



# דרבן השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - ינואר 2012

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר  
[nadavg@midroog.co.il](mailto:nadavg@midroog.co.il)

אנשי קשר:

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

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## דרבן השקעות בע"מ

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

בהמשך לדוח הדירוג מחדש ספטמבר 2011 מודיעה מידרוג 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 300 מיליון ש"ח. תמורת האג"ח תשמש למחזור חובות.

**דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 17.1.2012. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאץ 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 30.9.11, מיליוני ש"ח**	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ג'	4110060	05/2004	6%	מדד	213	2012-2013
אג"ח ד'	4110094	05/2007	4.60%	מדד	260	2014-2021
אג"ח ה'	4110102	05/2007	5.90%	לא צמוד	156	2012-2015
אג"ח ז'	4110128	05/2008	5.90%	מדד	176	2012-2014
אג"ח ח'	4110151	11/2009	6.50%	מדד	376	2012-2016
<b>סה"כ</b>					<b>1,182</b>	

\* כולל סך של כ-70 מיליון ש"ח. מסדרה ח' אשר נפרעו ע"י החברה בחודש דצמבר 2011 \*\* לא כולל אג"ח המוחזקות ע"י חברות בנות של החברה, אשר הסתכמו ליום 30.9.2011 בכ-279 מיליון ש"ח.

**אישור מחדש לדירוג ולאופק הדירוג** מתבסס על היקף פעילותה המשמעותי של החברה הכולל החזקה בפורטפוליו נכסים מניב, בשווי של למעלה מ-3.7 מיליארד ש"ח, המאופייין בפזר גיאוגרפי ותמהיל שימושים נרחב; עיקר פעילות החברה מתבצע במדינות מפותחות ובעלות שווקים יציבים ובכללם ישראל, גרמניה וקנדה; החברה מצטיגה יציבות ביחסי האיתנות שלה אשר הינם טובים לרמת הדירוג; על אף שחיקה מסוימת, גמישותה הפיננסית של החברה עודה סבירה לרמת הדירוג הנוכחית, ומסתמכת, בין השאר, על נכסים בלתי משועבדים בגרמניה בהיקף של כ-250 מיליון ש"ח וכן שיעורי מינוף נמוכים יחסית ברמת הנכסים.

אישור מחדש של הדירוג ניתן על אף שחיקה מסוימת שרשמה החברה ביחסי כיסוי החוב ממועד דוח הדירוג האחרון, אשר נובעת בעיקרה מביצוע השקעות בקרקעות ובפעילויות ייזום שאינן מניבות תזרים שוטף. השלמת מימושו של נכס משמעותי במנהטן ומהלכים נוספים יביאו, להערכת מידרוג, לשיפור ביחסיה הפיננסיים של החברה ובכללם ביחסי כיסוי החוב.

יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.9.2011	
286,300	326,002	357,955	350,559	273,231	הכנסות
198,190	220,543	242,889	235,939	180,689	רווח גולמי
112,721	27,149	130,627	121,178	52,400	רווח (הפסד) משערורך גדל"ן להשקעה
179,219	193,994	218,481	213,722	158,566	רווח תפעולי ללא שערורים
123,197	175,121	123,970	148,412	23,429	הוצאות מימון, נטו
182,514	70,601	236,426	192,767	189,531	רווח לפני מס
40,124	-102,558	-63,361	8,898	19,695	חלק בתוצאות חברות מוחזקות ונאמנויות
195,517	-23,559	189,546	154,946	164,345	רווח נקי
55,180	215,866	148,214	150,580	44,060	יתרות נזלות
569,195	549,313	522,987	486,509	450,140	פיקדונות משועבדים
2,245,196	2,531,640	2,552,887	2,678,840	2,777,707	חוב פיננסי*
2,190,016	2,315,774	2,404,673	2,528,260	2,733,647	חוב פיננסי נטו*
3,782,289	3,952,713	4,149,562	4,268,897	4,539,390	*CAP
3,727,109	3,736,847	4,001,348	4,118,317	4,495,330	*CAP נטו*
1,281,854	1,186,426	1,389,200	1,357,339	1,485,696	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,496,435	4,660,087	4,809,583	5,009,035	5,263,043	סך מאזן
3,927,240	4,110,774	4,286,596	4,522,526	4,812,903	סך מאזן*
59.4%	64.0%	61.5%	62.8%	61.2%	חוב* ל- *CAP
58.8%	62.0%	60.1%	61.4%	60.8%	חוב נטו* ל- *CAP נטו*
28.5%	25.5%	28.9%	27.1%	28.2%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך המאזן
32.6%	28.9%	32.4%	30.0%	30.9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי*
62,954	60,394	90,711	93,257	52,728	FFO
35.7	41.9	28.1	28.7	39.5	חוב פיננסי* ל- FFO במונחים שנתיים
34.8	38.3	26.5	27.1	38.9	חוב פיננסי נטו* ל- FFO במונחים שנתיים

\* בנטרול פיקדונות משועבדים

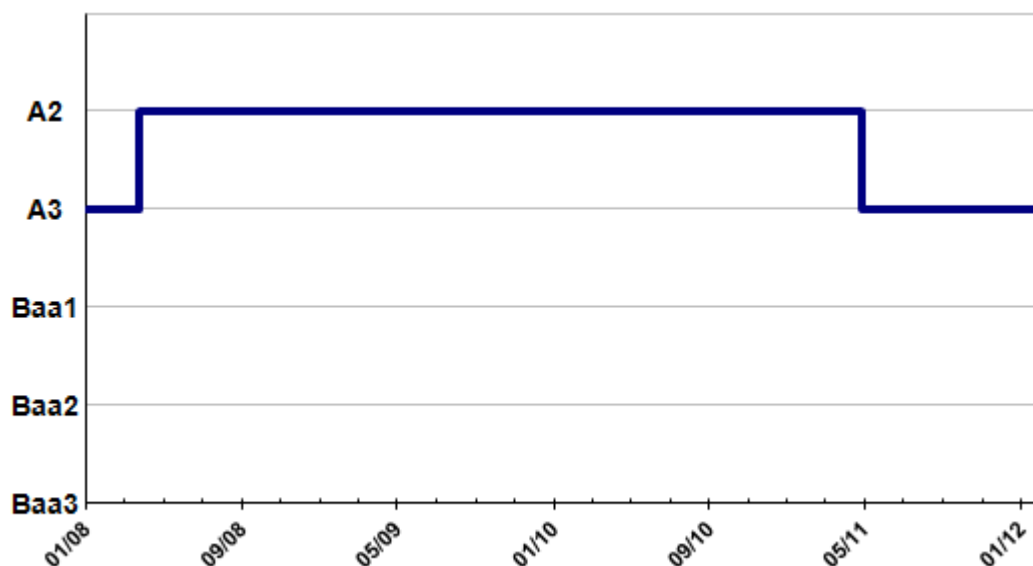
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- 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 במיצועה 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 ובחול"ל מסך פעילות החברה

היסטוריית הדירוג



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 30.9.2011, על כ- 760 אלף מ"ר (כ- 674 אלף מ"ר במאוחד), מתוכם כ- 495 אלף מ"ר בחו"ל. שיעור התפוסה, כולל חלק החברה בחברות כלולות, עמד נכון ליום 30.9.2011 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](http://www.midroog.co.il)

[דוח הדירוג האחרון](#), ספטמבר 2011

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> <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, מהאיכות 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 מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד 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 פסקה 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](http://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.