

א. דורי בניה בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2011

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 דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

א. דורי בניה בע"מ

דירוג: A3	דירוג סדרה (Issue)
-----------	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3 לסדרת אג"ח חדשה בסך של עד 70 מיליון ש"ח, שתנפיק חברת א. דורי בניה בע"מ. הסדרה תהיה בעלת מח"מ של למעלה מ-4 שנים, הריבית והקנן תהיינה צמודות למדד המחירים לצרכן. תמורת הגיוס תשמש לפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 31.08.2011, 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.

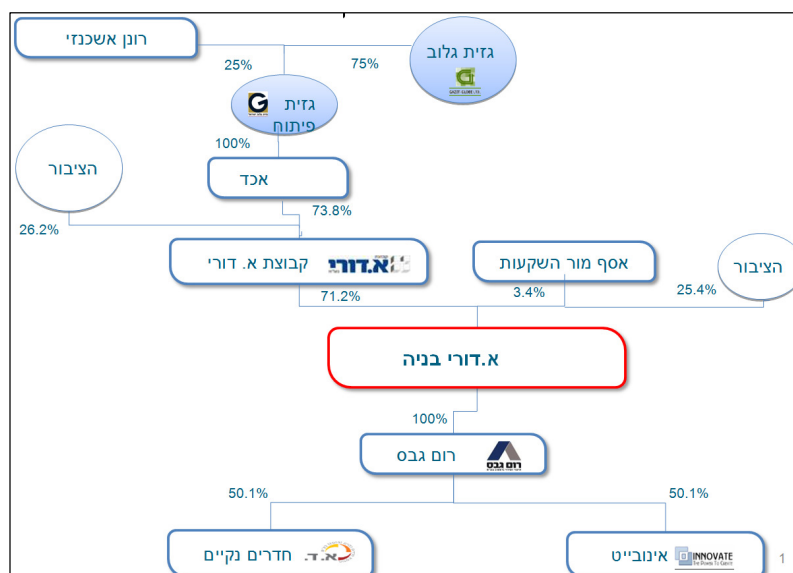
פרופיל החברה

א. דורי בניה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "דורי בניה") 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 (להלן: "דורי קבוצה"). החל משנת 2010, לאחר ביצוע הנפקה ראשונה לציבור, דורי בניה הינה חברה ציבורית. החברה פועלת 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.

במהלך השנים, החברה סיימה את בנייתם של מיליוני מ"ר (כולל פרויקטים שנבנו תחת דורי קבוצה) עבור מגוון רב של לקוחות וכיום מהווה את אחת מהחברות הבולטות בבניית המגדלים ועבודות גמר בישראל. בהתאם לכך, צבר ההזמנות עומד על כ-3 מיליארד ש"ח לביצוע עבודות קבלניות במעל 50 פרויקטים.

בעלות וניהול

תרשים מבנה ובעלות - אחזקות עיקריות בלבד



דורי קבוצה הינה בעלת השליטה בחברה ומחזיקה כ-71.2% מהון מניות והינה חלק מקבוצת גזית גלוב בע"מ (עד לאפריל 2011, דורי קבוצה הייתה בשליטה משותפת של גזית גלוב וחברות בשליטת מר אורי דורי). להערכת מידרוג, היות החברה חלק מקבוצת גזית גלוב (המדורגת Aa3 באופק יציב ע"י מידרוג), הינו גורם המשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון, בשל החוסן הפיננסי הגבוה, נגישות לשוק ההון ויכולות ניהול גבוהות של חברת גזית גלוב. יחד עם זאת, נוסף כי פעילות החברה אינה חלק מליבת העסקים של גזית גלוב וטרם עבר זמן מספיק על מנת לבחון כיצד השליטה הבלעדית של גזית גלוב משפיעה על אסטרטגיית ופעילות החברה.

קיים הסכם לתיחום פעילות, לפיו דורי קבוצה ככלל לא תעסוק (גם בעקיפין) בביצוע עבודות עבור אחרים והחברה לא תעסוק בפרויקטים יזמיים, שחלקה בהם עולה על 15%. יצוין, כי בשל היות דורי בניה קבלן מבצע במשך זמן מוגבל בלבד, כאשר לפני כן דורי קבוצה הייתה הקבלן המבצע עבודות עבור אחרים, עדיין קיימת תלות מסוימת בדורי קבוצה. למשל, לדורי קבוצה ערבויות כלפי חלק ממסגרות אשראי שהחברה קיבלה (בעיקר ערבויות ביצוע וטיב), הרישיון הקבלני בסיווג הגבוה ביותר של החברה כפוף להמשך השליטה ע"י דורי קבוצה, מכיוון שהנ"ל כפוף לניסיון מצטבר של 10 שנים לפחות וכדומה. יצוין, כי החברה פועלת להקטנת תלות בדורי קבוצה והמשך עבודה כחברה עצמאית לכל דבר. מעבר לאמור, לחברה ולדורי קבוצה קיים הסכם פיקדונות הדדי להפקדת הנמוך מבין 50 מיליון ₪ ו-33% מהון החברה המפקידה.

א. דורי בניה בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ₪):

אלפי ₪	30.06.2011	31.12.2010	30.06.2010	31.12.2009	31.12.2008
הכנסות מחוזי הקמה ודמי ניהול	638,385	1,057,793	513,976	922,832	918,704
עלות ביצוע חוזי הקמה ודמי ניהול	584,735	970,848	472,542	851,023	847,428
רווח גולמי	53,650	86,945	41,434	71,809	71,276
% רווח גולמי	8.4%	8.2%	8.1%	7.8%	7.8%
EBITDA	33,402	52,096	24,916	42,380	36,964
שיעור EBITDA מהכנסות	5.23%	4.92%	4.85%	4.59%	4.02%
רווח נקי	26,043	34,518	15,980	26,489	21,319
חוב פיננסי **	29,154	49,224	43,535	96,110	23,896
יתרת נזילות	102,422	134,845	100,893	91,157	66,138
חוב פיננסי נטו	-73,268	-85,621	-57,358	4,953	-42,242
CAP	213,090	214,313	190,938	172,806	71,498
CAP נטו	110,668	79,468	90,045	81,649	5,360
הון עצמי וזכויות מיעוט	179,068	161,845	145,202	75,267	48,778
סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	611,854	613,452	503,840	463,032	317,570
חוב פיננסי / CAP	13.7%	23.0%	22.8%	55.6%	33.4%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	חוב נטו שלילי	חוב נטו שלילי	חוב נטו שלילי	6.1%	חוב נטו שלילי
הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות	29.3%	26.4%	28.8%	16.3%	15.4%
FFO	28,023	46,459	22,966	38,675	31,606
FFO - CAPEX	24,788	41,872	21,166	37,499	20,855
חוב פיננסי ל- FFO	0.52	1.06	0.95	2.49	0.76
חוב פיננסי ל- FFO מינוס CAPEX	0.59	1.18	1.03	2.56	1.15
חוב פיננסי נטו ל- FFO	חוב נטו שלילי	חוב נטו שלילי	חוב נטו שלילי	0.13	חוב נטו שלילי
EBITDA לתשלומי ריבית, נטו	38.66	39.95	42.66	74.35	35.54
EBITDA להוצאות מימון, נטו	38.70	41.31	33.27	23.69	9.25

המשך פעילות בניה עבור אחרים בישראל בלבד, בדגש על מיקוד בניית מגדלים ופעולות הגמר

החברה צפויה להמשיך ולפעול בבניה עבור אחרים בישראל כאשר ניתן לחלק את הפרויקטים כדלקמן:

1. פרויקטים סולו: המתאפיינים בהיקפים ניכרים וכוללים הן את בניית השלד והן את ביצוע עבודות הגמר (למעט פרויקטים שהועברו מדורי קבוצה ולעיתים אינם כוללים עבודות גמר) על פני מחזור תפעולי של כ-2-3 שנים.
2. פרויקטים ברום גבס חיפוי וקירוי (1997) בע"מ (להלן: "רום גבס"): מבוצעים ע"י חברת הבת (100%) - רו"ם גבס, אשר מרביתם מיוחסים לגמר בלבד, המתאפיינים בהיקף קטן יותר לכל פרויקט והינם בעלי מחזור תפעולי של כחצי שנה.

החברה מתכוונת להמשיך ולהתמקד בפעילויות בהן קיים לה יתרון תחרותי משמעותי: בניית מגדלים וביצוע עבודות גמר. כאשר, למעט פרויקט ייחודי לבניית חלק מתחנת כח פרטית של דוראד אנרגיה בע"מ, בו החברה הינה קבלן משנה של דורי קבוצה (להלן: "פרויקט דוראד"), צבר הזמנות החברה אינו כולל פרויקטים להקמת תשתיות אך כן כולל בניית מתקנים ביטחוניים, חדרי נקיים, מבנים רפואיים, אצטדיון כדורגל וכדומה. להערכת מידרוג, החברה עשויה להתרחב לסוגי פעילות נוספים כגון, בין היתר, בניית תשתיות.

מדיניות חלוקת דיבידנדים

מדיניות חלוקת הדיבידנד הינה לבצע חלוקות בגובה של עד 30% מהרווח הנקי לאחר מס, ובלבד שלא קיים חשש סביר שהחלוקה תפגע ביכולת החברה לעמוד בהתחייבויותיה. להערכת מידרוג, בשל הסיכון הענפי הגלום בענף הבנייה לאחרים, על החברה לשמור על יתרות נזילות גבוהות. במידה והחברה תאמץ מדיניות חלוקת דיבידנד לחלוקת שיעור גבוה יותר מכ-50% מהרווח הנקי לאחר מס, מידרוג תבחן את השלכת האמור על דירוג החברה. ביחס לנתוני יוני 2011-מפרפורמה לאחר הגיוס, מידרוג מצפה כי יחסי החוב לקאפ יעמוד על לא יותר מכ-40% והחוב נטו יותר שלילי.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב ממוניטין החברה ומיצובה החזק בענף פעילותה, בייחוד בבניית מגדלים ועבודות הגמר; היותה של החברה חלק מהותי מדורי קבוצה אשר הינה חלק מקבוצת גזית גלוב - אחת מקבוצות הנדל"ן הבולטות בישראל; שיעורי רווחיות טובים ביחס לענף לאורך זמן, בייחוד בפרויקטים שהחלו במהלך השנתיים האחרונות. יחד עם זאת מידרוג מעריכה כי יכול שהחברה תתקשה לשמור לאורך זמן על שולי רווח אלו; פיזור רחב של סוג והיקף פרויקטים למרות שחלק ניכר מצבר הזמנות בדורי בניה סולו נובע מהקמת מגדלי היוקרה אשר, להערכת מידרוג, הינו רגיש יותר להאטה בשוק הנדל"ן למגורים ובמשק בכלל; עלייה בהיקף הפעילות בשנים האחרונות באופן התורם לנראות התזרים ויכולת החברה להוסיף פרויקטים נוספים לצבר ההזמנות בעתיד; נזילות טובה, למרות שחלק ניכר מהנזילות נמצא בחברת הבת רו"ם גבס; רמת מינוף נמוכה גם לאחר גיוס הסדרה החדשה, אף על פי כן, ענף הפעילות מתאפיין במימון חלק ניכר מהפעילות ע"י אשראי ספקים ולא ע"י חוב בנקאי.

דירוג החברה מושפע לשלילה מרמת סיכון גבוהה יחסית המאפיינת את הענף בשל היותו תחום פרויקטאלי המחייב מנגנוני שליטה ובקרה, למרות שהחברה מבצעת מספר פעולות למיתון הסיכון בכלל זה דגש על פיזור פרויקטים, צמצום סיכונים פיננסיים ועוד; תרומה גבוהה לרווחיות של רו"ם גבס אשר מדווחת על צבר הזמנות מוגבל המכסה מחזור תפעולי של כחצי שנה בלבד; גמישות פיננסית נמוכה; לחברה קיימת תלות בחברת האם (דירוג A3 אופק יציב), בעיקר לצורך קבלת מסגרות אשראי וערבויות מבנקים וחברות ביטוח; התחייבויות חוץ מאזניות (בעיקר בדק וטיב) אשר עשויות להשפיע לרעה על תוצאות החברה בתרחיש קיצון.

מוניטין ומיצוב חזק בענף הפעילות והתמחות בבניית מגדלים וביצוע עבודות גמר נתמך גם בקיטון במספר השחקנים הבולטים בשל יציאת מספר שחקנים מהתחום בעת המשבר הפיננסי.

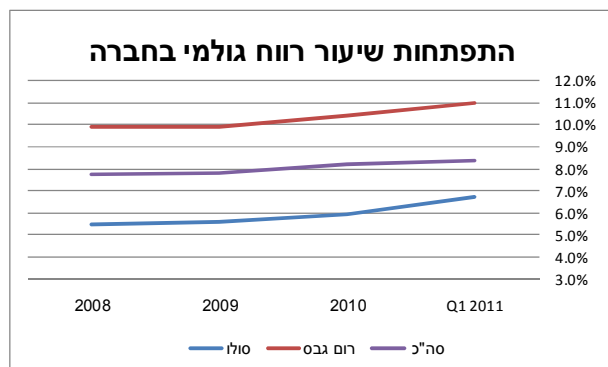
החברה הקימה ומקימה חלק ניכר מהפרויקטים הבולטים בישראל להקמת מגדלים, מלונות, מתקנים ביטחוניים, שטחי מסחר ומשרדים ובייחוד מגדלי היוקרה למגורים, עבור מגוון לקוחות, הכוללים את מרבית קבוצות הנדל"ן המשמעותיות. למעשה, לפי סקר של גיאוקרטוגרפיה, כ-25% מהמגדלים (קרי, בניינים מעל 30 קומות) בישראל שנבנו בין 1999-2009 נבנו ע"י החברה, כאשר על פי הסקר האמור כ-35% מצבר המגדלים בישראל, נכון לתחילת 2010, עתידים להיבנות על ידי החברה.

שתי מגמות עיקריות משפיעות על פעילות החברה:

ראשית, הביקוש למגדלים מצוי בצמיחה על רקע העדר הקרקעות בייחוד באזור המרכז, עידוד מצד רשויות התכנון לנצל את הקרקעות הזמינות ושינויים בהרגלי הצריכה אשר מגדילים את הביקוש למגדלים. המשך התפתחות פעילות זו מאפשרת לחברה לנצל את מיצובה בשוק ואף לבחור את הפרויקטים המאפשרים לה ליהנות מיתרון תחרותי משמעותי. שנית, בתחום קבלני הביצוע נרשמה מגמה של קונסולידציה ויציאת שחקנים מהשוק בעקבות התחרות והמשבר הפיננסי האחרון, באופן שכמות המתחרים הרלוונטיים לביצוע עבודות מורכבות ובניית מגדלים פחתה, לכ-5-7 שחקנים דומיננטיים ומתוכם החברה מהווה את אחד הגורמים הבולטים. כמו כן, בעבודת הגמר, החברה הינה אחת מהשחקנים הבולטים בשוק, הן בפרויקטים של דורי בניה סולו באמצעות חטיבת "דורי קונספט", האחראית על שינויים ע"י רוכשי הדירות ומספקת מענה בפעילות הגמר והן באמצעות חברת רום גבס.

שיעורי רווחיות טובים ביחס לענף לאורך זמן בייחוד בשל רכיב עבודות הגמר; הרווחיות הגלומה בצבר ההזמנות צפויה לסייע להמשך המגמה ואף גידול מסוים בשיעורי הרווחיות.

עבודות הבניה עבור אחרים מאופיינות בשולי רווח נמוכים יחסית, כך שהרווח הגולמי נע בין אחוזים בודדים לכ-8%. ב-3 השנים האחרונות החברה הציגה שיעורי רווח אשר נמצאים בחלק העליון של הסקאלה באופן עקבי. ניתן לייחס את הרווחיות הגבוהה ביחס למקובל בענף לכך שעבודות הגמר, אשר מהוות רכיב דומיננטי מפעילות החברה (הן בפעילות רום גבס והן בפעילות סולו), מייצרות לחברה רווחיות משמעותית. יתרה מכך, שולי הרווח הגולמיים הגבוהים בעבר נבעו בעיקר מרום גבס, כפי שמוצג בגרף שלהלן, בעוד ששולי הרווח בפעילות הסולו מתאימים יותר לרווחיות הענפיות (למרות שעדיין הינה טובה באופן יחסי):



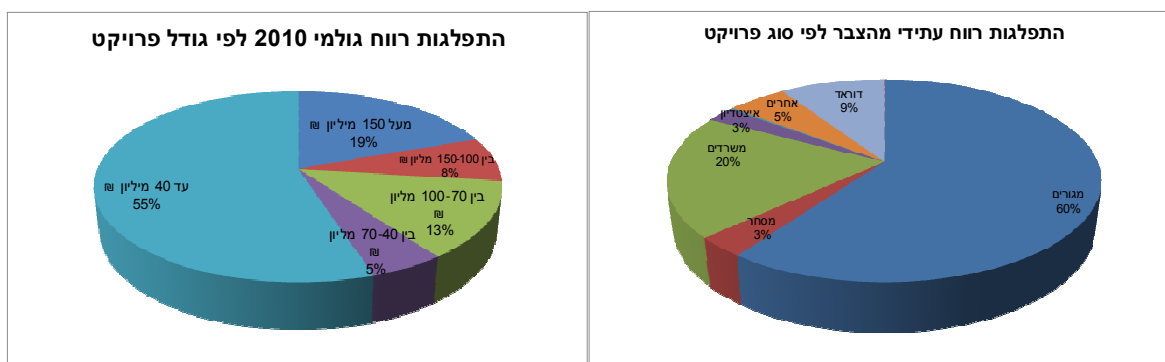
אף על פי כן, שולי הרווח בפרויקטים סולו הושפעו לרעה מפרויקטים היסטוריים שהועברו מדורי קבוצה ואשר גילמו רווחיות נמוכה. בהתייחס לצבר הנוכחי, החברה צופה כי שולי הרווח הגולמי מהפרויקטים סולו יעמדו על כ-8% והרווחיות הגולמית בחברה כולה צפויה לעלות על 9%.

לצד זאת, מעריכה מידרוג כי תיתכן שחיקה בשולי הרווח בטווח הארוך במידה ותחול האטה במגזרי הנדל"ן בישראל והגברת התחרות.

פיזור נרחב של סוג והיקף פרויקטים תורם להקטנת פרופיל הסיכון למרות שבצבר קיימת חשיפה לבניית מגדלי היוקרה.

כאמור, צבר הפרויקטים של החברה עומד על כ-3 מיליארד ₪ וכולל מעל 50 פרויקטים. צבר ההזמנות כולל פרויקטים להקמת בנייני מגורים, מגדלי היוקרה למגורים, משרדים, מסחר, מתקנים ביטחוניים, עבודות גמר וכן את פרויקט דוראד בקבלנות משנה. על אף הפיזור וההיקף הניכר המשתקף מהאמור, כ-60% מהרווח העתידי מצבר ההזמנות נובע מפעילות הבנייה למגורים, לרבות בניית מגורי היוקרה. יצוין כי הנתון הנ"ל משקף ריכוזיות גבוהה ביחס לצפי הרווחיות בפועל, מכיוון שהצבר כולל כ-2.4 מיליארד ₪ בגין פרויקטים בדורי סולו, אשר בנייתם צפויה להימשך על פני 2-3 שנים והינם מוטים לבניית מגדלי היוקרה, בעוד שרק כ-220 מיליון ₪ מהצבר מיוחסים לפרויקטים ברום גבס, מכיוון שביצועם יערך כחצי שנה בלבד והינם מוטים להקמת המשרדים והמוסדות. לפיכך, כאשר בוחנים את הרווח הגולמי שכבר הוכר בדוחות, ניתן לראות כי מרבית הרווח מיוחס לפרויקטים בהיקפים נמוכים (עד 40 מיליון ₪), אשר מוטים פחות לבניית מגדלי היוקרה, באופן המקטין את התלות בפרויקטים בודדים. אף על פי כן, להערכת מידרוג, בשל הרווחיות הגבוהה יותר הנובעת מבניית מגדלי יוקרה לעומת מגדלי מגורים רגילים, האטה בפעילות עשויה להשפיע על שולי הרווחיות בחברה בטווח הארוך (לאחר השלמת הפרויקטים הנוכחיים בצבר). בנוסף, ככל שחלקה של הפעילות סולו יגדל ביחס לפעילות רום גבס, מידרוג מעריכה כי שיעור יותר משמעותי מסך הרווח הגולמי ינבע מפרויקטים גדולים-בינוניים.

6



עלייה עקבית בהיקף הפעילות לאורך השנים האחרונות, באופן התורם לנראות התזרים ומעיד על יכולת החברה להוסיף פרויקטים נוספים לצבר ההזמנות בעתיד

נראות התזרים העתידי שהחברה צפויה להפיק לצורך שירות החוב מורכבת משני גורמים:

(1) הרווח הגלום בצבר ההזמנות החתום

(2) יכולת החברה להוסיף פרויקטים נוספים לצבר בעתיד

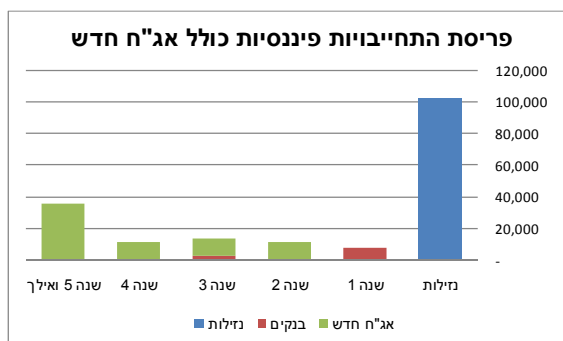
צבר ההזמנות הנוכחי מגלם רווח גולמי של כ-275 מיליון ₪ (230 מיליון ₪ ב-3 השנים הקרובות), בהתאם לתחזיות לעלות הצפויה בכל פרויקט. כמו כן, הצלחת החברה לשמור על עלייה עקבית הן בהכנסות, ברווח הגולמי, EBITDA, רווח נקי

וצבר הזמנות בשנים האחרונות, מעידה על יכולתה להוסיף פרויקטים נוספים בעתיד, בייחוד ברום גבס, שימשיכו לייצר תזרים פרמננטי משמעותי לשירות החוב ולהמשיך לשמור על יחסי כיסוי טובים ביחס לרמת דירוגה.

נזילות טובה למרות שחלק ניכר מנזילות החברה נמצא בחברת הבת רום גבס

נכון ליום 30 ביוני, 2011 לחברה יתרת נזילות של כ-103 מיליון ₪ אשר להערכת מידרוג הינה טובה מאוד ביחס לחוב הפיננסי בגובה של כ-29 מיליון ₪. אולם, כ-69 מיליון ₪ מתוך יתרת הנזילות מיוחסים לנזילות בחברת רום גבס, כאשר ישנה התניה פיננסית של שמירת הון עצמי למאזן של לפחות 20% ברום גבס, אשר נכון להיום, מאפשרת חלוקה של כ-33 מיליון ₪ בלבד. לשם חיזוק נזילות החברה סולו, מידרוג מצפה כי החברה תפעל לאימוץ מדיניות דיבידנדים בחברות הבנות, באופן התומך בצרכי הנזילות של החברה. צרכי המימון של החברה נובעים מכך שחלק ניכר מהפרויקטים מייצרים הון חוזר שלילי בתחילת הביצוע ורק לאחר תקופה מסוימת מתחילים לייצר הון חוזר חיובי. לפיכך, בעת גידול משמעותי בהיקף הפעילות, כפי שמשקף מהגידול בצבר בחודשים האחרונים, צרכי מימון ההון החוזר גדלים בשל תמהיל פעילות המוטה לפרויקטים שטרם ייצרו הון חוזר חיובי. לאחר התייצבות היקף הפעילות, צרכי ההון חוזר צפויים לרדת בשל מעבר להתפלגות נורמאלית של פרויקטים בתחילת הביצוע, במהלך הביצוע ולקראת סיום. יצוין כי כ-12 מיליון ₪ מתוך החוב הפיננסי, נכון ליום 30 ביוני, 2011, נובעים מהלוואות בגין זכויות בקבוצות רכישה ויתרת החוב הפיננסי מורכבת בעיקר מהלוואות אונקול ומסגרות אשראי מנוצלות.

בנוסף ליתרת הנזילות, המקורות לשירות החוב הפיננסי כוללים את הרווח הצפוי מצבר ההזמנות ומפרויקטים עתידיים בניכוי דיבידנד ו-CAPEX (בהתבסס על ההשקעות ברכוש קבוע של החברה בשנים האחרונות- CAPEX צפוי להמשיך לעמוד על כ-3 מיליון ₪ בשנה). ממכירת הזכויות בקבוצות הרכישה ובמידת הצורך, ממסגרות אשראי בלתי מנוצלות. להערכת מידרוג, נזילות החברה הינה טובה ביחס ללוח הסילוקין גם לאחר גיוס הסדרה החדשה. להלן גרף פריסת ההתחייבויות:



* הגרף אינו כולל הלוואות אונקול בגובה של כ-20 מיליון ₪ אשר מתחדשות מעת לעת בהתאם לצרכי החברה ואינו כולל נזילות בגין הגיוס הצפוי

רמת מינוף נמוכה גם לאחר הגיוס הצפוי; חלק ממימון הפעילות נעשה באמצעות אשראי ספקים ולא חוב פיננסי

רמת המינוף בחברה הינה נמוכה מאוד, כפי שמשקף מהחוב הפיננסי נטו השלילי ויחס חוב ל-CAP של כ-14%. למעשה, גם לאחר גיוס הסדרה החדשה, רמת המינוף בחברה צפויה להיות נמוכה יחסית. אולם, חלק ניכר ממימון פעילותה השוטפת של החברה נעשה באמצעות אשראי ספקים אשר עומד, נכון ליום 30.06.11, בגובה של כ-349 מיליון ₪, למרות שמנגד קיימות יתרות לקוחות של כ-416 מיליון ₪. כמו כן, נכון ליום 30.06.11, ימי הספקים עומדים על כ-111 ימים בעוד ימי הלקוחות עומדים על כ-104 ימים. רמת המינוף המשתקפת מיחס הון למאזן בנטרול מקדמות מלקוחות, הינה כ-29%

לפני הגיוס וכ-26% לאחר הגיוס. לאור הסיכונים הגלומים בענף (ראה להלן), מידרוג מצפה כי החברה תפעל להמשיך ולשמור על רמה נמוכה של חוב פיננסי וכן תמשיך להחזיק ביתרות נזילות ניכרות.

סיכונים עסקיים

רמת סיכון ענפי גבוהה, להערכת מידרוג; החברה מבצעת מספר פעולות למיתון הסיכון הענפי

להערכת מידרוג, בשל פרמטרים כגון רווחיות נמוכה, תחרות גבוהה, חשיפה לגידול בעלויות הבנייה וכדומה, ענף הבנייה עבור אחרים בישראל מאופיין ברמות סיכון גבוהות ביחס לענפים אחרים במשק ומגזרים אחרים בתחום הנדל"ן. כמו כן, הענף מושפע ממצב שוק הנדל"ן למגורים, מסחר ומשרדים ומשינויים בביקושים, הקשורים בתנאי הסביבה המקרו כלכלית. להלן פירוט לגבי הסיכונים המשמעותיים המאפיינים את הענף ופעולות שננקטו ע"י החברה להקטנתם:

1. **פשטת רגל, עיכוב בתשלום ו/או עצירת העבודות ע"י מזמיני העבודה** - האטה בפעילות של מזמיני העבודות עלולה לעורר קשיים בעמידתם בלוחות התשלומים. יציין, כי באופן כללי, מזמיני העבודה רשאים להפסיק את ביצוע העבודות ובמקרה כזה נערכת התחשבות בין המזמין לבין החברה עבור העבודות שבוצעו עד להפסקת העבודה (לעיתים בתוספת פיצוי מסוים לחברה). לפיכך ובעקבות ניסיון החברה במספר פרויקטים, בהם מזמיני העבודה נתקלו בקשיים, החברה נוהגת להתקשר בפרויקטים בהם ישנה הלוואת ליווי בנקאי, לסכום הכולל את כלל עלויות הבנייה ומרווח מסוים, למשל, לעלייה במדד תשומות הבנייה. הדרישה הנ"ל מקטינה במידה מסוימת את הסיכון שלמזמין העבודה לא יהיו מקורות להשלמת הפרויקט וכן כי במידה והמזמין יפשוט רגל, הבנק יכול להיכנס לנעליו ולהשלים את העבודה (כפי שכבר אירע במספר פרויקטים בישראל). כמו כן, החברה נוהגת לא לחתום על התקשרות הצפויה להיות מעל 10% מהיקף ההכנסות בשנה מסוימת.

8

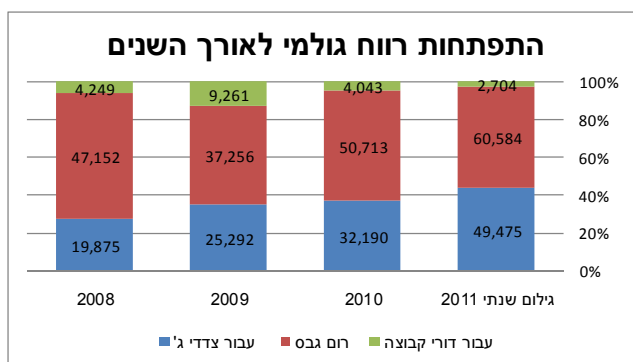
2. **תמחור שגוי ועלייה בהוצאות מעבר לתקציב הפרויקט עשויים לפגוע ברווחיות העתידית** - הנתונים אשר הוצגו בדוח דירוג זה לגבי הרווח הגולמי הצפוי מצבר ההזמנות, מתבססים על הנחות החברה לעלויות בכל פרויקט. כמעט בכל הפרויקטים של החברה, שיטת קבלת התמורה הינה "פאושל". קרי, מחיר סופי עבור ביצוע כלל הפרויקט כאשר שינויים חריגים בתכנון מביאים לשינויים בתמורה. לפיכך, במידה וישנן חריגות בהוצאות בפועל של עלויות העבודה וחומרי הגלם, מעבר לתקציב ולשינויים במדד תשומות הבנייה (ראה להלן), רווחיות החברה עשויה להישחק. ניסיון רב השנים של החברה במגוון רחב של פרויקטים בהיקפים וברמת מורכבות משתנה, מסייע לתמחר באופן מדויק את העלויות.

3. **שינויים במבנה העלויות ביחס למדד תשומות הבנייה** - בענף הבנייה עבור אחרים נהוג להצמיד את התמורות (גם בהסכמים פאושלים) למדד תשומות הבנייה. אולם, מספר קבלנים בעבר נפגעו באופן מהותי מהפער בין עליית מדד תשומות הבנייה לבין עלות ביצוע הפרויקטים, לעיתים, בשל ביצוע עבודות שלד בלבד, המושפעות יותר ממחירי הברזל והמלט (אשר עלו בשנים האחרונות באופן חד יותר מאשר כלל המדד) לעומת מדד תשומות הבנייה, שכולל רכיב גבוה גם של עלויות חומרים לעבודות גמר. החברה נוהגת שלא לחתום על התקשרות חדשה הכוללת את מרכיב השלד בלבד, אלא לחתום רק על התקשרויות הכוללות מרכיב גמר, באופן אשר מביא להתאמה בין מבנה העלויות בפרויקט לתמהיל מדד תשומות הבנייה.

האטה בענף הבנייה למגורים ובפעילויות אחרות בתחום הנדל"ן בהם החברה פועלת - בשנתיים האחרונות חל גידול בהתחלות הבנייה למגורים בישראל בשל העלייה הניכרת בביקוש ליה"ד חדשות, באופן שנתן רוח גבית להיקף הבנייה למגורים עבור אחרים והקמת מגורי היוקרה. במידה והמגמה תשתנה עד לכדי האטה משמעותית בהתחלות בנייה למגורים, הדבר עשוי להשפיע על היקף הפעילות העתידי. להערכת מידרוג פיזור פעילות החברה (בטווח הארוך, החברה עשויה להתרחב לסוגי פעילות נוספים כגון, בין היתר, בניית תשתיות, באופן אשר ישפר את פיזור הפעילות) מקנה לחברה גמישות מסוימת ביכולת לשנות את תמהיל הפעילות, כך שמשקל הבנייה למגורים תפחת במידה מסוימת. אולם, סביר כי פעילות זו צפויה להוות רכיב משמעותי גם בטווח הארוך. כמו כן, יצוין כי הביקוש בטווח הארוך בשל הגידול השנתי במספר בתי האב בישראל ליה"ד חדשות, צפוי להמשיך ולתרום לכמות התחלות הבנייה (אם כי יתכן והמיקוד יהיה פחות בהקמת מגדלי יוקרה). בנוסף, בטווח הקצר-בינוני, צבר ההזמנות של החברה צפוי להבטיח היקף פעילות ניכר. יצוין, כי החברה מתאימה את כמות העובדים המועסקים בהתאם לצרכים הנובעים מהאתרים בהם היא פועלת ובעת האטה משמעותית, החברה צפויה לפעול להקטנת הוצאותיה.

הגברת התחרות בעבודות הגמר עשויה להשפיע על תוצאות רום גבס, בייחוד לאור המחזור התפעולי הקצר יחסית של החברה; יציבות פעילות רום גבס לאורך זמן ובייחוד במשבר הפיננסי האחרון, מעידה על יכולתה להפיק רווחים בעתיד

מרבית הרווח הגולמי של החברה בשנים האחרונות נובע מפעילות רום גבס. אולם, לאור המחזור התפעולי הנמוך יחסית של פרויקטים ברום גבס, על החברה לחתום על התקשרויות רבות באופן עקבי, כדי להמשיך ולפעול בהיקפים דומים משום שצבר ההזמנות הקיים מאפשר נראות לכחצי שנה בלבד. אף על פי כן, הפרמטרים החזקים שהחברה הפגינה, המוניטין הגבוה בפעילות הגמר והקשר עם לקוחות חוזרים לאורך השנים מעידים על מיצובה האיתן של רום גבס ועל יכולתה להוסיף עבודות לצבר גם בעתיד. יתרה מכך, פעילות רום גבס הפגינה חוסן למצב השורר במשק בעבר. כך למשל, במהלך המשבר הפיננסי האחרון, בין הרבעון הרביעי של 2008 ועד לרבעון הרביעי של שנת 2009, צבר ההזמנות של רום גבס גדל.



להערכת מידרוג, למרות האמור, האטה משמעותית במשק עשויה להשפיע על תוצאות רום גבס מהר יותר מאשר על הפעילות סולו (אשר הינה רגישה פחות בטווח הקצר בשל אורך המחזור התפעולי) ובשל כניסה אפשרית של מתחרים נוספים לענף אשר עשויים להשפיע על שולי הרווח בחברה. מנגד, כפי שצוין, פעילות דורי בניה סולו צפויה לגדול בטווח הקצר בינוני, באופן שיכול לקזז גם קיטון מסוים בפעילות רום גבס (במידה ויהיה).

סיכונים פיננסיים

גמישות פיננסית נמוכה בשל מבנה פעילות החברה

בשל אופי פעילות החברה, אין בבעלותה נכסים לא משועבדים משמעותיים, למעט המנופים, הרשומים בעלות מופחתת של כ-33 מיליון ₪ נכון ליום 30 ביוני, 2011. הסכומים האמורים אינם בהכרח מייצגים גמישות פיננסית בשל קושי שעשוי להתעורר בניסיון לשעבדם, בין היתר, בשל negative pledge הקיימת לטובת אחד הבנקים וחברת ביטוח, כך שנדרשת הסכמתם לביצוע שעבוד שלא לצורך רכישת מנופים נוספים.

בנוסף לאמור, נכון ליום 30 ביוני 2011, לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות, בגובה של כ-12 מיליון ₪ ופיקדונות משועבדים של כמיליון ₪. לאור האמור, להערכת מידרוג הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה ועליה להסתמך על התזרים הפרמננטי והנזילות לצורך עמידה בהתחייבויותיה.

התחייבויות חוץ מאזניות בשל ערבויות הדרושות לפעילות כקבלן מבצע עשויות לגרום להגדלת ההתחייבויות הפיננסיות בתרחיש קיצוני למרות שמלבד הוצאות בגין תיקונים ואחריות ההתחייבויות החוץ מאזניות מעולם לא מומשו

בהתאם לחוק המכר ולנהוג בענף, חברות בתחום הבנייה עבור אחרים נדרשות לערבויות (הניתנות ע"י מוסדות בנקאיים וחברות ביטוח) לביצוע העבודות, שהחברה מתחייבת לבצע במסגרת כל התקשרות (בהיקף של 10%-7% מההכנסות הצפויות), לטיב/בדק (כ-5% מהיקף העבודה ופוחת לאורך השנים) וכן ערבויות להבטחת עמידה בתנאי המכרזים השונים. הביטוי היחיד שההתחייבויות החוץ מאזניות הנ"ל מקבלות בדוחות הכספיים ניתן בהפרשות לתיקונים והאחריות בגין ערבויות הטיב והבדק. החברה מבצעת הפרשות פרטניות לכל פרויקט אשר מתבססות על בקרה תקציבית לפי המידע הידוע לפרויקט ולפי שיעור ההפרשה ההיסטורי, העומד על כ-1.5% מהתמורה בכל פרויקט. העדכונים להפרשה הנ"ל מקבלים ביטוי גם בדוחות הרווח והפסד. יצוין, כי גם לגבי הערבויות האחרות, במידה והחברה תבצע את העבודות בהתאם להתקשרויות שהיא חתמה ותקפיד על עמידה בתנאי המכרז, לא צפויה השפעה על תוצאות החברה. יצוין, כי במסגרת ניתוחי מידרוג נלקח בחשבון תרחיש לפיו ערבויות הטיב והמכרז מתווספים לחוב הפיננסי.

אופק הדירוג -

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור הנזילות סולו והגמישות הפיננסית בחברה לאורך זמן ובאופן משמעותי
- גיוון מקורות התזרים הפרמננטיים באופן המקטין את פרופיל הסיכון

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שינויים מהותיים בבעלות ובשליטה
- אי שמירה על יתרת נזילות חופשית ברמת הסולו של לפחות 40 מ"ח
- חלוקת דיבידנד של מעל ל-50% מהרווח הנקי והרעה משמעותית באיתנות הפיננסית
- האטה משמעותית בהיקף פעילות החברה וירידה בשולי הרווח

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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 בציד, 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.	

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<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 שיפוט 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 שיפוט 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 שאלה 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") 2011.

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 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 שירותי 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.