



קבוצת א. דורי בע"מ

דוח פעולת דירוג - ינואר 2012

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיון, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

קבוצת א. דורי בע"מ

דירוג ISSUER ודירוג A3	דירוג: A3	אופק הדירוג: יציב
------------------------	-----------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 באופק יציב לסדרות האג"ח ב', ג', ד, ה' ו-ו' שבמחזור, אותן הנפיקה קבוצת א. דורי בע"מ (להלן: "א.דורי" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה או הרחבת סדרה קיימת בסך של עד 80 מיליון ₪ ע.ב. אשר תשמש לפעילות השוטפת. סכום גיוס זה מחליף את סכום הגיוס שאושר בדוח פעולת הדירוג שפורסם בחודש אוגוסט 2011.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 19.1.2012. 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.

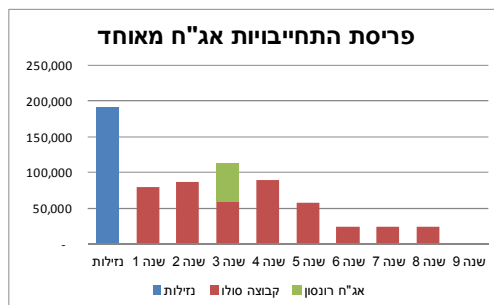
להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.11 (אלפי ₪)	שנת פירעון האג"ח
ב'	4730057	מרץ 05	5.25%	מדד	9,980	2007-2012
ג'	4730065	מרץ 05	6.25%	מדד	26,807	2008-2012
ד'	4730107	אפר 08	8.90%	מדד	105,762	2011-2014
ה'	4730115	אוג 09	4.9% + מרווח אג"ח ממשלתי	-	97,775	2014-2015
ו'	4730123	יוני 10	6.80%	מדד	193,462	2012-2019
433,786						

הדירוג נסמך, בין היתר, על שיפור במגזרי הפעילות העיקריים של החברה, אשר חלקו (בייחוד במגזר הייזום בישראל) טרם קיבל ביטוי מלא בדוחות הכספיים; העברת השליטה בחברה לחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) בע"מ (להלן: "גזית פיתוח") מקבוצת גזית-גלוב בע"מ; שיפור ברמות המינוף של החברה וצפי להמשך מגמה זו בין היתר, לאור הנפקת הזכויות בהיקף של כ-27 מיליון ₪; צפי לתזרים משמעותי מהתקדמות פרויקטים בתהליך של ייזום בניה למגורים בישראל ובפולין, גידול בצבר ההזמנות החתום בתחום קבלנות הביצוע וכן הסכם לביצוע עבודות הנדסה אזרחית בתחנת כח פרטית באשקלון של דוראד אנרגיה בע"מ. המקורות הנ"ל צפויים לתרום לשיפור יחסי הכיסוי ולדיווח על רווחים ניכרים; פיזור פעילויות בתחום הנדל"ן מקטין סיכון ומאפשר סינרגיה בין התחומים השונים. מנגד, מידרוג מצפה כי החברה תפעל לצמצם את הוצאות המטה, דמי ניהול ותשלומי הריבית ביחס להיקף פעילותה על מנת להבטיח כי השיפור יהיה בעל אופי פרמננטי.

מכיוון שלהערכת מידרוג לא חל שינוי מהותי בפרופיל הסיכון של החברה מאז דוח פעולת הדירוג האחרון, לפירוט גורמי המפתח לדירוג, ראה דוח פעולת דירוג מחודש אוגוסט 2011.¹

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il



התפתחות התוצאות הכספיות

קבוצת א. דורי בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.09.2011 (אלפי ₪)

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.09.2010	30.09.2011	הנפקת זכויות שהושלמה	פרפורמה לגיוס אג"ח **	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
334,164	309,668	309,478	220,743	55,041			הכנסות ממכירת בניינים וקר קעות
846,820	840,562	1,029,341	728,985	986,113			הכנסות מביצוע עבודות
1,184,991	1,153,762	1,341,324	951,776	1,042,041			סך הכנסות
65,749	44,240	57,876	38,748	1,000			רווח גולמי ממכירת בניינים וקר קעות
41,988	58,847	80,860	54,784	68,963			רווח גולמי מביצוע עבודות
111,038	106,115	140,904	95,173	70,181			רווח גולמי
29,006	47,582	56,451	33,973	94,750			רווח תפעולי
16,957	-517	16,388	-1,748	67,955			רווח נקי
663,904	667,654	731,794	660,878	636,370	636,370	716,370	חוב פיננסי
517,939	497,176	462,959	455,010	475,167	448,167	528,167	חוב פיננסי נטו
947,856	982,153	1,101,484	1,014,652	1,051,884	1,078,884	1,158,884	CAP
801,891	811,675	832,649	808,784	890,681	890,681	970,681	CAP נטו
276,675	305,253	362,375	345,469	406,527	433,527	433,527	הון עצמי
177,349	146,199	117,425	81,469	291,098			מקדמות מרוכשי דירות
70.0%	68.0%	66.4%	65.1%	60.5%	59.0%	61.8%	חוב ל - CAP
64.6%	61.3%	55.6%	56.3%	53.3%	50.3%	54.4%	חוב נטו ל - CAP נטו
21.8%	22.8%	22.6%	24.5%	24.6%	25.9%	24.7%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות
31,473	27,363	69,844	45,776	13,260			EBITDA Adj *
31,860	48,700	61,874	38,390	101,821			EBITDA
37,652	35,673	60,048	-46,084	42,731			CFO
-22,728	-6,609	10,535	724	17,003			FFO
14,878	-6,609	10,535	724	-15,497			FFO Adj *
16.3	10.2	7.5	8.9	3.5			חוב נטו ל- EBITDA בגילום שנתי
16	18.2	6.6	7.5	26.9			חוב נטו ל- EBITDA Adj בגילום שנתי
0.6	0.6	1.9	1.8	0.9			EBITDA Adj ל הוצאות מימון נטו
שלילי	שלילי	43.9	471	21			חוב נטו ל - FFO בגילום שנתי

* FFO ו- EBITDA Adj - לצורך הצגת פעילות פרמנטית בשנת 2011 הינם בניכוי הכנסות דמי יזום ורווח ממכירת 40% לקרן אלומי בין האחזקה בדוראד, ה - FFO לשנת 2008

כלל נטרול הוצאות חד פעמיות, בהתאם להערכות החברה, אשר נבעו מהליך הרה-ארגון. כמו כן נטרול הכנסות/הוצאות אחרות בין רווח ממכירת מוזקקות והפחתת קרקעות **
עמודת הפרפורמה חושבה על בסיס גיוס אג"ח של כ - 80 מיליון ₪. הנפקת הזכויות הינה בהתאם להנפקה שהושלמה ע"י החברה

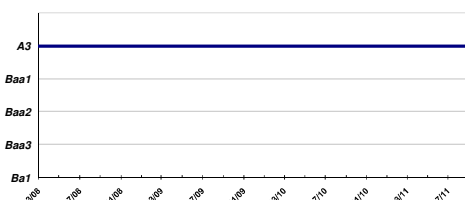
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- המשך שיפור ברווחיות ובשולי הרווח בפרויקטים, הן בתחום קבלנות ביצוע והן בתחום הייזום
- עמידת החברה בתוכניות ליצירת תזרים פרמננטי חיובי ויציב וחיזוק משמעותי של יחסי האיתנות

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- עלייה ביחס החוב ל- CAP מעבר לשיעור של 70%
- שינויים מהותיים במבנה הבעלות בחברה ובניהול
- כניסה לפרויקטים יזמיים משמעותיים המגדילים את פרופיל הסיכון
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות
- אי שמירת נזילות מספקת לצורך פירעון החלות השוטפת

היסטוריית דירוג



אודות החברה

קבוצת א. דורי בע"מ, החלה את פעילותה בשנת 1961. החל מאפריל 2011 נמצאת בשליטת קבוצת גזית-גלוב. החברה עוסקת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות ותאגידים בשליטתן, בניהול וביצוע של פרויקטים קבלניים ובייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים, בעיקר בתחום הנדל"ן, בישראל ובפולין. החברה שותפה בפרויקט לתכנון הקמת תחנת כח פרטית לייצור חשמל, בהספק של כ-800 מגה וואט, באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי, באמצעות החזקה בשרשור של כ- 11.25% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ.

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוחות קודמים: דוח מיידי פברואר 2011 ודוח פעולת דירוג אוגוסט 2011

מושגי יסוד

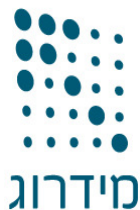
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא 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 בציד, 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 ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</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>C</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.

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 שאליו 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: CRDORY100112080M

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 נכונות, שלמות, 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. דירוגי 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.