



דרבן השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג מאי 2011

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

דרבן השקעות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג מ-A2 ל-A3 ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת דרבן השקעות בע"מ ("להלן: "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח בסך של עד 200 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרות אג"ח קיימות או באמצעות הנפקת סדרה חדשה. תמורת הגיוס תשמש את החברה למחזור חובות ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 26.4.2011. 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.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג ליום 31.12.10 (אלפי ₪)*	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	ע.ג בתוספת הצמדה ליום 31.12.10 (אלפי ₪)*	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ג'	4110060	30.5.2004	266,482	6%	מדד	311,563	2011-2013
אג"ח ד'	4110094	27.5.2007	220,243	4.6%	מדד	250,571	2014-2021
אג"ח ה'	4110102	27.5.2007	173,742	5.9%	לא צמוד	173,742	2011-2015
אג"ח ז'	4110128	28.5.2008	210,718	5.9%	מדד	228,911	2011-2014
אג"ח ח'	4110151	24.11.2009	325,626	6.5%	מדד	334,007	2012-2016
סה"כ			1,196,811			1,298,794	

* לא כולל אג"ח המוחזקות ע"י חברות בנות של החברה, אשר הסתכמו ליום 31.12.2010 בכ- 316 מיליון ₪ ע.ג.

הורדת הדירוג נובעת מהשלמת המהלך המבני, במסגרתו הפכה החברה לחברה בת בהחזקה מלאה של חברת כלכלית ירושלים ("כלכלית"). הורדת הדירוג הינה בהמשך לדוח הדירוג מחודש אוקטובר 2010, אשר כלל שינוי אופק הדירוג של החברה מיציב לשלילי, לאור ההשלכות האפשריות לחברה משינוי מבני זה, ובכללן חשיפה לצרכים התזרימיים של כלכלית¹. מידרוג רואה קורלציה גבוהה בין פעילות החברה ובין פעילות כלכלית ובהתאם - זהות ברמת סיכון האשראי הכולל של החברות.

שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נובע, בין היתר, מהיציבות בפרמטרים התפעוליים, הכוללים, בין היתר, שיעורי תפוסה בנכסים בארץ ובח"ל וכן יציבות בהכנסות השוטפות מפעילות; על אף שהמשך העלייה בשיעורי הריבית, לצד שחיקה בשע"ח של מטבעות הפעילות של החברה בחו"ל ביחס לשקל, עלולים להביא לירידה מסוימת בתזרים ה-FFO, להערכת מידרוג, החברה תציג יחסי כיסוי חוב התואמים את רמת הדירוג הנוכחית; החברה מציגה יחסי איתנות טובים לרמת דירוגה וכמו כן, רמת מינוף נמוכה על הנכסים מעניקה לחברה גמישות בביצוע מימון מחדש של חובותיה;

¹ להרחבה בעניין זה ראה [דוח פעולת דירוג מחודש אוקטובר 2010](#)

התפתחות התוצאות הכספיות

יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪):

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	גיוס אג"ח*	מאזן פרפורמה	
286,300	326,002	357,955	350,559			הכנסות
198,190	220,543	242,889	235,939			רווח גולמי
112,721	27,149	130,627	121,178			רווח (הפסד) משיערוך נדל"ן להשקעה
179,219	193,994	218,481	213,722			רווח תפעולי ללא שערוכים
123,197	175,121	123,970	148,412			הוצאות מימון, נטו
182,514	70,601	236,426	192,767			רווח לפני מס
40,124	-102,558	-63,361	8,898			חלק בתוצאות חברות מוחזקות ונאמנויות
195,517	-23,559	189,546	154,946			רווח נקי
60,152	216,940	153,605	159,424	-	***159,424	יתרות נזלות
569,195	549,313	522,987	486,509	-	486,509	פיקדונות משועבדים
2,245,196	2,531,640	2,552,887	2,678,840	100,000	2,778,840	חוב פיננסי**
2,185,044	2,314,700	2,399,282	2,519,416	100,000	2,619,416	חוב פיננסי נטו**
3,782,289	3,952,713	4,149,562	4,268,897	100,000	4,368,897	**CAP
3,722,137	3,735,773	3,995,957	4,109,473	100,000	4,209,473	**CAP נטו
1,281,854	1,186,426	1,389,200	1,357,339	-	1,357,339	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,496,435	4,660,087	4,809,583	5,009,035	100,000	5,109,035	סך מאזן
3,927,240	4,110,774	4,286,596	4,522,526	100,000	4,622,526	סך מאזן**
59.4%	64.0%	61.5%	62.8%		63.6%	חוב ל- CAP
58.7%	62.0%	60.0%	61.3%		62.2%	חוב נטו ל- CAP נטו
28.5%	25.5%	28.9%	27.1%		26.6%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך המאזן
32.6%	28.9%	32.4%	30.0%		29.4%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי בנטרול פיקדון משועבד
62,954	60,394	90,711	93,257			FFO
35.7	41.9	28.1	28.7			חוב פיננסי** ל- FFO
34.7	38.3	26.4	27.0			חוב פיננסי נטו** ל- FFO

* גיוס בהיקף של כ- 200 מיליון ₪ בניכוי 100 מיליון ₪ אשר ישמשו למחזור חוב אג"ח ** בנטרול פיקדונות משועבדים *** על בסיס הנחת מידרוג כי החברה תעשה שימוש בתמורות הגיוס להרחבת הפעילות

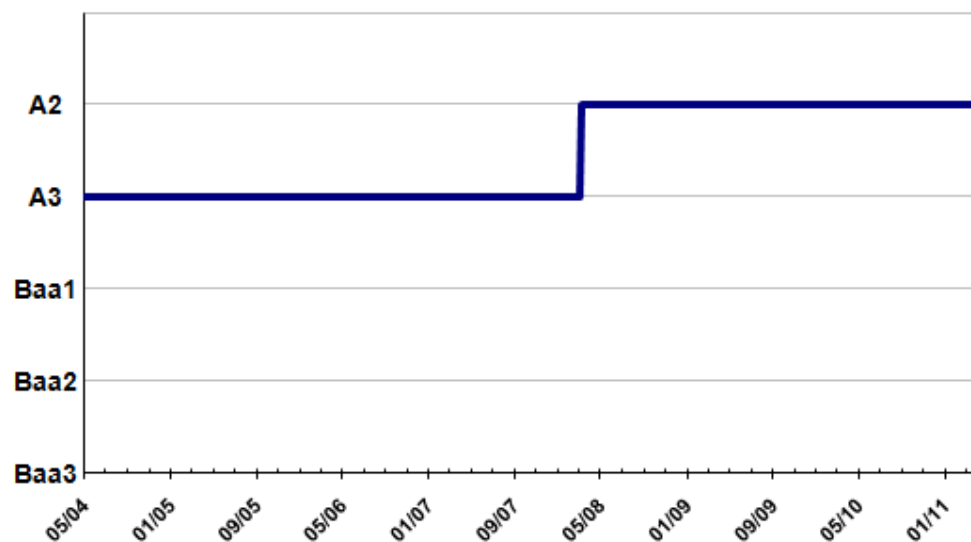
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- 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 החברה הכלכלית לירושלים
- 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

היסטוריית הדירוג



אודות 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, 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 18% ממניותיה). שטח המבנים להשכרה בארץ ובחו"ל, כולל חלק החברה בחברות כלולות עמד, נכון ליום 31.12.2010, על כ - 768 אלף מ"ר (כ - 679 אלף מ"ר במאוחד), מתוכם כ - 502 אלף מ"ר בחו"ל. שיעור התפוסה, כולל חלק החברה בחברות כלולות, עמד נכון ליום 31.12.2010 על 83%, בדומה לשיעור התפוסה שנרשם בתקופה המקבילה אשתקד. בחודש פברואר 2011 השלימה כלכלית 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

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 (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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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