

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

מעקב | ספטמבר 2017

אנשי קשר:

רובי ויניצקי, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
Rubiv@midroog.co.il

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

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

דירוג סדרות	Baa3.il	אופק דירוג: יציב
-------------	---------	------------------

מידורג מותירה על כנו דירוג Baa3.il לאגרות חוב (סדרות ו' ו-ח') שהנפיקה חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "החברה" או "בוני התיכון"), אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידורג*:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
**ו'	5310107	Baa3.il	יציב	31.01.18
**ח'	5310115	Baa3.il	יציב	01.10.18

* בנוסף לחברה סדרות י', יא', יב' ו-יג' אשר אינן מדורגות.
 ** לסדרה ו' משועבדים העודפים בפרויקט החברה בהוד השרון. לסדרה ח' משועבדים העודפים בפרויקט החברה בחולון. לאחר בחינה נמצא, כי אין מקום לשנות בדירוג הסדרות

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך, בין היתר, בהיקף פעילות הבולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג. נכון ל-30.6.17, היקף יחידות הדירוג בביצוע של החברה מסתכם ב-321 יחידות (הפרוסות על פני שלושה פרויקטים). כמו כן, החברה עתידה לבנות כ-904 יחידות דירוג במסגרת 4 פרויקטי מחיר למשתכן בהם זכתה¹ ומקדמת פרויקט בינוי פינוי של כ-930 יחידות דירוג (חלק החברה הינו 606 יחידות דירוג) בקריית אונו². בנוסף, החברה מחזיקה ב-50% מהזכויות בנכס מסחרי מניב בכפר סבא (באפריל 2016, מכרה החברה 50% מהזכויות בנכס לחברת יח. דמרי בניה ופיתוח בע"מ תמורת 68 מיליון ש"ח) בשיעור מינוף של כ-42% המאפשר לחברה גמישות פיננסית מסוימת ומקורות תזרים מזומנים עתידיים.

נכון ל-30.6.17, ההון העצמי של החברה הסתכם בכ-146 מיליון ש"ח. יש לציין, כי ההון העצמי של החברה מושפע לטובה מאימוץ מוקדם של תקן IFRS 15. כמו כן, יחס החוב ל-CAP, נכון למועד זה, הסתכם בכ-77% והולם את רמת הדירוג של החברה.

מנגד, דירוג החברה, מושפע לשלילה ממלאי דירות מהותי בפרויקט ארנונה שבירושלים. נכון ל-30.6.17, החברה מחזיקה בפרויקט זה מלאי של 50 יחידות דירוג בעלות של כ-115 מיליון ש"ח. בנוסף, מכירת הדירות בפרויקט החברה בנתניה הינה איטית ועתידה ליצור מלאי דירות בהיקפים מהותיים היות והפרויקט מצוי בשלב האיכלוס. יתר על כן, יחסי הכיסוי של החברה הינם שליליים בטווח הזמן הקצר, לאור רווחיות פרויקטים נמוכה (שיעור רווחיות משוקלל של כ-13%, אשר עתיד להישחק במקרה של ירידת מחירים), ואינם הולמים את רמת הדירוג. מכירת מלאי הדירות, יחד עם רווחיות בפרויקט פינוי הבינוי בקריית אונו (ככל שיושלמו בפרויקט זה כלל התהליכים המנהליים) אמורים לשפר יחסים אלו. יש לציין, כי לחברה עומס פרעונות בסך של כ-109 ו-114 מיליון ש"ח בשנים 2018 ו-2019, בהתאמה. אל מול כל אחת מסדרות האג"ח (נכון למועד הדוח, לחברה 6 סדרות אג"ח) של החברה קיים שעבוד עודפים בפרויקטים מסוימים³.

תרחיש הבסיס של מידורג לוקח בחשבון מכירת נכסים אשר אינם בפעילות הליבה של החברה. כמו כן, נלקחו תרחישי רגישות אודות מועד מכירת הדירות בפרויקטים בביצוע (כמספר חודשים) והרווח הגולמי בגין. מידורג צופה, כי יחסי המינוף צפויים להיות ברמתם, כך שיחס החוב ל-CAP יסתכם בכ-76%-79%. בנוסף, נלקחו בחשבון הנחות בדבר התקדמות בפרויקט מחיר למשתכן בקריית גת, גדרה, מודיעין ואשקלון והתקדמות בפרויקט בקריית אונו.

¹ על פי החברה, ניתן להגדיל את היקף יחידות הדירוג בפרויקטים אלו ב-75 יחידות דירוג נוספות.

² על פי דיווחי החברה, נכון למועד הדוח, נתקבל אישור ועדה מחוזית לתכנון הנוכחי.

³ החברה גייסה באוגוסט 2017 את סדרת אג"ח יג', באמצעותה היא פרעה ביום 17.9.19 את סדרת אג"ח ט'.

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ - נתונים עיקריים*

אלפי ש"ח	IFRS 15 6/30/2017	IFRS 15 12/31/2016	IFRS 15 6/30/2016	12/31/2015	12/31/2014
הכנסות	131,705	366,198	254,992	291,442	129,452
רווח גולמי	11,207	34,994	23,100	27,623	6,830
רווח תפעולי בנטרול מימוש רכוש קבוע	2,593	16,517	13,931	(22,278)	(13,242)
הוצאות מימון, נטו	4,735	8,353	5,380	8,214	8,657
רווח נקי	(1,947)	8,980	5,727	(23,402)	(9,791)
יתרות נזילות	25,240	41,106	25,737	42,435	51,758
חוב פיננסי	493,010	431,245	376,631	467,785	570,481
חוב פיננסי נטו	467,770	390,139	350,894	425,350	518,723
הון עצמי וזכויות מיעוט	145,730	147,842	144,664	125,835	150,676
סך מאזן	697,708	646,117	622,286	945,089	1,036,020
מקדמות מלקוחות	265	1,720	28,061	259,272	224,383
סך מאזן בניכוי מקדמות	697,443	644,397	594,225	685,817	811,637
CAP	637,042	577,998	519,221	583,839	718,541
CAP נטו	611,802	536,892	493,484	541,404	666,783
חוב ל CAP	77%	75%	73%	80%	79%
חוב נטו ל CAP נטו	76%	73%	71%	79%	78%
הון עצמי לסך מאזן בניכוי מקדמות	21%	23%	24%	18%	19%
FFO	525	3,275	5,096	(31,468)	(16,940)
חוב ל FFO		131.7		שלילי	שלילי
חוב נטו ל FFO		119.1		שלילי	שלילי

* יתכנו שינויים בנתונים בהשוואה לדוחות קודמים שפורסמו לאור שינויים שהחברה מיישמת בדוחות הכספיים.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

היקפי פעילות בולטים לרמת הדירוג. מנגד, לחברה יתרות מלאי מהותיות במספר פרויקטים

נכון למועד הדוח, החברה פועלת ב-3 פרויקטי ייזום של 321 יחידות דיור (נתניה, רחובות וחולון), אשר בנייתם צפויה להסתיים בשלהי שנת 2017 וברבעון הראשון לשנת 2018. שיעור המכירות המשוקלל בפרוייקטים אלו מסתכם, נכון ל-30.6.17, בכ-76%, בעיקר לאור קצב מכירות איטי (כ-61%) בפרוייקט החברה בנתניה. בנוסף, החברה זכתה ב-4 פרויקטי "מחיר למשתכן" (קריית גת, גדרה, מודיעין ופרוייקט באשקלון בו החברה זכתה ביולי 2017)⁴. כאמור, היקף יחידות הדיור אותם צפויה החברה לבצע בולט לחיוב, בהשוואה לרמת הדירוג. יצוין, כי פרויקטי מחיר למשתכן חושפים את החברה לחריגה בעלויות הבניה בפרוייקטים אלו, אל מול מרכיב הכנסות מהותי אשר הינו קבוע (למעט הצמדה למדד).

כמו כן, נכון ל-30.6.17, החברה מחזיקה מלאי של 54 יחידות דיור, כאשר 50 מיוחסות לפרוייקט החברה בשכונת ארנונה, ירושלים. יתרת המלאי מהווה סך של כ-115 מיליון ש"ח והינה מהותית לחברה.

יחסי איתנות ההולמים את רמת הדירוג. רווחיות שלילית בטווח הקצר משפיעה על יחסי הכיסוי אשר צפויים להשתפר בטווח הבינוני - ארוך

נכון ל-30.6.17, ההפסד הנקי של החברה הסתכם בכ-2 מיליון ש"ח. רווחיות זו, הבאה לידי ביטוי בשנת 2017, פוגעת ביחסי הכיסוי של החברה אשר הינם שליליים בטווח הזמן הקצר. בטווח הבינוני - ארוך, עם מכירת מלאי נוסף וכניסה לפרוייקטי מחיר למשתכן, יחסים אלו צפויים להשתפר, כך שה-FFO צפוי להיות חיובי.

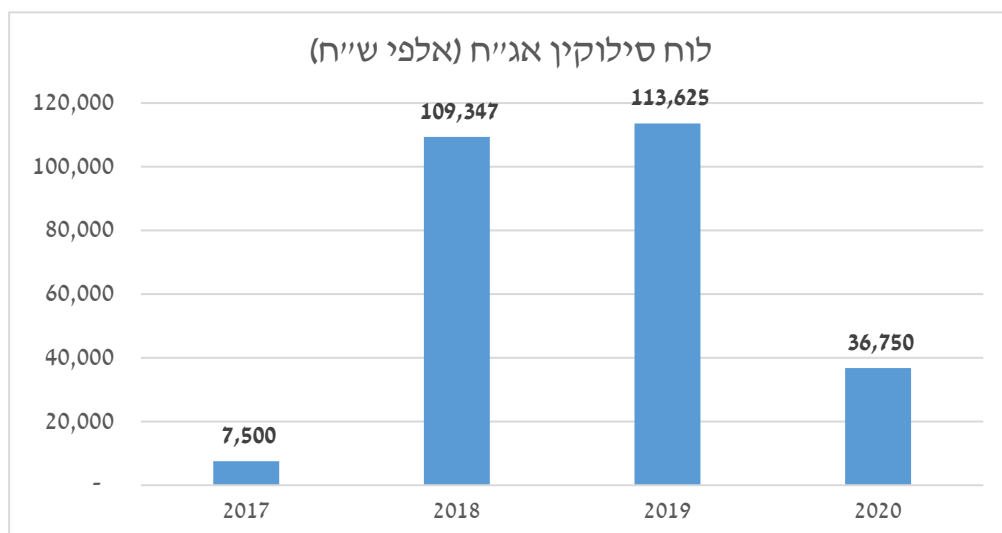
יתרות נזילות וגמישות פיננסית ההולמות את רמת הדירוג. לחברה עומס פרעונות בלוח סילוקין של סדרות האג"ח בשנים 2018-2019, כאשר בגין סדרות אלו קיים שעבוד על עודפי החברה בפרוייקטים

יתרות הנזילות של החברה, נכון ל-30.6.17, מסתכמות בכ-19 מיליון ש"ח (כאשר קיימים כ-6 מיליון ש"ח נוספים מהווים מזומנים מוגבלים לפרעון אג"ח ו' בסך כ-10 מיליון ש"ח, ביולי 2017). בנוסף, ב-08/2017 התקשרה החברה בדבר העמדת מסגרת אשראי בסך של עד 20 מיליון ש"ח, תמורת שעבוד זכויותיה בקרקע בנתניה בה לחברה היתר להקמת יחידות נופש. כמו כן, החברה מחזיקה ב-50% במרכז מסחרי בכפר סבא המאפשר לחברה גמישות פיננסית מסוימת. כן, לחברה יתרות מלאי בהיקף של כ-127 מיליון ש"ח בדוחות הכספיים המהווה מקור תזרימי מהותי לחברה.

נכון למועד הדוח, לחברה 6 סדרות אג"ח (ו', ח', י', יא', יב', יג'), כאשר ביולי 2017 החברה גייסה אג"ח יג' בסך 57.5 מיליון ש"ח, במטרה לפרוע בפרעון מוקדם את סדרת אג"ח ט'. בגין כל אחת מהסדרות, ישנה בטוחה של שעבוד עודפים בפרוייקט של החברה (כאשר לסדרת אג"ח י' ישנה בטוחה של עודפים ב-2 פרויקטים). נכון ל-30.6.17, על פי מידע שנמסר מהחברה, יחס העודפים המשוקלל לאג"ח מסתכם בכ-1.18.

⁴ בפרוייקטים במודיעין ובאשקלון, החברה זכאית למכור 30% מיחידות הדיור בתנאי שוק.

להלן לוח הסילוקין קרן האג"ח של החברה⁵:



⁵ הסכומים המוצגים הינם לאחר פרעון קרן אג"ח ו' בסך של כ-10 מיליון ש"ח ב-31.7.17 וכן לאחר פרעון אג"ח ט' בסך של כ-39 מיליון ש"ח ב-17.9.17.

אופק הדירוג**גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:**

- מימוש יתרות המלאי של החברה ויצירת תזרים מזומנים מהדירות שבנייתן נסתיימה לקראת עומס הפרעונות בשנים 2018-2019

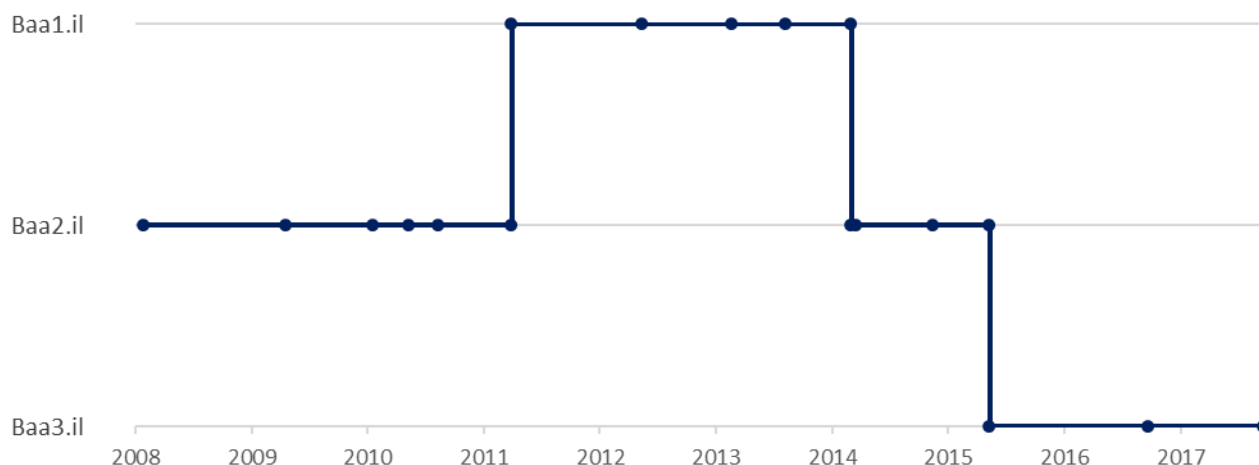
- שיפור ברווחיות החברה באופן כללי ורווחיות הפרוייקטים בביצוע בפרט
- שיפור ביחסי הכיסוי של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי עמידה בתכנון שיווק הפרוייקטים ומכירת מלאי
- עיכוב במימוש נכסי החברה שאינם בפעילות הליבה
- שחיקה ביחסי המינוף של החברה

אודות החברה

חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ הוקמה כחברה פרטית בשנת 1985 ועוסקת בתחום הבניה בישראל. בשנת 1993 מניות החברה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. תחום פעילותה העיקרי של החברה הינו ייזום והקמת פרויקטים לבניה, בעיקר למגורים. נכון למועד הדו"ח, כ-83% ממניות החברה מוחזקות בידי עמרם פרץ ויורשי אברהם פרץ (ז"ל).

היסטוריית דירוג**דוחות קשורים**

[בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ - מעקב - ספטמבר 2016](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2017](#)

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

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

28.09.2017	תאריך דוח הדירוג:
22.09.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
30.01.2008	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ	שם יוזם הדירוג:
בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות 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>