



בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2013

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	Baa1	אופק דירוג: שלילי
--------------------	------	-------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1 באופק דירוג שלילי לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "בני התיכון"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח, בהיקף של עד 45 מיליון ₪ ע.ג., באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת. תמורת ההנפקה תשמש לצורכי פעילות עסקית שוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 8.8.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרות אג"ח ליום 31.3.2013 (אלפי ₪):

שנות פירעון קרן האג"ח	יתרת אג"ח ליום 31/03/2013 (אלפי ₪)*	תנאי הצמדה	ריבית שנתית	מועד הנפקה מקורי	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2013-2014	19,984	מדד	6.5%	08/2006	5310065	ד' **
2015-2016	50,000	לא צמוד	8.0%	03/2013	5310099	ה'
2013-2016	87,500	לא צמוד	8.9%	01/2010	5310081	יז'

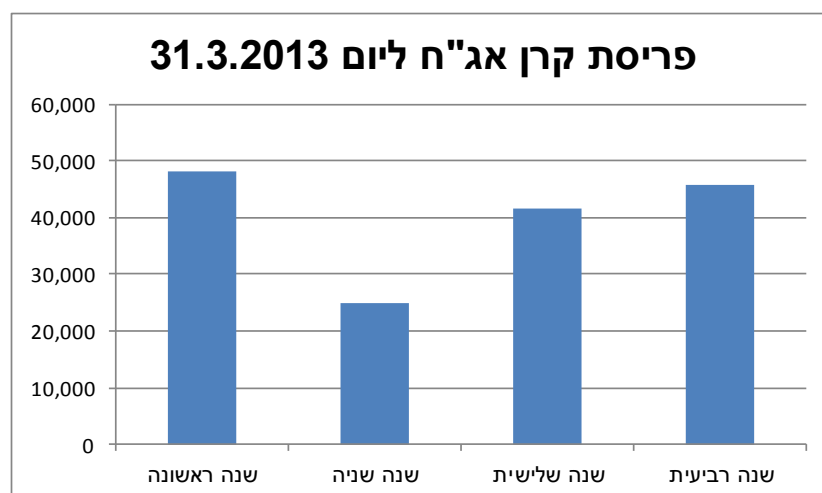
157,484

סה"כ

* לאחר תאריך המאזן פרעה החברה כ-10 מיליון ₪ מסדרה ד' וכ-12.5 מיליון ₪ מסדרה יז'.

** כולל החזקות החברה בסדרה ד', בהיקף של כ-8.1 מיליון ₪, אשר לא נמחקו מהמחזור.

מכיוון שלא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון של החברה ממועד הדירוג האחרון, להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחדש בפברואר 2013²



¹ סכומים אלו נפרעו ביום ה-1.8.2013 וה-31.7.2013 בהתאמה.

² הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

בוני התיכון - יחסים פיננסיים נבחרים לתאריך 31.3.2013 (אלפי ₪)

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.03.2013	אלפי ₪
254,996	410,559	229,373	220,454	73,960	הכנסות
73,807	97,494	64,355	61,153	12,270	רווח גולמי
57,351	74,764	40,732	38,783	6,708	רווח מפעולות
442	-87	-22,530	-2,826	152	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
52,208	49,446	-407	19,124	4,582	רווח נקי
46,520	82,219	26,256	34,832	61,800	יתרות נזילות
492,845	516,343	506,117	408,339	419,825	חוב פיננסי
446,325	434,124	479,861	373,507	358,025	חוב פיננסי נטו
590,462	655,056	639,415	562,197	576,525	CAP
543,942	572,837	613,159	527,365	514,725	CAP נטו
83.5%	78.8%	79.2%	72.6%	72.8%	חוב ל CAP
82.1%	75.8%	78.3%	70.8%	69.6%	חוב נטו ל CAP נטו
100,051	144,168	134,618	153,906	157,332	הון עצמי וזכויות מיעוט
309,522	227,884	257,460	326,900	318,869	מקדמות
670,195	753,095	719,446	621,416	625,108	סך מאזן בניכי מקדמות
14.9%	19.1%	18.7%	24.8%	25.2%	הון עצמי לסך מאזן בניכי מקדמות
58,621	62,805	21,896	27,988	2,221	FFO
8.4	8.2	23.1	14.6	47.3	חוב ל FFO
7.6	6.9	21.9	13.3	40.3	חוב נטו ל FFO

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג, או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בהיקף הפעילות של החברה
- גיוון וחיזוק מקורות ההכנסות והפרויקטים
- שיפור משמעותי בגמישותה הפיננסית של החברה ונזילותה

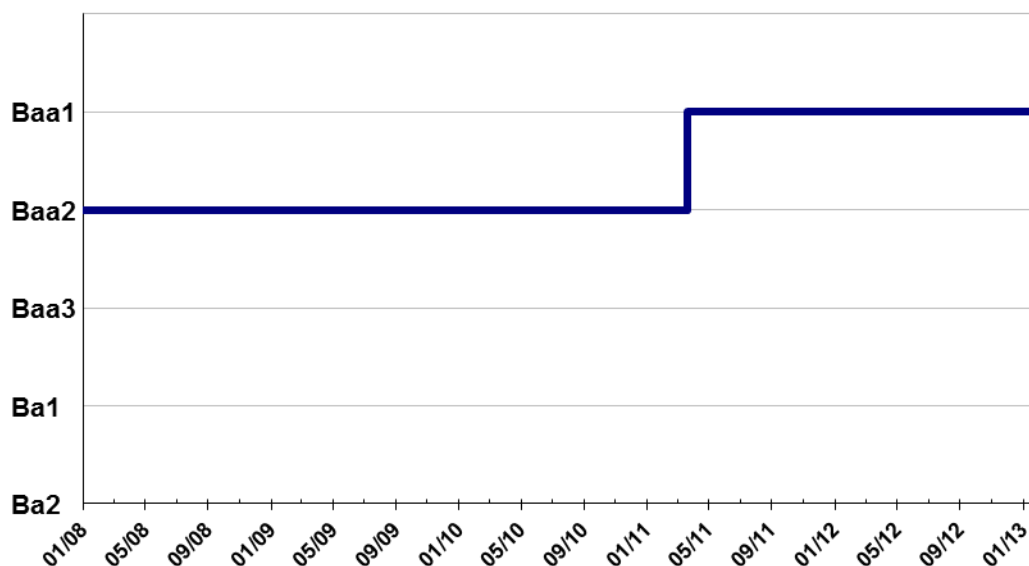
גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה לגבי שיווק פרויקטים בתכנון תוך יצירת ודאות למקורות תזרים
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ונזילות של החברה
- הגדלת משקל הפעילות במדינות זרות, בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי, בה פועלת החברה

אודות החברה

חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "החברה") הוקמה כחברה פרטית ב-1985 ומאז עוסקת בתחום הבניה בישראל. כיום החברה ציבורית ומניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. תחום פעילותה העיקרי של החברה הינו ייזום והקמת פרויקטים לבנייה, בעיקר למגורים. בשנים האחרונות פועלת החברה בעיקר במרכז הארץ. לצורך הרחבת פעילותה הקימה החברה חברות בנות בחו"ל. נכון למועד הדו"ח, לחברה פעילות ברומניה והונגריה, המתבטאת בהחזקת קרקעות בלבד. נכון למועד הדו"ח, נשלטת החברה על ידי פרץ עמרם ואברהם, המחזיקים ביחד בכ- 82% מהונה העצמי ומזכויות ההצבעה והיתרה - בידי הציבור.

היסטוריית דירוג



דוחות מתודולוגיים:

- [דוח דירוג קודם - פעולת דירוג - מרץ 2011.](#)
- [ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי - ינואר 2012.](#)
- [ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.](#)
- [חברות נדל"ן - מתודולוגיה - נובמבר 2008.](#)
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il
- תאריך דוח דרוג האחרון: 21.2.2013
- תאריך דו"ח: 8.8.2013

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 יכולו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	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 מאד.
	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 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.

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 פיסקה 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 ביעוץ 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. 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.