



רבע כחול נדל"ן בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוקטובר 2009

1

מחברת:

ענבל כהן-שרמן, רו"ח - אנליסטית
inbal@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד-חשבונאי - ראש צוות
ranq@midroog.co.il

אביטל בר דיון, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

רבע כחול נדל"ן בע"מ

דירוג: A1	דירוג סדרה
------------------	-------------------

הדירוג ניתן לסדרות אגרות חוב שבמחזור (סדרות א' ו - ב'), וכן לסדרות חדשות של אגרות חוב בסך של עד 300 מיליון ₪, שתנפיק חברת רבע כחול נדל"ן בע"מ. עיקר פירעונות אגרות החוב שיונפקו יחלו בשנת 2016 ויפרשו על פני 3-4 תשלומים שנתיים.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 21.09.2009 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.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (באלפי ₪):

שנות פירעון	יתרת האג"ח	הצמדה	שיעור ריבית	ע.ג האג"ח	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2013-	113,275	מדד	6.25%	100,000	29/8/2006	1098649	אג"ח א*
2013-2016	797,698	מדד	4.7%	650,000	29/8/2006	1098656	אג"ח ב'
				125,000	26/9/2008	1098656	אג"ח ב'

*אג"ח ניתנות להמרה למניות רגילות של החברה

פרופיל החברה

חברת רבע כחול נדל"ן, (להלן: "החברה" ו/או "רבע נדל"ן"), התאגדה בדצמבר 2005, במסגרת רה ארגון בפעילות רבע כחול ישראל בע"מ (להלן: "החברה האם" ו/או "רבע כחול"), בו העבירה החברה האם את פעילות הנדל"ן לחברה, במטרה למקד ולפתח את פעילות הנדל"ן בקבוצה. החברה עוסקת בניהול השכרה, השבחה, איתור וייזום השקעות בתחום הנדל"ן המניב בישראל. מרבית נכסי הקבוצה מושכרים לחברות בקבוצת רבע כחול, בעיקר לחברת מגה קמעונאות בע"מ.

רבע כחול נדל"ן בע"מ- נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	30.6.2008	30.6.2009	
116,315	126,614	62,458	65,597	הכנסות מדמי שכירות
28,715	51,836	18,550	2,200	עליית ערך נדל"ן להשקעה
82,258	67,252	29,918	35,986	רווח נקי
60,722	28,375	16,006	34,336	רווח נקי בנטרוול שיערוך נדל"ן להשקעה והשפעה
798,637	935,617	809,865	940,311	חוב פיננסי
543,935	605,064	546,856	582,530	חוב פיננסי נטו
865,840	910,079	877,308	936,534	הון עצמי
1,817,806	2,027,272	1,881,068	2,083,396	סך מאזן
1,778,611	1,973,763	1,808,090	2,012,800	CAP
1,523,909	1,643,210	1,545,081	1,655,019	CAP נטו
44.90%	47.40%	44.79%	46.72%	חוב ל- CAP
35.69%	36.82%	35.39%	35.20%	חוב נטו ל- CAP נטו
47.63%	44.89%	46.64%	44.95%	הון עצמי למאזן

נכסיה המניבים של החברה כוללים בעיקר את הנכסים שהועברו אליה מרבע כחול, במסגרת הרה- ארגון בקבוצת הרבע הכחול (להלן: "קבוצת רבע כחול"), ונכסים נוספים אשר רכשה במסגרת הרחבת תיק נכסיה. ליום 30.06.09, לחברה כ- 100 נכסי נדל"ן, בשטח בנוי כולל של כ- 168 אלפי מ"ר, אשר מרביתם בשימוש עצמי של קבוצת רבע כחול ולחלקם פוטנציאל פיתוח והשבחה. להלן נתונים עיקריים על נכסיה המניבים של החברה (נכון ליום 30.6.2009) (אלפי ₪)¹

שיעורי תפוסה				הכנסות (חלק החברה)				NOI (חלק החברה)		שווי הוגן (חלק החברה)	שיעור החזקה בנכס	שטח	מיקום	הנכס
FY 2006	FY 2007	FY 2008	H1 2009	FY 2006	FY 2007	FY 2008	H1 2009	FY 2008	H1 2009					
100%	100%	100%	100%	100,708	100,164	105,116	54,372	105,116	54,372	1,184,648	100%	114,679	פריסה ארצית	קבוצת הסופרמרקטים
100%	100%	100%	100%	8,727	9,508	9,957	5,230	9,733	5,071	152,625	50%	8,558	ירושלים	קניון הדר תלפיות
רובם 100%	רובם 100%	רובם 100%	רובם 100%	5,799	6,643	11,541	5,995	9,236	4,890	367,889	רובם 100%	44,830	רחבי הארץ	מגוון נכסים מניבים נוספים
				115,234	116,315	126,614	65,597	124,085	64,333	1,705,162		168,067		סה"כ

¹ נתונים טרום עסקת נכסים.

מרבית נכסי הנדל"ן של החברה מושכרים למגה קמעונאות בע"מ (לשעבר: רבוע כחול נכסים והשקעות בע"מ, להלן: "מגה קמעונאות"), המוחזקת החזקה מלאה על ידי רבוע כחול ישראל בע"מ והינה חברה בקבוצת רבוע כחול העוסקת בתחום הקמעונאות. סך הכנסות החברה מהשכרת נכסים לחברות בקבוצת רבוע כחול עומד על כ- 85% מהכנסות החברה בשנת 2008. הסכמי השכירות הינם לתקופה בת 10 שנים בתוספת אופציה ל- 5 שנים נוספות. דמי השכירות מחושבים לפי 2% מהפדיון או 9% מסכום ההשקעה בנכס² צמוד למדד, לפי הגבוה מבין השניים. לרבוע כחול זכות חד צדדית, במועד הארכת תקופת השכירות, להקטין את מספר הנכסים הכלולים במושכר, כך שסך דמי השכירות המשולמים בגין נכסים אלו, אינו עולה על 15% מסך דמי השכירות המשולמים. הסכמי השכירות עם מגה קמעונאות הינם שכירות נטו, באופן שכל התשלומים והחיובים בגין אחזקת הנכסים והשימוש בהם, חלים על השוכרת.

שם שוכר	סוג מושכר	צפי הכנסה שנתית 2009 – (אלפי ₪) – טרום עסקת נכסים	תאריך סיום חוזה
מגה קמעונאות	סניפי סופרמרקט	כ- 109,000	31.03.2019

נציין, כי הנכסים שהועברו לחברה במסגרת הרה- ארגון, לא כללו את כל נכסי הנדל"ן של רבוע כחול. ביום 8.1.2009 אישר דירקטוריון החברה את עסקת רכישת נכסי הנדל"ן של חברת מגה קמעונאות (להלן: "עסקת נכסים"), (נכון ליום 30.06.2009 העסקה טרום משתקפת בספרי החברה). העסקה כוללת רכישת 21 נכסים, בהם 17 נכסים המשמשים כסניפי סופרמרקט, 50% ממרכז מסחרי בבאר שבע, המושכר לצדדים שלישיים, המרכז הלוגיסטי של רשת רבוע כחול ושטחי אחסנה ואת בניין המשרדים המשמש את רבוע כחול הכולל גם סניף סופרמרקט. תמורת העסקה הינה כ- 463 מיליון ₪, חלק מהתמורה מומן באמצעות נטילת הלוואה בהיקף של כ- 250 מיליון ₪. תמורת הלוואה, בכוונת החברה לשעבד 15 נכסים בשווי של כ- 363 מיליון ₪, כך ששיעור ה- LTV על הנכסים המשועבדים יעמוד על כ- 68%. רכישת נכסים אלו עתידה לתרום לחברה גידול בהכנסה בהיקף של כ- 43 מיליון ₪. ביום 13.09.2009 בוצע CLOSING לעסקה.

² סכום ההשקעה בנכס הינו סך עלות השקעת החברה במושכר, לפני פחת והפחתות, למעט עלויות נלוות לרכישה, היטלי פיתוח ואגרות, עלויות תיקון ליקויים ועלויות שהחברה תישא בהן לצורך פיתוח הנכסים, שלא לצורך מטרת השכירות, צמוד למדד.

אסטרטגיית החברה הינה גם לפעול להשבחת מקרקעין וכן ייזום הקמת נדל"ן להשכרה. לחברה כרגע כששה פרויקטים יזמיים עתידיים, אשר המרכזיים שבהם הינם הקמת פרויקט מרכז לוגיסטי בי ומרכז מסחרי ומשרדים בקרית השרון. להלן נתונים עיקריים על הפרויקטים בייזום של החברה (נכון ליום 30.6.2009) (אלפי ₪)

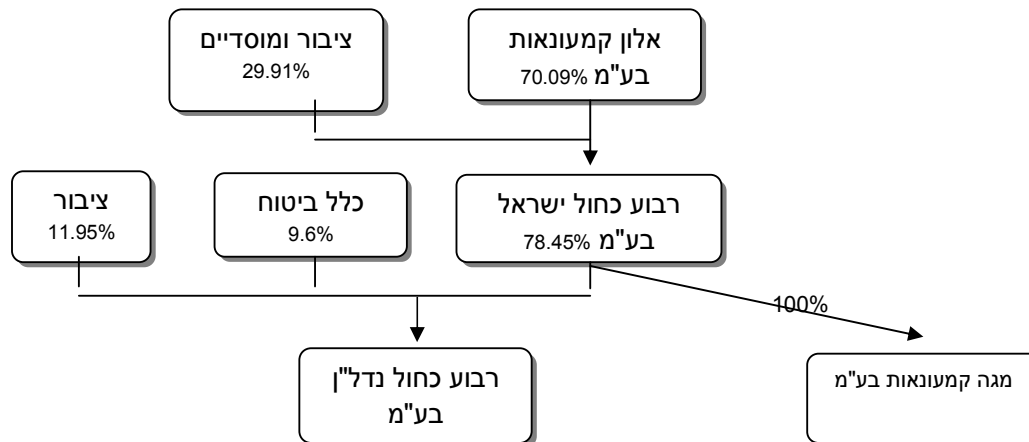
פרויקט	מיקום	אחזקה	שותפים	שימוש
כהן פיתוח	פתח תקווה	100%		משרדים
מרכז לוגיסטי בי	באר טוביה	100%		לוגיסטיקה
קניון הדר	ירושלים	50%	בריטיש ישראל	מסחר
מרכז לוגיסטי קיבוץ איל	קיבוץ איל	50%		לוגיסטיקה
קרית שרון	נתניה	100%		מסחר
רעננה	רעננה צפון	100%		משרדים ומסחר

החברה בוחנת מעת לעת אפשרויות להשבחת נכסיה ופיתוחם, בדרך של שינוי ייעוד או הגדלת זכויות. ההחלטה בדבר השבחת הנכסים משקללת את היתכנות השינוי התכנוני והכדאיות הכלכלית.

בעלות וניהול

רבע כחול נדל"ן מוחזקת, בשיעור של כ- 78.45%, ע"י רבע כחול ישראל בע"מ – כפי שניתן לראות בתרשים מבנה הבעלות המופיע להלן.

תרשים מבנה ובעלות



החברה מקבלת שירותים שונים מרובע כחול ישראל בע"מ הכוללים, בין היתר, שירותי יו"ר דירקטוריון, ניהול כספים, ניהול רשת מחשוב, ייעוץ משפטי וביקורת פנים. בתמורה לשירותים אלו, משלמת החברה סך של כ- 2.5 מיליון ₪ לשנה לרובע הכחול אשר נושאים הפרשי הצמדה וכן תוספת של 0.2% על גידול ריאלי בעלות הנכסים. בעקבות עסקת נכסים צפויים דמי הניהול לעלות בכ- 1 מיליון ₪ לשנה, החל משנת 2010.

נושאי המשרה הנוכחיים בחברה הינם אנשים בעלי וותק וניסיון מקצועי רב בתחום, כפי שניתן לראות בטבלת בעלי התפקידים המופיעה להלן.

שם ממלא התפקיד	תפקיד נוכחי בחברה	שנת לידה	וותק בקבוצה	תפקידים נוכחיים אחרים וקודמים
דוד וייסמן	יו"ר הדירקטוריון	1954	ממקימי הקבוצה	נשיא ומנכ"ל אלון חברת הדלק לישראל בע"מ, נשיא ויו"ר דירקטוריון משותף פעיל של דור אלון חברת הדלק לישראל בע"מ, מנכ"ל השקעות ביילסול (1987) בע"מ, יו"ר דירקטוריון פעיל של Alon U.S.A Energy Inc. יו"ר רבוע כחול ישראל- בע"מ, יו"ר הדירקטוריון ברשת רבוע כחול נכסים והשקעות, יו"ר אלון קמעונאות בע"מ
זאב שטיין	מנכ"ל	1954	2006	משנה למנכ"ל דור אלון אנרגיה סמונכ"ל תכנון ופיתוח באלון חברת הדלק לישראל
דרור מורן *	סמונכ"ל כספים	1967	1997	חשב וסגן סמונכ"ל כספים ברבוע הכחול. סגן סמונכ"ל כספים וסמונכ"ל כספים באנסייטק
אלי גולדשטיין	סמונכ"ל פיתוח עסקי	1969	2009	שמוי מקרקעין ויועץ כלכלי ועסקי בתחום הנדל"ן- עצמאי מנהל נכסים בחטיבת ההשקעה במנהלת קרנות הפנסיה הותיקות שמוי מקרקעין וכלכלן בחברת בגולדשטיין שמאות מקרקעין
שלומית טייב *	חשבת	1974	2008	מנהלת ומנהלת בכירה בפירמת רואי החשבון קסלמן וקסלמן

*אינם עובדי החברה, השירותים מוענקים במסגרת הסכם שירותים בין החברה לבין רבוע כחול

אסטרטגיה

אסטרטגיית החברה מאז הקמתה הינה התמקדות בניהול והשכרה, פיתוח, השבחה ואיתור השקעות בתחום הנדל"ן המניב בארץ. כוונת החברה להרחיב את תיק נכסיה באמצעות רכישת נכסים נוספים, בהתאם להזדמנויות העסקיות שיאותרו על ידה.



החברה אף בחנה הרחבת התרחבות בפעילותה לחו"ל, במספר שווקי יעד, בעיקר במערב אירופה ואינה שוללת השקעה בעתיד. מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה הינה חלוקה של לפחות 25% מהרווח הנקי לשנה, לשנים 2009-2010, כפי שהיתה גם בשנים 2006-2008. במהלך השנים 2006, 2007 ו- 2008, חילקה החברה סך של כ- 9,700 אלפי ש"ח, כ- 19,725 אלפי ש"ח וכ- 16,813 אלפי ש"ח בהתאמה, בהתאם למדיניות.

שיקולים עיקריים לדירוג

לחברה תזרים פרמננטי יציב; נכסי החברה ממוקמים באזורי ביקוש ופיזור נכסיה תורם להקטנת חשיפתה; לחברה יחסי איתנות וגמישות פיננסית טובים לדירוגה ויחסי כיסוי סבירים. החברה הינה חלק מקבוצת חברות הרבוע הכחול ונהנית ממוניטין הקבוצה, מנגד, החברה עלולה להיות, במצבים מסוימים, רגל תומכת בקבוצה, בשל היותה בעלת תזרים יציב ופרמטרים פיננסיים טובים; לחברה גידור תזרימי טבעי חלקי לחשיפתה לשיעורי האינפלציה; עם זאת, החברה הינה בתחילת דרכה וטרם הוכיחה יכולת ביצוע משמעותית בתחום הייזום; לחברה תלות בשוכר יחיד- מגה קמעונאות, מקבוצת רבוע כחול; לחברה צפויה שחיקה ביחסי האיתנות והכיסוי בשל גידול חובה הפיננסי וגידול בפעילות היזמית; לחברה צפוי קיטון ביתרות הנזילות שלה בשל עסקת נכסים והרחבת פעילות הייזום; החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בשוק הנדל"ן המניב לרבות שינויים בשווי ההוגן של נכסיה;

7

חוזקות

תזרים פרמננטי יציב

נכסי החברה מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים ומניבים לחברה תזרים פרמננטי יציב שאף צפוי לגדול לאחר השלמת עסקת נכסים.

מיקום נכסי הנדל"ן במקומות אטרקטיביים ופיזור נכסים תורמים להקטנת חשיפת החברה

נכסי החברה פזורים ברחבי הארץ, בעיקר במרכז (כ- 73% מהנכסים מושכרים למגה קמעונאות). נכסיה ממוקמים באזורים בעלי ביקוש גבוה ופוטנציאל גידול במחירי השכירות. החברה פועלת תוך העדפת נכסים בעלי ביקוש ונגישות גבוהה לצירי תחבורה.

גידור טבעי חלקי לסיכונים החברה הכרוכים בשיעורי האינפלציה ושימוש בעסקאות הגנה

החברה חשופה לשינויים במדד המחירים לצרכן כתוצאה ממבנה החוב, המורכב ברובו מאגרות חוב החשופות למדד. עם זאת, הכנסות החברה מדמי שכירות צמודות אף הן למדד ומהוות הגנה

תזרימית טבעית חלקית לשינויים בשיעורי האינפלציה. בנוסף, לחברה עסקאות הגנה על התחייבויותיה המדדיות, בהיקף של כ- 250 מיליון ₪.

גמישות פיננסית טובה

ערב עסקת רכישת הנכסים מגה קמעונאות, לחברה אין שעבודים על נכסיה, כך ששווי נכסיה הלא משועבדים עומד על 1.7 מיליארד ₪. לחברה אג"ח בהיקף של כ- 911 מיליון ₪, כך שיחס שווי הנכסים הלא משועבדים לאגרות החוב ליום 30.6.09 עומד על 1.87. לאחר השלמת עסקת רכישת הנכסים מרבע כחול יגדל יחס זה, בעקבות גידול בנכסים הלא משועבדים, ויעמוד על 1.96. יש לציין, כי כל עוד החברה מצויה תחת הגדרת "קבוצת לווים", הרי שלא ברור היקף יכולת מינוף נכסי החברה.

שייכות לקבוצה בעלת מוניטין במשק הישראלי

החברה שייכת לקבוצת החברה רבוע כחול ישראל, קבוצה חזקה ובעלת נגישות גבוהה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית בישראל. יו"ר דירקטוריון החברה הינו בעל ניסיון עסקי רב ותורם תרומה ניכרת לפיתוח העסקי של החברה באמצעות קשריו העסקיים.

סיכונים עסקיים

החברה טרם הוכיחה יכולת ביצוע משמעותית בתחום הייזום

החברה הוקמה בסוף שנת 2005 על ידי קבלת נכסים מניבים מחברת האם. החברה טרם התנסתה והוכיחה יכולת ביצוע בהיקף משמעותי של פיתוח נכסים בכלל ונכסים משמעותיים בפרט. לחברה פרויקטים בייזום, אשר יהוו נתח של עד כ- 15% מתוך מאזני החברה. יש לציין, כי פרויקט מרכזי הינו בעל מאפייני סיכון נמוכים יותר, לאור הסכם השכרה מראש לקבוצת רבוע כחול.

תלות בשוכר יחיד - מגה קמעונאות, מקבוצת רבוע כחול

מרבית נכסי הנדל"ן של החברה משמשים את מגה קמעונאות. סך הכנסות החברה מהשכרת נכסים למגה קמעונאות עומד על כ- 85% מהכנסות החברה בשנת 2008, כ- 84% בשנת 2007 וכ- 87% בשנת 2006. אופן פעילות החברות מצביע על רמת קוהרנטיות משמעותית בפעילותן ומצביע על רמת תמיכה גבוהה של מגה קמעונאות בפעילות החברה. בהתאם לכך, החברה מושפעת ממצבה הפיננסי של חברת מגה קמעונאות לרבות מצבה של חברת רבוע כחול ישראל בע"מ. כמו-כן, לחברה תלות בהשכרת נכסיה למגה קמעונאות, כך שאם יפסקו או יפחתו הכנסות החברה מהשכרות אלו, הכנסותיה ותוצאותיה הכספיות של החברה יפגעו.

חשיפה לסיכונים הכרוכים בשוק הנדל"ן המניב

ענף הנדל"ן המניב מושפע משינויים בביקושים, מצמיחה או האטת המשק, מהיצעים של שטחים מסחריים ובניית שטחים מסחריים נוספים. החל מהרבעון הרביעי של שנת 2008, בעקבות המשבר הכלכלי והפיננסי הגלובלי, החלה האטה בשוק הנדל"ן המניב בישראל, הבאה לידי ביטוי בירידה במספר העסקאות, צמצום מקורות האשראי הזמינים ולהתייקרות עלויות המימון. המשבר הפיננסי והשפעותיו עלולים להביא לירידה בביקושים לשטחי מסחר, לשחיקה בדמי השכירות ולקושי בגיוס מקורות אשראי. פעילות הייזום בענף הנדל"ן הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם.

סיכונים פיננסיים

שחיקת יחסי האיתנות של החברה בשל גידול חובה הפיננסי

עסקת רכישת הנכסים ממגה קמעונאות, יחד עם ההשקעה הצפויה בייזום נכסים באמצעות גיוס אג"ח ומימון בנקאי, יגדילו את חובה הפיננסי של החברה ויובילו לשחיקה ביחסי איתנותה. יחס החוב הפיננסי ל- *CAP* ליום 30.6.2009, בטרם עסקת הנכסים וגיוס האג"ח, עמד על 46.72% יחס הון עצמי לסך המאזן עמד על 44.95%. לאחר עסקת רכישת נכסים הכוללת נטילת הלוואה של כ- 250 מיליון ₪, שימוש בהיקף של כ- 213 מיליון ₪ ממזומני החברה לצורך השלמת תמורת העסקה ולאחר גיוס אג"ח בהיקף של כ- 300 מיליון ₪ והשקעת תמורת ההנפקה ברכישת נכסים או הקמתם, יעמדו יחסים אלו, בהתאמה, על 58.15%, ו- 35.56%.

כמו-כן, הגידול בחוב הפיננסי בשל השקעת החברה בייזום תגרום לעליה ביחסי הכיסוי.

קיטון ביתרות הנזילות של החברה

החברה השלימה ב- 13.09.2009, רכישת 21 נכסים ממגה קמעונאות תמורת כ- 463 מיליון ₪. מימון העסקה יבוצע באמצעות לקיחת הלוואה בהיקף של כ- 250 מיליון ₪ והיתרה תמומן מהקטנת היתרות הנזילות של החברה. בנוסף, החברה צופה כי לאחר גיוס האג"ח, בהיקף של כ- 300 מיליון ₪, תשקיע ברכישת נכסים נוספים, באמצעות הקטנה נוספת של יתרותיה הנזילות.

חשיפת החברה לשינויים בשווי ההוגן של הנכסים

החברה פועלת בתחום הנדל"ן המניב בישראל. תקני החשבונאות הבינלאומיים, אותם אימצה החברה, קובעים הצגת נכסי הנדל"ן להשקעה לפי שוויים ההוגן, המשקפים את תנאי השוק לאותו מועד. ירידה בשווי ההוגן של נכסי הנדל"ן המניב, עלולה לפגוע בתוצאות הכספיות של החברה. החברה מעריכה כי לירידה בשווי ההוגן של נכסי הנדל"ן המניב השפעה על תוצאות החברה.

הגבלת אשראי בנקאי בשל מגבלת "קבוצת לוויים"

בהתאם להוראות ניהול בנקאי תקין בעניין "מגבלות על חבות של לווה בודד ושל קבוצת לוויים", החברה ורבע כחול נכללות בקבוצת לוויים אחת עם בעלת השליטה, אלון חברת הדלק לישראל בע"מ (להלן: "אלון ישראל"). לאחרונה אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, מימשה החזקותיה באלון ישראל, כעת נבחנת ההשפעה על הגבלת האשראי שחלה על החברה.

על פי הוראות הנוהל, חלות על הבנקים בישראל מגבלות על היקף האשראי המרבי אשר הבנק רשאי להעמיד לקבוצת לוויים אחת ולבעלי השליטה בה וייתכן שישפיעו על יכולת החברה לגייס מקורות מימון בנקאיים.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי של החברה, מעבר למוצג בדוח דירוג זה
- הקטנת התלות בחברה קשורה
- הרחבת תיק הנכסים, תוך שמירה על יחסי הכיסוי והאיתנות
- שיפור פרמננטי משמעותי ביחסי הכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- עליה ביחסי הכיסוי, כך שיחס החוב נטו ל-EBITDA, בניטרול עליית שווי נדל"ן, יעלה על-10
- יחס החוב הפיננסי ל- CAP יעלה על 60%
- עליה ביחס הנכסים המשועבדים ופגיעה מהותית בגמישות הפיננסית
- גידול בהיקף הפעילות היזמית של החברה, מעבר להיקף הנוכחי של הייזום, מתוך סך המאזן של החברה (בין 15% ל-20%)
- חלוקת דיבידנדים מעבר לממוצע ההיקף הנהוג בחברה אשר תוביל לפגיעה מהותית ביחסי האיתנות של החברה

ניתוח פיננסי

ערב רכישת הנכסים החברה שומרת על יציבות בהכנסותיה

הכנסות החברה שומרות על יציבות במהלך השנים תוך עלייה הנובעת מהצמדת החוזים למדד המחירים לצרכן. החברה צופה כי היקף הכנסותיה השנתי יגדל בסך של כ- 43 מיליון ₪, לאור רכישת כ- 21 נכסים ממגה קמעונאות.

תנודתיות בהוצאות המימון של החברה כתוצאה מחשיפתה לשינוי במדד המחירים לצרכן

החברה חשופה לשינויים במדד המחירים לצרכן כתוצאה ממבנה החוב, המורכב ברובו מאגרות חוב החשופות למדד. הוצאות המימון, נטו, מושפעות בעיקר משינויי מדד ומושפעות גם מהשווי הכלכלי של עסקאות גידור, שהחברה מבצעת על המדד. עליית הוצאות המימון נטו בשנת 2008 לעומת 2007 נובעת בעיקר מעליית המדד בהיקף של כ- 4.5%. בשנת 2008. עם זאת, כפי שצוין, הכנסות החברה מדמי שכירות צמודות אף הן למדד ומהוות הגנה תזרימית טבעית חלקית לשינויים בשיעורי האינפלציה.

רבע כחול נדל"ן בע"מ: דוח רווח והפסד (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	30.6.2008	30.6.2009	
116,315	126,614	62,458	65,597	הכנסות משכירות
28,715	51,836	18,550	2,200	עליית ערך נדל"ן להשקעה
8,794	15,512	6,774	6,321	הוצאות הנהלה וכלליות
136,236	162,938	74,234	61,476	רווח תפעולי
-33,766	-78,375	-37,831	-16,683	הכנסות (הוצאות) מימון נטו
102,470	84,563	36,403	44,793	רווח לפני מיסים
20,212	17,311	6,485	8,807	מיסים
82,258	67,252	29,918	35,986	רווח נקי לתקופה
60,722	28,375	16,006	34,336	רווח נקי בנטרול שיערוך

מקורות ושימושים - תזרים מזומנים

לחברה תזרים חיובי מפעילות שוטפת בהיקף של כ- 68 מיליון ₪ בחציון הראשון של השנה, לעומת כ- 81 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד וכ- 87 מיליון ₪ לכל שנת 2008. פרט לפעילותה השוטפת, עיקר מקורות החברה בחציון הראשון של השנה נבעו מפעילותה השוטפת. מקורות אלו שימשו את החברה להשקעה בנדל"ן, פירעון הלוואות, תשלום ריבית למחזיקי האג"ח ותשלום דיבידנד.

עיקר מקורות החברה בשנת 2008, נבעו מהנפקה של כ- 121 מיליון ₪ ומפעילותה השוטפת, ושימשו את החברה בין היתר לרכישת נדל"ן להשקעה.

רבע כחול נדל"ן בע"מ: מקורות ושימושים (אלפי ₪)

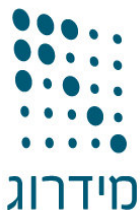
31.12.2007	31.12.2008	30.6.2008	30.6.2009	
90,300	86,687	80,666	68,201	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
14,978	6,567	6,567	5,700	תמורה ממימוש נדל"ן להשקעה, נטו
-	121,382	-	-	הנפקת אג"ח
850	3,600	-	250	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
-	-	93,868	-	פירעון פיקדון מחברת האם
131,953	-	-	18,650	ירידה במזומנים ושווי מזומנים
238,081	218,236	181,101	92,756	סך מקורות
58,065	11,247	-	37,275	הפקדה בפיקדון בחברה האם, נטו
66,118	6,135	13,125	5,148	השקעה בנכסים פיננסיים זמינים למכירה,
-	-	-	9,355	רכישת מניות בחברה שאוחדה בעבר איחוד
55,284	80,433	43,284	11,288	נדל"ן להשקעה – רכישה והשקעה בהקמה
21,338	-	-	-	מתן הלוואות לזמן ארוך
-	-	270	-	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
9,700	19,725	19,725	16,813	דיבידנד ששולם
27,576	24,505	11,912	12,877	פירעון הלוואות לזמן ארוך
-	76,191	92,785	-	עליה במזומנים ושווי מזומנים
238,081	218,236	181,101	92,756	סך שימושים

מצב פיננסי – מאזן

החברה מראה קצב גידול אחיד במאזניה, כתוצאה מגידול בסעיף הנדל"ן להשקעה ובהקמה. סך הנדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה של החברה ליום 30.6.09 מסתכם לכ-1,705 מיליון ₪, לעומת 1,682 מיליון ₪ בשנת 2008. העלייה נבעה בעיקר מהשלמת רכישת חלקם של בי קמעונאות במרכז הלוגיסטי בבאר טוביה והשקעות נוספות. נציין, כי סעיף זה עתיד לגדול לאחר השלמת עסקת רכישת הנכסים ממגה קמעונאות, בהיקף של כ-463 מיליון ₪.

רבע כחול נדל"ן בע"מ: מאזן (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	30.6.2008	30.6.2009	
4,299	80,490	97,084	61,840	מזומן ושווי מזומנים
148,170	159,417	54,302	196,692	פיקדון בחברה האם
32,795	14,713	22,526	9,887	נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח והפסד
69,438	75,933	89,097	89,362	נכסים פיננסיים זמינים למכירה
940	1,317	1,629	2,015	חייבים ויתרות חובה- שוכרים
2,340	4,861	809	3,896	חייבים ויתרות חובה- אחרים
2,801	8,245	3,331	9,503	מס הכנסה לקבל
-	-	-	5,066	נכסים פיננסיים לזמן ארוך בשווי הוגן דרך
39,787	-	-	-	יתרות חובה לזמן ארוך
1,517,536	1,682,296	1,612,290	1,705,162	נדל"ן להשקעה ונדל"ן בהקמה
1,817,806	2,027,272	1,881,068	2,083,396	סך נכסים
24,782	30,565	19,341	29,338	אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים
829	1,854	1,590	1,716	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
17,212	22,270	49,550	49,573	זכאים ויתרות זכות
3,882	4,128	3,150	2,773	הפרשות בגין התחייבויות אחרות
-	8,215	-	-	התחייבויות פיננסיות בשווי הוגן דרך רו"ה-
31,405	6,707	25,986	-	הלוואות מתאגידים בנקאיים לז"א בניכוי
633,108	786,259	653,110	797,698	אג"ח
109,342	112,086	111,428	113,275	אג"ח להמרה
16,909	16,607	18,318	16,060	התחייבויות אחרות
114,134	128,067	120,917	135,955	מסים נדחים
363	435	370	474	התחייבויות בשל הטבות לעובדים
865,840	910,079	877,308	936,534	הון עצמי
1,817,806	2,027,272	1,881,068	2,083,396	סך התחייבויות והון עצמי



לחברה יחסי איתנות טובים לדירוגה אף לאחר עליית החוב הפיננסי בעקבות עסקת נכסים וגיוס האג"ח

יחסי האיתנות של החברה שמרו על יציבות ערב עסקת רכישת הנכסים וגיוס אגרות החוב. נכון ליום 30.6.09 יחסי האיתנות הפיננסית של החברה עומדים על חוב ל-CAP של 46.72%, חוב נטו ל-CAP נטו בשיעור של 35.20% והון עצמי לסך מאזן בשיעור של 44.95%.

לאחר השלמת עסקת רכישת הנכסים מרבע נכסים וגיוס אגרות חוב, נפגעים יחסי איתנותה של החברה כך שיחס חוב ל-CAP יעמוד על 58.15% ויחס ההון עצמי לסך המאזן יעמוד על 35.56%. לצורך הרכישה החברה מגדילה את חובה הפיננסי ומקטינה את היתרות הנזילות העומדות לרשותה. זאת לאחר נטילת הלוואה של כ- 250 מיליון ₪ ושימוש במזומני החברה, בהיקף של כ- 213 מיליון ₪, לצורך השלמת תמורת העסקה ולאחר גיוס אג"ח בהיקף של כ- 300 מיליון ₪ והשקעת תמורת ההנפקה ברכישת נכסים או הקמתם.

רבע כחול נדל"ן בע"מ: יחסי איתנות (אלפי ₪)

	31.12.2007	31.12.2008	30.6.2008	30.6.2009	פרופורמה עסקת נכסים ⁴	פרופורמה לאחר עסקת הנכסים וגיוס אג"ח ³	
חוב פיננסי	798,637	935,617	809,865	940,311	1,190,311	1,490,311	
יתרות נזילות	254,702	330,553	263,009	357,781	144,781	144,781	
חוב פיננסי נטו	543,935	605,064	546,856	582,530	1,045,530	1,345,530	
הון עצמי	865,840	910,079	877,308	936,534	936,534	936,534	
סך מאזן	1,817,806	2,027,272	1,881,068	2,083,396	2,333,396	2,633,396	
CAP	1,778,611	1,973,763	1,808,090	2,012,800	2,262,800	2,562,800	
CAP נטו	1,523,909	1,643,210	1,545,081	1,655,019	2,118,019	2,418,019	
חוב ל-CAP	44.90%	47.40%	44.79%	46.72%	52.60%	58.15%	
חוב נטו ל-CAP נטו	35.69%	36.82%	35.39%	35.20%	49.36%	55.64%	
הון לסך מאזן	47.63%	44.89%	46.64%	44.95%	40.14%	35.56%	

³ פרופורמה גיוס אג"ח כוללת תוספת של 300 מיליון ₪ לחוב הפיננסי בגין גיוס אג"ח ועליה של 300 מיליון ₪ בסך המאזן. ההנחה היא כי החברה עושה שימוש בתמורת האג"ח לצורך רכישת או הקמת נכסים.

⁴ פרופורמה עסקת נכסים כוללת קבלת הלוואה בהיקף של 250 מיליון ₪ וקישון בהיקף המזומנים של כ- 213 מיליון ₪, גידול בסך המאזן של 250 מיליון ₪.

יחסי כיסוי סבירים בהתחשב בעסקת נכסים

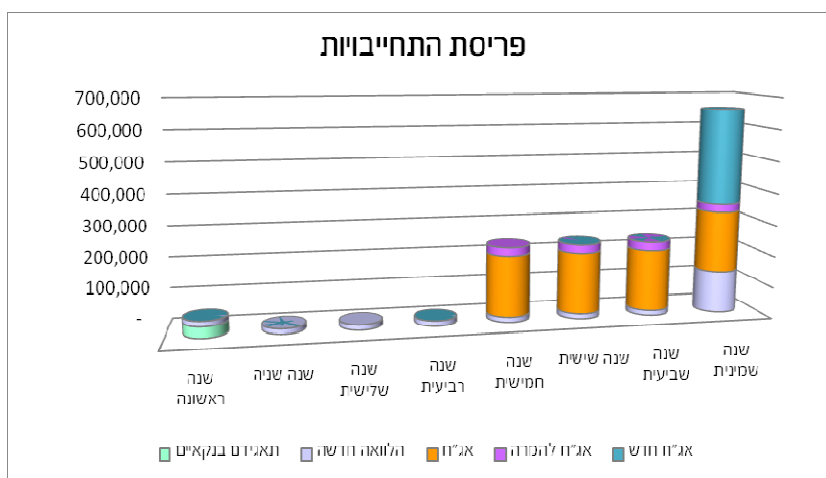
ה- *FFO* (תזרים פרמננטי) של החברה, לאחר השלמת עסקת רכישת הנכסים מרבע נכסים, צפוי לעמוד על כ- 75 מיליון ₪, המוביל יחס חוב ל- *FFO* של 15.8 שנים וחוב נטו ל- *FFO* של 13.9 שנים. גיוס האג"ח, לרבות נטילת הלוואות לצורך פעילותה היזמית של החברה עלול להוביל לעלייה ביחסי הכיסוי של החברה, עד לרמה של כ- 19 שנים.

רבע כחול נדל"ן בע"מ: יחסי כיסוי (אלפי ₪)

31.12.07	31.12.08	שנה מייצגת טרום עסקת נכסים	פרופורמה שנה מייצגת לאחר עסקת נכסים	
55,391	58,960	53,534	75,302	<i>FFO</i>
798,637	935,617	940,311	1,190,311	חוב פיננסי
543,935	605,064	582,530	1,046,530	חוב פיננסי נטו
14.42	15.86	17.56	15.8	חוב פיננסי ל- <i>FFO</i>
9.82	10.26	10.9	13.9	חוב פיננסי נטו ל- <i>FFO</i>
107,521	111,102		-	<i>EBITDA</i> בנטרול שיערוך נדל"ן
5.05	5.44		-	חוב נטו ל- <i>EBITDA</i> בנטרול שיערוך נדל"ן

גמישות פיננסית טובה

בהתאם לגרף פריסת התחייבויות החברה שלהלן, נראה כי לחברה אין פירעונות כלל בשנים הקרובות, המקלים על גמישותה הפיננסית. בנוסף, לחברה אין שעבודים על נכסיה, כך ששווי נכסיה הלא משועבדים עומד על 1.7 מיליארד ש"ח, כך שיחס שווי הנכסים הלא משועבדים לאגרות החוב ליום 30.6.09 עומד על 1.87. לאחר השלמת עסקת רכישת הנכסים מרבע כחול יגדל יחס זה ויעמוד על 1.96



מונחים פיננסיים עיקריים

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

התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	<i>Ca</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	<i>C</i>	

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: CRBSRE110909300M

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") 2009.

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 בעיני 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 אינבסטורס סרויס לטד (*Moody's Investors Service Ltd.*) (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.