

א. דורי בניה בע"מ

עדכון Credit Review - נובמבר 2014

1

מחברים:

אנה אייזנברג בן לולו - אנליסטית

Annaa@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

rang@midroog.co.il

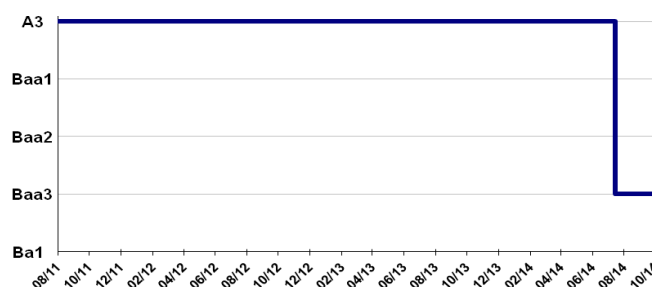
א. דורי בניה בע"מ

דירוג סדרה א'	דירוג: Baa3	עדכון Credit Review השלכות שליליות
---------------	-------------	---------------------------------------

בהמשך לפרסום דו"ח פעולת דירוג מיום 29 ליולי 2014, מידרוג מודיעה על המשך בחינת הדירוג עם השלכות שליליות (Credit Review) של סדרה אג"ח א' שבמחזור, אותה הנפיקה א. דורי בניה בע"מ (להלן: "החברה") לאור צפי להשלמת מהלכים הן של החברה והן של חברת האם שלה קבוצת א. דורי בע"מ (להלן: "דורי קבוצה") והשפעתם על פרופיל הסיכון של החברה וכן התפתחויות המשפיעות על הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה. האמור הינו, בין היתר, על רקע דיווחיה של דורי קבוצה מיום 28 ביולי 2014 בעניין בחינת אפשרויות לשינוי מבני של החברה וביניהן, בחינת אפשרות לביצוע הצעת רכש חליפין למניות החברה על ידי דורי קבוצה או מיזוג בין החברות וכיוצא ב.

בחדש יולי 2014 הודיעה מידרוג על הורדת דירוג החברה לדירוג הנוכחי וזאת בעקבות דיווחיה של החברה אודות הפסד צפוי, אשר בפועל הביא להפחתה בהון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה בסך של כ- 425 מיליון ש"ח. יחד עם זאת נציין כי גזית גלובל ישראל (פיתוח) בע"מ ("גזית ישראל") סיפקה תמיכה תזרימית משמעותית לחברה וזאת באמצעות, בין היתר, מתן קווי אשראי ישירים לדורי בניה, בהיקף כולל של 250 מיליון ש"ח. בנוסף, בהתאם לדיווחי דורי קבוצה, היא התקשרה בעסקה עם גזית ישראל במסגרתה: הומחו לדורי קבוצה בסוף חודש ספטמבר 2014 קווי האשראי האמורים; דורי קבוצה הודיעה על כוונתה לפעול להמרת 125 מיליון ש"ח מסך הלוואות הבעלים האמורות למניות רגילות של החברה; וכן נכללה בעסקה הזרמה של כ- 200 מיליון ש"ח (כ-130 מיליון ש"ח מתוכם באמצעות הנפקת הון פרטית אשר הושלמה בסוף חודש ספטמבר 2014 וכ-70 מיליון ש"ח באמצעות מסגרת אשראי שניצולה על-ידי החברה כפוף לביצוע הצעת רכש לאגרות החוב של החברה), וכל זאת הן לצורך חיזוק מבנה ההון של דורי קבוצה והן לצורך חיזוק מבנה ההון ותזרים המזומנים של החברה. נכון למועד דוח זה הועמדו לחברה על-ידי דורי קבוצה קווי אשראי בסך של 85 מיליון ש"ח מתוך הסכומים האמורים. כן דיווחה דורי קבוצה ביום 28 ביולי 2014 כי היא בוחנת מספר חלופות ביחס לאמור לעיל, ובהן חידוש הצעת רכש החליפין למניות של החברה או מיזוג בין החברות וכן הצעת רכש לאגרות החוב של החברה במחיר שלא יפחת מערך הפארי שלהן, וזאת כפוף לקבלת האישורים הנדרשים לשם כך לפי דין. כמו כן, במהלך תקופה זו החברה עברה שינויים בהנהלה הבכירה. לאור האמור, מידרוג תמשיך ותבחן את דירוג החברה ואת השפעתם של מהלכים אלו על הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה.

היסטוריית דירוג



אודות החברה

א. דורי בניה בע"מ הוקמה ביולי 1998 כחברה פרטית אשר עסקה בניהול מרכז מסחרי. בחודש ינואר 2008, במסגרת רה ארגון בקבוצה, הועברו לחברה פרויקטים של ביצוע עבודות קבלניות, כמו גם עובדים וציוד, מחברת האם - קבוצת א. דורי בע"מ. החל משנת 2010, לאחר ביצוע הנפקה ראשונה לציבור, דורי בניה הינה חברה ציבורית הפועלת כחברה קבלנית, הבונה פרויקטים בישראל, כגון מגדלי יוקרה למגורים, מגורים, משרדים, מרכזים מסחריים, מבני ציבור, מתקנים ביטחוניים וכדומה ומתמחה בבניית פרויקטים מורכבים וכן ביצוע עבודות גמר בהתאם לדרישות לקוחות הקצה.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח קודם: נובמבר 12 ואפריל 13

תאריך דוח: 13 בנובמבר 2014

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</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation</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 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 מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד 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 מצייה 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") 2014.

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. 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.