

רבד בע"מ

מעקב | יוני 2020

אנשי קשר:

אורית תשובה
ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית
orit.teshuva@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

רד בע"מ

דירוג סדרות	Baa1.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות
-------------	---------	-------------------------------

מידרוג מאשרת דירוג Baa1.il ומציבה תחת בחינה (CREDIT REVIEW) עם השלכות שליליות את אגרות החוב (סדרות ב' ו- ג') שהנפיקה רד בע"מ. הצבת הדירוג תחת בחינה הינה בעקבות פגיעה בפעילות בתי האבות באנגליה בעיקר לאור התפרצות נגיף הקורונה אשר בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל תרחישי רגישות ביחס לפעילות בתי האבות, עולה חשש מאי עמידה באמות מידה פיננסיות בהלוואות הבכירות בנכסים באנגליה.

אגרות החוב במחזור המדרגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	5260088	Baa1.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	02.10.2022
ג'	5260096	Baa1.il	בחינת דירוג עם השלכות שליליות	28.02.2024

שיקולים עיקריים לדירוג

- החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים: השקעה ישירה או באמצעות חברות מוחזקות בנדל"ן מניב בישראל ובמערב אירופה, ניהול והפעלת בתי אבות סיעודיים באנגליה יחד עם שותף וייזום נדל"ן למגורים בישראל. פיזור הפעילות על פני כלכלות חזקות תורם לפרופיל הסיכון של החברה.
- הפרופיל העסקי של החברה מושפע לשלילה מהיקף פעילות חלש ביחס לדירוג לאור היקף מאזן נמוך של כ- 812 מ' שם ליום 31.12.2019 לאחר הוספת חלק החברה בחוב חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני. יחד עם זאת, מצבת נכסי הנדל"ן המניב של החברה בישראל, אירלנד ושוויץ המאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, אשר נכון ליום 31.12.2019 הינם כ- 97%, תורמים ליציבות הפעילות. מנגד, לחברה פורטפוליו של 19 בתי אבות באנגליה עם שיעורי תפוסה של 85% נכון ליום 31.12.2019.
- יחסי המינוף והכיסוי של החברה בולטים לחיוב ביחס לדירוג. כך, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור המינוף חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 52%-55%. שיעור מינוף זה נמצא במגמת שיפור בשנים האחרונות. נדגיש כי, לאור התפשטות נגיף הקורונה, החל מחודש אפריל 2020, החלה ירידה חדה בשיעורי התפוסה בבתי האבות ולכן תרחיש הבסיס מניח פגיעה משמעותית בהכנסות וביחסי הכיסוי בשנת 2020. בהתאם לכך יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל- FFO צפוי להיות איטי בשנת 2020 ולהגיע לטווח של 16-20 שנים בשנים 2021-2022, בהן אנו מניחים תרחישי רגישות הכוללים המשך פגיעה בפעילות בתי האבות בשל השפעת התפרצות נגיף הקורונה. יחס הבולט לחיוב ביחס לדירוג. יחד עם זאת, היקף ה- FFO של החברה חלש ביחס לרמת הדירוג, ועל-פי תרחיש הבסיס של מידרוג, צפוי לנוע בטווח של 19-21 מ' שם בשנים 2021-2022.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, לחברה יתרת נזילות גבוהה ביחס לשירות החוב, הבולטת לחיוב ביחס לדירוג. בנוסף, הגמישות הפיננסית של החברה מוגבלת לאור היעדר נכסים שאינם משועבדים, אך מושפעת לחיוב משיעור ה- LTV על הנכסים אשר הינו כ-54% בהתאם לתרחיש הבסיס ובהנחת ניצול מלוא מסגרת האשראי.
- פעילות בתחום בתי האבות באנגליה, החשופה לסיכונים תפעוליים ורגולטוריים, משליכה על פרופיל הסיכון של החברה. בנוסף, אוכלוסיית הגיל השלישי נמצאת בסיכון גבוה לתחלואה מוגברת ולסיבוכים הנובעים מהדבקות בנגיף הקורונה, ולפיכך בבתי אבות בהם שוהים מבוגרים קיים חשש מוגבר להידבקות ולהתפשטות הנגיף, לסיבוכים ואף לתמותה. בהתאם לדיווחי החברה בחלק מבתי האבות התגלו מקרי תחלואה בקורונה, שיעורי התפוסה ירדו ואף עשרות דיירים נפטרו.

חשיפת פעילות בתי האבות של החברה להתפשטות הנגיף עלולה להשפיע לשלילה על שיעורי התפוסה ולהוות גורם סיכון לאור ההשפעה האפשרית על ההכנסות מהפעילות ועל שיעור הרווחיות. לכן, בתרחיש הבסיס של מידרוג נלקחו בחשבון תרחישי רגישות של שחיקה בהיקף ה- NOI בשנים 2020-2022 מפעילות זו.

- משבר הקורונה אשר התפרץ בסין והתפשט בתחילת 2020 ליתר העולם, מטלטל את הכלכלה העולמית, ובכללה את המשק הישראלי. במסגרת ההתמודדות עם התפשטות נגיף הקורונה, מדינות רבות בעולם, וביניהן ישראל, נוקטות בצעדים משמעותיים על מנת למתן את קצב התפשטות הנגיף ואף לבלום אותו. עפ"י הערכת החברה בדוחותיה הכספיים, להתפשטות הנגיף עלולה להיות השפעה שלילית לאור החשיפה בנכסי ישראל ובחול"ל, למספר שוכרים ממגזרי פעילות עסקית שונים, שהעיקריים שבהם קמעונאות, הסעדה, מסחר, היי טק ונותני שירותים, אשר מגזרים אלו, תלויים בין היתר בתנועת לקוחות (Traffic), שהינה מוגבלת בהתאם להוראות רגולטוריות בישראל ובמדינות בהן פועלת החברה (אירלנד ושוויץ). כמו כן, התמשכות המשבר עלולה להביא לירידה בביקושים בענף הנדל"ן בכלל ובתחום השטחים המיועדים להשכרה בפרט. נציין כי למועד דוח זה, עם הירידה בקצב התפשטות הנגיף, הוסרו חלק מהמגבלות הרגולטוריות במסגרת המתווה לחזרה לשגרה במדינות בהן פועלת החברה.
- החברה דיווחה במהלך חודש מאי האחרון על ירידה של כ- 13% בשיעורי התפוסה מתחילת שנת 2020 בנכסי בתי האבות באנגליה, אשר נכון להיום בהתאם למידע שהעבירה החברה מנמת הירידה בשיעורי התפוסה נעצרה. לאור פגיעה משמעותית בשיעורי התפוסה בפעילות בתי האבות במהלך 2020 וחוסר הוודאות בקשר עם היקף הפגיעה העתידי, להערכת מידרוג עולה חשש לפגיעה בהכנסות מנכסים באופן שעלול להוביל, בין היתר, לאי עמידה באמות מידה פיננסיות בהלוואות הבכירות על נכסי בתי האבות. נציין כי התקופה הקרובה מאופיינת באי וודאות גבוהה במיוחד, משום שהמשבר העולמי והמקומי, על רקע מגפת הקורונה, הינו חסר תקדים בהיקפו ובמאפייניו. לפיכך, קשה להעריך את משך השפעותיו הכלכליות ואת עוצמתן.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, את חלק החברה בחוב ובנזילות של החברות המוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן סיווג של חלק השותף בהלוואות הבעלים בנכס BIT בסך של כ- 44 מ' ש"ח לזכויות מיעוט חלף חוב. בנוסף, תרחיש הבסיס מניח משיכת מסגרות אשראי שטרם נוצלו בסך 80 מ' ש"ח, עסקאות של מימון מחדש של הלוואות על הנכסים, אפשרות לחלוקת דיבידנדים שנתיים, פירעון שוטף של אגרות החוב והלוואות החברה, רכישת נכסים מניבים בטווח הקצר- בינוני תוך נטילת חוב בכיר על הנכס, שחיקה אפשרית בשווי הנכסים בחול"ל ומימוש נכסים מניבים באירלנד המסווגים כזמינים למכירה בדוחותיה הכספיים של החברה. כמו כן, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון תרחישי רגישות על התזרים השוטף לאור השלכות אפשריות של משבר הקורונה בפרט, מנכסי בתי האבות של החברה כפי שיצוין בהמשך הדוח. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, כפי שצוין לעיל, יחסי האיתנות של החברה צפויים לנוע בטווח של 52%-55% חוב נטו ל- CAP נטו. יחסים אלו, הבולטים לחיוב ביחס לדירוג, צפויים לשמור על יציבות. יחס הכיסוי של החברה חוב פיננסי נטו ל- FFO צפוי להיות איטי יותר בשנת 2020, ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג לנוע בטווח של 20-16 שנים, בשנים 2021-2022.

אופק הדירוג

הצבת הדירוג תחת בחינת דירוג עם השלכות שליליות נובעת בפרט לאור פגיעה בשיעורי התפוסה ובהכנסות בפעילות בתי האבות בהם החברה מחזיקה באנגליה, בשותפות עם בית הזהב בע"מ ("להלן: "בית הזהב") המהווה חלק משמעותי מכלל פעילות החברה. אי הוודאות בקשר עם קצב חזרת הפעילות לתוצאות ערב המשבר ולאור היקפי ההתפרצות באנגליה וההשפעה המשמעותית שיש לנגיף בעיקר על אוכלוסיית בתי האבות, עלולה, בין היתר, להשפיע על יכולת החברה לעמוד באמות מידה פיננסיות של הלוואות הבכירות בנכסים באנגליה. ככל שתתקיים הפרה של אמות המידה, מידרוג תבחן את התמודדות החברה מול המלווים וההשלכות בהתאם על דירוג סדרות אגרות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת דירוג

- גידול בהיקפי הפעילות של החברה בכלל, ובמצבת הנכסים המניבים בפרט
- עליה משמעותית בהיקף ה- FFO
- שיפור בגמישות הפיננסית של החברה, בפרט, גידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג

- עלייה בשיעור החוב ל- CAP על בסיס איחוד יחסי של חברות המוצגות בשווי מאזני
- פגיעה משמעותית בנזילות וגמישות החברה
- הרעה ביחסי הכיסוי של החברה
- צמצום מצבת הנכסים המניבים של החברה המספקים תזרים יציב לצד התרחבות בפעילות בתי האבות החשופה לסיכון תפעולי
- פגיעה מתמשכת בפעילות בתי האבות, בין היתר, באופן שישיע על עמידה באמות המידה הפיננסיות

נתונים פיננסיים עיקריים¹

			רבד בע"מ
31.12.2017	31.12.2018	31.12.2019	במיליוני ש"ח
---	---	812	סך מאזן
359	498	427	חוב פיננסי
65%	53%	49%	חוב נטו / CAP נטו
5%	5%	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן

* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג סביבת הפעילות

פעילות החברה בכלכלות מפותחות תורמת ליציבות הפעילות ומשליכה לחיוב על פרופיל הסיכון

החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים: השקעה ישירה או באמצעות חברות מוחזקות בנדל"ן מניב בישראל ובמערב אירופה; ניהול והפעלת בתי אבות סיעודיים באנגליה יחד עם שותף; ייזום נדל"ן מניב בישראל. נכון ל- 31.12.2019, פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב כוללת ארבעה נכסים באירלנד המשמשים בעיקר למסחר וקמעונאות (קיימת גם פעילות זניחה של מגורים להשכרה), נכס בשוויץ המשמש למסחר ושני נכסי משרדים בישראל. אירלנד מדורגת בדירוג A2 יציב על- ידי Moody's² לאור שיעורי צמיחה גבוהים בשנים האחרונות ויישום המדיניות הפיסקלית, לצד רמת חוב גבוהה במגזר הציבורי והפרטי ותגודתיות בפעילות הכלכלית. מדינת ישראל, המדורגת A1 באופק יציב על-ידי Moody's², מתאפיינת בכלכלה חזקה וביציבות נתונים מאקרו-כלכליים. דירוג ישראל התעדכן לאחרונה מדירוג A1 באופק חיובי לאופק יציב וזאת בעיקר לאור הגידול בגירעון כתוצאה מהתפרצות הקורונה ואתגרים

¹ לאחר הוספת חלק החברה בחוב חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן לאחר סיווג של חלק השותף בהלוואת הבעלים בנכס BIT לזכויות מיעוט חלף חוב.

² הדוח מופיע באתר: www.moody's.com

פיסקליים הנובעים מחוסר יציבות פוליטית. בנוסף, על-פי הערכת Moody's, בשנת 2020 צפויה צמיחה שלילית בתוצר בשיעור של 4% בתוצר, ובשנת 2021 בעקבות התאוששות המשק הצמיחה הצפויה הינה בשיעור של 5.5%. בהתאם לנתוני הלמ"ס³, למרות ששיעור הבלתי - מועסקים הסתכם בחודש מרץ 2020 בכ- 3.4%, אחוז המועסקים הנעדרים מעבודתם עומד על 43% (מכלל המועסקים), ביחס ל- 10.1% בחודש פברואר 2020 טרם השלכות התפרצות הקורונה. מסקירת הרבעון הרביעי של שנת 2019 טרם התפרצות נגיף הקורונה, ענף המשרדים בישראל המשיך להראות יציבות לאורך השנים האחרונות. בתל אביב, המהווה מוקד משיכה לחברות הגדולות במשק, נרשמו עליות בדמי השכירות הממוצעים ובשיעורי התפוסה, כאשר ברוב הערים הנוספות נרשמה יציבות בפרמטרים אלה. נציין כי נכסי החברה בישראל ממוקמים בלב ת"א באופן התורם ליציבות התזרים וצמצום פרופיל הסיכון. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, עדיין קיימת אי וודאות בנוגע להשפעת התפרצות נגיף הקורונה על ענף המשרדים בישראל, להרחבה בנושא הינכם מופנים להערת ענף⁴.

בריטניה מדורגת בדירוג Aa2 באופק שלילי על ידי Moody's², ומאופיינת בנתוני צמיחה חלשים יחסית, שיעור הצמיחה בתוצר המקומי גולמי בשנת 2019 של 1.4%, וירידה בשיעור האבטלה העומד על 4% בשנת 2019. ההאטה בכלכלת בריטניה משקפת את ההשפעה של הירידה בביקושים ממקורות זרים בשילוב עם חוסר היציבות כתוצאה מתהליך ה"ברקזיט"- יציאת בריטניה מהאיחוד האירופי. בנוגע לברקזיט עדיין קיימת אי וודאות בנוגע לעתיד היחסים המסחריים בין בריטניה לאיחוד האירופי, ולכן עפ"י הערכת Moody's האטה בכלכלה צפויה להימשך. עפ"י דוחותיה הכספיים של החברה, חלק ניכר מהשפעת הברקזיט על אנגליה בכלל ועל שוק בתי האבות בפרט נוגע לגיוס ושימור עובדים המשפיעה על הוצאות השכר ההולכות וגדלות. בהתאם להערכת Moody's, ההשלכות של התפרצות נגיף הקורונה כוללות בין היתר, צמיחה שלילית בתוצר בשנת 2020 של 7%, גידול משמעותי בחוב הלאומי בעקבות תכנית ממשלתית רחבה מאוד לתמיכה בכלכלה וגידול בשיעורי האבטלה.

פרופיל עסקי

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב מפיזור נכסי ושיעורי תפוסה הולמים ביחס לדירוג. יחד עם זאת, היקף פעילות החברה נמוך ביחס לדירוג

לחברה מצבת נכסי נדל"ן מניב המושכרים למספר שוכרים ממגזרי פעילות עסקית שונים, שהעיקריים שבהם קמעונאות, הסעדה, מסחר, היי טק ונותני שירותים. נכסים אלו מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן של כ- 97%. הנכסים המניבים בישראל, המהווים כ- 15% מה- NOI של החברה⁵, ממוקמים במרכז תל-אביב ומשפיעים לחיוב על יציבות הפעילות ועל איכות תיק הנכסים. כמו כן, פיזור השוכרים בתחום הנדל"ן המניב הולם את רמת הדירוג כך ששלושת השוכרים העיקריים מהווים 28% מההכנסות (בהתאם לדוחות הכספיים המאוחדים ליום 31 בדצמבר 2019). יחד עם זאת, בשני נכסים באירלנד קיימת לחברה תלות בשוכר יחיד אשר מתמתנת בעקבות תקופתם הארוכה של הסכמי השכירות עימם של למעלה מ- 6 שנים.

בתי האבות באנגליה מוחזקים ביחד עם חברת בית הזהב אשר לה ניסיון משמעותי בתחום פעילות הדיור המוגן וכוללים 19 בתי אבות סיעודיים בהם כ- 1,120 מיטות אשר רובם ממוקמים בלונדון ובסביבתה. חלק ה- NOI של פעילות זו, מהווה כ- 69% מכלל ה- NOI של החברה⁵. שיעורי התפוסה בבתי אבות, עומדים על 85% נכון ליום 31.12.2019. כ- 13 בתי אבות נרכשו בשנת 2017 ועל כן להערכתנו, אין טרם רוקרד מספק לנכסי בתי האבות.

החברה פועלת בתחום הנדל"ן היזמי בישראל ע"י החזקה בזכות חכירה מהוננת במקרקעין הממוקמים בתל אביב בין הרחובות אנטווקולסקי מצפון, אבן גבירול ממערב ושטרוק מזרח. החברה פועלת לתכנון ולהקמת פרויקט מגורים הצפוי לכלול 93 דירות

³ הדוח מופיע באתר: www.sbs.gov.il

⁴ השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענפי הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020

⁵ באיחוד יחסי הכולל את חלק החברות המוצגות על בסיס שיטת השווי המאזני.

מגורים וכן, חלק מסחרי לא מהותי. נכון למועד הדוח, טרם ניתן היתר בנייה לפרויקט, ולחברה NOI שנתי מהשכרת המבנה הקיים על המקרקעין.

בנוסף, נכון ליום 31.12.2019, היקף פעילות החברה חלש ביחס לדירוג, כאשר סך המאזן העומד על כ- 812 מיליוני ₪ לאחר הוספת חלק החברה בחוב חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני, עלול להשליך לשלילה על עמידות החברה בפני תנודות בסביבת הפעילות.

פרופיל פיננסי

מינוף ויחסי הכיסוי בולטים לחיוב לרמת הדירוג ותורמים ליציבות הפרופיל הפיננסי של החברה, לצד היקפי פעילות נמוכים המשפיעים לשלילה על הפרופיל הפיננסי של החברה

נכון ליום 31.12.2019, שיעור המינוף חוב נטו ל-CAP נטו של החברה, עומד על כ- 49% לאחר איחוד יחסי של חלק החברה בחוב חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן לאחר סיווג מחדש של הלוואות הבעלים בנכס BIT לזכויות מיעוט חלף חוב. יחס מינוף זה הנמצא במגמת שיפור ביחס לשנים קודמות ובולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג, צפוי להישחק במקצת ולנוע בטווח של 52%-55%, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המתואר לעיל.

לאור התפשטות נגיף הקורונה והירידה החדה בשיעורי התפוסה בבתי האבות בשנת 2020 תרחיש הבסיס מניח תרחיש רגישות לפגיעה משמעותית ברווחיות התפעולית וביחסי הכיסוי בשנה זו. בשנים 2021-2022 תרחיש הבסיס לוקח בחשבון תרחישי רגישות הכוללים המשך פגיעה בפעילות בתי האבות בשל השפעת התפרצות נגיף הקורונה. נכון ליום 31.12.2019, יחס הכיסוי של החברה, חוב פיננסי נטו ל-FFO, עומד על 16 שנים, יחס הבולט לחיוב לרמת דירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס הכיסוי צפוי להגיע בשנים 2021-2022 לטווח של 16-20 שנים. יחד עם זאת, נכון ליום 31.12.2019, היקף ה-FFO של החברה הינו כ- 22 מ' ₪, וצפוי לנוע בטווח של 19-21 מ' ₪ בשנים 2021-2022, היקף חלש ביחס לדירוג.

נציין כי קיימת אי וודאות בכל הקשור להמשך התפשטות הנגיף, והשפעותיו על הפעילות ועל קצב התאוששות הפעילות. נדגיש כי ככל והיקפי פעילות בתי האבות תיפגע יותר משנלקח בחשבון בתרחיש הבסיס, וקצב ההתאוששות הפעילות יהיה איטי מהצפוי, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על הדירוג.

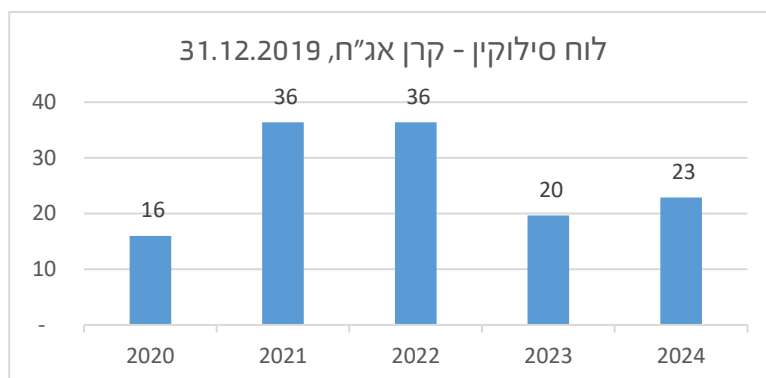
גמישות פיננסית מסוימת לאור מינוף הולם על הנכסים המשועבדים וכן יתרות נזילות גבוהות ביחס לשירות החוב

במהלך שנת 2019 החברה חתמה על הסכם של מסגרת אשראי מול בנק ישראלי בסך 100 מ' ₪, כאשר נכון ליום 31.12.2019 החברה ניצלה כ- 20 מ' ₪. עפ"י תרחיש הבסיס של מידרוג ובהתאם להערכת החברה בשנת 2020 צפויה החברה לנצל את יתרת המסגרת. כנגד מסגרות אלו שועבדו נכסי החברה בישראל, כך שלמועד זה, כלל נכסי החברה משועבדים לטובת הבטחת חובותיה. אף על פי כן, לחברה גמישות פיננסית מסוימת לאור שיעור נמוך של ההלוואות על הנכסים המשועבדים⁶ (LTV) בסך של 53% נכון ליום 31.12.2019, הבולט לחיוב ביחס לדירוג. ציון הדירוג לוקח בחשבון מימון מחדש בשני נכסים בחו"ל שהושלם במהלך שנת 2020.

נכון ליום 31.12.2019 לחברה יתרות נזילות גבוהות של 36 מ' ₪ בהתאם לדוחותיה הכספיים, הבולטות לחיוב, ביחס לפירעון קרן אגרות החוב לשנים 2020-2021 של כ- 16 ו- 36 מיליון ₪ בהתאמה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הנזילות ביחס לשירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות צפוי לעמוד בטווח של 110%-120% בתקופת התחזית, יחס הבולט לחיוב לרמת הדירוג.

⁶ חוב מובטח לנדל"ן להשקעה הינו לאחר הוספת חלק החברה בנתונים הפיננסיים של החברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני (ובכלל זה בגין בתי האבות באנגליה).

תרשים 1: לוח סילוקין נכון ליום 31.12.2019, במיליוני ש"ח



פירוט השיקולים הנוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Baa1.il הינו נמוך בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, וזאת לאור היקפי פעילות נמוכים של החברה יחד עם חשיפת החברה לענף פעילות בתי האבות באנגליה, כאשר מרבית מהיקף ה- NOI של החברה⁷ נובע מפעילות בתי האבות.

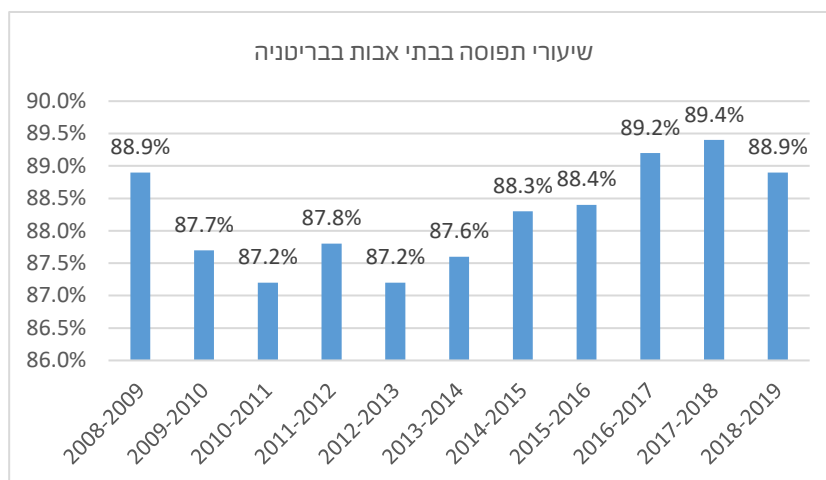
פעילות החברה בענף בתי האבות באנגליה, הכוללת סיכונים תפעול ועלויות משמעותיות, משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון המתגבר לאור התפשטות נגיף הקורונה

בתי האבות באנגליה מוחזקים בשיתוף עם חברת בית הזהב וכולל 19 בתי אבות סיעודיים בהם כ- 1,120 מיטות אשר רובם ממוקמים בלונדון ובסביבתה. החברה החלה את פעילותה בתחום זה בשנת 2013 באמצעות רכישת שישה בתי אבות בשיתוף עם בית הזהב, ובפברואר 2017 הגדילה החברה את פורטפוליו בתי האבות ע"י רכישה של שלושה עשר בתיים נוספים בשיתוף עם בית הזהב. לבית הזהב ניסיון משמעותי בתחום פעילות הדיור המוגן של למעלה מ- 30 שנה, אשר להערכת מידרוג, ממתן במידה מסוימת את הסיכון בפעילות זו.

עפ"י סקירת ענף בתי האבות באנגליה לשנת 2019 של Knight Frank⁸ שיעורי התפוסה בענף נמצאים במגמת עליה בשנים האחרונות (חרף ירידה קלה במהלך 2019) כפי שניתן לראות בתרשים 2, וההערכה היא שלמרות העלות ההולכת וגדלה של הטיפול הסיעודי, שיעור התפוסה צפוי להיות יציב בשנים הבאות לאור ביקוש גובר לענף זה בשל גידול באוכלוסיית הגיל השלישי ועלייה בתוחלת החיים. האתגרים העיקריים מולם מתמודדים מפעילי בתי האבות הינם: הגידול בעלות הוצאות השכר לצוות העובדים אשר מהווה מרכיב עיקרי בהוצאות התפעול; מחסור הולך וגדל בבריטניה של אחים ואחיות מוסמכים; ודרישת הרגולציה לעמוד בסטנדרטים גבוהים המצריכים השקעה ושיפור של השירותים. כתוצאה מכך, שיעורי הרווחיות בענף מעט נשחקו בשנים האחרונות אף על פי גידול מתמשך בהכנסות.

⁷ באיחוד יחסי הכולל את חלק החברות המוצגות על בסיס שיטת השווי המאזני.
⁸ Knight frank - CARE HOMES TRADING PERFORMANCE REVIEW 2019

תרשים 2: שיעורי תפוסה בבתי אבות בבריטניה



מקור: Knight frank - CARE HOMES TRADING PERFORMANCE REVIEW 2019 עיבוד: מידרוג

אוכלוסיית הגיל השלישי נמצאת בסיכון גבוה לתחלואה מוגברת ולסיבוכים הנובעים מהדבקות בנגיף הקורונה, ולפיכך בבתי אבות בהם שוהים מבוגרים קיים חשש מוגבר להידבקות ולהתפשטות הנגיף, לסיבוכים ואף לתמותה אשר עלולים להשפיע לשלילה על שיעורי התפוסה ולהוות גורם סיכון לאור השפעה אפשרית על ההכנסות מהפעילות ועל שיעור הרווחיות. עם התפרצות הנגיף, החברה נקטה במספר צעדים על מנת לנסות ולמנוע את התפשטות הנגיף בבתיים בטרם יצאו הנחיות מחייבות בעניין. צעדים אלו כללו: הצטיידות של הצוות באמצעי מיגון; העלאת המודעות להיגיינה הן לעובדים והן לדיירים; צמצום ככל הניתן של מגע הצוות עם הדיירים (לכל עובד מספר מצומצם של דיירים); הפרדה בין מחלקות; וביצוע בדיקות רנדומליות של הדיירים. בהתאם לדיוחי החברה בחלק מבתי האבות התגלו מקרי תחלואה בקורונה, ואף עשרות דיירים נפטרו. בנוסף, על-פי דיווחיה של החברה, מאז פרוץ משבר הקורונה והחלת הסגר בבריטניה, חלה ירידה חדה בביקוש לבתי אבות מצד לקוחות פרטיים, ומנגד חל גידול בביקוש מצד רשויות מקומיות, אשר בין היתר התקשרו בהסכמים לשריון מקומות לדיירים פוטנציאליים. נציין כי למועד דוח זה, החלו באנגליה בהליך של הקלה במגבלות הרגולטוריות שהוטלו עקב התפרצות נגיף הקורונה. כמו כן, נכון למועד דוח זה, הירידה בשיעורי התפוסה בהתאם למידע שהעבירה החברה נעצרה. תפעול בתי האבות, בנוסף להחזקה בהם, המקנה לחברה את היכולת להתייעל בעלויות כוח האדם בבתי האבות, ממתן במקצת את הסיכון הכרוך בירידה בשיעורי התפוסה. נציין כי, להערכתנו מפני שמדובר בבתיים המעניקים שירותי סיעוד המהווים מענה לצורך הכרחי ולכן פחות מושפע ממשברים. בהתאם לכך, מידרוג רואה בפעילות זו כבעלת סיכון גבוה יותר, בהשוואה לפעילות נדל"ן מניב, אשר משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2019		
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה	פרמטרים
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית ⁹
Baa.il	840-870	Baa.il	¹⁰ 812	סך מאזן (מיליוני ש"ח)
Baa.il	---	Baa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים
Aa.il	55%-52%	Aa.il	¹¹ 49%	חוב פיננסי, נטו CAP / נטו
Baa.il	19,000-21,000	Baa.il	¹² 22,000	היקף FFO (אש"ח)
A.il	16-20	A.il	16	חוב פיננסי, נטו FFO /
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן
A.il	54%	A.il	53%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה ¹³
A.il	120%-110%	Aaa.il	¹⁴ 222%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות
A3.il				סה"כ דירוג נגזר
Baa1.il				דירוג בפועל

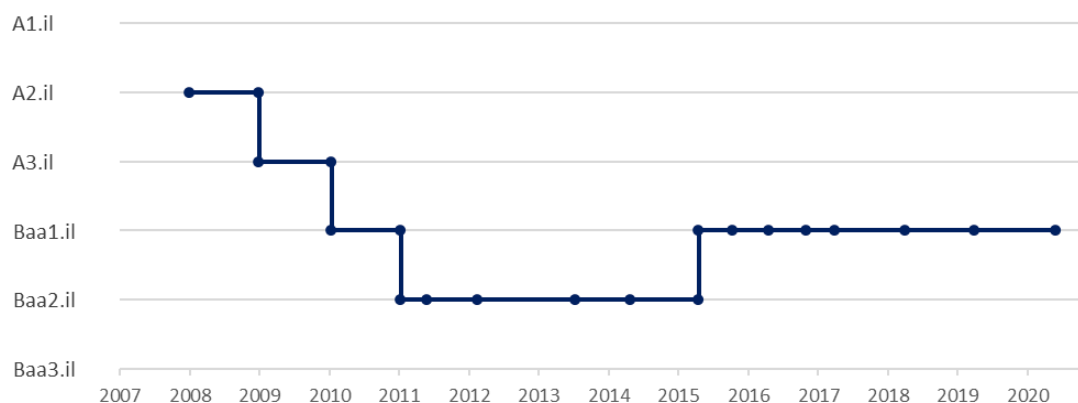
* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק. תרחיש הבסיס של מידרוג הינו לתקופה של 18-12 חודשים.

אודות החברה

רביד פועלת בתחום הנדל"ן המניב ועוסקת באיתור, רכישה, תפעול והשבחה של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל וכן משנת 2013 עוסקת בתחום הפעלת בתי אבות סיעודיים באנגליה בשיתוף עם חברת בית הזהב, בחלקים שווים. כמו כן, בשנת 2016 השלימה החברה רכישה של קרקע לייזום למגורים בישראל ופועלת להשבחתה. החברה הוקמה בשנת 1951 כחברה פרטית ובשנת 1993 נרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

⁹ תחום הפעילות והסביבה הכלכלית אשר נכללו במטריצת הדירוג הינם של נדל"ן מניב בישראל, אירלנד ושוויץ. לתחום הפעילות של בתי האבות ניתן ביטוי בשיקולים הנוספים.
¹⁰ לאחר הוספת חלק החברה בחוב חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני.
¹¹ לאחר הוספת חלק החברה בחוב נטו חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן לאחר סיווג מחדש של הלוואה בנכס BIT שניתנה על-ידי זכויות המיעוט, לזכויות מיעוט חלק חוב.
¹² בהתחשב בתזרים ה- FFO של החברות המוצגות בשיטת השווי המאזני, על פי חלק חברה. כמו כן, סך FFO זה כולל נטרול הוצאות מימון בסך של כ- 5 מיליוני ש"ח בגין הוצאות הפרשי שער חד פעמיות לאור יתרת מזומנים משמעותית ממימוש נכסים בחו"ל ועל כן בוצעה התאמה למתודולוגיית מידרוג.
¹³ חוב פיננסי מובטח נדל"ן להשקעה כולל את חלק החברה בנכסים ובחוב חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני (ובכלל זה בתי האבות באנגליה).
¹⁴ יתרות הנזילות נכון ליום 31.12.2019 כוללות מסגרות אשראי לא מנוצלות בסך של 80 מיליון ש"ח שהחברה צופה לנצל במהלך 2020

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רבד בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי - דצמבר 2019](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן למסחר, מרץ 2020](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענפי הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, מרץ 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידיים - מאי 2020](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

21.06.2020	תאריך דוח הדירוג:
23.04.2019	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
13.12.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
רבד בע"מ	שם יוזם הדירוג:
רבד בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מוכח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>