

דורסל (ב.א.ז.) בע"מ

16 במאי, 2016

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'A' בשל שיפור בפרופיל העסקי תוך שמירה על יחסי כיסוי ומינוף הולמים

אנליסט אשראי ראשי

עופר עמיר, 972-3-7539715 ofer.amir@spglobal.com

אנליסט אשראי משני

שניר אפק, 972-3-7539712 snir.afek@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

העלאת דירוג ל-'ilA' בשל שיפור בפרופיל הסיכון העסקי תוך שמירה על יחסי כיסוי ומינוף הולמים

תמצית

- במהלך השנתיים האחרונות חל שיפור מתמשך בפרופיל הסיכון העסקי של חברת דורסל (ז.א.ב) בע"מ כמתבטא בגידול בהיקף ובפיזור תיק הנכסים ובירידה בתלות בשוכרים מהותיים.
- על אף הצמיחה בהיקף הפעילות ואפשרות לרכישות נוספות, אנו צופים כי החברה תשמור על יחסי מינוף וכיסוי טובים ביחס לקבוצת השוואה.
- אנו מעלים את הדירוג של חברת דורסל (ז.א.ב) בע"מ לדירוג 'ilA' מדירוג 'ilBBB+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו כי תישמר היציבות התפעולית בנכסים הקיימים וכי רכישות אפשריות נוספות יתבצעו תוך שמירה על יחס חוב לחוב והון עצמי של עד 60% ועל יחס EBITDA להוצאות ריבית של מעל 2x לאורך זמן.

פעולת הדירוג

ב-16 במאי, 2016, העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של חברת דורסל (ז.א.ב) בע"מ ל-'ilA' מ-'ilBBB+'. דורסל פועלת בתחום הנדל"ן המניב בישראל. תחזית הדירוג של החברה יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נובעת משיפור מתמשך בפרופיל הסיכון העסקי של החברה כמתבטא בגידול בהיקף ובפיזור תיק הנכסים של החברה ובפרט בירידה בתלות בהכנסות משוכרים מהותיים. מאז מועד מתן הדירוג הראשוני, היקף ה-NOI (net operating income) של החברה עלה בשנת 2015 בכ-90% לכ-36 מיליון ₪ (כולל חברות בהסדר משותף), שווי תיק הנכסים של החברה עלה ב-75% ל-480 מיליון ₪, וחלקם של שני השוכרים הגדולים בהכנסות החברה ירד לכ-48% לעומת 71% ב-2013. שיפור זה בא בעקבות רכישות נכסים שביצעה החברה בחיפה וביבנה וכן הודות לשיפור תפעולי משמעותי מתאריך הרכישה. הרכישות הובילו לגידול משמעותי של תזרימי המזומנים ולירידה בריכוזיות השוכרים ובריכוזיות הגיאוגרפית.

אנו סבורים שהפרופיל העסקי של החברה נתמך על ידי תיק נכסים איכותי ויציב המאוכלס בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן (מעל 95%), על ידי שיעורי רווחיות ממוצעים לענף הפעילות כמתבטא ביחס רווחיות EBITDA של כ-63% ועל ידי היכרות טובה של ההנהלה עם אזורי התעשייה שבהם פועלת החברה. מאידך, הפרופיל העסקי מוגבל, לדעתנו, על ידי היקף פורטפוליו קטן יחסית (עשרה נכסים בשווי כולל של כ-480 מיליון ₪) ביחס לחברות השוואה, ריכוזיות גבוהה בתחומי הפעילות ובמיקום הנכסים, בעיקר משרדים בצפון הארץ, ותלות שעדיין קיימת, אם כי נמוכה יותר, בשלושה שוכרים עיקריים: 013 נטוויז'ן בע"מ, מארוול ישראל בע"מ וקוואלקום ישראל בע"מ. יש לציין כי לחברות מארוול וקוואלקום ישנן נקודות יצאה מחוזי השכירות במהלך שנת 2017. יחד עם זאת, החברה מעריכה כי שוכרים אלו לא יממשו את אופציות היציאה המוקנות להם, לאור ההשקעות הגבוהות שביצעו בהתאמת הנכסים והעלויות הצפויות במעבר לנכס אחר ולאור העובדה כי עד כה החברה לא קיבלה הודעה מהשוכרים בנדון.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים כי יחסי המינוף והכיסוי של החברה ימשיכו להיות חזקים יחסית לקבוצת השוואה. להערכתנו, יחס החוב לחוב והון עצמי ימשיך לעמוד על פחות מ-60% בשנים 2016-2018, בהתחשב במחויבות הנהלת החברה לשמור על רמת מינוף זו. אנו מעריכים גם כי רכישות בהיקפים מהותיים, ככל שיהיו, יתבצעו יחד עם צעדים אשר ישמרו על פרופיל הסיכון הפיננסי הקיים. צעדים אילו יוכלו להתבטא לדוגמה בהזרמת הון או צמצום היקף חלוקות הדיבידנדים. להערכתנו, יחס ה-EBITDA להוצאות ריבית צפוי להמשיך להיות גבוה ביחס לקבוצת השוואה ולעמוד על למעלה מ-3x. יצוין כי הפרופיל הפיננסי של החברה מושפע

לרעה מבסיס EBITDA קטן יחסית בהשוואה לחברות מדורגות דומות, עובדה שמגדילה את רגישות יחסי כסוי החוב לשינויים בביצועים התפעוליים של החברה, וכן מהיקף דיבידנד גבוה יחסית בשנים האחרונות ביחס להיקף התזרימים שמייצרת החברה.

נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של דורסל (ב.א.ז.) בע"מ כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים בשנת 2016 יעמוד מעל 1.2x. הערכה זאת מתבססת בעיקר על יתרת המזומנים הקיימת, כולל הלוואה שהחברה נטלה במהלך שנת 2016, על תזרים המזומנים המיוצר מדי שנה וכן על היקף החלויות השוטפות בכל שנה. נזילות החברה נתמכת על ידי יחס LTV (loan to value) ממוצע נמוך יחסית (כ-45%) בנכסים של החברה, אשר תורם לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה למחזר את החוב הקיים.

להערכתנו, המקורות ברמת ודאות גבוהה של החברה, החל מה-1 בינואר, 2016 ועד ל-31 בדצמבר, 2016, הם:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-26 מיליון ₪.
- תזרים מפעילות שוטפת בסך של כ-16 מיליון ₪.
- קבלת הלוואה בנקאית בסך של כ-30 מיליון ₪ (התקבל).

להערכתנו, השימושים ברמת ודאות גבוהה של החברה, החל מה-1 בינואר, 2016 ועד ל-31 בדצמבר, 2016, הם:

- חלויות שוטפות בסך של כ-35 מיליון ₪.
- רכישת נכס ביבנה תמורת כ-17 מיליון ₪ (הושלם).
- תשלום דיבידנד בסך של כ-7 מיליון ₪.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו כי תישמר היציבות התפעולית בנכסים הקיימים ובפרט כי שוברים מהותיים לא ישתמשו באופציית היציאה הקיימת להם במהלך שנת 2017, וכי רכישות אפשריות נוספות יתבצעו תוך שמירה על יחס חוב לחוב והון עצמי של עד 60% ועל יחס EBITDA להוצאות ריבית של מעל 2x לאורך זמן.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לבצע פעולת דירוג שלילית אם תחול הרעה בביצועי הנכסים או אם החברה תגדיל את היקף הנכסים כך שתיגרם התדרדרות בנזילות החברה או אי שמירה על היחסים ההולמים את הדירוג.

התרחיש החיובי

נבצע פעולת דירוג חיובית אם החברה תרחיב משמעותית את תיק הנכסים תוך הקטנה של ריכוזיות הנכסים והשוברים ושמירה על היחסים ההולמים את הדירוג, או אם יחס החוב לחוב והון עצמי ירד אל מתחת ל-50% יחד עם שמירה על יחס EBITDA להוצאות ריבית של מעל 2.5x.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי
 מבנה הון: ניטרלי
 נזילות: ניטרלי
 מדיניות פיננסית: ניטרלי
 ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי
 השוואה לקבוצת ייחוס: שלילית

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה – כללי: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016
- מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 19 בינואר, 2016
- מתודולוגיה – כללי: הגדרות הדירוג של S&P, 1 בפברואר, 2016
- מתודולוגיה – כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערביות והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידי, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצת חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 19 בנובמבר, 2013

פרטים כלליים (נכון ל- 16 במאי, 2016)

	דורסל (ב.א.ז.) בעמ
	דירוג(י) המנפיק
ilA-/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
ilA-	סדרה ב
	היסטוריית דירוג המנפיק
	דירוג מקומי - טווח ארוך
ilA-/Stable	מאי 16, 2016
ilBBB+/Stable	יוני 09, 2014
	פרטים נוספים
11:37 16/05/2016	זמן בו התרחש האירוע
11:37 16/05/2016	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג. לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "הצדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס S&P AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור. אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.