילי.

יצוין, כי מנגד, דירוג החברה נתמך, בין היתר, על מגוון פעילותיה ובהתאם מקורותיה השונים לצורך יצירת תזרימים משמעותיים, הנתמכים בהיקף הפעילות הנרחב של החברה וגיוון, הכוללים ייזום למגורים בישראל ובמרכז ומזרח אירופה, ייזום, החזקה והפעלה של פרויקטי זכיינות, אנרגיה ותשתיות בישראל, נכסים מניבים בישראל ויח"ד להשכרה בברלין כולל מגזרי התשתיות בישראל ובחו"ל; מגמישות אפשרית נוספת המבוססת בעיקרה על היקף נכסים משמעותי בעל פוטנציאל שווי גבוה שלא מתבטא בספרים וניתן למימוש ולאו שעבוד לצורך קבלת מימון, וכן נגישות טובה לשוק ההון על אף האירועים אותם חוותה החברה לאחרונה; בהבשלת פרויקטים במגזרי הזכיינות והאנרגיה אשר הקמתם הסתיימה או צפויה להסתיים בשנים הקרובות ונכנסים לשלב התפעול. בהקשר לכך עוד יצוין, כי לחברה היסטוריית פעילות ויכולת מוכחת במימוש פרויקטים ונכסים, כחלק ממהלך העסקים השוטף שלה, אשר בשנים האחרונות ייצר לחברה תזרימי מזומנים משמעותיים; בלוח סילוקין נוח לאג"ח הקיימות בשנים הקרובות, בהיקף פירעון שנתי של כ- 260 מ' ₪ בחמש השנים הקרובות, כאשר תזרימי המזומנים אותם מייצרת החברה ממקורותיה השונים אמורים לשרת לוח סילוקין זה.

הדירוג מושפע לשלילה, בין היתר, מ חשיפה ל- EVENT RISK, כמפורט לעיל; מחשיפה לתנודתיות ולשחיקה ברווחיות ובהון החברה בכל הקשור לפעילותה במדינות מתפתחות, בדגש על ניגריה ושאר הפעילות במדינות אפריקה השונות; מחשיפה לתנודות בשוק הייזום למגורים בישראל, כאשר כלל ענף המגורים בישראל מציג מגמת צמצום במכירת דירות בשוק החופשי במהלך השנה האחרונה (בדומה לכלל הענף, מגמה זו משתקפת בירידה במספר חוזי המכר שנחתמו במהלך 2017 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד) ובירידה בהיקף הקרקעות המשווקות ע"י רמ"י (למעט מכרזי מחיר למשתכן). בהקשר לכך יצוין, כי לחברה צבר קרקעות משמעותי מאוד ועל כן לחברה תלות פחותה בהיצע הקרקעות המשווקות ע"י רמ"י; מיחסי איתנות שאינם הולמים לרמת הדירוג עם הון למאזן שנע סביב 14% וחוב ל-CAP שנע סביב 77%-80% (יחסים אשר משתקפים מהדוחות הכספיים), מנגד יצוין כי לחברה מניות סחירות ושווי גלום של מקרקעין בהיקפים מהותיים אשר מוצגים במאזן החברה על בסיס העלות ההיסטורית; מיחסי כיסוי איטיים מהמצופה

לחברה על כלל מגזרי פעילותה. יחסי הכיסוי הנגזרים מהיקף ה- FFO הצפוי ביחס לחוב הפיננסי ברוטו של החברה עומדים על כ- 15-19 שנים יחס חוב נטו (לאחר קיצוז מזומנים עודפים בחברות הקבוצה)¹ ל- FFO עומד על כ- 14-13 שנים; מכך שתזרים החברה נשען, בין היתר, על מימוש נכסים בהיקפים משמעותיים, במיוחד לאור ה- EVENT RISK אשר מגביל את יכולת החברה להסתמך על המקורות התזרימיים הנובעים מחברת SBI.

מידרוג קובעת אופק דירוג שלילי לאור חשש להשלכות שליליות על הפעילות בעיקר במגזר התשתיות בחו"ל, וזאת בהקשר עם חקירת משטרת ישראל כאמור לעיל ותוצאותיה; חשש לשחיקה ברווחיות בשל מגמות לא ודאיות בשוק ייזום המגורים בישראל; חשש לשחיקה שתיתכן ברווחיות בפרויקטים בחו"ל בשל סיכונים עליונים ועיכובים במספר פרויקטים; מגבלות על הוצאת מזומנים עודפים מניגריה וכן תיתכן שחיקה ברווחיות כתוצאה משינויים בשערי חליפין של המטבעות המקומיים, בדגש על הניירה הניגרית.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח מימוש תכניות בניה בפרויקטים בייזום למגורים תוך הפעלת תרחישי רגישות להיקף המכירות ומחירי המכירה; שמירה על היקפי הפעילות במגזרי הביצוע בארץ ובחו"ל בהתחשב בתרחישי רגישות על היקף הפעילות ושיעור הרווחיות של הפרויקטים בביצוע, ולשחיקה בשער החליפין של הניירה הניגרית (המהווה חלק מהותי מפעילות חו"ל); השלמת פרויקטים מניבים בתחום הזכיינות והאנרגיה המתחדשת; מימוש חלקי של אחזקות החברה בנכסים מניבים (לרבות זכיינות) לאחר הבשלתם, לרבות השלמת מהלך למכירת זכויות החברה בזכיון "כרמלטון" כפי שדווח ע"י החברה בחודש 2017-11; הרחבת היקף יח"ד להשכרה בחברת איי-די-או בגרמניה תוך המשך הגדלת שכ"ד; שמירה על היקף החוב השוטף וגידול בחוב פרויקטאלי (במקביל להתקדמות הפרויקטים בזכיינות ובאנרגיה); פירעון אג"ח והלוואות בהתאם ללוח הסילוקין; כמו-כן, מידרוג מעריכה כי החברה לא תחלק דיבידנד במהלך 2018.

בהתחשב בתרחישי רגישות שונים, וכן בשווי הגלום בנכסים המוצגים על בסיס העלות ההיסטורית, מידרוג מעריכה כי יחס הון עצמי לסך הנכסים בהתאם לשוויים הכלכלי (ובמקביל גם יחס חוב ל-CAP) טובים יותר מהיחסים המשתקפים בדוחות הכספיים. מידרוג צופה עלייה מתונה ב- FFO וב- EBITDA בשנים 2017-2018 (ביחס לשנת 2016) וגידול משמעותי יותר בשנים 2019-2020, בעיקר לאור סיום צפוי של פרויקטים למגורים והבשלת פרויקטים בתחומי הזכיינות והאנרגיה, כך שהיקף ה- FFO (ללא מימוש נכסים) צפוי לעמוד על 380-400 מיליון ₪ לשנה ב- 2017-2018, ולצמוח ל 575-625 מיליון ₪ בשנים 2019-2020. יחס הכיסוי חוב ל- CAP צפוי להשתפר בהתאם מהיחס של 19 שנים המשתקף בדוחות הכספיים ל- 31.12.2016 ליחס של כ- 17 שנים ב- 2017-2018 ובהמשך ליחס של כ- 14 שנים ב- 2019-2020.

¹ סך המזומן שקוזז מהחוב נמוך מיתרת המזומן בדוחות המאוחזים לאור צרכי המזומנים בחברות הקבוצה, מגבלות העשויות לחול על העברת מזומנים מחברה נכדה זרה בהקשר לחקירת משטרת ישראל, ומיסוי הצפוי לחול על קבלת דיבידנד מחברות זרות.

שיכון ובינוי בע"מ - נתונים עיקריים

31/12/2014	30/09/2015	31/12/2015	30/09/2016	31/12/2016	30/09/2017	מטבע: אלפי ₪
6,168,660	3,725,206	5,068,702	3,673,402	5,378,963	5,272,248	הכנסות
1,063,472	691,142	875,340	501,386	837,219	515,420	רווח גולמי
944,042	616,785	802,775	585,987	1,006,653	440,373	EBITDA
753,947	489,550	601,291	473,921	919,000	268,577	רווח תפעולי
456,988	367,164	440,214	202,540	479,949	141,560	רווח נקי
2,037,115	1,788,516	1,819,172	1,965,337	2,996,387	2,061,106	יתרות ניליות
5,765,213	6,271,930	7,040,169	7,207,402	7,037,762	7,015,880	חוב פיננסי
3,580,298	4,483,414	5,064,997	5,091,745	3,885,375	4,954,774	חוב פיננסי נטו
1,627,058	1,844,695	1,838,299	1,810,659	2,071,141	1,874,450	הון עצמי וזכויות מיעוט
10,442,439	11,201,729	13,131,952	12,674,579	13,816,690	13,169,198	סך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
7,241,534	8,104,692	8,690,715	8,820,356	8,941,152	8,843,178	CAP
5,204,419	6,316,176	6,871,543	6,855,019	5,944,765	6,782,072	CAP נטו
463,373	451,577	452,161	120,836	359,778	155,519	FFO (ללא מימושי נכסים)
16%	16%	14%	14%	15%	14%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
78%	77%	79%	80%	77%	79%	חוב פיננסי ל-CAP
12.1		15.2		19.1		חוב פיננסי ל-FFO

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

EVENT RISK הנובע מאירועים משמעותיים החלים על החברה אשר עלולים להשפיע על פעילות החברה, החל מאירועים מיידים ועד להשפעות ארוכות טווח בכל הקשור לזכייה במכרזים עתידיים, השאת רווחים והשלכות נוספות

בהתאם לדיווחי החברה מיום 20.02.2018 ומיום 21.02.2018, מתנהלת חקירה של משטרת-ישראל בחשד למתן שוחד בחברה נכדה זרה של החברה, לרבות חקירות ומעצרים של עובדי החברה בעבר ובהווה, בקשר עם פעילות החברה הנכדה בחו"ל.

העלייה ברמת הסיכון של החברה בשל EVENT RISK נובעת מאירועים משמעותיים החלים על החברה אשר עלולים להשפיע על פעילות החברה, החל מאירועים מיידים הכוללים פגיעה בנזילות לצורך פעילותה השוטפת של החברה בחו"ל (לאור הפקדה שביצעה החברה הנכדה לקרן חילוט בהיקף משמעותי של 250 מיליון ₪), יכולת מתמשכת להשאת רווחים דומים מפעילות הקבלנות בחו"ל, זכייה במכרזים עתידיים, חשיפה אל מול המושך קבלת מימון בינלאומי מבנקים מרכזיים לצורך פעילותה השוטפת וכן השלכות על פעילותה השוטפת של החברה וחשש מפגיעה בנגישותה לשוק ההון, כאשר כל אלה צריכים להימדד לאורך זמן.

סיכון זה מתמתן לאור היערכות החברה ליצירת מקורות מימון חליפיים וכן לאור צעדים אסטרטגיים שהחברה נוקטת בשנים האחרונות לצמצום התלות בפרויקטי תשתית באפריקה, כגון הרחבת הפעילות בייזום למגורים במרכז ומזרח אירופה, כניסה לפרויקטי תשתית בארה"ב ובאמריקה הלטינית, הרחבת פורטפוליו הנכסים המניבים ונכסי הזכיינות וכניסה לתחום ה EPC בפרויקטי תשתית המוקמים על ידי החברה בישראל.

שמירה על היקפי פעילות נרחבים ורווחיות גבוהה בייזום למגורים בישראל והרחבת הפעילות בייזום למגורים באירופה, הרחבת מצבת הדירות להשכרה בגרמניה תוך המשך גידול בשכ"ד

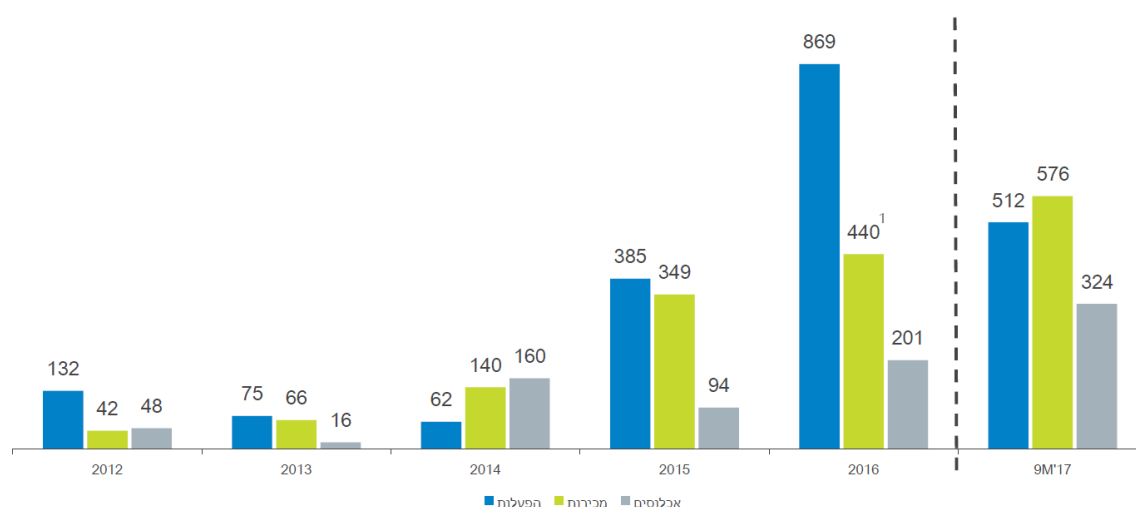
הייזום למגורים בישראל מבוצע באמצעות שיכון ובינוי נדל"ן (מדורגת A1.il באופק יציב). היקף הפעילות בישראל עומד על כ- 2,600 יח"ד בביצוע (כ- 2,300 יח"ד חלק החברה) בכ- 15 פרויקטים בכל רחבי הארץ. מספר חוזי המכר שנחתמו בשנים 2014-2016 עמד על כ- 900-800 יח"ד לשנה, וירד לסך של כ- 540 חוזי מכר במהלך שנת 2017 (ר' דיווח החברה מיום 09.01.2018), וזאת בדומה למגמה בכלל ענף הייזום למגורים בישראל. הרווחיות הממוצעת מפעילות זו הינה בתחום הגבוה של הממוצע הענפי, וזאת בין היתר בשל יכולתה הניהולית והיזמית, היתרון לגודל וצבר מקרקעין שנרכשו בעלות היסטורית נמוכה מהשווי הכלכלי העדכני וככאלו, ויצרות

לחברה רווח גולמי גבוה יחסית. על-אף הירידה הכללית בהיקפי המכירות בשוק הדיור, החברה מציגה עלייה במחירי המכירה הממוצעים, ושיעור המכירה בפרויקטים בהקמה גבוה משיעור התקדמות הביצוע.

פעילות הייזום באירופה מבוצעת באמצעות Shikun & Binui Real Estate Development, אשר במהלך השנתיים האחרונות הרחיבה באופן ניכר את היקף הפעילות, העומד על כ- 2,100 יח"ד בביצוע (כ- 1,800 יח"ד חלק החברה). עיקר הפעילות החלה משנת 2015 ואילך ותוצאותיה אינן משתקפות עדיין בדוחות רווח והפסד וזאת מאחר והחברה ומדווחת על מלוא ההכנסות מייזום רק בשנת האכלוס. פעילות זו נמצאת בצמיחה כמשתקף מהגידול בהיקף יח"ד בביצוע ובמספר חוזי המכר שנחתמו (ר' להלן תרשים שפרסמה החברה במצגת לשוק ההון מיום 29.11.2017), ומציגה שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לפעילויות אחרות של הקבוצה.

ייזום מגורים באירופה

הפעילות, מכירות ואכלוסים ביחידות דיור לפי תקופות, חלקנו



הערך: הנתונים כוללים פרויקטים ממומנים ופרויקטים שאינם ממומנים. ¹ במסגרת נתון מספר יחידות הדיור שנמכרו בשנת 2016 כולל גם 327 יחידות דיור (245 יחידות דיור חלק החברה) שנמכרו במסגרת הסכם מכר אחד ללקוח אחד, נתוני הפעילות בשנת 2016 עדיין עקב אי התקיימותם של מספר חוזים מחלים בקשר להסכם מכר זה.

31



שמירה על היקפי הפעילות בקבלנות ביצוע, מובילות בישראל, מנגד, חשיפה לסיכונים מטבע במדינות אפריקה בדגש על הפעילות בניגריה וכן חשש לשחיקה בשיעורי הרווחיות בפעילות הקבלנות בחו"ל

לחברה צבר עבודות קבלניות בהיקף משמעותי העומד בשנים 2014-2017 על כ- 11-14 מיליארד ש"ח, כאשר הפעילות בישראל מהווה כ- 45% מהיקף הפרויקטים והפעילות בניגריה כ- 25%.

הפעילות בישראל מבוצעת על-ידי שיכון ובינוי - סולל בונה, אשר הינה אחת החברות הגדולות במגזר הביצוע בישראל ומתמודדת על ביצועם של פרויקטים רחבי היקף הכוללים תשתיות לאומיות כדוגמת הרכבת הקלה בתל-אביב, מסילות רכבת כבדה, מתקני אנרגיה ופרויקטים משמעותיים נוספים. בישראל החברה מציגה שיעורי רווחיות גולמית הנעים סביב 5-6% המשקפים את הסיכון היחסי הגלום בפעילות זו. הסיכון מצטמצם הן בשל זהות המזמין (לרוב ממשלת ישראל או גופים סטטוטוריים מטעמה) והן בשל הניסיון הנרחב שנבנה לאורך עשרות שנים ומאפשר לחברה לשמור על הרווחיות הצפויה לאורך זמן וזאת בשים לב להיקף ביצוע נרחב המשיא לקבוצה רווח גולמי בהיקף משמעותי לאורך השנים.

הפעילות בחו"ל מבוצעת בידי SBI, הפעילה במספר מדינות באפריקה, באמריקה הלטינית ובארה"ב (החברה החלה לאחרונה במהלך של פיצול וייחוד הפעילות הקבלנית בארה"ב ליחידה עסקית נפרדת - SBA). הפרויקטים כוללים בעיקר מבנים ותשתיות כדוגמת כבישים וגשרים. SBI מציגה שיעורי רווחיות גבוהים לאורך השנים, עם שיעור רווח גולמי שנע סביב 23-24% אולם רווחיות זו מתמנת

בחלקה בשל חשיפה מטבעית, בעיקר לניירה הניגרית, חשיפה לסיכונים הקמה בפרויקטים רחבי היקף דוגמת עיכובים בביצוע בפרויקטים בקולומביה ובגואטמלה וחשיפה לסיכונים לקוח ועיכובי תשלומים.

כאמור לעיל, אירוע ה-EVENT RISK עלול להשליך על תוצאות הפעילות של החברה, לרבות שחרור כספים, שמירה על היקף רווחיות דומה והמשך הפעילות בפרויקטים בתהליך, יכולת החברה להתמודד במכרזים בעתיד ונגישותה למקורות מימון בינלאומי, כאשר השפעות אלו צריכות להימדד לאורך זמן.

צבר נכסים מניבים משמעותי, מעורבות הן בזכיין והן במתפעל של הפרויקטים בזכיינות ובאנרגיה

לחברה צבר נכסים מניבים מגוון הכולל החזקה והפעלה של משרדי ממשלה, מעונות סטודנטים, נכסים מסחריים, פרויקטים בתחומי התחבורה ופרויקטים בתחום האנרגיה והסביבה (וכן יח"ד למגורים בגרמניה במסגרת חברה מוחזקת, כאמור לעיל).

הצבר הקיים מספק לחברה הכנסות ותזרים קבוע שאינו תלוי פרויקטים וחשוף במידה פחותה יותר לסיכונים הקמה, מכירה וגבייה. כמו-כן חלק ניכר מצבר הפרויקטים בזכיינות ובאנרגיה נמצא בשלבים מתקדמים של שלב ההקמה וצפוי לעבור לשלב התפעול ולהתחיל לייצר הכנסות ותזרים בשנים הקרובות.

הגדלת הצבר, כמו גם מגוון סוגי הנכסים, תורמים ליציבות ההכנסות של החברה ולפיזור הסיכון, כמו-כן ההתמחות והניסיון שרוכשת החברה בתהליך ההקמה של נכסי הזכיינות מאפשרים לחברה להתמודד על הקמתם ותפעולם של פרויקטים דומים ברחבי העולם. בהקשר לכך יצוין כי מעורבות החברה הן בזכיין והן במתפעל של הפרויקטים מאפשר לחברה מימוש זכויותיה בזכיין ללא פגיעה בהיקף הפעילות השוטף.

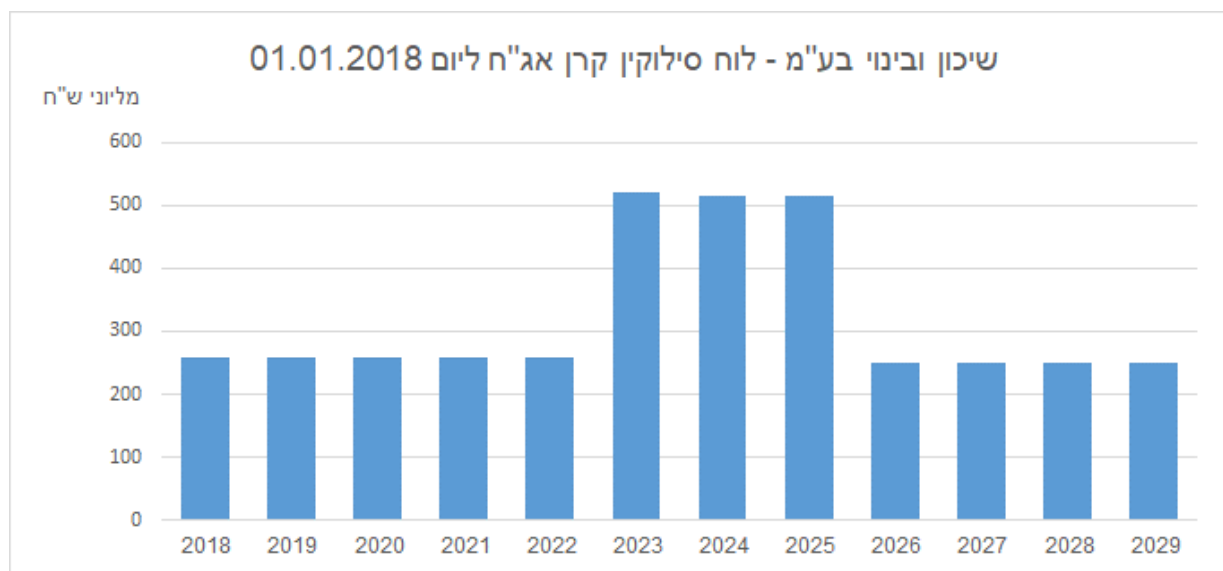
פרופיל סיכון שנתמך ב"ארגז כלים" משמעותי של נכסים הניתנים למימוש או שעבוד לצרכי מימון מקנה לחברה גמישות נוספת בהיקפים ניכרים; חלק מהיתירות הנזילות מצוי בחברות זרות וקיימות מגבלות על השימוש בו, וכן קיים שעבוד שוטף כללי על נכסי החברה להבטחת אשראי בנקאי

היקף המזומנים ושויי מזומנים במאזן המאוחד ליום 30.09.2017 עומד על כ- 1.7 מיליארד ₪, כאשר עיקרו מצוי בחברות הביצוע - סולל ובונה ו-SBI, ואילו היקף המזומנים במאזן החברה (סולל) עומד על כ- 200 מיליון ₪. יצוין כי סך של 250 מיליון ש"ח מהיתירות הנזילות של SBI מופקד כאמור בקרן חילוט, וסכום משמעותי נוסף מופקד בניגריה במטבע מקומי, כאשר מגבלות להוצאות כספים מניגריה מאפשרות שימוש מוגבל בסכומים אלו ומוותירות אותם חשופים לפיחות אפשרי של הניירה הניגרית, ובשל מגבלות אלו מידרוג מניחה כי החברה לא תסתמך על המזומנים של חברת הבת SBI לצורך פעילותה השוטפת ושירות החוב.

היקף המזומנים במאזן החברה (סולל) נמוך מאוד ביחס לפירעונות אגרות החוב השוטפים לשנים 2018-2022, העומדים על כ- 260 מיליון ₪ לשנה. נוסף על יתירות המזומן, לחברה מסגרות אשראי תומכות ובלתי מנוצלות, בהיקף מאות מיליוני שקלים, כמו-כן מאחר וסולל בונה, אנרגיה מתחדשת ו-RED הן חברות-בת בבעלות מלאה, הרי שיתירות המזומן ומסגרות אשראי המצויות בהן זמינות בחלקן לחברה בכפוף למגבלות הדין ולצרכי התפעול השוטף וההון החוזר שלהן.

החברה רשמה שעבוד שוטף כללי על נכסיה להבטחת אשראי בנקאי וכן אשראי ייעודי לצורך הבטחת מימון פרויקטים ייעודיים. יחד עם זאת, לחברה גמישות מנכסים משועבדים, המוערכת על-ידי מידרוג בכ- 550 מ' ₪ (120 מ' ₪ בהנחה של ניצול המסגרות האמור לעיל). כמו-כן, לרשות החברה ארגז-כלים משמעותי הכולל מגוון נכסים הניתנים למימוש/שעבוד וקבלת מימון נוסף שהיקפו מוערך במיליארדי שקלים. כך למשל, על-פי דיווח החברה מיום 15.03.2018, התקשרה החברה בהסכם למכירת זכויותיה בזכיין "נתיבי הצפון" ו"כרמלטון" בתמורה לסך של כ- 580 מיליון ₪, המבוצע כחלק מתכניתיה העסקית של החברה, ואשר עליו דיווחה החברה עוד בשנת 2017.

לוח הסילוקין לפירעון האג"ח, צפוי לעמוד על כ- 260 מ' ש' לשנה בחמש השנים הקרובות והינו נוח ביחס להיקף ה FFO הצפוי (ללא הסתמכות על רווחי SBI) בצירוף התזרים הנוסף אותו צפויה החברה ליצור ממימושי נכסים. הנזילות והגמישות הנוספת המתוארות לעיל מספקות מקורות נוספים לפירעון האג"ח. להלן פירוט יתרת האג"ח עפ"י שנות פירעון:



FFO בהיקף גבוה הצפוי לגדול בשנים הקרובות; מנגד, יחסי כיסוי איטיים מהמצופה לחברה על כלל מגזרי פעילותה

היקף ה- FFO בדוח המאוחד לשנת 2016 עמד על כ- 380 מ' ש' (ללא מימושי נכסים), ולהערכת מידרוג צפוי לצמוח ל- 400 מ' ש' (ללא מימושי נכסים) בשנים 2017-2018 ולגדול משמעותית בשנים הבאות. הגידול ב- FFO נובע בעיקר מצפי להשלמת פרויקטים למגורים בישראל בשיעור רווחיות גבוה (כאשר מספר פרויקטים בשיעור רווחיות נמוך נסתיימו ב- 2016), צפי להשלמת פרויקטים למגורים בחו"ל (כאשר היקף יח"ד שאוכלסו עד 2017 היה נמוך) והבשלת פרויקטים בתחום האנרגיה ובמגזר הזכיינות.

בהתאם לכך יחס חוב ל- FFO בשנת 2016 והצפוי ב- 2017-2018 הינם בטווח של 21-17 שנים, (בהתחשב ברווחים צפויים ממימוש נכסים שהבשילו היחס עומד על 9-8 שנים), כאשר בשנים 2019-2020 מידרוג מעריכה כי יחס חוב נטו ל- FFO צפוי להשתפר לכ- 13-14.

החברה מציגה יחסי איתנות ומינוף חלשים אשר אינם הולמים את רמת הדירוג. שיעור הון עצמי למאזן ליום 30.09.2017 עומד על 14% בלבד ושיעור חוב ל- CAP עומד על 79% וחוב נטו ל- CAP נטו 72%. יחסי איתנות אלו אינם משקפים את שווי מקרקעין ומניות סחירות המוצגים על בסיס העלות בספרי החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג וייצוב האופק:

- ירידה בחוב הפיננסי ושיפור ביחסי האיתנות
- יצירת היקף נכסים מניבים משמעותי המפיקים תזרים פרמננטי ומקטין את רמת הסיכון הענפית של החברה
- קיטון משמעותי בחשיפת פעילות החברה למדינות מתפתחות בדגש על ניגריה בפרט ומדינות אפריקה בכלל, תוך שמירה על היקף הפעילות ורווחיות
- שיפור בקצב מכירת יח"ד בייזום למגורים בישראל תוך שמירה על שיעורי הרווחיות ושיפור ביחסי הכיסוי והיקף ה- FFO ותזרימי המזומנים אותם מייצרת החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- השלכות שליליות של ה- EVENT RISK, כגון ירידה בצבר הפרויקטים החדשים, קשיים בקבלת מימון בינלאומי וירידה ברווחיות הפרויקטים בחו"ל
- גידול במינוף החברה, בין השאר, כתוצאה מחלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי
- אי שיפור ביחסי הכיסוי של החברה בהתאם לתחזיותיה, בין היתר, כתוצאה מאי עמידה בתחזיות של רווחיות ויצירת מזומנים מפעילויות המגזרים השונים
- ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של החברות המרכזיות בקבוצה - SBI, סולל בונה ושיכון ובינוי נדל"ן

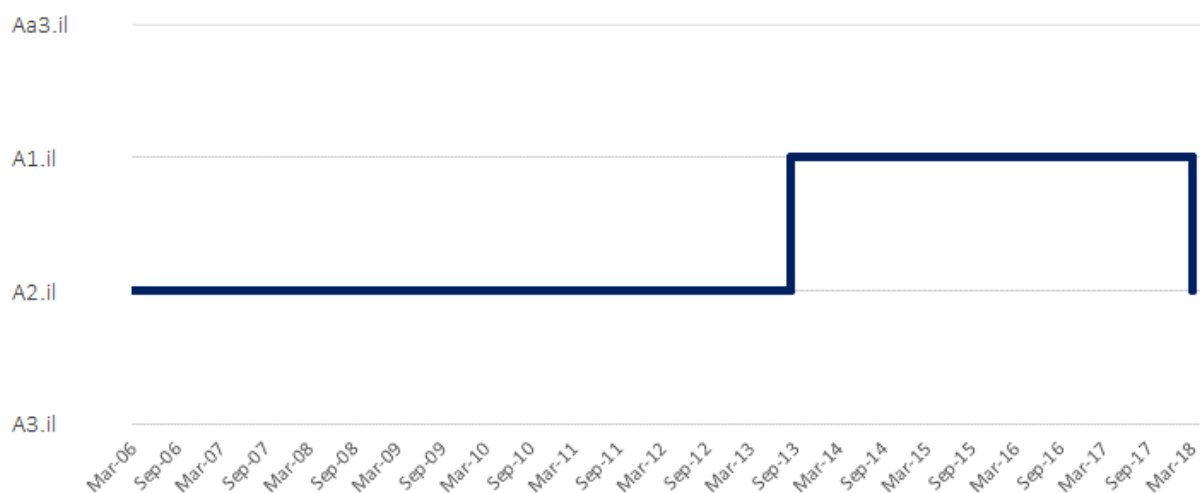
אודות החברה

שיכון ובינוי פועלת בישראל ומחוץ לישראל בענפי ייזום הנדל"ן, הקבלנות והפרויקטים (זכיינות ואנרגיה) על תחומיהם השונים. שיכון ובינוי, במישור ובאמצעות חברות שבשליטתה, פועלת בארץ ובחו"ל. החברה נשלטת על ידי קבוצת אריסון, המחזיקה בכ- 47.12% מהון המניות של החברה.

תחומי הפעילות העיקריים כוללים:

- **ביצוע עבודות סלילה ותשתית ופרויקטים קבלניים גדולים** בארץ ובחו"ל. בישראל החברה פועלת על ידי שיכון ובינוי סולל בונה תשתית בע"מ. בחו"ל על ידי SBI, הפועלת בעיקר באפריקה, ו-SBA הפועלת בארה"ב.
- **יזמות נדל"ן ומכירת מקרקעין**, בארץ ובחו"ל בפרויקטים שעיקרם מיועד למגורים וחלקם שלא למגורים. עיקר הפעילות בתחום מבוצעת בארץ באמצעות שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ. הפעילות בחו"ל מבוצעת במרכז ומזרח אירופה באמצעות Shikun & Binui Real Estate Development.
- **פרויקטים ונכסים מניבים בתחומי הזכיינות (Concession)**, הכולל השתתפות במכרזים וביצוע, מימון, תכנון ותפעול של פרויקטים לאומיים גדולים, המבוצעים בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי; **פעילות בתחומי האנרגיה המתחדשת**, ובפרט ייצור ואספקה של אנרגיה,
- **החזקה של נכסי נדל"ן מניב** בישראל ובאירופה, וכן החזקה בחברת ADO הציבורית המחזיקה יחידות דיור ומסחר להשכרה בברלין, גרמניה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[שיכון ובינוי בע"מ - דוח בחינת דירוג - פברואר 2018](#)

[שיכון ובינוי בע"מ - דוח מעקב - אוקטובר 2017](#)

[דירוג חברות נדל"ן יזום למגורים - פברואר 2016](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)

[דירוג חברות קבלנות - ספטמבר 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

18.03.2018	תאריך דוח הדירוג:
22.02.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
13.11.2006	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
שיכון ובינוי בע"מ	שם יזום הדירוג:
שיכון ובינוי בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסכנוי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>