

דרבן השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג דצמבר 2010

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט
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: שלילי	A2	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק דירוג שלילי לסדרות האג"ח שבמחזור. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה לגיוס אג"ח בסך של עד 100 מיליון ₪ ע.ג., באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ח' או באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה בעלת מח"מ דומה. תמורת ההנפקה תשמש את החברה לפעילות השקעה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.11.2010. 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*:

יתרת שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים** ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2013	315,388	מדד	6%	266,482	30.5.2004	4110060	אג"ח ג'
2014-2021	***244,514	מדד	5%	***214,007	27.5.2007	4110094	אג"ח ד'
2011-2015	131,788	לא צמוד	5.90%	129,981	27.5.2007	4110102	אג"ח ה'
2011-2014	231,906	מדד	5.90%	210,718	28.5.2008	4110128	אג"ח ז'
2012-2016	235,003	מדד	6.50%	225,742	24.11.2009	4110151	אג"ח ח'
	1,159,228			1,051,363			סה"כ

* לא כולל גיוס אג"ח בהיקף של כ- 69 מיליון ₪, שבוצע במהלך אוקטובר 2010 ** כולל ריבית שנצברה *** בנטרול כ- 184 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח ד', אשר מוחזקות לתאריך זה ע"י חברות בנות של החברה

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמך בשיקולים אשר פורטו במסגרת דוח הדירוג שפורסם בחודש אוקטובר 2010. במסגרת שיקולי הדירוג, תבחן מידרוג את התרחבות פעילות החברה למנהטן והשפעתה על הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה.

יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪):

	31.12.07	31.12.08	31.12.09	30.9.10	
הכנסות	286,300	326,002	357,955	260,842	
רווח גולמי	198,190	220,543	242,889	176,783	
רווח (הפסד) משערוך נדל"ן להשקעה	112,721	27,149	130,627	47,562	
רווח תפעולי ללא שערוכים	179,219	193,994	218,481	160,880	
הוצאות מימון, נטו	123,197	175,121	123,970	100,952	
רווח לפני מס	182,514	70,601	236,426	112,582	
חלק בתוצאות חברות מוחזקות ונאמניות	40,124	-102,558	-63,361	-8,037	
רווח נקי	195,517	-23,559	189,546	78,332	
יתרות נזלות	60,152	216,940	153,605	156,890	
פיקדונות משועבדים	569,195	549,313	522,987	483,325	
חוב פיננסי*	2,245,196	2,531,640	2,552,887	2,545,121	
חוב פיננסי נטו*	2,185,044	2,314,700	2,399,282	2,388,231	
CAP*	3,782,289	3,952,713	4,149,562	4,054,979	
CAP נטו*	3,722,137	3,735,773	3,995,957	3,898,089	
הון עצמי זכויות מיעוט	1,281,854	1,186,426	1,389,200	1,295,482	
סך מאזן	4,496,435	4,660,087	4,809,583	4,771,843	
סך מאזן*	3,927,240	4,110,774	4,286,596	4,288,518	
חוב ל-CAP*	59.4%	64.0%	61.5%	62.8%	
חוב ל-CAP, נטו*	58.7%	62.0%	60.0%	61.3%	
הון עצמי זכויות מיעוט לסך המאזן	28.5%	25.5%	28.9%	27.1%	
הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי*	32.6%	28.9%	32.4%	30.2%	
FFO	62,954	57,806	90,711	71,562	
חוב פיננסי* ל- FFO	35.7	43.8	28.1	**26.7	
חוב פיננסי נטו* ל- FFO	34.7	40.0	26.4	**25.0	

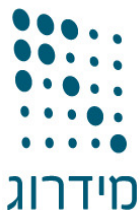
* בנטרול פיקדונות משועבדים ** במונחים שנתיים

מהלכים שבוצעו לאחר תאריך המאזן ועתידיים להתבצע בתקופה הקרובה צפויים להגדיל את רמת המינוף של החברה;

גם לאחר מהלכים אלו יעמדו היחסים הפיננסיים של החברה במסגרת רמת הדירוג הנוכחית

במסגרת פעולת הדירוג שבוצעה בחודש אוקטובר 2010, גייסה החברה כ- 60 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח ח' כמו כן, הנפיקה החברה במועד זה, ללא תמורה, אופציות להמרה לאג"ח ד' ו- ה', בהיקף של כ- 140 מיליון ₪ ע.ג. כ- 123 מיליון ₪ ע.ג. מאופציות אלו נרכשו ע"י חברות בנות של החברה ומומשו לאג"ח (יתר האופציות פקעו) והן מוחזקות ברובן, נכון למועד הדוח, על ידן.

בהמשך להודעת החברה בספטמבר 2010, על רכישת הלוואה מובטחת במשכנתא על נכס משרדים במנהטן, אשר התשלום האחרון בגינה ע"ס כ- 40 מיליון דולר שולם לאחר ה- 30.9.2010, הודיעה החברה ביום 24 בנובמבר על רכישת הלוואה נוספת (שיתרתה כ- 41.2 מיליון דולר), המובטחת במשכנתא על נכס בבנייה, המיועד למגורים במנהטן. הלוואה זו צפויה להירכש תמורת כ- 21 מיליון דולר, וגיוס האג"ח הקרוב ישמש, בין היתר, למימון רכישה זו.



רכישות הנכסים וגיסי האג"ח יעלו, בטווח הקצר, את היקף החוב ואת רמת המינוף של החברה (עד להנבה מלאה של הנכס המשרדי ומכירת הדירות) לרמה של כ- 65% חוב ל- CAP ולכ- 28% הון עצמי למאזן בנטרול פיקדונות משועבדים. עם זאת, גם לאחר מהלכים אלו, עומדים יחסי החברה במסגרת דירוג החוב הנוכחי שלה.

אופק הדירוג

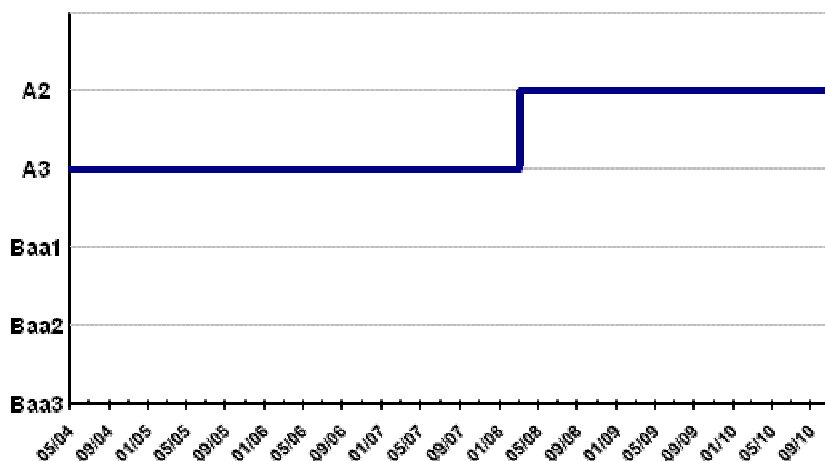
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- השבחת נכסים ושיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- שיפור ביחסי האיתנות של החברה ויחסי הכיסוי לאורך זמן
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- 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
- הגדלת משקל פעילות הייזום של פרויקטים בארץ ובחו"ל מסך פעילות החברה
- שינוי במדיניות ההשקעות אשר יהיה בו כדי להעלות את רמת הסיכון של 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 13.5% 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 ביום 30.9.2010 על כ- 757 אלף מ"ר (כ- 674 אלף מ"ר במאוחד), מתוכם כ- 492 אלף מ"ר בחו"ל. שיעור התפוסה, כולל חלק החברה בחברות כלולות, עמד נכון ליום 30.9.2010 על 83%, לעומת שיעור תפוסה של 84% בתקופה המקבילה אשתקד.

עיקר ההחזקה בחברת דרבן, נכון למועד דו"ח זה, מתרכזת בידי מר אליעזר פישמן במישרין - בשיעור של כ- 57.82% ובעקיפין - באמצעות חברת מבני תעשייה שבשליטתו, המחזיקה בכ- 28.03% מהחברה. 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") 2010.

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.