



דרבן השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - אפריל 2012

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadav@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

דרבן השקעות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת דרבן השקעות בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה לגיוס אג"ח באמצעות הרחבת סדרות קיימות, בהיקף של עד 185 מיליון ₪ ע.ג. וכן גיוס של עד 115 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הנפקת סדרה חדשה, מגובה באמצעות שיעבוד על נכסי נדל"ן של החברה בישראל. תמורת האג"ח תשמש למחזור חובות ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 5.4.2012. 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.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו*:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת אג"ח ליום 31.12.11, מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ג'	4110060	05/2004	6%	מדד	213	2012-2013
אג"ח ד'	4110094	05/2007	4.6%	מדד	249	2014-2021
אג"ח ה'	4110102	05/2007	5.9%	לא צמוד	155	2012-2015
אג"ח ז'	4110128	05/2008	5.9%	מדד	175	2012-2014
אג"ח ח'	4110151	11/2009	6.5%	מדד	384	2012-2016
סה"כ					1,176	

* לא כולל אג"ח המוחזקות ע"י חברות בנות של החברה, אשר הסתכמו ליום 31.12.2011 בכך - 283 מיליון ₪ ע.ג.

אישור מחדש לדירוג ולאופק הדירוג מתבסס על היקף פעילותה המשמעותי של החברה הכולל החזקה בפורטפוליו נכסים מניב, בשווי של כ- 3.7 מיליארד ₪, המאופיין בפיזור גיאוגרפי ותמהיל שימושים נרחב; עיקר פעילות החברה מתבצע במדינות מפותחות ובעלות שווקים יציבים ובכללם ישראל, גרמניה וקנדה; החברה מציגה יציבות ביחסי האיתנות שלה אשר הינם טובים לרמת הדירוג; במחצית השניה של שנת 2011 הציגה החברה שחיקה בהיקף תזרים ה- FFO אשר רמתו המייצגת לפעילותה עומדת כיום, להערכת מידרוג, על כ- 65-60 מיליון ₪ ביחס לכך - 90-85 מיליון ₪ בעבר. שחיקה זו נבעה, בין היתר, מעלייה בשיעורי הריביות המשתנות על הלוואות בנקאיות ומהשקעות שביצעה החברה בנכסים שאינם מניבים ובכללם בקרקעות במנהטן. להערכת מידרוג, לא צפוי לחול שינוי מהותי בהיקף תזרים זה בטווח הקצר, אלא במידה והחברה תפעל להקטנה משמעותית במצבת החובות. יש לציין, כי על אף שחיקה זו, תזרים ה- FFO סביר בהיקפו לרמת הדירוג של החברה, אף שיחסי כיסוי החוב ל- FFO, העולים על 40, אינם בולטים לטובה. להרחבה נוספת של שיקולי הדירוג, ראה דוח פעולת דירוג מחדש ספטמבר 2011.

בנוסף על האמור לעיל, ממועד פעולת הדירוג האחרונה, בינואר 2012, השלימה החברה בהצלחה מימוש נכס מהותי במנהטן אשר הניב לה תזרים שירי בהיקף של כ- 235 מיליון ₪. השלמת המהלך שיפרה את רמת הנזילות של החברה וצפויה לסייע לה לעמוד בצרכי התזרים בטווח הקצר והבינוני. במקביל, בוחנת החברה מהלכים נוספים למימושי נכסים בחו"ל ולמחזורי חובות בהיקפים משמעותיים. ככל שיושלמו מהלכים אלו תהנה החברה משיפור נוסף בנזילות.

יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.09	31.12.10	31.12.11	
357,955	350,559	365,251	הכנסות
242,889	235,939	242,038	רווח גולמי
130,627	121,178	98,302	רווח (הפסד) משערוך נדל"ן להשקעה
218,481	213,722	205,104	רווח תפעולי ללא שערוכים
123,970	148,412	46,122	הוצאות מימון, נטו
236,426	192,767	261,755	רווח לפני מס
189,546	154,946	125,052	רווח נקי
148,214	150,580	47,629	יתרות נזילות
522,987	486,509	449,275	פיקדונות משועבדים
2,552,887	2,678,840	2,722,169	חוב פיננסי*
2,404,673	2,528,260	2,674,540	חוב פיננסי נטו*
4,149,562	4,268,897	4,561,672	*CAP
4,001,348	4,118,317	4,514,043	*CAP נטו*
1,389,200	1,357,339	1,452,551	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,809,583	4,882,992	5,171,391	סך מאזן
4,286,596	4,396,483	4,722,116	סך מאזן*
61.5%	62.8%	59.7%	חוב* ל-CAP*
60.1%	61.4%	59.2%	חוב נטו ל-CAP נטו
28.9%	27.8%	28.1%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך המאזן
32.4%	30.9%	30.8%	הון עצמי וזכויות מיעוט* לסך מאזן*
90,711	93,257	64,348	FFO
28.1	28.7	42.3	חוב פיננסי* ל- FFO
26.5	27.1	41.6	חוב פיננסי נטו* ל- FFO

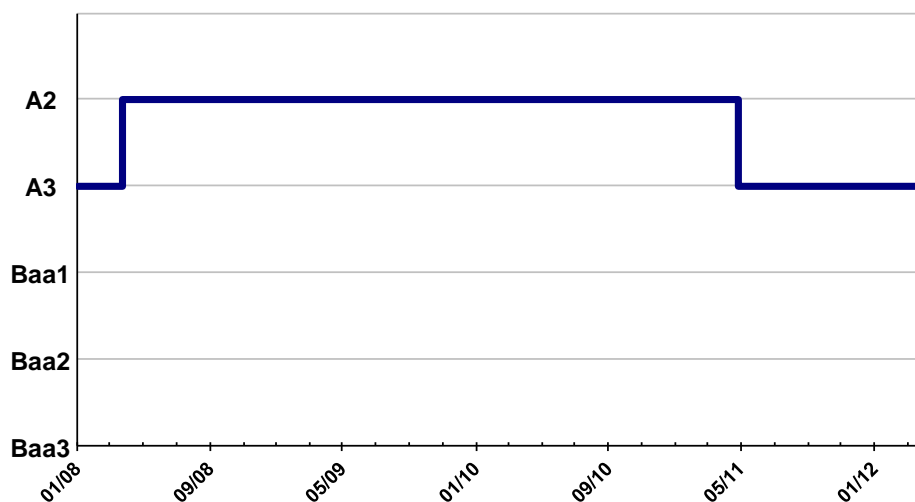
* בנטרול פיקדונות משועבדים

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- השבחת נכסים ושיפור משמעותי בשיעורי התפוסה ובהכנסות מפעילות
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה ובכללה בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה במיצובה הפיננסי ובדירוגה של כלכלית ירושלים
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית
- הרעה בתזרים מפעילות שוטפת והרעה בגמישות ובנזילות הפיננסית של החברה
- ביצוע השקעות ומתן הלוואות בהיקף משמעותי לחברות מוחזקות, בעלות פרופיל פעילות מסוכן מזה של החברה
- הגדלת משקל פעילות הייזום של פרויקטים בארץ ובחו"ל מסך פעילות החברה



דרבן הינה חברת נדל"ן הפועלת, במישרין ובאמצעות חברות בנות וחברות כלולות, בייזום, רכישה והקמת מבנים להשכרה, לתעשייה, מלאכה, משרדים, היי-טק ומסחר ברחבי הארץ וכן בהשקעה בנכסי נדל"ן מניבים בקנדה, גרמניה, ארה"ב, רוסיה (בה פועלת החברה באמצעות חברת Mirland Development Ltd, המוחזקת בהיקף של כ- 14.2% ממניותיה), מדינות חבר העמים (בה פועלת החברה באמצעות חברת Svitland, המוחזקת בהיקף של כ- 16% ממניותיה) ובהודו (בה פועלת החברה באמצעות חברת Mondon, המוחזקת בהיקף של כ- 18% ממניותיה). שטח המבנים להשכרה בארץ ובחו"ל, כולל חלק החברה בחברות כלולות עמד, נכון ליום 31.12.2011, על כ- 759 אלף מ"ר (כ- 674 אלף מ"ר במאוחד), מתוכם כ- 494 אלף מ"ר בחו"ל. שיעור התפוסה, כולל חלק החברה בחברות כלולות, עמד נכון ליום 31.12.2011 על 81%, לעומת שיעור תפוסה של 83% שנרשם בתקופה המקבילה אשתקד. בחודש פברואר 2011 השלימה חברת כלכלית ירושלים את רכישת החברה, ונכון למועד הדו"ח, מחזיקה במלוא מניותיה. עיקר ההחזקה בכלכלית מתרכזת, נכון למועד הדו"ח, בידי מר אליעזר פישמן, במישרין ובאמצעות חברות שבשליטתו. למר פישמן אחזקות בחברות נוספות, הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחו"ל וכן חברות בתחומי התקשורת והקמעונאות.

דוחות מתודולוגיים

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

[דוח הדירוג האחרון](#), ינואר 2012

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

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.

© 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 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 מניפק, 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.