



בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

פעולת דירוג - מאי 2012

1

מחבר:

שי פילר - אנליסט
shayf@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: יציב
--------------------	------	------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור שהנפיקה חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "בוני התיכון"), וכן מאשרת דירוג זהה לגיוס אג"ח, בהיקף של עד 50 מיליון ₪ ע.ג., באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה או הרחבת סדרה קיימת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 10.05.2012. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא 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.

להלן פירוט סדרות אג"ח (ערך נטו לאחר קיזוז החזקה עצמית) ליום 31.12.2011 (אלפי ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורי	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים שליתרת האג"ח ל 31.12.2011 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ג' *	5310040	11/2005	6.5%	מדד	11,374	2010-2012
ד' *	5310065	08/2006	6.5%	מדד	33,069 **	2011-2014
יז'	5310081	01/2010	8.9%	לא צמוד	100,193	2013-2016

סה"כ

144,636

* לאחר תאריך המאזן ועד למועד דוח דירוג זה, פרעה החברה לחלוטין את אג"ח ג' וכן 6.5 מיליון ₪ מסדרה ד'

** לא כולל החזקת החברה ב בכ 40% מסדרת אג"ח ד'; בהיקף של כ-22 מיליון ₪, אשר לא נמחקו מהמחזור.

דירוג החברה נסמך על שיעורי רווחיות גבוהים לאורך זמן בפרויקטים אותם היא יוזמת וכן קצב מכירות הולם במסגרת פרויקטים בתהליכי ביצוע; לחברה ותק פעילות רב, לרבות הניסיון והמוניטין שצברה בענף הבניה בישראל; רמת הדירוג אף משקפת את היקף פעילותה הבינוני של החברה, ביחס לחברות מדורגות אחרות, אשר כולל כ - 490 יח"ד בביצוע, הפרוסים על פני מספר פרויקטים, וצבר קרקעות לבניית כ - 600 יח"ד (חלק חברה). בנוסף, לחברה פרויקטים בהליכי תכנון שונים בתחום הפינוי-בינוי, בהיקף של כ-1,100 יח"ד (חלק חברה). וכן מרכז מסחרי בכפר סבא, המצוי בתהליכי בניה; בשל היקף הפעילות הבינוני, הכנסות החברה יוחסי הכיסוי חשופים לתנודתיות וזאת לאור מועד ההכרה בהכנסות ממכירת דירות. להערכת מידרוג, היקף ההכנסות שיוכרו בשנים הקרובות צפוי להיות יציב יחסית, אולם בהיקפים נמוכים יותר לעומת שנת 2010, אשר היוותה שנת שיא בהכרה בהכנסות; יחסי האיתנות תואמים לרמת הדירוג; לחברה נזילות סבירה ביחס לחלויות השוטפות של השנה הקרובה וזאת גם בהתחשב במזומנים שצפויים להתקבל מפרויקטים בביצוע; דירוג החברה מושפע לשלילה לאור ענף הייזום למגורים בו היא פועלת, אשר הינו בעל תנודתיות ועתיר צורכי הון; וכן לאור גמישות פיננסית נמוכה יחסית.

בשל מלאי הדירות בבנייה היקף הכנסות צפוי להיות יציב בשנים הקרובות; מצבת קרקעות מספקת לטווח הקצר - בינוני

במהלך השנים האחרונות השלימה החברה ואכלסה פרויקטים רבים, ביניהן בלטה שנת 2010, אשר במסגרתה אוכלסו פרויקטים רבים ובהתאם הכירה החברה בהכנסות שיא, בהיקף של כ-411 מיליון ₪. בשנת 2011 היקף ההכרה בהכנסה חזר לרמה של שנים עברו ולהערכת מידרוג, החברה צפויה לשמור על רמה דומה של הכרה בהכנסה בטווח הקצר-בינוני.

כיום, לחברה כ-4 פרויקטים בתהליכי ביצוע אשר אמורים להסתיים בין השנים 2012-2013, הכוללים כ-490 יח"ד (חלק חברה), כאשר כ-56% מתוכן הינן מכורות, נכון ליום-24/04/2012. קצב המכירות נותר סביר, בייחוד ביחס לשיעור ההשלמה בפרויקטים וביחס להאטה שחלה בשוק במהלך השנה, כך שבשנה האחרונה עמד על כ-157 יח"ד. מיקום הפרויקטים באזורי ביקוש ואופי הפרויקטים שפונים לחתך אוכלוסייה רחב, צפוי לסייע להמשך מכירת הדירות בקצב סביר. בשל מלאי הדירות הנוכחי המפוזר, במספר פרויקטים בפיזור ארצי, צפויה יציבות בהכנסות יציב לשירות החוב בשנתיים הקרובות.

מלאי הקרקעות של החברה כולל כ-600 יח"ד בשלבי תכנון שונים (ללא 1,100 יח"ד בפרויקטים של פינוי בינוי אשר מועד תחילת הקמתם עדיין אינו ידוע וביצועם עדיין כפוף להשלמת מספר הליכי תכנון). מלאי זה, אף שאינו רחב בהשוואה ענפית, צפוי לתמוך בפעילות החברה בשנים הקרובות. להערכת מידרוג, על החברה לבצע רכישת קרקעות נוספות בשנים הקרובות על מנת לשמור על יציבות פעילותה בטווח הארוך ובהתאם היא חשופה למחירי הקרקעות והשינויים החלים בהם.

יציבות ביחסי איתנות על אף הפחתות לא תזרימיות בגין שווי קרקעות

בדוחות החברה לשנים 2010 ו-2011, מציגה החברה יציבות ביחסי האיתנות (שיפור מהותי לעומת שנים קודמות), התואמים את רמת הדירוג וזאת למרות הפחתות של קרקעות בהיקף של כ-22 מיליון ₪, המוצגות בסעיף הוצאות אחרות, הפסד זה נובע מירידת ערך בנכס החברה בירושלים וכן מירידת ערך קרקעות בהונגריה, אשר עקב המצב הכלכלי השורר במדינות הנ"ל, לא החל פיתוחן. במסגרת שיקולי הדירוג, התחשבה מידרוג בחשיפת החברה לקרקעות אלו. יצוין כי, למרות פירעון אג"ח לאחר תאריך המאזן, בהיקף של כ-18 מיליון ₪ (לא כולל אחזקות החברה באג"ח), יחסי האיתנות לא צפויים להשתנות משמעותית.

נזילות ומקורות תזרים סבירים לטווח הקצר-בינוני; גמישות פיננסית נמוכה

לחברה יתרת נזילות כיום (לאחר פירעונות בהיקף של כ-18 מיליון ₪ במהלך 2012) בהיקף של כ-20 מיליון ₪. בנוסף, לחברה צפויים תגמולים ממלאי דירות בפרויקטים שהסתיימו (בהיקף של כ-89 מיליון ₪), מיח"ד שכבר נמכרו, וכן מפרויקטים בביצוע, בראשם פרויקט החברה בכפר סבא, בו נמכרו כ-80% מהדירות בנוסף לפרויקט אגמים בנתניה ופרויקט טופ השרון בהוד השרון המציגים שיעורי מכירות של כ-50%. מקורות אלו

הינם סבירים ביחס לפירעון אג"ח בהיקף של כ-8 מיליון ש"ח במהלך יתרת שנת 2012 וכ- 40 מיליון ש"ח במהלך שנת 2013. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית נמוכה בשל העדר נכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי.



* החברה פרעה נכון ל-1/5/2012 כ- 18 מיליון ש"ח מתוך סך הפירעון לשנת 2012, מתוכם פירעון סופי לסדרה ג'

בוני התיכון - יחסים פיננסיים נבחרים לתאריך 31.12.2011 (אלפי ש"ח)

אלפי ש"ח	פירעון קרן אג"ח לאחר תאריך מאזן	31.12.2011	31.12.2010	31.12.2009
הכנסות		229,373	410,559	254,996
רווח גולמי		64,355	97,494	73,807
שיעור רווח גולמי		28%	24%	29%
רווח מפעולות		40,341	74,213	57,351
שיעור רווח תפעולי		18%	18%	22%
הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו		-22,530	-87	442
רווח נקי		-700	48,994	52,208
יתרות מזילות	21,593	39,774	82,219	46,520
חוב פיננסי	487,936	506,117	516,343	492,845
חוב פיננסי נטו	466,343	466,343	434,124	446,325
CAP	621,234	639,415	655,056	590,462
CAP נטו	599,641	599,641	572,837	543,942
חוב ל CAP	79%	79%	79%	83%
חוב נטו ל CAP נטו	78%	78%	76%	82%
הון עצמי וזכויות מיעוט	134,618	134,618	144,168	100,051
מקדמות	257,460	257,460	227,884	309,522
סך מאזן	958,725	976,906	980,979	979,717
סך מאזן בסיסי מקדמות	701,265	719,446	753,095	670,195
הון עצמי לסך מאזן	14.0%	13.8%	14.7%	10.2%
הון עצמי לסך מאזן בסיסי מקדמות	19.2%	18.7%	19.1%	14.9%
FFO		21,183	62,144	58,621
חוב ל FFO		23.9	8.3	8.4
חוב נטו ל FFO		22.0	7.0	7.6

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

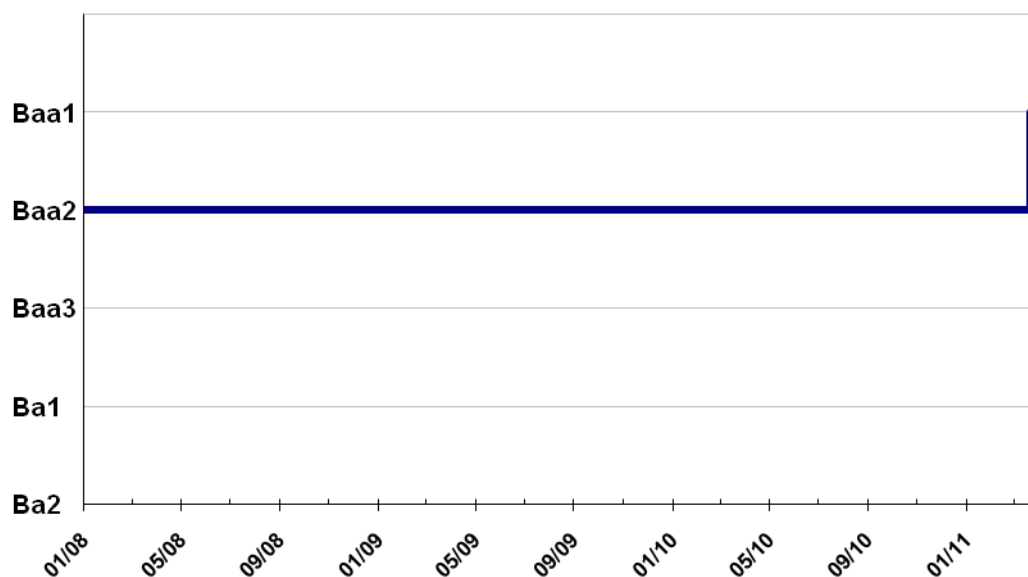
- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים הכוללים את יחסי איתנות החברה ויחסי הכיסוי
- גיוון וחיזוק מקורות ההכנסות והפרויקטים
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה ונזילותה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- ירידה ביחסי האיתנות ולקיחת סיכון, בין היתר, בשל כניסה לא מבוקרת להשקעות, לרבות רכישת מקרקעין
- 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, באמצעות חברה הולנדית שבבעלותה. 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.



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 דו"ח: 13/05/2012

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 הוניות - 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

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 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 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.



דו"ח מספר: CRB12051250M

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 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.