

## דרבן השקעות בע"מ

A3	דירוג Issue – סדרה ג' וסדרה ד'
----	--------------------------------

הדירוג ניתן למסגרת גיוס חוב בסך כולל של עד 300 מיליון ₪. החברה מתכוונת לגייס באופן מיידי 150 מיליון ₪ באמצעות הנפקה של שתי סדרות של אגרות חוב (סדרה ג' וסדרה ד'). אגרות החוב סדרה ג' עומדות לפרעון ב-6 תשלומים שנתיים שווים בין השנים 2008-2013 צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן. אגרות החוב סדרה ד' עומדות לפרעון ב-6 תשלומים שנתיים שווים בין השנים 2008-2013 צמודות קרן וריבית לשער דולר ארה"ב. בנוסף, מנפיקה החברה שתי סדרות של כתבי אופציה (סדרה 3 וסדרה 4) הניתנים למימוש באופן שכל כתב אופציה סדרה 3 ניתן למימוש ל-100 ₪ ע.נ. אגרות חוב סדרה ג' וכל כתב אופציה סדרה 4 ניתן למימוש ל-100 ₪ ע.נ. אגרות חוב סדרה ד'. מימוש כתבי האופציה יאפשר גיוס נוסף של 150 מיליון ₪.

אביטל איגנר  
אנליסטית  
a.ignier@midroog.co.il

אביטל בר דיין  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים  
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
info@midroog.co.il  
www.midroog.co.il

### פרופיל החברה

דרבן השקעות בע"מ (להלן: "דרבן" או "החברה") הינה חברה להשקעות בנדל"ן מניב, ייזום ופיתוח מקרקעין. דרבן הוקמה בשנת 1986 כחברה פרטית ובשנת 1993 הפכה לחברה ציבורית. נכון ליום 31.12.2003 השטח של נכסי החברה וחברות כלולות בארץ ובחו"ל מסתכם ב-290,000 מ"ר אשר מושכרים ל-230 שוכרים שונים בשיעור תפוסה של כ-77%, מזה נכסים בישראל בשטח של 181,000 מ"ר. בשנים 2002-2003 הסתיימה הקמת מספר מבנים חדשים ביקום, יבנה ובישוב להבים בשטח כולל של כ-44,000 מ"ר. נכסים אלו הושכרו באופן חלקי ופגעו בשיעורי התפוסה של כלל הנכסים בחברה אך תרמו לגידול בהכנסות משכר דירה. שיעורי התפוסה בנכסים בקנדה הינם גבוהים ועומדים על 95%. החל משנת 1993 ועד שנת 2001 היו לחברה אחזקות בתחום רשתות המזון הקמעונאיות.

### נתונים פיננסיים עיקריים\*

אלפי ₪	FY 2003	FY 2002
סך הכנסות	44,444	39,420
הון עצמי לסך נכסים	29%	30%
FFO (1)	5,782	12,007
חוב פיננסי ל-FFO (2)	83.3	36.7
חוב ל-CAP (3)	68%	67%

\* חישובי מידרוג המבוססים על נתוני הדו"חות הכספיים

- 1 FFO מקורות מפעילות: רווח נקי+פחת והפחתות-הכנסות/הוצאות ממימוש מקרקעין-חלק החברה בתוצאות חברות כלולות
- 2 חוב פיננסי: התחייבויות ממוסדות בנקאיים לזמן ארוך+התחייבויות לבעלי אג"ח, חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+חלויות שוטפות של אג"ח+אשראי מתאגידים בנקאיים.
- 3 CAP: חוב+הון עצמי+זכויות המיעוט+מסים נדחים

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 19.5.04. 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 דוח הדירוג.

דרבן, מוחזקת בשיעור של כ-80% על ידי איש העסקים מר אליעזר פישמן, חברות בשליטתו ובני משפחתו. לאיש העסקים אליעזר פישמן אחזקות בחברות נוספות הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחו"ל, התקשורת והקמעונאות.

## אסטרטגיה עסקית

- מאז שנת 2000 השקעות חדשות של דרבן ברכישת נכסים מניבים (להבדיל מהקמת מבנים בישראל על קרקעות קיימות) מופנות לחו"ל ועד כה התמקדו בעיקר בקנדה. הנכסים שנרכשו כללו בנייני משרדים, מרכזים מסחריים ומבני תעשייה. הנכסים מנוהלים ע"י חברות ניהול מקומיות בשיטת outsourcing. השקעות עתידיות מתוכננות להעשות במתכונת דומה. כמו כן נשקלות השקעות במדינות נוספות לקנדה ובעיקר במדינות מערב אירופה. בבחירת ההשקעות מושם דגש על שיעורי התשואה ועל משך הזמן הנדרש לצורך החזרת ההון העצמי שהושקע בנכס מתוך התזרים השוטף ו/או באמצעות מימון מחדש.
- השקעות חדשות בנדל"ן בחו"ל רלוונטיות למספר חברות המוחזקות ע"י מר אליעזר פישמן. חלוקת התקשוריות חדשות בין החברות נעשות על בסיס האמצעים הנזילים הקיימים בכל חברה בעת ההתקשורות ועל שיקולי ההיקף הכספי והתאמת ההשקעה לפורטפוליו הנכסים הקיים.
- עצירת הבנייה היזומה בארץ והתמקדות בהקמת מבנים על עתודות קרקע קיימות פנויות אך ורק לשוכרים שיאותרו מראש. לדרבן והחברות המוחזקות עתודת מקרקעין בעלת זכויות בניה בלתי מנוצלות. כהחלטה אסטרטגית החברה לא תפעל בייזום בניה בעתיד למעט במקרים בהם לנכס שוכר מראש.
- שיפור היחס בין חוב לזמן קצר לחוב לזמן ארוך העומד כיום על 1.1 ע"י המרת הלוואות לזמן קצר מבנקים בישראל להלוואות זמן ארוך מבנקים לאחר ירידת הריבית לזמן ארוך. החלפת החוב מתוכננת להתבצע בחודשים הקרובים ומתבססת על הבנות קיימות מול הבנקים.

## שיקולים עיקריים לדירוג

שיעור תפוסה נמוך בנכסי החברה אשר הושפע גם מסיום הקמת מבנים חדשים; אכלוס הדרגתי של מבנים חדשים יאפשר גידול בהכנסות מדמי שכירות ושיפור תזרים המזומנים; פיזור תיק הנכסים לחו"ל תוך התמקדות בהשקעות אשר השבחתן מאפשרת החזר מהיר יחסית של ההון העצמי והשארית התזרים העתידי בתוך החברה; החברה הינה אחת מחברות ציבוריות בשליטת מר אליעזר פישמן אשר פועלות בתחום הנדל"ן, מבנה זה יוצר מצב בו קיימות מספר חברות אשר השקעה חדשה בנכסים רלוונטית לפעילותן ולדעת מידרוג חוסר וודאות מסוים לגבי חלוקת ההשקעות החדשות בין חברות אלו; בשנת 2003 נפגעו התוצאות הכספיות מהעליה בשיעור הריבית הריאלית לאשראי לא צמוד ומהשפעת המדד השלילי על עודף ההתחייבויות הכספיות; הפגיעה בתוצאות החברה בולטת גם נוכח התאמה חלקית בלבד בין בסיס ההצמדה של ההכנסות להתחייבויות; המרת חוב לזמן קצר בחוב לזמן ארוך מבנקים ושיפור ההתאמה בין בסיס ההצמדה של ההכנסות להתחייבויות עתידה לתרום לירידת סיכון המימון של החברה.

### סיכון ענפי

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, ומגזר הנכסים בפרט, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים. מידרוג מעריכה כי הסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית עשויים להגן מפני מחזור שלילי של ענף הנכסים. תקופת השכירות הממוצעת בדברן הינו כ-6 שנים ומידרוג מעריכה כי הינה מגינה באופן חלקי מפני מחזור שלילי של הענף.

### שיעורי תפוסה נמוכים אשר נפגעו כתוצאה מסיום הקמת מבנים חדשים שהושקרו באופן חלקי בלבד

בשנת 2003 הסתיימה הקמת מבני משרדים בשטח כולל של 44,000 מ"ר ביקום, יבנה ולהבים. אכלוס חלקי של נכסים אלו הוריד את שיעור התפוסה הכולל בנכסים המאוחדים בדוחות הכספים מרמה של 84% בשנת 2002 לרמה של 68% בסוף שנת 2003. שיעור התפוסה בנכסים הוותיקים עמד על 84% ובכלל נכסי החברה (כולל חברות כלולות) על כ-77%. שיעורי התפוסה הנמוכים יחסית מגדילים את תלות החברה בהתפתחויות הכלכליות במשק ובראשן את התלות בביקוש לשטחים, זאת בתקופה בה קיים עודף היצע של מבנים לשימושים שונים במרבית אזורי הארץ. האיכלוס החלקי בנכסי החברה גורם לשחיקת תזרים המזומנים עקב העליה החדה שנרשמה בסעיפי ההוצאות השונים ובפרט בהוצאות המימון. מידרוג מעריכה כי אי איכלוסם של הנכסים האמורים ישאיר את המצב בו חלק ניכר מהתזרים הנוכחי מופנה להחזרי הלוואות ותשלומי ריבית.

### דומיננטיות של בעל השליטה בכל הקשור באופי הפעילות של החברה

דרבן היא אחת מחברות הפועלות בתחום הנדל"ן ואשר מר אליעזר פישמן הינו בעל השליטה בהן. מבנה זה יוצר מצב בו קיימת דומיננטיות של בעל השליטה בחברה בכל הקשור באופי הפעילות של החברה וקשר עסקי עם חברות אחרות שבשליטתו בין השאר באמצעות שיתופי פעולה בהשקעות חדשות והשכרת נכסים לחברות שבעלות מר אליעזר פישמן ושאינן פועלות בתחום הנדל"ן. כ-12% מסך הכנסות החברה נובעות מחברות המוחזקות ע"י מר אליעזר פישמן ופועלות בתחומים שונים כגון תקשורת ומסחר קימעונאי.

### חשיפה מטבעית

החברה מתעתדת להפנות את תמורת ההנפקה להשקעות בחו"ל כך שעלוה להיווצר חשיפה מטבעית בין התקבולים להתחייבויות. החברה מתכוננת לצמצם סיכונים אלו באמצעים שונים, בין היתר באמצעות הנפקת אג"ח הצמודים לשער הדולר ארה"ב.

### שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל באמצעות חברות בנות, נכדות ואחרות הרשומות במדינות שונות ובהתבסס על אמנות מס קיימות, שינוי באמנות המס או במיסוי החל בכל מדינה עלול לפגוע בתזרים המזומנים נטו שיתקבל מפעילויות אלו.

### אין מדיניות חלוקת דיבידנד

דירקטוריון החברה לא קיבל החלטה באשר למדיניות חלוקת הדיבידנד. עד כה לא חולק דיבידנד מתוך ריווחי החברה. לחברה יתרת עודפים לחלוקה בסך של כ-100 מליון ₪.

### גידול במנוף פיננסי לאחר גיוס חוב נוסף בהיקף של כ-300 מיליון ₪

גיוס חוב בסכום של כ-300 מיליון ₪ צפוי להעלות את המינוף הפיננסי של דרבן. יחס הון עצמי לסך מאזן ירד מ-29% ערב ההנפקה, ליחס של כ-21% מיד לאחר הנפקת האג"ח. יחס זה מעמיד את החברה בעמדה נחותה לחברות דומות בענף. מידרוג מעריכה כי מדיניות החברה היא להמשיך ולהשתמש במנוף פיננסי גבוה יחסית לענף.

### חוסר התאמת בסיס ההצמדה של ההכנסות להתחייבויות

מרבית חוזי ההשכרה בארץ הן בשקלים צמודים למדד המחירים לצרכן, בעוד שחלק ניכר מהתחייבויות החברה הינם בשקלים לא צמודים. מבנה זה יוצר חוסר התאמה בין בסיס ההצמדה של ההכנסות להתחייבויות, ועלול לגרום לתנודות גבוהות בתוצאות הכספיות. בשנת 2003 נפגעו תוצאות החברה מהריבית הריאלית הגבוהה ששררה במשק, ואשר גרמה לעלייה משמעותית בהוצאות המימון. להערכת החברה, הריבית הריאלית הגבוהה והגידול בהיקף האשראי גרמו לגידול של 12 מיליון ₪ בהוצאות המימון. הנהלת החברה מתכוונת לפעול לשיפור ההתאמה בין בסיס ההצמדה של ההכנסות להתחייבויות, כאמור לעיל.

### בשנת 2003 נרשמה הדרדרות משמעותית ב-FFO וביחסי הכיסוי הנגזרים בעיקר כתוצאה מהעלייה החדה בהוצאות המימון

יחסי כיסוי החוב של החברה נמוכים ביותר ונובעים בעיקר משעורי אכלוס נמוכים בנכסים החדשים ומהכנסות נמוכות ביחס להוצאות המימון הגבוהות. בחינת יחסי הכיסוי לשנת 2003 מצביעה על יחסים נמוכים במיוחד, נוכח העלייה בהוצאות המימון כאמור לעיל ורמת החוב של החברה ביחס לנכסיה. מידרוג מעריכה כי הירידה בריבית הריאלית במשק תתרום לירידה בהוצאות המימון ולשיפור יחסי הכיסוי.

### החזקה בחברות נסחרות וחשיפה לתנודתיות שוק ההון

לאורך השנים, מחזיקה החברה תיק ניירות ערך הכולל מרכיב של מניות ואשר חושף את התוצאות הכספיות לתנודות במחירי ניירות הערך בשוק ההון. מידרוג מעריכה כי פעילות זו ובפרט ההשקעה במניות אינה סינרגית לליבת העסקים הקיימת. כיום תיק המניות כולל את מניותיה של חברת כנפיים המיועדות למימוש בבוא העת. נציין כי ההשקעה האחרונה של החברה שנעשתה במניות היתה בשנת 1999.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- העלאת שיעורי התפוסה במבנים הקיימים תוך שיפור בתזרים המזומנים.
- גיבוש אסטרטגיה עסקית ברורה לדרבן ועמידה בעקרונותיה לאורך זמן.
- הוכחת הצלחה במימוש נכסים או במימון מחדש.
- השבחת תיק הנכסים של החברה.

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- ירידה בשיעורי התפוסה של תיק הנכסים אשר כאמור עומד ליום הדו"ח על 77% (כולל חברות מאוחדות וחברות כלולות).
- הדרדרות ביחסי כיסוי החוב כאשר החברה ממוצבת בעמדה נחותה בהשוואה לחלק מחברות דומות בענף.
- השארת המצב הקיים של חוסר התאמה בין בסיס ההצמדה של ההכנסות להתחייבויות.
- חלוקת דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית.

**סולם הדירוג**

דרגת השקעה	Aaa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.
	Aa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.
	A	לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
	B	לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.
	Ca	אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.
	C	אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

מידרוג משתמש 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.

דוח מספר : CRD030504300M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה. כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע"). המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.