

רבוע כחול נדל"ן בע"מ

מעקב | דצמבר 2019

אנשי קשר:

רו"ח אופיר זלינגר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
Ophir.zelinger@midroog.co.il

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

רבע כחול נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1.il	דירוג מנפיק ודירוג סדרות ד'-ו'
אופק דירוג: שלילי	Aa3.il	דירוג סדרה ז'

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב בלתי מובטחות (סדרות ד', ה', ו') שהנפיקה רבע כחול נדל"ן בע"מ וכן מאשרת דירוג מנפיק זהה, אופק הדירוג שלילי.

מידרוג מעלה את דירוג סדרה ז' המגובה בבטוחה מדירוג A1.il לדירוג Aa3.il, וזאת בהתאם ליישום לראשונה של מתודולוגיית "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019, אופק הדירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.06.2020	שלילי	A1.il	1119999	ד'
31.05.2023	שלילי	A1.il	1130467	ה'
30.11.2026	שלילי	A1.il	1140607	ו'
30.11.2026	שלילי	Aa3.il	1140615	ז' *

* סדרת אגרות חוב ז' מובטחת במשכנתא ראשונה על מספר נכסים. מידרוג בחנה את טיב הבטוחה בהתאם למתודולוגיית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" ספטמבר 2019.

** לחברה סדרת אג"ח נוספת, סדרה ח', אשר אינה מדורגת ע"י מידרוג.

שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג החברה נתמך במצבת נכסים מניבים בהיקף משמעותי הממוקמת ברובה באזורי ביקוש ומציגה שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן והינה אטרקטיבית לשוכרים פוטנציאליים. שיעור התפוסה בנכסי החברה, נכון ל-30.09.19, הינו כ-98%.
- ביום 23.12.2019 דיווחה החברה על חתימת הסכם (מותנה במספר תנאים מתלים) לרכישת חלק השותפים (50%) במספר חברות מוחזקות, הכוללות את חברת קניון TLV, חברת בנייני תל-אביב, וחברת הניהול של הפרויקט, בתמורה לסך כולל של 225 מ' ש" (להלן "עסקת TLV").
- אם וככל שתושלם עסקת הרכישה, השלכותיה הישירות עשויות לכלול גידול במינוף וירידה בנזילות, והגדלת החשיפה לסיכונים קניון TLV אשר מציג שיפור בתוצאות, אך עדיין בתהליך התייצבות, ומנגד גידול בהיקף הנכסים והפעילות, הקטנת תלות בשוכר מרכזי - יינות ביתן, תוספת של נכסי חברת המגורים (בשווי מוערך של עשרות מיליוני ש" וללא חוב) ושליטה מלאה בניהול הקניון ללא תלות בשותפים.
- בהתאם לדוח החברה ליום 30.09.2019 (על בסיס דוח מאוחד מורחב), היקף המאזן מסתכם ל- 5.7 מיליארד ש" ויחס האיתנות חוב נטו ל- CAP נטו עומד על 51%. היקף מאזן ויחס איתנות אלו בולטים לחיוב לרמת הדירוג ותורמים לפרופיל העסקי של החברה. כפי שיפורט בתרחיש הבסיס שלהלן, השלמת עסקת TLV צפויה להביא לגידול בהיקף המאזן, ומנגד - להעלות את שיעור המינוף של החברה.
- פיזור נכסי בולט לחיוב לרמת הדירוג. כך, נכסה העיקרי של החברה תורם כ-12% מהכנסות החברה מנכסי נדל"ן מניב ו-3 הנכסים העיקריים תורמים כ-25% מסך הכנסות אלו, באופן התורם לפרופיל העסקי וליציבות התזרים השוטף; מנגד, השוכר העיקרי של החברה מהווה כ-27% מסך הכנסות ו-3 השוכרים העיקריים מהווים כ-40% מסך הכנסות, ועל כן

¹ החברה מפרסמת במסגרת דוח הדירקטוריון תמצית דוחות כספיים מאוחדים מורחבים, כולל איחוד יחסי של חברות מוחזקות

פיזור השוכרים בולט לשלילה לרמת הדירוג. השלמת עסקת TLV תשפר את פיזור השוכרים של החברה, אך מנגד תגדיל את תלות החברה בנכס העיקרי.

- היקף FFO² ויחסי כיסוי הולמים לרמת הדירוג, כך החברה מציגה צמיחה ה- FFO לאורך השנים מסך של כ- 100 מ' ש ב- 2017 ל- 110 מ' ש ב- 2018 וצפי של 133 מ' ש ל-2019, ויחסי כיסוי חוב נטו ל- FFO של 25-27 שנים. תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי בטווח הזמן הבינוני החברה תציג גידול נוסף ב- FFO לסך של כ- 140-155 מ' ש לשנה (כולל גידול עקב איחוד מלא של קניון TLV) ושיפור ביחסי הכיסוי לטווח של 20-23 שנים. (יצוין כי החברה מעריכה שלאחר השלמת רכישת חלק השותפים ניתן יהיה לצמצם את עלויות המימון של הקניון, תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מניח שינוי באופן המימון בשלב זה).
- יחד עם זאת, חלוקות דיבידנד בהיקף גבוה ביחס ל- FFO השנתי מצמצמות את התזרים הפנוי של החברה מפעולות שוטפות. גמישות פיננסית ההולמת את רמת הדירוג הכוללת נכסים לא משועבדים בהיקף של 1.9 מיליארד ש' ויתרות נזילות גבוהות לאורך זמן.
- החברה מחזיקה בכ- 63% מהזכויות בפרויקט להקמת מגדל מגורים ומגדל לשימושים מעורבים ברחוב תוצרת הארץ (להלן "פרוייקט תוצרת הארץ") בהיקף כספי, כולל עלות הקרקע, של כ- 1.3 מיליארד ש' (חלק החברה כ- 800 מיליון ש'). בהתאם לנמסר למידרוג - ביצוע הפרוייקט מתקדם בהתאם לל"ז המתוכנן ושיווק הפרוייקט מציג מכירות מוקדמות והרשמות בהיקף משמעותי. לאור התקדמות הפרוייקט, ובהתחשב בהיקף הייזום ביחס להיקף הכולל של פעילות החברה, להערכת מידרוג הפרוייקט אינו משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי עסקת TLV תושלם במהלך החודשים הקרובים, ותוביל לגידול בהיקף המאזן לצד עלייה בשיעור המינוף הכולל. עוד מניח תרחיש הבסיס גידול בהכנסות כתוצאה מאיחוד מלא של פעילות קניון TLV והמשך גידול מתון בהכנסות החברה מנכסים מניבים, לצד תרחישי רגישות להכנסות ולהוצאות השוטפות. בנוסף, תרחיש הבסיס מניח המשך השקעה בפרוייקט תוצרת הארץ עפ"י המתווה העסקי שהציגה החברה ותחת תרחישי רגישות לקצב המכירות והביצוע ולשעורי הרווחיות הצפויים, אמורטיזציה שוטפת של הלוואות בנקאיות ואג"ח, לצד מיחזור חוב, השקעות ומימושי נכסים בהתאם למתווה שהציגה החברה (תחת תרחישי רגישות לעיתוי ולמחיר המימוש), וכן תרחישי רגישות לשווי הנכסים המניבים ותיק ני"ע של החברה. עוד מניחה מידרוג חלוקות דיבידנד בהיקף של כ- 120 מיליון ש' בשנה.

שיקולים מבניים

העלאת דירוג סדרה ז' ברמת דירוג אחת מעל דירוג החוב הבכיר הבלתי מובטח נובעת מיישום לראשונה של מתודולוגיית "שיקולים מבניים" בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2019". בהתאם לנתוני החברה, אגרות החוב סדרה ז' מגובות בבטוחה הכוללת שעבודים על 12 נכסים מניבים בשווי כולל של כ- 225 מיליון ש', נכון ליום 30.09.2019, וסך החוב המובטח בגינם עומד על 165 מיליון ש'.

מידרוג מגדירה את הבטוחה כחזקה, בין היתר, לאור היות הנכסים המשועבדים בתחום הנדל"ן המניב בישראל, נהנים מתזרים שוטף של הכנסות משכירות, וצפויים לתנודתיות נמוכה יחסית בשווי, מעבר לכך, מאחר והבטוחה כוללת 12 נכסים יש בכך כדי לפזר את הסיכון ולשפר את סחירות הנכסים המקרה של מימוש. בהתאם לכך, מידרוג מניחה תרחיש רגישות של 35-40% לשווי הנכסים המשועבדים בעת מימושם, המוביל ליחס השבה העולה על 70% ביחס לחוב המובטח.

² נתוני FFO ויחסי כיסוי הינם לאחר התאמות מידרוג, ואינם זיהים בהכרח להערכות או לנתונים המוצגים ע"י החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי נובע, מנתונים תפעוליים חלשים מהמצופה על ידינו, וכן מתחזיות החברה, לתוצאות פעילות קניון TLV אשר מציג שיפור בתוצאות, לצד תהליך התייצבות ממושך ועודף תפעולי נמוך לצד הוצאות מימון גבוהות, ואף הציג הפחתה מצטברת של כ-12.5% בשווי הנכס מדוח 31.03.2017 ועד 30.09.2019.

על פי הערכות החברה אשר הועברו למידרוג, ותחת תרחישי רגישות, תרחיש הבסיס מניח שיפור מתון בתוצאות קניון TLV אשר יביא לצמיחה בתזרים השוטף, ולהערכת החברה תוכל אף להפחית את הוצאות המימון על הנכס באמצעות מימון מחדש. ככל שתחזיות אלו לא יתממשו עלולה להיות לכך השפעה על דירוג הסדרות, במיוחד לאור הצפי להשלמת עסקת TLV והגדלת שיעור ההחזקה מ-50% ל-100%.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג או לייצוב האופק:

- גידול ב- FFO ושיפור ביחסי הכיסוי של החברה.
- שיפור משמעותי בתוצאות הפעילות של קניון TLV.
- התקדמות בפרויקט תוצרת הארץ, מעבר למתווה העסקי שהציגה החברה למידרוג.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג או למימוש האופק השלילי:

- אי עמידה בתחזיות בכל הקשור לפעילות קניון TLV ולפרויקט היזום תוצרת הארץ,
- שחיקה מהותית באיתנות הפיננסית של החברה.
- חריגה משמעותית מתחזיות החברה בכל הקשור לתוצאות הפעילות השוטפת, עלויות המימון והוצאות כלליות.

רבע כחול נדל"ן בע"מ - נתונים עיקריים על בסיס מאוחד מורחב, במיליוני ₪

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2019	
4,867	5,329	5,483	5,653	סך מאזן
2,055	2,607	2,545	2,567	חוב פיננסי נטו
49%	54%	51%	51%	חוב נטו / CAP נטו
213	254	280	220	הכנסות ממניבים
203	224	252	198	רווח גולמי ממניבים

במסגרת דוח הדירקטוריון, החברה מפרסמת תמצית דוחות כספיים מאוחדים מורחבים, כולל איחוד יחסי של חברות מוחזקות

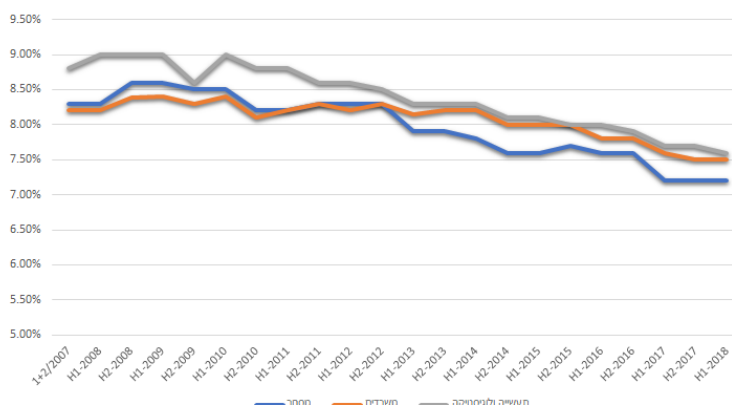
פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת פעילות החברה, שיעורה בנדל"ן מניב בישראל, מאופיינת בביקוש גבוה ויציבות כלכלית התורמת לצמצום פרופיל הסיכון

החברה פועלת בענף הנדל"ן המניב בישראל בדגש על משרדים, מתחמי פארקים טכנולוגים, תעשייה ומסחר. מדינת ישראל, המדורגת בדירוג A1 באופק חיובי על ידי Moody's, כוללת יחס חוב/תוצר המציג ירידה רציפה משנת 2009³ ומאופיינת בכלכלה תחרותית ויציבה אשר עמידה יחסית בפני שינויים מקומיים וחיצוניים⁴. כלכלת ישראל מאופיינת בשיעורי צמיחה יציבים (כ-3.2% לשנת 2018) עם שיעורי אבטלה נמוכים (כ-4.3% לשנת 2018) ותחזית להמשך שיפור במדדים אלו.

כך, שוק הנדל"ן המניב בישראל מציג צמיחה רציפה ושיעורי תפוסה יציבים בשנים האחרונות המתבטאת בשיעורי היוון יורדים כפי שמוצג בתרשים 1. שיעורי התפוסה בנדל"ן מסחרי שומרים על יציבות, ובחמש השנים האחרונות נעו בטווח של 89-90% לצד מגמת עלייה מתונה בדמ"ש הממוצעים למ"ר ותשואה של 6.75%. הגידול בייבוא הפרטי עקב התרחבות המסחר המקוון וירידת מחירי הטיסה פוגעת במגזר הקמעונאי כאשר בשלב זה השפעות המגמה על הנדל"ן המניב נמוכות, הערכתנו הינה, כי מגמה זו תתעצם בשנים הקרובות ותציב אתגרים בענף זה. יחד עם זאת, יודגש כי עיקר נכסי החברה כוללים חנויות סופרמרקט ומסחר נלווה, תת-מגזר שאינו מושפע מהמגמות הנ"ל, וממשיכים תפוסות גבוהות - סביב 98%, וגידול בהכנסות משכירות.

תרשים 1: שיעורי התשואה של נכסים מניבים בישראל, על פי קטגוריות בשנים 2007-2017



מקור: סקירת שיעורי תשואה בנכסים מניבים, משרד המשפטים, עיבוד מידרוג

מצבת נכסים משמעותית ויציבה לאורך זמן, התמתנות החשיפה לשוכר בודד ושיפור פיזור השוכרים, ומנגד גידול בחשיפה לנכס עיקרי; היקף נכסים הבולט לרמת הדירוג ותורם ליציבות החברה

נכון ל-30.09.19 לחברה 113 נכסי נדל"ן מניב בפריסה ארצית, הכוללים, סופרמרקטים, מרכזים מסחריים ומשרדים המאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים וחוזים ארוכי טווח באופן התומך בפרופיל הסיכון וביציבות התזרים השוטף. יש לציין, כי מרבית נכסי החברה מושכרים למספר שוכרים בתחום הקמעונאות כאשר כל נכס מושכר לשוכר בודד באופן המשליך לשלילה על פרופיל הסיכון. עם זאת, לאור רכישת חלק מחוזי חברת מגה על ידי חברת יינות ביתן, ולאחר פתיחת קניון TLV, חל שיפור משמעותי בחשיפה לשוכר בודד. השוכר העיקרי, קבוצת יינות ביתן, תורם כ-27% מכלל הכנסות החברה. לחברה היקף נכסים הבולט לרמת הדירוג, כך, נכון ל-30.09.19 ועל פי הדוח המאוחד מורחב, סך מאזן החברה מסתכם לסך של כ-5.7 מיליארד ש"ח, עם צבר נכסי נדל"ן בסך של כ-4.9 מיליארד ש"ח, היקפים הבולטים לרמת הדירוג ותורמים לפרופיל העסקי של החברה.

תחת תרחיש הבסיס היקף המאזן צפוי לצמוח במהלך 2020 לכ-6.4 מיליארד ש"ח, כאשר איחוד מלא של קניון TLV צפוי לצמצם את

³ נכון לדצמבר 2017, על פי דוח היציבות הפיננסית של בנק ישראל - דצמבר 2018
⁴ דוח דירוג מדינת ישראל, מודיס (2018)

תלות החברה בשוכר מרכזי, ומנגד להגדיל את החשיפה לנכס עיקרי. כך, לאחר הרכישה, קניין TLV צפוי להוות כ- 22%-20 מסך נכסי הנדל"ן נטו (NAV) ומסך ההכנסה נטו (NOI), לעומת כ- 12%-11 כיום.

הגדלת החשיפה לנכס מהותי - קניין TLV - אשר טרם הגיע להתייצבות

הנכס העיקרי של החברה, קניין TLV, מהווה כיום כ- 12%-11 מצבר נכסי הנדל"ן (נטו) ומסך ההכנסות של החברה ולאחר השלמת עסקת TLV צפוי להוות כ- 22%-20 מהנכסים ומההכנסות. החברה מחזיקה כיום ב- 50% מהזכויות בנכס ולאחר השלמת עסקת TLV החברה צפויה להחזיק במלוא הזכויות בנכס הקניין, אשר החל לפעול במהלך 2017, מציג שיפור בתוצאות לצד תהליך התייצבות ממושך, והפחתה בשווי ההוגן לעומת הערכת השווי במועד פתיחתו.

כך, שווי הנכס (100%) בספרים הופחת מסך של 1,853 מיליוני ש"ח בשנת 2017 לסך של 1,620 מיליוני ש"ח בשנת 2019, התוצאות התפעוליות של הקניין לשנת 2018 מציגות רווח תפעולי (בנטרול ירידות ערך ופחת) של 44 מ' ש"ח, תשלומי ריבית של 56 מ' ש"ח וגרעון תזרימי של כ- 12 מ' ש"ח. מנגד, תשעת החודשים הראשונים של 2019 מציגים תוצאות טובות יותר עם רווח תפעולי (בנטרול ירידת ערך ופחת) של 43 מ' ש"ח, תשלומי ריבית של 20 מ' ש"ח וכן ריבית בנקאית לשלם בסך כ- 10 מ' ש"ח, ועודף תזרימי של כ- 13 מ' ש"ח. אף שנתוני הקניין מראים שיפור, קצב השיפור איטי יחסית לצפי, זאת בשילוב מינוף גבוה ברמת הנכס ועלויות מימון גבוהות, יוצרים שחיקה בשווי הקניין וביחסי הכיסוי ובעבר אף הובילו לאי-עמידה באמת מידה פיננסית. יצוין כי במהלך השנה חברת הקניין השלימה מהלך משמעותי של קיטון בחוב (באמצעות העברת עודפי נזילות מחברת המגורים), הפחתה ברמת המינוף, ומציגה ירידה משמעותית בהוצאות המימון.

להערכת החברה, לאחר השלמת עסקת TLV, החברה תוכל לפרוע את ההלוואה שכנגד הנכס באמצעות מימון ממקורות אחרים תוך חיסכון נוסף בהוצאות המימון. תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מניח שינוי במבנה המימון בשלב זה. התייצבות הקניין, תלויה, בין היתר, בשיפור מיצובו, ובהתייצבות אזור פעילותו, אשר כוללת, השלמת הקמה ואכלוס של מגדלי מגורים ומשרדים באזור הקניין תוך שיפור בנגישות לציבור הרחב (על ידי פיתוח פרויקט הרכבת הקלה). עם זאת, חוסר וודאות לגבי הכנסות הקניין בטווח הקצר-בינוני והגידול בשיעור ההחזקה משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי ומקבלים ביטוי באופק המידרוג.

פרויקט ייזום משמעותי המציג מכירות מוקדמות, כאשר היקף ייזום הצפוי תואם את היקפי הנכסים והפעילות הכוללים של החברה

החברה מחזיקה בכ- 63% מהזכויות בפרויקט להקמת מגדל מגורים ומגדל לשימושים מעורבים ברחוב תוצרת הארץ (להלן: "פרויקט תוצרת הארץ") בהיקף כספי, כולל עלות הקרקע, של כ- 1.3 מיליארד ש"ח (חלק החברה כ- 800 מיליון ש"ח), כאשר נכון ל-30.09.19 הושקעו בפרויקט 614 מיליון ש"ח (כ- 390 מיליון ש"ח חלק החברה) בעיקר בגין מרכיבי הקרקע והתכנון. בהתאם לנמסר למידרוג - ביצוע הפרויקט מתקדם בהתאם ללוח המתוכנן, נתקבל היתר חפירה ודיפון והחלו עבודות הביצוע. במקביל לביצוע, שיווק הפרויקט החל ב- אוקטובר 2019 ומציג מכירות מוקדמות והרשמות בהיקף משמעותי, כך בדיווח מיום 01.12.2019 (כחודשיים מתחילת שיווק הפרויקט) דיווחה החברה על 110 יח"ד בתהליכי רכישה. להערכת מידרוג, היקף הפרויקט המשמעותי והיותו חשוף לסיכונים של הקמה והשכרה, ומיקומו בסמיכות לפרויקטים מתחרים, מגדיל את רמת הסיכון הגלומה בפרויקט, אולם סיכון זה מתמתן בשל תמהיל הפרויקט הכולל שטחים מניבים למשרדים ומסחר, יח"ד המיועדות לשכירות ויח"ד למכירה בשוק החופשי, והתקדמות הליכי הרישוי והתכנון לצד השיווק המוקדם. בהתאם להערכות החברה היקף החשיפה לייזום (בהתחשב בתקבולים מרוכשי דירות) לא יעלה על 10% מסך המאזן במהלך תקופת הקמת הפרויקט. לאור התקדמות הפרויקט, ובהתחשב בהיקף הייזום ביחס להיקף הכולל של פעילות החברה, להערכת מידרוג היקף הייזום אינו משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה.

יחס איתנות חוב נטו ל- CAP נטו בולט לחיוב לרמת הדירוג אולם צפוי להיחלש, מנגד - יחסי כיסוי והיקף FFO אשר

אינם הולמים את רמת הדירוג ומושפעים לשלילה מחוב הייזום ומקנין TLV

נכון לדוח המאוחד המורחב ל-30.09.19, לחברה יחס איתנות חוב נטו ל-CAP נטו של כ-51%, יחס הבולט לחיוב לרמת הדירוג. על פי תרחיש הבסיס, לאחר השלמת עסקת TLV, לרבות תשלום התמורה לשותפים ואיחוד מלא של חוב הפרויקט, יחס חוב נטו ל-CAP נטו צפוי להיחלש ולנוע בטווח של כ-54%-58% אך עדיין לבלוט לטובה ביחס לרמת הדירוג.

מנגד, יחסי הכיסוי של החברה לא הולמים את רמת הדירוג, עם FFO בהיקף של 100-115 מ' ש"ח יחס חוב ל-FFO הנע בטווח של 25-26 שנים. תחת תרחיש הבסיס, גידול שוטף עקב צפי לשיפור בביצועי קניין TLV ועקב השכרת שטחים פנויים, לצד גידול כתוצאה מאיחוד מלא של פעילות הקניין צפויים להגדיל את היקף ה-FFO לסך של כ-140-155 מיליון ש"ח לשנה יחסי כיסוי חוב נטו ל-FFO בטווח של 20-23 שנים.

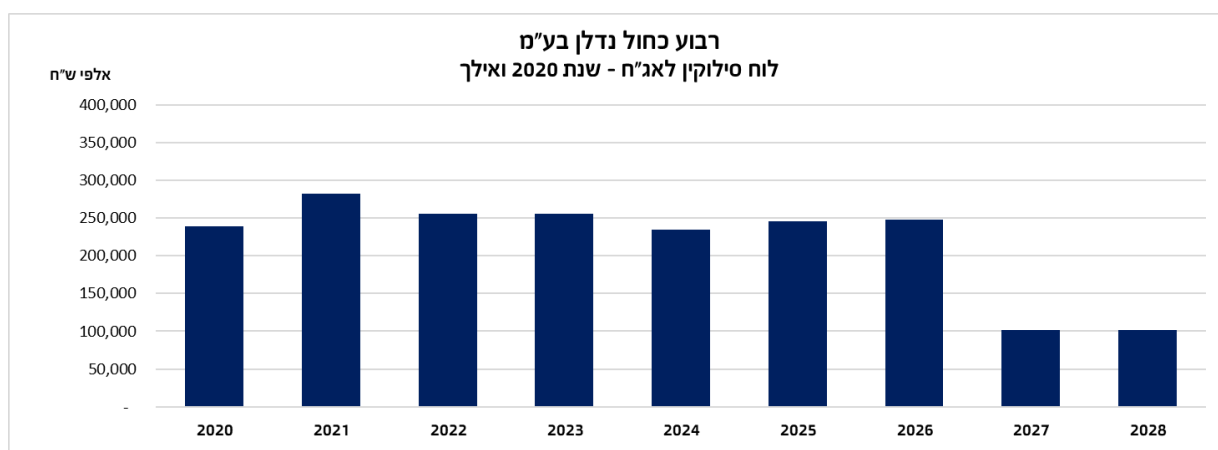
יחסי הכיסוי מושפעים משמעותית מהנכס המהותי של החברה, קניין TLV, המציג כאמור תוצאות תפעוליות חלשות, וכן מחוב פרויקט תוצרת הארץ (שטרם הוכרו רווחי ביניים בגינן).

בהתאם לתחזיות החברה, תרחיש הבסיס מניח חלוקת דיבידנד בהיקף דומה לדיבידנד שחולק בשנים קודמות, וזאת בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנד של החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג היקף הדיבידנד צפוי להיות בהיקף דומה להיקף ה-FFO של החברה ונסמך בין השאר על תמורה ממימוש נכסים, מידרוג מניחה כי היקף הדיבידנד לא יפחת בשנים הקרובות, אם כי נזילות גבוהה בחברה בעלת השליטה - אלון רבוע כחול בע"מ, ממתנת את צרכי הדיבידנד.

גמישות פיננסית הכוללת היקף משמעותי של נכסים לא משועבדים, בשילוב יתרות נזילות גבוהות, תורמת ליכולת

שירות החוב של החברה

היקף פרעונות הקרן האג"ח לשנים 2020-2026 עומד על כ-240-280 מ' ש"ח לשנה (ר' תרשים לוח סילוקין לאג"ח המצ"ב).



נכון לדוח הכספי המאוחד ל-30.09.19, לחברה יתרת מזומנים של כ-315 מיליון ש"ח וכן כ-215 מיליון ש"ח בנכסים פיננסיים זמינים למכירה. יתרות נזילות אלו תורמות ליכולת פירעון החוב של החברה בטווח הקצר-בינוני. מעבר ליתרות הנזילות, לחברה נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ-1.9 מיליארד ש"ח, המצמצם את פרופיל הסיכון של החברה ומקנה לה גמישות פיננסית נוספת בקבלת מימון כנגדם או מימושם בעת הצורך.

מטריצת הדירוג

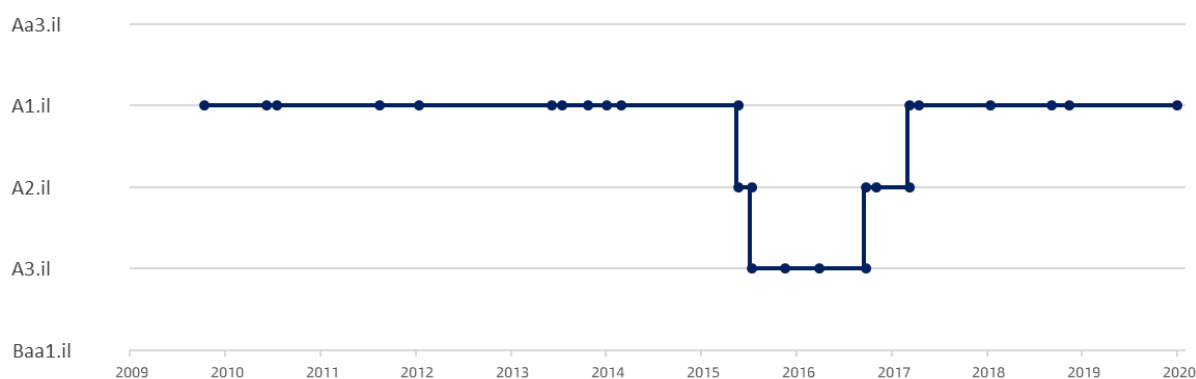
30.09.2019				פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	6,400	Aa.il	5,653	סך מאזן מאוחד מורחב בניכוי מקדמות מלקוחות (מיליוני ₪)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il	54-58%	Aa.il	51%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
A.il	140-155	A.il	110	היקף FFO שנתי (מיליוני ₪)	פרופיל פיננסי
A.il	20-23	A.il	26	חוב פיננסי נטו/ FFO	
A.il	30%	A.il	33%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	38%	Aa.il	35%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	100%	A.il	112%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A1.il					דירוג נגזר
A1.il				מנפיק וסדרות אג"ח ד, ה, ו	דירוג בפועל
Aa3.il				אג"ח סדרה ז	

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למונפיק, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

חברת רבוע כחול נדל"ן התאגדה בדצמבר 2005, במסגרת רה-ארגון בפעילות אלון החזקות, בו הועברה פעילות הנדל"ן של הקבוצה לחברה, במטרה למקד ולפתח פעילות זו. החברה עוסקת בניהול, השכרה, השבחה, איתור וייזום השקעות בתחום הנדל"ן המניב בישראל וכן בתחום הבניה למגורים בישראל, לאחר כניסתה לפרויקט השוק הסיטונאי בחודש יוני 2010 ולפרויקט תוצרת הארץ בחודש אוגוסט 2017. ביום 11.09.2016 נרכשה השליטה בחברת האם 'אלון רבוע כחול ישראל בע"מ' על ידי מר מוטי בן משה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רבוע כחול נדל"ן בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

31.12.2019	תאריך דוח הדירוג:
07.11.2018	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
07.10.2009	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
רבוע כחול נדל"ן בע"מ	שם יוזם הדירוג:
רבוע כחול נדל"ן 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 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 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 וכאולה 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 מכוח 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>