



שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ

מעקב ו ספטמבר 2012

1

מחבר:

נדב גורן - אנליסט בכיר
nadavg@midroog.co.il

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
ranq@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 כמובילה בתחום הייזום למגורים בישראל. פעילות זו כוללת, נכון למועד הדוח, הקמה - לבד ועם שותפים - של כ- 1,800 יח"ד וכן פרויקטים בשלבי תכנון שונים אשר הקמתם צפויה להתחיל ב- 3 השנים הקרובות בהיקף של למעלה מ- 1,000 יח"ד נוספות מדי שנה; היקפי הפעילות המשמעותיים, כמו גם שיעורי רווחיות טובים, מאפשרים לחברה להציג רווחים ותזרימים גבוהים מפעילות. להערכת מידרוג, בשנת 2012 תציג החברה נתונים גבוהים מבעבר בכל הקשור לרווחים מפעילות ולתזרים ה-FFO. לאור המגמה המסתמנת להתייצבות במחירי הדיור והעובדה כי רבים מהפרויקטים של החברה ממוקמים באזורים המאופיינים בהיצע דירות גדול, צפויה בשנים הבאות ירידה מסוימת בשיעורי הרווחיות ביחס לשנת 2012. בנוסף, נתוני הרווחיות בשנים קודמות הושפעו לטובה גם ממימוש קרקעות ברווחים גבוהים. גם כך, צפויה החברה להמשיך ולהציג נתוני רווחיות ותזרים טובים בהשוואה ענפית; החברה מחזיקה במלאי קרקעות גדול אשר מבטיח יציבות בהיקף הפעילות גם בטווח הארוך, ואף מפחית את החשיפה לשינויים במחירי הקרקעות והדירות. מעבר לכך, מגלם צבר הקרקעות הגדול גם גמישות פיננסית ומקור נזילות משמעותי במידת הצורך; נזילותה של החברה ותזרימי המזומנים שמניבה הפעילות הינם בהיקפים גבוהים ביחס לצורכי שירות החוב לשנים הבאות. מצב זה אפשר לחברה לחלק בשנים האחרונות דיבידנדים בהיקפים גבוהים. כך, מאז תחילת 2010 חילקה החברה דיבידנדים בסכום מצטבר של כ- 840 מיליון ₪. זהו הגורם העיקרי לכך שעל אף רווחים גבוהים שרושמת החברה, הונה העצמי קטן בכ- 250 מיליון ₪ בשלוש השנים האחרונות. יודגש, עם זאת, כי הדירוג מתבסס על ההערכה כי, ככל שלא ימומשו נכסים, היקף הדיבידנד יהיה נמוך יותר בשנים הבאות וינוע על כ- 100-150 מיליון ₪ בשנה.

בשנת 2012 צפויה החברה להציג נתונים פיננסיים טובים מבעבר, עם השלמת פרויקטים בולטים למגורים באזורי ביקוש; בשנים שלאחר מכן צפויה ירידה בשיעור ובהיקף הרווחיות, אך גם כך יוסיפו נתוני החברה לבלוט לטובה ביחס ליתר חברות הייזום למגורים בישראל

במחצית הראשונה של שנת 2012 הציגה החברה רווח תפעולי של קרוב ל- 210 מיליון ₪ ויצרה תזרים FFO של כ- 200 מיליון ₪ - גבוה מתזרים ה- FFO לשנת 2011 כולה - שהסתכם בכ- 183 מיליון ₪. נתונים אלו נבעו מהשלמה ומסירה של מספר פרויקטים גדולים באזורי ביקוש (כדוגמת רמת אביב, קריית אונו וגבעתיים), אשר יצרו לחברה רווחים גבוהים. המשך מכירה ומסירה של דירות בפרויקטים שהושלמו, כמו גם השלמת פרויקטים נוספים, יאפשרו לחברה להציג תזרים FFO גבוה גם במחצית השנייה של השנה (אם כי נמוך, במידת מה, ביחס למחצית השנה הראשונה). על אף שהחברה צפויה לשמור על היקפי פעילות דומים גם בשנים הקרובות, מידרוג מעריכה כי תחול ירידה מסוימת, בהשוואה לתוצאות 2012, ברווחים ובתזרים ה- FFO שתייצר. הגורם העיקרי לכך הוא ירידה בשיעורי הרווחיות החזויים לפרויקטים למגורים. ניתן למנות מספר סיבות לירידה זו ובכללן התייצבות המסתמנת במחירי הדירות וגידול בשיעור הפרויקטים של החברה הממוקמים באזורים המאופיינים בהיצע דירות גדול יחסית, כגון באשקלון, נתניה וכפ"ס. השלמת פרויקטים מניבים, כגון קניון עיר ימים, יביאו לגידול בתזרים ה- NOI (או לחילופין, יניבו תזרימים משמעותיים ממימושם ברווח) באופן אשר ימתן את מגמת הקיטון ברווחים מפרויקטים יזמיים למגורים. יודגש, כי גם לאחר הירידה המוערכת ברווח ובתזרימים מפעילות בשנים הקרובות, תוסיף החברה לבלוט לטובה בפרמטרים אלו ביחס לחברות ייזום למגורים אחרות בישראל.

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

נכון ליום 30.6.2012, פועלת החברה, לבד ועם שותפים, בהקמת כ- 1,800 יח"ד (חלקה כ- 1,500 יח"ד) במסגרת כ- 20 אתרים. בנוסף, החברה מתכננת להתחיל בשנים הקרובות בהקמת למעלה מ- 1,000 יח"ד נוספות בשנה במסגרת פרויקטים רבים הנמצאים כיום בשלבי תכנון שונים. צבר פרויקטים זה ממצב את החברה כמובילה בישראל בתחום הייזום למגורים. מעבר לפרויקטים שבתכנון וביצוע, מחזיקה החברה מלאי קרקעות גדול שאמור להבטיח יציבות בהיקף פעילותה גם בטווח הארוך. היקף הקרקעות הניכר, אשר רבות מהן ממוקמות במרכז הארץ באזורי ביקוש, אף מפחית את סיכויי החברה בכל הקשור לשינויים במחירי הקרקעות, שכן רצף הפעילות אינו מותנה ברכישת קרקעות. צבר הקרקעות אף מגלם לחברה מקור נזילות אפשרי וגמישות פיננסית גבוהה. מכיוון שרבות מהקרקעות נרכשו לפני שנים רבות, פעמים רבות גם ללא תב"ע מאושרת, הן מוצגות בספרים בערכי רכישה היסטוריים הנמוכים מערך כיום. פער זה מסייע לחברה להציג רמות רווחיות טובות ביחס לענף בעת מכירת דירות ומסירתן. בנוסף, עודף השווי הכלכלי הגלום במלאי קרקעות זה, משקף לחברה הון עצמי כלכלי הגבוה משמעותית מההון העצמי החשבונאי כמו גם יחסי איתנות טובים יותר.

החברה מייצרת תזרימי מזומנים מפעילות גבוהים ביחס לצרכי שירות החוב, באופן שאפשר לה לחלק בשנים האחרונות דיבידנדים בהיקפים גבוהים

נכון לדוחות 30.6.2012, לחברה חוב פיננסי בהיקף של כ- 1.1 מיליארד ₪. עיקר חובות החברה הינו למערכת הבנקאית



והיתרה לגופים מוסדיים. הרכב החוב כולל בעיקר הלוואות Corporate ברמת החברה, הלוואות ליווי בפרויקטים מסחריים והלוואות כנגד נכסים מניבים. מעבר להלוואות הליווי בפרויקטים בהקמה, עומדות חלויות החוב של החברה על כ- 120-140 מיליון ₪ בשנה. מדובר בסכום נמוך ביחס ליתרות הנזילות של החברה (כ- 155 מיליון ₪, נכון ליום 30.6.2012) והתזרימים השוטפים מפעילות (כפי שניתן ללמוד מהיקף ה-FFO, שפורט לעיל). מצב זה יוצר לחברה עודפי מזומנים אשר שימשו בשנים האחרונות, בין היתר, לחלוקת דיבידנדים בהיקפים גבוהים. כך, החברה חילקה דיבידנדים בהיקף של כ- 330 מיליון ₪ בשנת 2010, כ- 410 מיליון ₪ בשנת 2011 וכ- 100 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2012. על אף שחלוקת הדיבידנד לא הביאו, כאמור, לשחיקה מהותית בפרופיל הפיננסי, הן היוו גורם עיקרי לכך שהיקף ההון העצמי של החברה הסתכם ליום ה- 30.6.2012 בכ- 932 מיליון ₪, לעומת כ- 1.2 מיליארד ₪ בסוף שנת 2009. על אף האמור, יש לציין כי הדירוג נסמך על חלוקת דיבידנדים בהיקפים מתונים יותר לשנים הבאות.

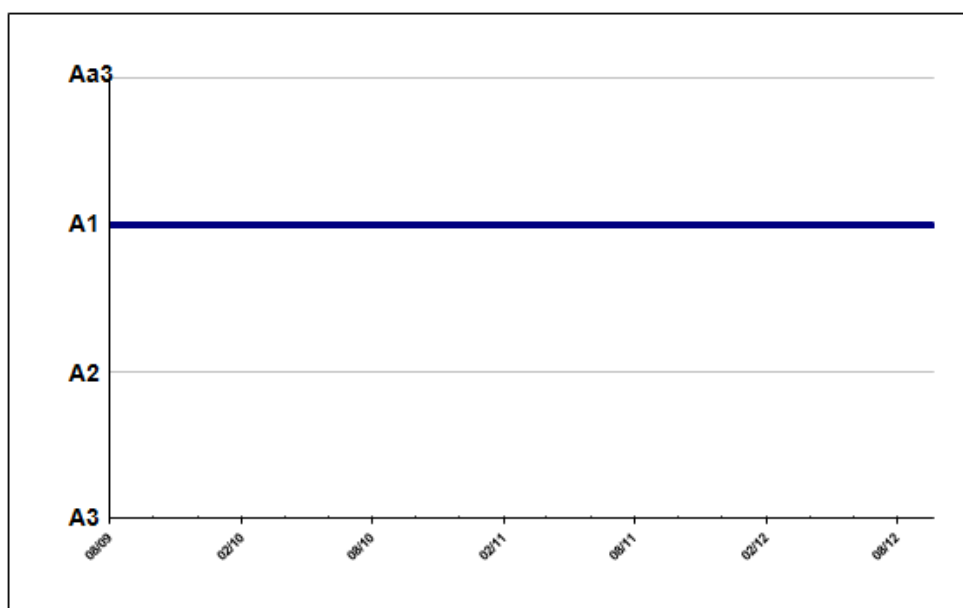
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג:

- 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), 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. 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 שני מוקדי רווח, בעלי סינרגיה, כאשר הפעילות בייזום הבניה למגורים תורמת את מרבית הרווחים. מקור רווח נוסף הינו תחום ייזום נכסים שלא למגורים (נכסים מניבים).

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 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>

* 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

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 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: CRS110912000M
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") 2012.

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 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 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.