



דרבן השקעות בע"מ

דו"ח מעקב | דצמבר 2014

1

מחברים:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

רו"ח אורן שרייבר - אנליסט
orans@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

דרבן השקעות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A2	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

בהמשך לדוח הדירוג מיום 18.12.2014 בדבר הכנסת דירוג סדרות החברה ל-Credit Review עם השלכות שליליות מודיעה מידרוג על אישור מחדש של דירוג החברה לרמה A2 לסדרות אג"ח ד', ה' ו-ח' אותן הנפיקה דרבן השקעות בע"מ (להלן "החברה" או "דרבן") ועל הורדת אופק הדירוג מיציב לשלילי.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת אג"ח ליום 30.9.2014, מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ד'	4110094	מאי-07	4.6%	מדד	590	2015-2021
אג"ח ה'	4110102	מאי-07	5.9%	לא צמוד	31	2015
אג"ח ח'*	4110151	נוב-11	6.5%	מדד	284	2014-2016
				סה"כ	904	

* לאחר תאריך המאזן פרעה החברה תשלום קרן אג"ח ח' בהיקף של כ-95 מ' ₪

דירוג החברה¹ נתמך בהיקף פעילות רחב, הכולל נכסים מניבים בהיקף של מעל ל-3.5 מיליארד ₪, המאופיינים בפיזור נרחב וצפויים לייצר NOI של כ-235 מ' ₪ בשנה. כיום עיקר פעילות החברה מתרכזת בכלכלות יציבות יחסית - ישראל וגרמניה (בנוסף לחברה מספר השקעות בקנדה הנמצאות בתהליכי מימוש). לחברה היקף הון עצמי משמעותי ויחסי איתנות טובים גם בהתחשב בתרחישי רגישות שנלקחו במסגרת שיקולי הדירוג.

שינוי אופק הדירוג נובע מאירועים משמעותיים שחלו לאחרונה, הנובעים מהתדרדרות במצבה של חברה מוחזקת - Mirland Development Corporation Plc (להלן: "מירלנד"). להערכת מידרוג, ההתפתחויות האחרונות משפיעות לרעה על רמת הסיכון בחברה בשני מישורים: אפשרות למחיקת הון בהיקף משמעותי בגין ההחזקה במירלנד והרעה בנגישות חברת האם (להלן "כלכלית ירושלים") למקורות נזילות באופן העשוי להגדיל את הישענותה על דיבידנדים מהחברה. חשיפת סיכון נוספת הינה בדמות השקעת החברה בחברת "סויטלנד", הכוללת אף סיכון מימוש הערבויות שהוענקו לה ע"י החברה.

¹ בחינת דירוג החברה יוצא ממספרי החברה במאומד בתוספת חלק החברה בחברות המוחזקות ב-50%.

אי ודאות באשר לשווי אחזקות החברה במירלנד, לאור הסדר חוב המתגבש, פוגע באיתנות החברה ומגדיל את תלותה של חברת האם בתקבולי דיבידנד מהחברה; לחברה אף חשיפה למחיקות הון ומימוש ערבויות בסויטלנד

כאמור בהמשך להודעת מירלנד מיום ה-18.12.2014 על דחיית תשלומים למחזיקי אגרות החוב, נוצר ספק באשר לשווי מניותיה ושווי נכסיה לאחר פירעון ההלוואות הספציפיות שאליהן משועבדים הנכסים (ופירעון אגרות החוב). משכך, מידרוג בוחנת תרחישים של מחיקת השקעתה בחברת מירלנד, המוערכת בכ-150 מ' ש. בנוסף למחיקה אפשרית זו, לחברה חשיפה לחברת "סויטלנד" (כ-20% החזקה), הפועלת בעיקר באוקראינה ובלארוס (דירוג מדינה של Caa3 שלילי ו-B3 שלילי, בהתאמה). כלל חברות הקבוצה (דרבן, כלכלית ירושלים ומבני תעשיה) העניקו ערבויות (כל אחת ביחד ולחוד למלוא ההתחייבויות) כלפי מחזיקי אגרות החוב של סויטלנד וכלפי חלק מההלוואות הבנקאיות של סויטלנד (סך ערבויות של כ-406 מ' ש). מידרוג מעריכה כי הסבירות למחיקת הון נוספת בגין ההחזקה בסויטלנד וכן תרחיש של תמיכה בחברה כחלק ממימוש הערבויות שהוענקו לה גדלה בתקופה האחרונה. יתר על כן, בשל מבנה הערבות שניתנה, לא מן הנמנע כי באם תמומש הערבות, תרומתה של דרבן עלולה להיות מעבר לחלקה היחסי בחוב המובטח באופן אשר עשוי להגדיל את נטל החוב בחברה באופן משמעותי.

נציין כי לחברת האם, כלכלית ירושלים, חשיפה נרחבת יותר למחיקות הון בעקבות התדרדרות מצבן של מירלנד ולסוויטלנד, ככל שיתרחשו. להערכת מידרוג, ככל שיגברו צרכי התזרים של כלכלית ירושלים בטווח השנים הקרובות, סביר כי תחול עליה בתלותה מתזרימי דיבידנדים מדרבן.

היקף פעילות ופיזור נכסי החברה גבוה ומהווה גורם חיובי בדירוג; החברה פועלת למיקוד אזורי הפעילות בדרך של מימוש נכסים

דירוג החברה מושפע לחיוב מהיקף פעילותה: הונה העצמי של החברה מסתכם ליום 30.9.2014 בכ-1.3 מיליארד ש' ופעילותה כוללת החזקה בעשרות נכסים בארץ ובחו"ל, בשווי של כ-3.5 מיליארד ש', המניבה תזרים NOI של כ-235 מ' ש. כמו כן, החברה נמצאת בהליך שיווק מתקדם של נכס חדש אשר צפוי לשפר את הכנסותיה בטווח המידי. בשנים האחרונות פעלה החברה לממש נכסים בשווקים שונים, כך שכיום עיקר פעילות החברה מרוכז בישראל ובגרמניה (לחברה אחזקה במספר נכסים בודדים בקנדה). נציין כי בגרמניה החברה עורכת שינויים בפעילותה ובכוונתה לממש חלק מהפורטפוליו, כך שכספי התמורה ישמשו לפירעון חוב ספציפי והמשך יצירת נזילות.

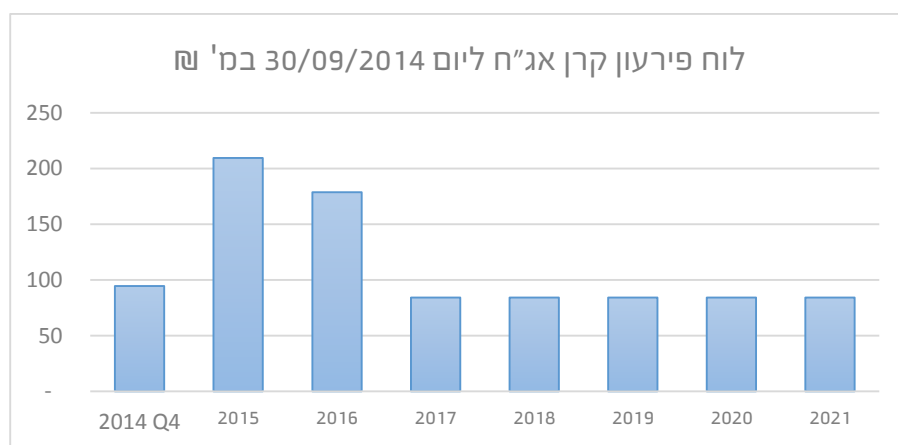
יש לציין עוד כי לחברה חשיפה מטבעית שאינה מגודרת באופן ישיר על ידיה. החשיפה נובעת מהחזקות בנכסים המייצרים תזרים במט"ח (מיקומם בעיקר בקנדה וגרמניה), המהווים חלק מהותי מהיקף הפעילות. יחד עם זאת, החשיפה מגודרת באופן עקיף לאור קבלת מימון במדינות המקור למול הנכסים הרלוונטיים.

לחברה מקורות תזרימיים ונזילות ההולמים את צרכי שירות החוב בשנתיים הקרובות

בניתוח מאזני החברה מיום ה-30.9.2014, מעדכונים בדבר היקף האמצעים הנזילים של החברה כיום ומתזרים מקורות ושימושים (העדכני) שנמסרו למידרוג, עולה כי לחברה ישנם מקורות לשרות החוב בטווח השנתיים הקרובות ואף בטווח



ארוך יותר. בשנים 2015 ו-2016 החברה צפויה לתשלומי ריבית וקרן כלפי מחזיקי אגרות החוב בהיקף של כ-240 מ' ש"ח וכ-200 מ' ש"ח, בהתאמה. ככל שלא יהיו הנפקות אג"ח נוספות, החל משנת 2017 החברה תיוותר עם סדרת אג"ח אחת שצפויה להיפרע בחמישה תשלומים שנתיים שווים של כ-85 מ' ש"ח. בהתאם לדיווחי החברה, מעבר ליתרת המזומנים, עומדים לרשותה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-280 מ' ש"ח (עיקר נכסים אילו ממוקמים בגרמניה). לרשות החברה קיימות מסגרות אשראי פנויות, שאינן חתומות, המגובות בשעבוד על נכסים בישראל בהיקף של כ-50 מ' ש"ח.



יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	30.9.2014	אלפי ₪
365,251	380,214	353,981	270,305	הכנסות
242,038	247,799	224,341	178,233	רווח גולמי
98,302	-83,102	39,552	44,498	רווח (הפסד) משיערוך נדל"ן להשקעה
205,104	209,972	191,589	156,317	רווח תפעולי ללא שערורים
46,122	115,308	127,183	71,710	הוצאות מימון, נטו
147,823	-35,243	57,241	71,289	רווח נקי
47,629	111,348	178,233	349,816	נזילות
2,771,799	2,441,161	2,272,121	2,379,672	חוב פיננסי (בנטרול פיקדונות משועבדים)
2,724,170	2,329,813	2,093,888	2,029,856	חוב פיננסי נטו
1,481,534	1,373,101	1,394,364	1,412,564	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,613,176	4,161,299	4,038,478	4,177,947	CAP (בנטרול פיקדונות משועבדים)
4,565,547	4,049,951	3,860,245	3,828,131	CAP נטו
4,773,730	4,308,515	4,210,851	4,334,127	סך מאזן בנטרול פיקדונות משועבדים
60.1%	58.7%	56.3%	57.0%	חוב ל-CAP (בנטרול פיקדונות משועבדים)
59.7%	57.5%	54.2%	53.0%	חוב נטו ל-CAP נטו
31.0%	31.9%	33.1%	32.6%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי בנטרול פיקדון משועבד
64,348	83,215	92,183	106,952	FFO מייצג שנתי *
43	29	25	22	חוב פיננסי (בנטרול פיקדונות משועבדים) ל- FFO
42	28	23	19	חוב פיננסי נטו ל- FFO

*-ה-FFO ליום 30.9.2014 הינו נתון שנתי מייצג בהגבה מלאה של מצבת הנכסים הכולל הכנסות מלאות בגין נכס שהחל להניב באמצע השנה. שאר הנתונים הינם תוצאות בפועל.

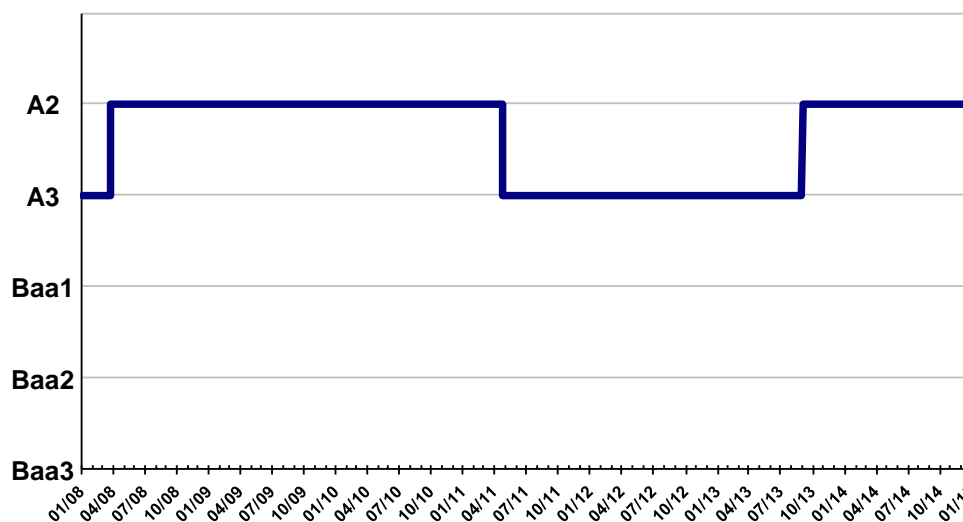
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג

- השבחת נכסים ושיפור משמעותי בשיעורי התפוסה והתזרים מפעילות
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי והמינוף לאורך זמן
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה ובכללה בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים ו/או נזילותה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- המשך הרעה במיצובה הפיננסי ובדירוגה של החברה כלכלית ירושלים
- מדיניות חלוקת דיבידנד מוגברת אשר תפגע בנזילות ו/או אי שמירה על יחס חוב ל-CAP של כ-60%
- המשך הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלות החברות המוחזקות ע"י החברה, באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים של החברה מעבר לתרחישי מידרוג

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

דרבן הינה חברת נדל"ן הפועלת, במישרין ובאמצעות חברות בנות, 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 - 14.8% ממניותיה) ובמדינות חבר העמים (בה פועלת החברה באמצעות חברת Svitland, המוחזקת בהיקף של כ - 16% ממניותיה).

שטח המבנים להשכרה בארץ ובחו"ל, כולל חלק החברה בחברות כלולות עמד, נכון ליום 30.09.2014, על כ - 746 אלף מ"ר (כ - 637 אלף מ"ר במאוחד), מתוכם כ - 447 אלף מ"ר בחו"ל. שיעור התפוסה בנכסי החברה הינו יציב בשנים האחרונות ועומד על כ-78%.

בחודש פברואר 2011 השלימה כלכלית ירושלים את רכישת החברה, ונכון למועד הדו"ח מחזיקה במלוא מניותיה. עיקר ההחזקה בכלכלית ירושלים 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

מועד פרסום דוח הדירוג הקודם: 18 בדצמבר 2014

תאריך פרסום הדוח: 31 בדצמבר 2014

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 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

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שאלה 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.



דו"ח מספר: CRD111214000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

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. 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 לסיכוני 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. 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.