

להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ

דירוג ראשוני | מרץ 2021

(תיקון טעות סופר)¹

אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח
אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
Shiranfh@midroog.co.il

חי ריעני, רו"ח
ראש צוות, מעריך דירוג משני
Hay.riany@midroog.co.il

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

¹ בוצע תיקון טעות סופר לדוח דירוג מיום 15.03.2021 כך שמספר נייר הערך של אגרות חוב סדרה ב' הינו 1360072 במקום 11360072 שנרשם בדוח הקודם

להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3.il	דירוג סדרות
------------------	-------	-------------

מידרוג קובעת דירוג A3.il באופק יציב ודירוג זה לאגרות חוב (סדרה ב') שהנפיקה חברת להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ (להלן: "החברה"). בנוסף, מידרוג קובעת דירוג A3.il באופק יציב לאגרות חוב (סדרה חדשה) שתנפיק החברה בסך של עד 180 מיליון ש"ח ערך נקוב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ב'	1360072	A3.il	יציב	01.02.2026

* קיימת לחברה סדרת אג"ח נוספת הניתנת להמרה למניות, סדרה ז', אשר אינה מדורגת ע"י מידרוג

אודות החברה

החברה התאגדה בישראל ביום 16.12.1963 כחברה פרטית. ביום 13.02.1983 הוצעו מניותיה לראשונה לציבור והחברה הפכה לחברה ציבורית, ומאז מניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון הינו מר אבי לוי (אשר מחזיק כ- 43.08% ממניות החברה, סמוך למועד הדוח). תחומי פעילות החברה הינם השקעה בנכסי נדל"ן מניב ובענף האנרגיות המתחדשות, כאשר נכון ליום 30.09.2020, לחברה החזקות בכ- 70 נכסי נדל"ן מניב בעיקר למסחר המצויים בגרמניה וכן נכס אחד המצוי בישראל. תחום האנרגיות המתחדשות כולל החזקה בכ- 89 מתקנים פוטו-וולטאיים בישראל בהספק מצטבר של כ- 4.8 מגה וואט. כמו כן, במהלך חודש אוקטובר 2020, הושלמה העסקה לרכישת השליטה המשותפת (יחד עם חברת ב.ג.מ בע"מ) ב"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ (להלן: "דלק ישראל") העוסקת במכירת דלקים, בתפעול תחנות תדלוק ציבוריות והפעלת חנויות הנוחות בכ- 190 ממתחמי התחנות האמורות. נכון למועד הדוח, החברה מחזיקה ב- 36.67% ממניות דלק ישראל ובנוסף קיימת לה אופציה להגדלת שיעור ההחזקה ל- 40%. חברת דלק ישראל מחזיקה ב- 238 תחנות "דלק" כאשר מתוכן 54 תחנות בבעלות מלאה או חלקית. בכוונת החברה לפעול לפיצול הפעילות של דלק ישראל לשתי חברות - חברת נכסים וחברה תפעולית (דלק ישראל) כאשר לחברת הנכסים יועברו 54 תחנות דלק וקרקעות הנמצאות בבעלות דלק ישראל שיושכרו מיידית לתקופה של כ- 15 שנה לחברת התפעול (דלק ישראל). יציין, כי למר אבי לוי (יו"ר הדירקטוריון), מר איליק רוזנסקי (סגן יו"ר דירקטוריון פעיל) וגברת חוה זמיר טואף (מנכ"לית), ניסיון רב בתחומי הנדל"ן המניב.

שיקולים עיקריים לדירוג

הנתונים הפיננסיים של החברה הינם לאחר התאמות מידרוג ליחסים הפיננסיים הכוללות, בין היתר, הוספת חלקה היחסי של החברה בחוב ובתוצאות חברות מוחזקות המטופלות בשיטת השווי המאזני ללא איחוד יחסי של חברת דלק ישראל (להלן: "התאמות מידרוג").

- פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב למסחר בגרמניה תורמת ליציבות סביבת הפעילות. פעילות החברה בתחום זה כוללת ברובה החזקה במרכזים שכונתיים המשרתים את צרכי האוכלוסייה המקומית שסביבם, אשר מציגים עליה מתמשכת בהיקפי הפעילות על אף משבר הקורונה. כמו כן, תחום האנרגיה המתחדשת בישראל מאופיין ביציבות וודאות רגולטורית גבוהות. ענף שיווק הדלקים בו החלה החברה לפעול לאחרונה באמצעות דלק ישראל, מאופיין, להערכת מידרוג, בסיכון עסקי נמוך-בינוני, בביקושים יציבים ובחסמי כניסה גבוהים יחסית.
- היקף מאזן החברה הולם את רמת הדירוג וצפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ- 1.2-1.4 מיליארד ש"ח. בנוסף, שיעור תפוסה גבוה בנכסים יחד עם איכות שוכרים חזקה וחוזי שכירות לטווח ארוך, תומכים גם הם בפרופיל העסקי של החברה. כמו כן, פיזור הפעילות טוב לאור גיוון תחומי פעילות הכולל נכסי נדל"ן מניב למסחר בגרמניה, אנרגיה מתחדשת וכן, מכירת דלקים והפעלת חנויות נוחות לצד החזקות נדל"ן בתחנות הניתנות לפיתוח והשבחה באמצעות החזקה בחברת דלק ישראל.

- שיעור המינוף של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו, בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג וצפוי לנוע בטווח הקצר-בינוני בכ- 57%-60% בהתאם לתרחיש הבסיס של מידורג. יחד עם זאת, היקף ה-FFO חלש ביחס לדירוג כך שבהתאם להערכת מידורג, בטווח הבינוני-ארוך, היקף ה-FFO צפוי להסתכם בכ- 28-31 מיליון ש"ח. יצוין, כי היקף פעילות זה אינו כולל את תוצאות דלק ישראל לפי חלק החזקת החברה. כמו כן, היקף ה-FFO האמור הינו בהתאם לתחשיב מידורג ולאחר תרחישי רגישות, ואינו זהה להיקף ה-FFO אותו צופה החברה בתחשיביה. החוב הפיננסי נטו ל- FFO צפוי להסתכם בכ- 22-25 שנים, יחס ההולם את רמת הדירוג.
- היחס שבין החוב המובטח לנדל"ן להשקעה, הצפוי להסתכם בכ- 55%-60% בהתאם להערכת מידורג, מאפשר לחברה גמישות מסוימת באמצעות מימון מחדש על הנכסים. אולם, היעדר נכסים שאינם משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית.
- נכון ליום 30.09.2020 לחברה יתרות נזילות של כ- 109 מיליון ש"ח (כולל ניירות ערך סחירים של כ- 10 מיליון ש"ח וללא חלק החברה ביתרות הנזילות בחברות המוחזקות בשיטת השווי המאזני) בעוד שסך פירעונות האג"ח הצפויים בשנתיים הבאות הינן כ- 6.5 מיליון ש"ח. יתרות נזילות אלו בולטות לחיוב ביחס לפירעון החוב. להערכת מידורג, יתרות הנזילות צפויות להיוותר מספקות ביחס לפירעון האג"ח בהתאם לאסטרטגיית החברה לצמיחה.
- התפשטות נגיף הקורונה ברחבי העולם, לרבות בישראל, הובילה לחוסר ודאות משמעותי בשווקים שונים בעולם ובכללם גם בשווקים בהם פועלת החברה, כאשר השלכות המשבר הסופיות עדיין אינן ידועות במלואן (להלן: "משבר הקורונה"). בעקבות התפרצות הנגיף, חלה ירידה בהיקפי הפעילות הכלכלית באזורים רבים בעולם לרבות ישראל וגרמניה, אשר בהם מצויים נכסי החברה. התפשטות הנגיף גרמה, בין היתר, לירידה בהיקף התחבורה העולמית, למגבלות תנועה ותעסוקה ולמגבלות נוספות אשר הטילו מדינות רבות בעולם, וביניהן ישראל וגרמניה. בהתאם לדוחותיה הכספיים של החברה ליום 30.09.2020, פעילותה השוטפת של החברה לא נפגעה בצורה מהותית כתוצאה מהתפרצות הנגיף, בין היתר, לאור העובדה כי מרביתם המוחלט של נכסי הנדל"ן של החברה מושכרים לבתי עסק המוגדרים כבתי עסק שמעניקים שירותים חיוניים לצרכי האוכלוסייה כגון סופרמרקטים, בתי פארם וכיו"ב אשר נותרו פתוחים לציבור הרחב. להערכת מידורג, המרכזים הפתוחים והשכונתיים נהנים ממגמה מהירה של חזרה לפעילות וכן, ההשלכות של המשבר מוגבלות ככל ומדובר במרכזים המעניקים שירותים חיוניים. להרחבה בנושא הינכם מופנים לדוח השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, שהתפרסם בחודש נובמבר 2020. להערכת החברה, תחום האנרגיה המתחדשת אינו מושפע מהתפרצות הנגיף שכן כל הכנסות התחום מקורם מתקבולים מחברת החשמל בהתאם לחוזים ארוכי טווח.
- השלכות משבר הקורונה על פעילות דלק ישראל נובעת, בין היתר, מהטלת מגבלות תנועה לפרקי זמן קצובים בניסיון לבלום את התפשטות המגיפה, הפוגעים באופן ניכר בהיקף הנסיעה בעיקר בחודשי המגבלות מרץ-אפריל וספטמבר-אוקטובר 2020, וכן בחודשים ינואר-פברואר בשנת 2021, ומובילים לירידה בצריכת בנזין וסולר בחודשים אלו, כאשר בחודשים מאי עד ספטמבר חלה התאוששות. בנוסף, ירידת מחירי הדלק הביאו את החברות בתחום שיווק הדלקים לרשום הפסדי מלאי בהיקפים משמעותיים בחציון הראשון של שנת 2020 אשר קוזזו חלקית בחציון השני של אותה שנה. נציין כי התקופה הקרובה עודנה מאופיינת באי ודאות ובשלב זה קשה להעריך את משך השפעותיה הכלכליות ואת עוצמתן. כך, גם לאחר הסרת ההגבלות ועם המשך מבצע החיסונים הנרחב ברחבי הארץ, ההתאוששות צפויה להיות הדרגתית.
- דירוג החברה מתחשב באסטרטגיית הצמיחה, יצוין, כי צמיחת החברה ברכישות משמעותיות לווה בעבר בהזרמות הוניות באמצעות פעילות הונית. כך לאחרונה, החברה רכשה 36.67% ממניות דלק ישראל בעלות של כ- 275 מיליון ש"ח אשר תמומן באמצעות הלוואה של כ- 102 מיליון ש"ח למשך שנה וכן מהפעולות ההוניות הבאות: מימוש זכויות לרכישת מניות

² [השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

החברה ע"י בעלי מניות בהיקף של כ- 173 מיליון ש"ח אשר בוצע ברבעון הראשון של שנת 2020, הנפקת הון לבעל השליטה, אבי לוי, בהיקף של כ- 30 מיליון ש"ח שבוצעה במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2020; מימוש זכויות לרכישת מניות החברה ע"י בעלי מניות בהיקף של כ- 71 מיליון ש"ח כפי שבוצע במהלך חודש ינואר 2021; והנפקה פרטית של מניות החברה לילין לפידות בהיקף של כ- 25 מיליון ש"ח שבוצעה בחודש ינואר 2021 (להלן: "עסקת הרכישה"). כמו כן, לחברה קיימת אופציה לרכישת 3.44% נוספים ממניות דלק ישראל לפי אותו המחיר בעסקת הרכישה, היינו כ- 26 מיליון ש"ח.

- מרבית פעילותה של החברה הינה עם שותפים אף שבחלק משמעותי היא מחזיקה בשיעור החזקה גבוה בנכסים. להערכת מידרוג חשיפה לשותפים יכולה להשליך לשלילה על פרופיל סיכון החברה, אולם סיכון זה מתמתן לאור שותפות ארוכת שנים עם שותף מרכזי ומשמירת יכולותיה התפעוליות בנכסים.

- חלק משמעותי מפעילות החברה נובע מהחזקתה בחברת דלק ישראל, אשר חלק מהותי מפעילותה הינה פעילות תפעולית השונה מפעילות הליבה של החברה. על כן, פרופיל הסיכון של חברת דלק ישראל משליך על פרופיל הסיכון של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, מימוש אופציה לרכישת 3.44% נוספים ממניות דלק ישראל, השלמת מכירת נכס מניב המצוי בהאנובר שבגרמניה אשר נחתם הסכם מחייב למכירה בדצמבר 2020 והתמורה בגינו התקבלה, אמורטיזציה שוטפת של החוב הבנקאי ואגרות החוב, גיוס אגרות חוב בהיקף של כ- 180 מיליון ש"ח, רכישת נכסים מניבים בהתאם לאסטרטגיית החברה בתחום פעילותה בגרמניה, השקעות בנכסיה הקיימים ותזרים מפעילות שוטפת. יצוין, כי בהתאם למידע הנמסר מהחברה, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון תקבול דיבידנד חד-פעמי מדלק ישראל לאחר הבשלת עסקאות מהותיות למכירת נכסים - עסקת פי גלילות ועסקת תחנות הכוח.

במסגרת תרחיש הבסיס מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, באשר לשחיקה אפשרית בשווי הנכסים, השפעת תנודות בשערי חליפין, וכן לגבי שחיקה בהכנסות החברה, בין היתר לאור הימשכות התפשטות נגיף הקורונה.

בהתאם לכך, יחסי המינוף צפויים לבלוט לחיוב ביחס לדירוג, כאשר החוב נטו ל- CAP נטו צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ- 57%-60%, ויחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל- FFO צפוי להסתכם בטווח הבינוני-ארוך בכ- 22-25 שנים לאחר התאמות מידרוג, ולהלום את רמת הדירוג. יצוין כי יחס הכיסוי מושפע מהיקף ה-FFO אשר הינו בהתאם לתחשיב מידרוג ולאחר תרחישי רגישות, ואינו זהה להיקף ה-FFO אותו צופה החברה בתחשיביה.

שיקולים מבניים

מידרוג בחנה הטבה דירוגית לסדרת האג"ח ב' המוגבה בבטוחה המובטחת בשעבוד זכויות החברה בחברות כלולות Malone ו-Langen בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" - ספטמבר³. בהתאם לבחינה, נמצא כי אין מקום למתן הטבה דירוגית לאגרות החוב סדרה ב' היות והבטוחה אינה מהווה שעבוד ראשון על נכסי הנדל"ן של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על יציבות תזרימית מנכסיה ורמת המינוף וכן, על יתרות נזילות מספקות ביחס לשירות אגרות החוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- עליה משמעותית בהיקפי פעילות החברה, בין היתר, בהיקף ה- FFO
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית, בדגש על היקף הנכסים הבלתי משועבדים

³ [שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2019](#)

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- שחיקה משמעותית בשיעורי מינוף החברה ו/או יחס כיסוי החוב
- מדיניות חלוקת דיבידנד חריגה אשר תפגע בזילותה ואיתנותה הפיננסית של החברה
- פגיעה משמעותית ביתרות זילות החברה

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

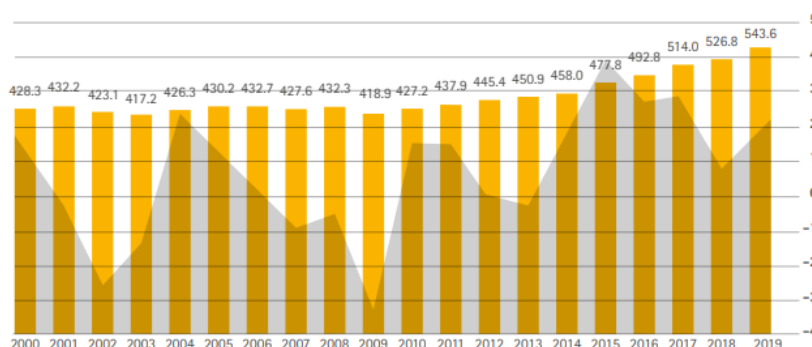
פעילות החברה בענף הנדל"ן המניב בגרמניה תומכת ביציבות סביבת הפעילות של החברה

החברה מחזיקה בכ- 70 מרכזים מסחריים ברחבי גרמניה אשר ברובם הינם מרכזים שכונתיים המשרתים את צרכי האוכלוסייה המקומית שבינם, וכוללים על פי רוב רשתות מובילות מתחומי הסופרמרקט ו-"עשה זאת בעצמך".

מדינת גרמניה, המדורגת Aaa באופק יציב על-ידי Moody's⁴, מתאפיינת בכלכלה חזקה, יציבות תעסוקתית (עם שיעור אבטלה של כ-4.5% נכון לאוקטובר 2020), גיוון ותחרותיות גבוהים, ושוק נדל"ן משוכלל ושקוף. שוק הקמעונאות בכלל ושוק הקמעונאות מזון בפרט במדינה מתאפיינים ביציבות ואיתנות כאשר רוב ענפי המזון בניכוי סגמנט המסעדות הציגו עליה בהיקף המכירות בחציון הראשון של 2020 בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2019. כמו כן, נציין כי סגמנט ה"עשה זאת בעצמך" חווה עלייה דומה כאשר 100% מכל החניות הציגו עלייה בהיקף המכירות בתקופה הנ"ל⁵. כפי שצוין, בראייה היסטורית, ענף הקמעונאות בגרמניה ידוע ביציבותו ובעליה מתונה אך מתמדת בהיקף המכירות השנתיות כפי שמתואר בתרשים 1.

תרשים 1: עליה בהיקף המכירות בענף הנדל"ן למסחר

01 Development of retail sales from 2000 to 2019
Figures in € billion



מקור: Hahn Group - Retail Real Estate Report 2020-2021

ענף האנרגיות המתחדשות חווה בשנים האחרונות צמיחה מואצת, המאופיינת בגידול עקבי ומשמעותי בקיבולת ההספק המותקן ובהשקעות, בעיקר בפרויקטים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית ובטכנולוגיית רוח, זאת לצד ירידה בעלויות ההקמה, התפעול והתחזוקה בעשור האחרון, הנובעים בין היתר, מהתקדמות טכנולוגית. כחלק ממגמה עולמית להפחתת גזי חממה, מדינות רבות בעולם המערבי קבעו יעדי ייצור שאפתניים באנרגיות מתחדשות ומעודדות ייצור חשמל נקי באמצעות תמיכה רגולטורית ותעריפית. בסוף שנת 2019 כ- 33% מההספק המותקן לייצור חשמל בעולם וכ- 3.27% מייצור החשמל היו מאנרגיה מתחדשת. בישראל כ- 6% בלבד מסך ייצור

⁴ בהתאם לדוח דירוג של Moody's

⁵ Hahn Group - Retail Real Estate Report 2020-2021

החשמל בשנת 2019 יוצר מאנרגיה מתחדשת⁶. בחודש אוקטובר 2020 החליטה ממשלת ישראל להגדיל את יעד ייצור החשמל מאנרגיות מתחדשות ל-30% עד שנת 2030, חלף יעד קודם של 17% ובכלל זה, יעד ביניים של 20% עד 2025. להערכתנו, מדיניות זו צפויה להמשיך ולתמוך בייצור חשמל באמצעות אנרגיות מתחדשות בשנים הקרובות.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בנכסי החברה מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים ובשוכרי עוגן יציבים עם מח"מ חוזים ארוך יחסית. סך מאזן החברה הולם את רמת הדירוג

היקף מאזן החברה מסתכם נכון ליום 30.09.2020 בכ- 591 מיליון ש"ח. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר את עסקת הרכישה של דלק ישראל, רכישת נכסים נוספים וגיוס אגרות חוב, היקף מאזן החברה צפוי להסתכם בכ- 1.2-1.4 מיליארד ש"ח לאחר התאמות מידרוג. היקף מאזן זה, הולם את רמת הדירוג של החברה.

החברה מחזיקה בכ- 70 מרכזים מסחריים ברחבי גרמניה אשר ברובם הינם מרכזים שכונתיים המשרתים את צרכי האוכלוסייה המקומית שסביבם, וכוללים על פי רוב רשתות מובילות מתחומי הסופרמרקט ו-"עשה זאת בעצמך" כאשר העיקריים שביניהם הינם רשת Netto Marken-Discount הפועלת בכל רחבי גרמניה ורשת OBI הפועלת ברחבי אירופה. מח"מ החוזים הינו בד"כ לתקופות ארוכות, וזאת כחלק מאסטרטגיית החברה הפועלת להארכת השכירויות הקיימות לצורך חיזוק היציבות התזרימית מהנכסים. כך, ליום 30.09.2020, מח"מ החוזים המשוקלל מסתכם בכ- 8.4 שנים. שיעורי התפוסה בנכסים בשנים האחרונות הסתכמו בכ- 93%-97%, כאשר ליום 30.09.2020 שיעור התפוסה המשוקלל הינו כ- 94%. לחברה פוזר נכסים טוב כאשר הנכס העיקרי מהווה כ- 8% מסך השווי, ושלושה הנכסים העיקריים מהווים 16% מסך השווי הנכסים. נציין כי לחברה קיימים מספר נכסים המושכרים לשוכר יחיד. מח"מ החוזים הארוך מממן סיכון זה.

שיעור מינוף יחסי כיסוי בולטים לחיוב הדירוג באופן התומך בפרופיל הפיננסי, על אף היקף FFO נמוך ביחס לדירוג

שיעור המינוף של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו, נכון ליום 30.09.2020 הינו כ- 48% לאחר התאמות מידרוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח, בין היתר, רכישת מניות של דלק ישראל, הנפקות הון, רכישת נכסים חדשים, אמורטיזציה שוטפת של החוב ותזרים מפעילות שוטפת, שיעור המינוף צפוי להישחק מעט ולהסתכם בכ- 57%-60%, אך להמשיך לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. מנגד, לחברה היקף FFO שאינו הולם את הדירוג, כאשר היקף ה- FFO LTM של החברה ליום 30.09.2020 מסתכם בכ- 23 מיליון ש"ח (לאחר התאמות מידרוג). היקף זה צפוי להיוותר נמוך ביחס לדירוג על אף הערכת מידרוג לגידול היקף ה- FFO בטווח התחזית הצפוי להסתכם בטווח הזמן הבינוני- ארוך בכ- 28-31 מיליון ש"ח, בין היתר, לאור הנבה מלאה מתיק הנכסים שנרכש במהלך שנת 2020 וכן הנחת רכישת נכסים נוספים אשר יתרמו לגידול היקף ה- FFO. יצוין כי היקף זה אינו כולל את תוצאות פעילות דלק ישראל לפי חלק החזקת החברה. כמו כן, היקף ה- FFO האמור הינו בהתאם לתחשיב מידרוג ולאחר תרחישי רגישות, ואינו זהה להיקף ה- FFO אותו צופה החברה בתחשיבה. יחס הכיסוי של החברה נכון ליום 30.09.2020 הסתכם בכ- 16 שנים, אולם בהתאם להערכת בטווח הזמן הבינוני-ארוך, יחס זה צפוי מעט להישחק לאור גידול בחוב בעיקר לאור רכישות נכסים בין היתר באמצעות מימון, ולהסתכם בכ- 22-25 שנים, יחס ההולם את רמת הדירוג. היקף החוב המובטח של החברה נכון ליום 30.09.2020 מסתכם בכ- 373 מיליון ש"ח לאחר התאמות מידרוג. חוב זה מאופיין בריבית קבועה משוקללת של כ- 2.3%, מועדי החזר החוב נעים בין השנים 2022-2035 כאשר קיימת בד"כ אמורטיזציה שוטפת עד למועד תום החוב.

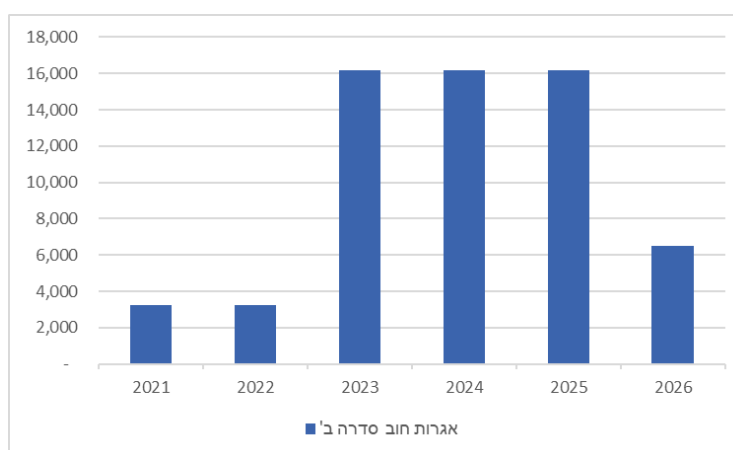
⁶ אנרגיה מתחדשת בישראל - רקע וסוגיות לדיון - 2020.10.19.

היעדר נכסים שאינם משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית של החברה. מנגד, לחברה יתרות נזילות מספקות ביחס

לשירות אגרות החוב

יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה של החברה הסתכם ביום 30.09.2020 בכ- 52% לאחר התאמות מידרוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל, בין היתר, רכישת נכסים חדשים בשיעור LTV גבוה מיחס זה ותרחישי רגישות ביחס לשווי הנכסים, יחס זה צפוי להישחק מעט, ולהסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ- 55%-60%, יחס ההולם את הדירוג המאפשר לחברה גמישות מסוימת באמצעות מימון מחדש על הנכסים. יחד עם זאת, היעדר נכסים שאינם משועבדים משפיעים לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה. יתרות נזילות החברה ליום 30.09.2020 המסתכמות בכ- 109 מיליון ש"ח (כולל ניירות ערך סחירים של כ- 10 מיליון ש"ח וללא חלק החברה ביתרות הנזילות בחברות המוחזקות בשיטת השווי המאזני). יתרות נזילות אלו הינן מספקות ביחס לפירעונות אגרות חוב בהיקף של 6.5 מיליון ש"ח בשנים 2021-2022. נציין כי עומס פירעונות החוב בהתאם ללוח הסילוקין של החברה צפוי לגדול החל משנת 2023. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הנזילות צפויות להיוותר מספקות ביחס לפירעון אגרות החוב.

תרשים 2: לוח הסילוקין של אגרות חוב סדרה ב' נכון ליום 30.09.2020*:



* מלבד אגרות חוב סדרה ב', קיימת לחברה יתרה לא מהותית של אג"ח סדרה ז'

שיקולים נוספים לדירוג

חלק משמעותי מפעילות החברה נובע מהחזקתה בחברת דלק ישראל, אשר חלק מהותי מפעילותה הינו פעילות תפעולית השונה מפעילות הליבה של החברה. על כן, פרופיל הסיכון של חברת דלק ישראל משליך על פרופיל הסיכון של החברה.

מרבית פעילותה של החברה הינה עם שותפים אף שבחלק משמעותי היא מחזיקה בשיעור החזקה גבוה בנכסים. להערכת מידרוג חשיפה לשותפים יכולה להשליך לשלילה על פרופיל סיכון החברה, אולם סיכון זה מתמתן לאור שותפות ארוכת שנים עם שותף מרכזי ומשמירת יכולותיה התפעוליות בנכסים.

דירוג החברה מושפע מאסטרטגיית הצמיחה של החברה ועל תוצאות ההשלכות של כך על פרופיל הסיכון של החברה, סיכון אשר מתמתן לאור התנהלות החברה על ידי שמירה על מינוף באמצעות הנפקות הון ברכישות משמעותיות, כגון רכישת דלק ישראל.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
A.il-Aa.il	1.2-1.4	A.il	0.9	סך מאזן (מיליארד ש"ח)*	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	60%-57%	Aa.il	48%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו*	פרופיל סיכון
Baa.il	28-31	Baa.il	23	היקף FFO LTM (מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
A.il	22-25	A.il	16	חוב פיננסי נטו / FFO LTM*	
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	60%-55%	A.il	52%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה*	
A.il	80%-50%	Aaa.il	>200%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A3.il					
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

[1] 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.

דוחות קשורים

[דירוג חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

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

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

[דירוג חברות קמעונאות - דו"ח מתודולוגי, נובמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג: 22.03.2021

התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: 15.03.2021

התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה: 15.03.2021

שם יוזם הדירוג: להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ

שם הגורם ששילם עבור הדירוג: להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ

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 גבוה 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

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

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

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>