



קבוצת א. דורי בע"מ

פעולת דירוג מאי 2010

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח – אנליסט
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד-חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

קבוצת א. דורי בע"מ

דירוג ISSUE ודירוג ISSUER	דירוג: A3	אופק הדירוג: שלילי
---------------------------	-----------	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרות האג"ח ב', ג', ד, ו- ה' שבמחזור, אותן הנפיקה קבוצת א. דורי בע"מ, (להלן: "א.דורי" או "החברה") ומותירה את אופק הדירוג שלילי. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרת אג"ח חדשה בסך של עד 70 מיליון ₪, לפירעון בתשלומים שווים במהלך תקופה של בין שבע לתשע שנים החל משנת 2012. תמורת הגיוס מיועדת לפירעון קרן אג"ח שמועד פירעונה חל במהלך השנה הקרובה. לצורך הבטחת ייעודה של האג"ח, תפקיד החברה את כספי הגיוס בפיקדון ייעודי שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 או באג"ח מדינת ישראל וזאת עד למועד השימוש בכספים אלו.

בנוסף, הדירוג חל על הנפקת עד 106 מיליון ₪ נוספים מהסדרה החדשה כנגד החלפת סדרות ב' ו- ג' בהיקף יחס המרה של עד 1:1.11, כך שיוחלפו אגרות חוב בהיקף של עד 96 מיליון ₪ מיתרת הערך בספרים של אג"ח ב' ו- ג' נכון למועד דוח דירוג זה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13.05.2010. 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 האג"ח במחזור של החברה:

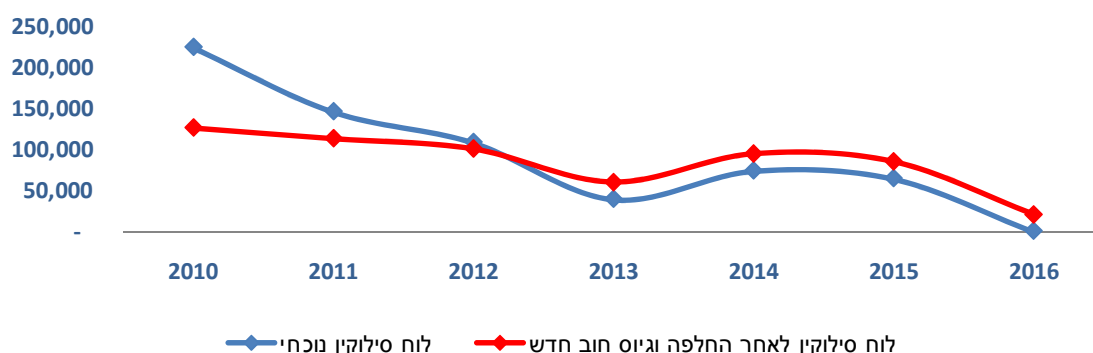
שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.09 (אלפי ש"ח)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג ליום 31.12.09 (אלפי ש"ח)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2008-2012	47,965	מדד	5.25%	42,019	3/2005	4730057	אג"ח ב'
2008-2012	155,449	מדד	6.25%	136,977	3/2005	4730065	אג"ח ג'
2011-2014	133,756	מדד	8.9%	125,000	4/2008	4730107	אג"ח ד'
2014-2015	96,500	-	ריבית אג"ח ממשלתי + 4.9%	100,000	08/2009	4730115	אג"ח ה'

דירוג סדרת האג"ח נתמך בטעמים הבאים: שיפור בפעילות הייזום בחו"ל ופעילות הבניה בישראל; יציבות ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה אשר צפויים להשתפר בעקבות הנפקת ההון בחברת בת של החברה (א. דורי בניה בע"מ); לחברה קופת מזומנים אשר יש בה כדי לענות על צרכי המימון השוטפים של החברה בטווח הבינוני; גמישות פיננסית סבירה המתבססת על החזקת מניות סחירות בלתי משועבדות של חברות בנות; פיזור פעילויות בתחום הנדל"ן מקטין סיכון ומאפשר סינרגיה בין התחומים השונים; ניסיון רב של בעלת השליטה בחברה, החברה נהנית ממוניטין וותק בעיקר בתחום ביצוע הבניה והינה מבין החברות הישראליות המובילות בתחום זה בישראל.

המשך קביעת האופק השלילי משקף את פעילות החברה אשר טרם יצרה תזרים פרמננטי (FFO) חיובי. בהתאם לתחזיות החברה והאסטרטגיה בה היא נוקטת, צופה החברה המשך צמיחה בנפח הפעילות ושיפור ברווחיות בטווח הבינוני – ארוך אשר אף אמור להתבטא בשיפור התזרים הפרמננטי של החברה. מידרוג תבחן במהלך השנה הקרובה את המשך פעילות החברה אשר אמורה להוביל לשיפור בתזרים הפרמננטי של החברה.

מידרוג רואה בחיוב את פעולת החלפת החוב אשר אמורה להקטין את עומס הפירעונות בטווח הקצר, בעיקר לשנים 2010 – 2012.

השפעת החלפת הסדרות על לוח הסילוקין של החברה נכון ל- 31.12.2009 (באלפי ₪)



התפתחויות עיקריות¹

תחומי פעילות העיקריים של החברה הינם ייצום וביצוע של פרויקטי נדל"ן בארץ ובחו"ל וכן לחברה פרויקט בתחום תשתיות האנרגיה בישראל.

יציבות בנפח הפעילות ושיפור ברווחיות בתחום הביצוע בישראל

פעילות הביצוע של החברה, המרוכזת תחת החברה הבת - א. דורי בניה בע"מ (להלן: "דורי בניה"), רשמה יציבות במספר הפרויקטים ובהכנות שהסתמכו על כ - 841 מיליון ₪ בשנת 2009 לעומת 847 מיליון ₪ בשנת 2008. אולם צבר ההזמנות גדל באופן משמעותי ועומד על כ - 1.9 מיליארד ₪ נכון למועד דוח דירוג זה, לעומת כ - 1.4 מיליארד ₪ ליום 31.12.2008. את הגידול הנ"ל ניתן לייחס הן לצמיחה במגזר עבודות הגמר (ראה להלן) והן לצמיחת ההכנסות מבניית פרויקטים מורכבים אשר מאופיינים בהיותם בעלי היקף הכנסות משמעותי יותר.

שיעור הרווחיות הגולמית של החברה במגזר פעילות זה השתפר מכ - 5% לכ - 7% והינו ממוצע לענף ועומד על כ - 7% כך שהרווח הגולמי גדל מכ - 42 מיליון ₪ לכ - 58 מיליון ₪ באותה התקופה.

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח פעולת הדירוג שנערך באוגוסט 2009.

השיפור בתוצאות חטיבת הביצוע של החברה נובע, כאמור, מגידול בהיקף הפרויקטים אותם מבצעת החברה וכן כתוצאה משיפור פעילותה של חברת רום גבס חיפוי וקירוי (1997) בע"מ (להלן: רום גבס) – חברה בת של א. דורי בניה, העוסקת בעבודות גמר לפרויקטים אשר הניבו לחברה רווחיות גולמית גבוהה יותר מאשר פעילות הבניה ברמת המעטפת. להערכת החברה, מגמה זו צפויה להמשיך בעתיד כך שחלקה של רום גבס בפעילות הבניה של החברה צפוי לצמוח וכתוצאה החברה צופה גידול בהכנסות והרווח הגולמי ממגזר פעילות זה. יצוין, כי פעילות זו מקטינה במידה מסוימת את חשיפתה של החברה למצב ענף בניית הדירות למגורים על ידי יצירת מקור הכנסה בעל פוטנציאל צמיחה דווקא בתקופות משבר, בשל נטייתם של ציבור בעלי המשרדים והדירות לבצע שיפוצים בנכסים הקיימים במקום לרכוש/להשכיר נכסים חדשים בעתות משבר. כמו כן, ההחזקה בחברת רום גבס משפרת את יכולת החברה להתחרות בקבלני ביצוע אחרים לאור יכולתה לבצע גם את עבודות הגמר.

חיזוק ההון עצמי של החברה באמצעות הנפקת מניות של דורי בניה והגדלת נזילות בחברה כתוצאה מההנפקה

ביום 10 במרץ 2010, הונפקו ניירות ערך של דורי בניה ומניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. לפיכך, דורי בניה הפכה להיות חברה ציבורית ואחזקות החברה בדורי בניה ירדו מכ – 95.5% לכ – 71.47%. תמורת ההנפקה עמדה על כ – 58 מיליון ₪.

הרעה בתוצאות פעילות הייזום בישראל בשל אי הכרה בהכנסה ממספר פרויקטים עקב היותם בשלב הבניה; תחום פעילות זה הינו בעל שיעורי רווחיות נמוכה לעומת כלל הענף

נכון ליום 31.12.2009, פעילות הייזום בישראל כוללת 4 פרויקטים הנמצאים בשלבי ביצוע שונים, בשטח כולל של כ- 170 אלף מ"ר, לבניית כ- 820 יחידות דיור ופארק משרדים, הצפויים לתרום הכנסות של כ- 1.35 מיליארד ₪ ורווחיות גולמית של כ – 18%. כמו כן, לחברה 6 פרויקטים יזמיים בשלבי תכנון. בגין הפרויקטים בתכנון, החברה מחזיקה במלאי קרקעות לבניה אשר אמורות לשמש כעתודות לפרויקטים בשנים הבאות, בסכום של כ – 34 מיליון ₪. מרבית סכום זה מיוחס לקרקעות שנרכשו על ידי החברה במסגרת עסקאות קומבינציה או כחלק מתוכניות פינוי בינוי של נכסים על מנת להקטין את הסיכון היזמי והמינוף האינהרנטי לעסקאות אלו.

מתוך הפרויקטים בביצוע, החברה צופה את השלמתם של שלבים מסוימים מהפרויקטים הנ"ל בשנת 2010 וכן את סיומו של הבניין האחרון בפרויקט TOP 5, הכולל בניית 5 בניינים בני 287 יחידות דיור.



החברה צופה להכיר בהכנסות של כ – 100 מיליון ש"ח ורווח גולמי בשיעור של כ- 14% בגין הפרויקטים בביצוע בשנת 2010.

תחום הייזום בישראל הניב רווחיות גולמית של כ – 10% בלבד בשנת 2009, אשר הינה נמוכה ביחס למקובל בענף. את הרווחיות הנ"ל ניתן ליחס בין היתר לכך שבשל הימצאות מירב הפרויקטים של החברה בשלבי בניה, לא ניתן היה להכיר בהכנסות שנבעו מפרויקטים אלו. לחברה מקדמות המיוחסות לפעילות הייזום בישראל בגובה של כ – 88 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2009, לעומת 128 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2008. ניתן לייחס את העובדה שמרבית הפרויקטים טרם הסתיימו לכך שבעת המשבר הפיננסי בשנת 2008 ותחילת שנת 2009, החברה האטה את קצב בניית הפרויקטים החדשים בשל תנאי אי הוודאות אשר אפיינו את הענף. אף על פי כן, גם בהתחשב ברווחיות הצפויה מהפרויקטים בבניה של החברה, שיעור הרווחיות הינו ממוצע עד נמוך ביחס לענף.

תחום הייזום בחו"ל – שיפור בתוצאות החברה בפולין למרות ירידה ברווחיות הגולמית, צמצום שאר פעילותה בחו"ל

לחברה 27 פרויקטים בייזום בפולין, לבניית כ- 5,300 יחידות דיור, הצפויים לתרום הכנסות של כ- 3.7 מיליארד ₪ (מתוכם כ – 7 פרויקטים נמצאים בשלבי ביצוע שונים – ראה להלן). החברה פועלת במדינה באמצעות חברת Ronson Europe N.V. (להלן: רונסון), המוחזקת בשרשור בכ- 32.11% על ידי החברה. כמו כן, לחברה מספר פרויקטים בבולגריה, סלובקיה ואוקראינה. לאור המצב הכלכלי במדינות אלו, החליטה החברה להקטין את חשיפתה למדינות אלה ובכוונתה לממשן ולא להרחיב את הפעילות.

במסגרת פעילות רונסון, החברה נמצאת בשלבי בנייה שונים ל-7 פרויקטים, כאשר המרכזיים שבהם הינם Galileo בפוזנן, אשר בנייתו הושלמה וצפוי להניב הכנסות בהיקף של כ- 170 מיליון ₪ ורווח גולמי של כ- 37%, Gemini בוורשה, הצפוי להיבנות בשני שלבים ולהניב הכנסה בהיקף של כ- 296 מיליון ₪ (143 מיליון ₪ בשלב הראשון אשר צפוי להסתיים בשנת 2010) ורווח גולמי של כ – 33% (27% בשלב הראשון) ו Imaginaruim בוורשה אשר מחולק לשלושה שלבים (שני השלבים הראשונים הושלמו עד למועד דוח דירוג זה) ולהניב הכנסה של כ – 180 מיליון ₪ (130 מיליון ₪ בשני השלבים הראשונים) ורווח גולמי של כ – 35% (כ – 39% בשני השלבים הראשונים).

גידול במכירות הדירות בחו"ל- פולין סבלה לקראת סוף 2008, מהאטה משמעותית בתחום הנדל"ן, כאשר בשנת 2009 חל שיפור בתחום זה ובהתאם לקצב המכירות ברבעון הראשון של שנת 2010, מגמה זו צפויה להמשיך. כך למשל, החברה מכרה 291 יחידות דיור בשנת 2009 לעומת 170 יחידות

דיוור בשנת 2008 וברבעון הראשון של שנת 2010, קצב המכירות השנתי עמד על כ- 350 יחידות דיוור. מחיר הדירות הממוצע ליחידות שנמכרו על ידי החברה בפולין, עלו בכ- 44.6% ממועד דוח פעולת הדיוור הקודם עד למועד דוח דיוור זה (מכ- 484 אלפי זלוטי ביולי 2009 לכ- 700 אלפי זלוטי נכון למרץ 2010). יצוין, כי לאחר עליית מחירי הדירות הנ"ל, רמת המכירים הינה דומה לזו שהייתה בתחילת שנת 2009. אף על פי כן, גם כיום החברה מקצה משאבים משמעותיים יותר למאמצי שיווק אגרסיביים מאשר בעבר, כולל הנחות ומבצעים. האמור קיבל ביטוי בשולי הרווחיות הגולמית של החברה אשר ירדה לכ- 35% בשנת 2009 לעומת 44% בשנת 2008.

השיווק של Imaginarium III החל לאחרונה לאחר השלמת בניית I + II. Imaginarium I השיווק ב- Constants I - Gardenia החל לאחרונה מכיוון שאלו פרויקטים קטנים בהיקפם ביחס לפעילות רונסון.

שיעורי מכירות פרויקטים בשלב השיווק בפולין				
פרויקט	שיעור השלמה 31.12.2009	שיעור מכירות 31.03.2009	שיעור מכירות 31.12.2009	שיעור מכירות 30.04.2010
Galiieo	100%	32%	63%	74%
Gemini I	77%	11%	56%	76%
Nautica I	86%	32%	68%	91%
Imaginarium I+II	100%	69%	92%	97%
Imaginarium III	3%	0%	0%	20%
Constans	89%	0%	6%	6%
Gardenia	84%	0%	0%	27%

התפתחות החברה בתחום האנרגיה

החברה שותפה בפרויקט לתכנון הקמת תחנת כח פרטית לייצור חשמל, בהספק של כ-800 מגה וואט באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי, באמצעות החזקה של כ- 18.75% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד").

דוראד נמצאת בשלבים מתקדמים לקראת סגירה פיננסית. החברה התקשרה ונמצאת במו"מ מתקדם למערכת הסכמים המגדירים את מערכת חלוקת האחריות והסיכונים בין הצדדים השונים המעורבים בהקמת תחנת הכוח. בשלב זה, השקעת החברה בדוראד אינה מהותית לפעילות החברה. החברה אינה צופה השקעה מהותית ממקורותיה הנוכחיים בדוראד, אלא באמצעות מימון זר. במידה והחברה תידרש לבצע השקעות הוניות מהותיות בפרויקט, מידרוג תיבחן את השלכות ההשקעות על דירוגה של החברה.

קבוצת א. דורי בע"מ – יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.12.2009 (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	פרופורמה הנפקת הון *	פרופורמה לאחר הגדלת חוב **	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
207,170	334,164	309,668			הכנסות ממכירת בניינים וקרקעות
663,184	846,820	840,562			הכנסות מביצוע עבודות
3,665	4,007	3,532			הכנסות משכירות
874,019	1,184,991	1,153,762			סך הכנסות
69,311	65,749	44,240			רווח גולמי ממכירת בניינים וקרקעות
36,121	41,988	58,847			רווח גולמי מביצוע עבודות
107,581	111,038	106,115			רווח גולמי
33%	20%	14%			% רווח גולמי ממכירת בניינים
5%	5%	7%			% רווח גולמי מביצוע עבודות
34,746	29,006	49,481			רווח תפעולי
41,170	34,559	54,737			EBITDA
2,371	62,358	9,476			הכנסות מימון
75,990	63,760	57,746			הוצאות מימון
68,697	16,957	-517			רווח (הפסד) נקי
64,060	14,258	-4,655			רווח (הפסד) נקי בנטרול שערך נדל"ן
675,276	663,904	667,654	667,654	677,654	חוב פיננסי
166,466	145,965	170,478	228,478	228,478	יתרות נזילות ***
508,810	517,939	497,176	439,176	449,176	חוב פיננסי נטו
1,010,309	947,856	982,153	1,040,153	1,050,153	CAP
843,843	801,891	811,675	811,675	821,675	CAP נטו
310,868	276,675	305,253	363,253	363,253	הון עצמי
1,504,345	1,445,888	1,485,966	1,543,966	1,553,966	סך מאזן
1,365,836	1,268,539	1,339,767	1,397,767	1,407,767	סך מאזן בניכוי מקדמות
66.8%	70.0%	68.0%	64.2%	64.5%	חוב ל - CAP
60.3%	64.6%	61.3%	54.1%	54.7%	חוב נטו ל - CAP
20.7%	19.1%	20.5%	23.5%	23.4%	הון עצמי למאזן
22.8%	21.8%	22.8%	26.0%	25.8%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות
-171,412	37,652	35,673			CFO
-2,275	14,878	-6,609			**** FFO
שלילי	45	שלילי			חוב ל - FFO
שלילי	35	שלילי			חוב נטו ל - FFO
0.54	0.54	0.95			EBITDA להוצאות מימון, נטו

* כאמור לעיל, דורי בניה ביצעה הנפקה לציבור של כ - 25% ממניותיה תמורת כ - 58 מיליון ₪. ** בהנחת החלפת כל סדרות ב' ו - ג' בסדרה החדשה ביחס המרה של 1.11:1 *** בנטרול סכומים שהופקדו בחשבונות לליווי פרויקטים בנקאיים. **** ה - FFO לשנת 2008 כלל נטרול הוצאות חד פעמיות בהתאם להערכות החברה אשר נבעו מהליך הרה-ארגון אשר כלל סגירות מטות בחו"ל וסגירת פרויקטים לא רווחיים.



שחיקה ברווח הנקי בעיקר בשל גידול בהוצאות המימון, נטו. לעומת זאת עלייה ברווח התפעולי בגין שיפור מבנה הוצאות המטה לאחר השלמת רה-ארגון בחברה

למרות שחלה ירידה קטנה ברווח הגולמי שהציגה החברה (בעיקר עקב פערי עיתוי בהכרה בהכנסה ממכירת מלאי דירות עקב אי השלמת חלק ניכר מהפרויקטים), החברה הציגה שיפור ניכר ברווח התפעולי בשל רה ארגון שנערך בחברה בשנת 2008 והחל להשיא פרי בשנת 2009. אף על פי כן, עלייה חדה בהוצאות מימון, נטו, הביאה לשחיקה ברווחיות החברה כך שלחברה ישנו הפסד נקי בנטרול שערוכים של כ – 4.7 מיליון ₪ בשנת 2009, לעומת רווח נקי בנטרול שערוכים של כ – 14.3 מיליון ₪ בשנת 2008. הגידול בהוצאות המימון, נטו, נובע בעיקר מקיטון בהכנסות מימון מסעיפים שאינם תזרימיים כגון שערוכים של מכשירים פיננסים ורווח מפדיון מוקדם של אג"ח. יצוין, כי הוצאות המימון דווקא ירדו בין שנת 2009 לשנת 2008 וכן תשלומי הריבית התזרימיים, נטו ירדו בכ – 1.5 מיליון ₪ באותה התקופה.

יחסי איתנות סבירים לדירוג החברה

יחס חוב ל- CAP של החברה, ליום 31.12.2009 עומד על כ – 67.98% לעומת כ – 70% ליום 31.12.2009. כמו כן, יחס ההון לסך מאזן עלה מעט למרות שבניכוי המקדמות מסך המאזן, ישנה ירידה קלה ביחס למועד דוח הדירוג הקודם, אך עדיין ישנה עליה ביחס ליום 31.12.2009. יחסי האיתנות הושפעו לשלילה מהרווחיות הנמוכה של החברה אך בשל עליית שער החליפין של הזלוטי אל מול השקל (אשר הגדילה את הונה של החברה בכ – 9 מיליון ₪) ובשל הנפקת ההון בחברת ברונסון בשנת 2009 אשר הגדילה את הונה של החברה בכ – 17 מיליון ש"ח, הונה העצמי של החברה עלה בשנת 2009 בכ – 28.5 מיליון ₪. בהתאם לאסטרטגית החברה, מידרוג צפתה את השיפור הנ"ל ביחסי האיתנות במועד דוח הדירוג הקודם. כמו כן, מידרוג מצפה כי מגמה זו, תימשך גם בשנת 2010 בייחוד לאור גיוס ההון של כ – 58 מיליון ₪ מהנפקת מניות דורי בניה (ראה לעיל).

FFO שלילי בשנת 2009 אשר הושפע לרעה מאי השלמת חלק ניכר מהפרויקטים בתחום הייזום בישראל ובפולין. לחברה יחס כיסוי חיובי של EBITDA להוצאות מימון, נטו

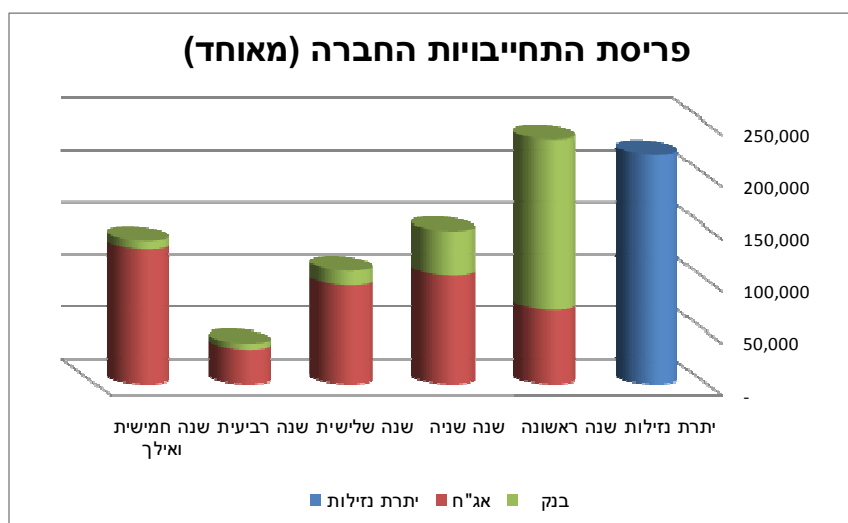
לחברה FFO שלילי בגובה של כ – 6.7 מיליון ₪. הסכום הנ"ל הושפע לרעה מכך שפרויקטים מרכזיים של החברה בתחום הייזום בישראל ובפולין טרם הסתיימו ולפיכך ההכנסות בגינם טרם הוכרו (ראה לעיל). כפי שניתן לראות מטבלת הנתונים הפיננסים, המחזור התפעולי הארוך של השלמת הפרויקטים היזמיים וכמות פרויקטים הנמוכה באופן יחסי בישראל, מביאים לתנודתיות גבוהה ב – FFO. לפיכך, ה – FFO המייצג את הפעילות הפרמננטית של החברה בטווח הארוך הינו גבוה באופן

משמעותי מזה המוצג בשנת 2009. בנוסף, המשך יישומה של התוכנית האסטרטגית של החברה צפוי לשפר את התזרים מפעילות הליבה בטווח הארוך.

כמו כן, יצוין כי לחברה תזרים מזומנים חיובי בהיקף של כ- 36 מיליון ₪, מפעילות שוטפת (CFO), הנובע בין היתר ממכירת מלאי דירות למגורים אשר טרם הוכרו כהכנסות בחברה כאמור לעיל.

נזילות סבירה ביחס לחלויות השוטפות של החברה גמישות פיננסית גבוהה עקב החזקה במניות לא משועבדות של רונסון דורי בנייה

נכון ליום 31.12.2009, היקף החלויות השוטפות של החברה בשנת 2010, עומד על כ- 235 מיליון ₪, הכולל פירעון קרן אג"ח בהיקף של כ- 71 מיליון ₪ (כאמור גיוס האג"ח החדש בהתאם לדוח דירוג זה ישמש למחזור פירעון זה). יתרת סכום הפירעון לשנת 2010- היקף של כ- 164 מיליון ₪ מורכבת מהלוואות במסגרת ליווי פרויקטים, המשולמות במסגרת התקדמותם ויתרת חוב אשראי מתגלגל. מתוך סכום זה, הלוואה של כ- 82 מיליון ₪ אשר נלקחה על ידי דורי בנייה, נפרעה לאחר הנפקת מניות דורי בנייה. נציין כי לחברה יתרת נזילות בהיקף של כ- 170 מיליון ₪ בנוסף לכ- 50 מיליון ₪ בפיקדונות לליווי פרויקטים אשר צפויים להשתחרר במהלך שנת 2010 ולכ- 58 מיליון ₪ שהתקבלו עבור הנפקת דורי בנייה. יתרה מכך, נכון ליום 31.12.2009 לחברה יתרת מסגרת אשראי כספי לא מנוצלת בסך של כ- 50 מיליון ₪ ומסגרת ערבויות לא מנוצלת בסך של כ- 136 מיליון ₪. כמו כן, החברה מחזיקה בכ- 31.5% ממניות רונסון אשר אינן משועבדות ונכון למועד דוח דירוג זה נסחרות לפי שווי של כ- 200 מיליון ₪ וכן בכ- 71.47% ממניות דורי בנייה אשר אינן משועבדות ונכון למועד דוח דירוג זה נסחרות לפי שווי של כ- 150 מיליון ₪.



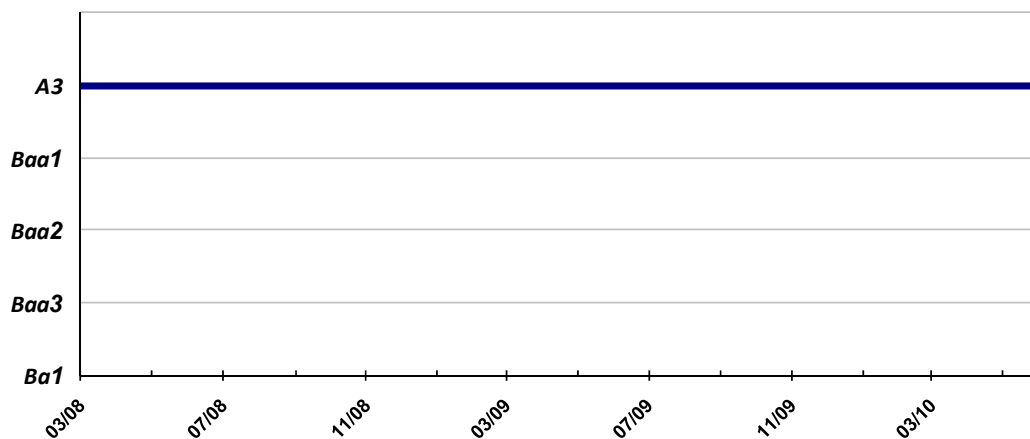
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור ברווחיות ובשולי הרווח בפרויקטים, הן בתחום קבלנות ביצוע והן בתחום הייזום
- יצירת תזרים פרמנטטי חיובי ויציב בהתאם לתחזיות החברה
- חיזוק משמעותי של נתוני האיתנות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- עלייה ביחס החוב ל- CAP מעבר לשיעור של 70%
- שינויים מהותיים במבנה הבעלות בחברה ובניהול
- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילותה
- קיטון יתרת המזומנים בקופה מתחת ל- 10% מחובה הפיננסי של החברה

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

קבוצת א. דורי בע"מ (להלן: "א. דורי" ו/או "החברה"), לשעבר א. דורי חברה לעבודות הנדסיות בע"מ, החלה את פעילותה בשנת 1961. החל מספטמבר 2007, נמצאת בשליטה משותפת של קבוצת אורי דורי וגזית גלוב. החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות ותאגידים בשליטתן, בניהול וביצוע של פרויקטים קבלניים ובייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל. החברה שותפה בפרויקט לתכנון הקמת תחנת כח פרטית לייצור חשמל בהספק של כ-800 מגה וואט באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי, באמצעות החזקה של כ- 18.75% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ.

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 בצידוד, 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

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	<i>Ca</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	<i>C</i>	

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") 2009.

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 במישורין 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודיס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.