

KBS SOR (BVI) Holdings Ltd.

מעקב | פברואר 2018

אנשי קשר:

רובי ויניצקי, אנליסט - מעריך דירוג ראשי
Rubiv@midroog.co.il

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

KBS SOR (BVI) Holdings Ltd.

אופק דירוג: שלילי	Aa3.il	דירוג סדרות
-------------------	--------	-------------

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה KBS SOR (BVI) Holdings Ltd. (להלן: "החברה") ומותירה על כנו את הדירוג Aa3.il תוך קביעת אופק דירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.03.2023	שלילי	Aa3.il	1137918	סדרה א'

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת האופק השלילי נובעת ממכירת 11 נכסי החברה, המשפיעה בצורה מהותית על יחסי הכיסוי והיקפי הפעילות של החברה. בנובמבר 2017, הודיעה החברה על השלמת מכירתם של 11 מנכסי החברה לקרן ריט אשר מימנה את עלות הרכישה באמצעות הנפקת יחידות בבורסה הסינגפורית (להלן: "עסקת סינגפור"). על פי דיווחי החברה, תמורת הרכישה נטו (בניכוי החוב בגין הנכסים) הסתכמה בכ-402 מיליון דולר. תמורה זו צפויה לשמש את החברה בעיקרה לחלוקת דיבידנד בהיקפים מהותיים וכן לרכישת נכסים חדשים. על אף רכישות הנכסים מיתרת התמורה, מידרוג צופה, כי יחסי הכיסוי של החברה בשנים 2018-2019 צפויים להיות איטיים בהשוואה לרמת הדירוג. כמו כן, היקפי הפעילות של החברה הצטמצמו בצורה משמעותית. לפי דוחות כספיים פרופורמה שפרסמה החברה לרבעון השלישי של שנת 2017¹, ה-NOI של החברה (בניכוי הכנסות ריבית וללא פתיחת מוחזקות) לתקופה 1-9/2017 מסתכם בכ-25 מיליון דולר, בהשוואה ל-NOI של כ-86 מיליון דולר כפי שדווח בדוחות הכספיים ל-30.9.17. יש לציין, כי החברה פועלת לשיפור היקפי הפעילות ויחסי הכיסוי לרבות דרך רכישת נכסים חדשים. ככל שיחסי הכיסוי לא ישתפרו בטווח הזמן הקצר - בינוני, במקביל לגידול משמעותי בהיקפי הפעילות, אופק הדירוג השלילי יוממש.

הדירוג נסמך, בין היתר, על יחסי האיתנות של החברה. מידרוג צופה, כי לאחר עסקת סינגפור ושימוש בתמורה יחס החוב ל-CAP של החברה צפוי להסתכם בכ-55% ולהלום את רמת הדירוג. נכון לדוחות פרופורמה ל-30.9.17, ההון העצמי המשווה לבעלי המניות מסתכם בכ-842 מיליון דולר. חלוקת דיבידנדים מיוחדים מהחברה עתידה לחלק, צפויה להפחית את ההון העצמי, שצפוי להלום את רמת הדירוג גם לאחר החלוקות האמורות. כמו כן, קבוצת KBS (להלן: "הקבוצה") הינה קבוצה בעלת ניסיון בתחום הנדל"ן. על פי הדוחות הכספיים של החברה ל-31.12.16, הקבוצה מנהלת, נכון למועד האמור, מעל 42.5 מיליון רגל רבוע של נדל"ן המשמש למשרדים, מסחר ומגורים.

יש לציין, כי חברת האם של החברה, KBS Strategic Opportunity REIT, הינה קרן ריט מדווחת בארה"ב שאינה נסחרת (להלן: "קרן הריט"). בנוסף למחויבות הרגולטורית של קרן הריט לחלוקת דיבידנד מההכנסה החייבת, היא מתעתדת לחלק דיבידנד מיוחד בסך של 180 מיליון דולר (מתוכו חולקו כ-24 מיליון דולר, נכון ל-30.9.2017).

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון את השפעת עסקת סינגפור על פעילות החברה. בנוסף, תרחיש הבסיס מניח שימוש בתמורת הנזילות מהעסקה האמורה לעיל לרבות חלוקת דיבידנד מיוחד של כ-156 מיליון דולר בתקופה 9/2017-12/2018, רכישת נכסים מניבים נוספים (בפברואר 2017, החברה דיווחה על הסכם לרכישת הזכויות בבניין משרדים בקליפורניה) והשקעות Capex הנובעות מאופיים של נכסי החברה. על פי תרחיש הבסיס מידרוג צופה, כי יחס החוב ל-CAP צפוי להסתכם בכ-55% ולהלום את רמת הדירוג. יחסי הכיסוי, בהתאם לתרחיש הבסיס, צפויים לבלוט לשלילה בהשוואה לרמת הדירוג.

¹ הדוחות הכספיים האמורים לעיל נערכו על מנת לשקף את מכירת הנכסים אילו נערכה ב-1.1.2016.

יש לציין, כי בהתאם לדיווחי החברה, קרן הריט בוחנת את המרת קרן הריט ל-NAV REIT, קרן המגייסת הון באופן מתמשך ומחויבת לחלק שיעור מסוים מהשווי הנכסי הנקי של הקרן מידי רבעון. בהתאם לדיווח החברה, מהלך שכזה לא צפוי להקטין את ההון העצמי של קרן הריט. היות ורמת ודאות המהלך והשלכותיו הפיננסיות אינן ברורות, תחשיב הבסיס אינו לוקח בחשבון, נכון למועד הדוח, את המרת קרן הריט ל-NAV REIT. בנוסף, תרחיש הבסיס אינו מניח את התקיימות תהליך הנזלת קרן הריט בשנת 2019. שינוי המיוחס לסוגיה זו, עלול להשליך לשלילה על הדירוג.

KBS SOR (BVI) Holdings Ltd. - נתונים עיקריים (אלפי דולר)

12/31/2015	9/30/2016	12/31/2016	9/30/2017	מטבע: א USD
57,437	51,161	69,356	61,048	NOI בניכוי ריבית הלוואות
37,304	32,053	28,926	31,517	התאמות שווי נדל"ן להשקעה
50,489	46,057	60,744	51,395	EBITDA
110,248	65,592	70,929	73,035	רווח נקי
808,435	863,434	862,712	866,590	הון בעלים
913,057	889,844	888,843	895,710	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,492,403	1,862,738	1,883,574	1,979,085	סך מאזן
1,291,096	1,648,860	1,660,475	1,631,146	נדל"ן להשקעה
547,323	936,332	950,624	990,248	חוב פיננסי
21,072	28,173	31,507	87,287	יתרת נזילות
526,251	908,159	919,117	902,961	חוב פיננסי נטו
1,460,380	1,826,176	1,839,467	1,885,958	CAP
1,439,308	1,798,003	1,807,960	1,798,671	CAP נטו
37%	51%	52%	53%	חוב ל-CAP
37%	51%	51%	50%	חוב נטו ל-CAP נטו
61%	48%	47%	45%	הון עצמי למאזן
35,110	21,156	33,949	24,574	FFO
16		28		חוב ל-FFO
15		27		חוב נטו ל-FFO

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פורטפוליו נכסים בעל יכולת יצירת ערך; פיזור נכסי חלש הצפוי להשתפר עם רכישת נכסים מניבים נוספים

נכון ל-30.9.17 (נתוני פרופורמה), מצבת הנכסים של החברה כוללת 11 נכסים מניבים ו-3 קרקעות בשווי של 1.2 מיליארד דולר (לרבות חלק החברה בחברות המוצגות בשיטת השווי המאזני). נכון לתאריך זה, השווי הנכסי הנקי של החברה מהקרקעות מסתכם בכ-27% מכלל השווי הנכסי הנקי ובולט לשלילה בהשוואה לרמת הדירוג. עם זאת, החברה צפויה להגדיל את פורטפוליו הנכסים המניבים במהלך שנת 2018.

אסטרטגיית החברה הינה לרכוש נכסים בהם ניתן לייצר ערך נוסף. זאת באמצעות רכישת נכסים, בשיעורי תפוסה שאינם גבוהים, השקעת סכומי Capex ויצירת ערך על ידי הגדלת ה-NOI ושווי הנכסים.

יחסי כיסוי איטיים בהשוואה לרמת הדירוג; איתנות טובה משפיעה לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה

על פי תרחיש הבסיס של מידרוג, יחס חוב נטו ל-FFO של החברה לשנת 2017 צפוי להסתכם בכ-12 שנים וזאת לאור העובדה, כי הנכסים שנמכרו בעסקה הסינגפורית, הניבו NOI של כ-11 חודשים, בעוד החוב בגין הנכסים ב-31.12.17, לא יכלל בדוחות הכספיים ליום זה. עם זאת, מידרוג צופה, הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי של החברה בשנים 2018-2019. יחסי הכיסוי צפויים להשתפר במהלך השנים הבאות, אך לא להלום את רמת הדירוג.

על פי תרחיש מידרוג, היקף ההון העצמי של החברה צפוי להסתכם בכ-680 מיליון דולר, לאחר חלוקת דיבידנדים, כפי שצוין לעיל. היקף זה בולט לחיוב בהשוואה לרמת הדירוג. יחס החוב ל-CAP של החברה צפוי להסתכם בכ-55% ולהלום את רמת הדירוג.

יתרות נזילות מהותיות לאחר עסקת סינגפור שימשו לרכישת נכסים וחלוקות דיבידנד; גמישות פיננסית סבירה הנובעת משיעור מינוף נמוך יחסית על נכסים משועבדים

נכון ל-30.9.17 (על פי דוחות פרופורמה), היקף הנזילות של החברה מסתכם בכ-418 מיליון דולר. עם זאת, יתרה זו אינה מייצגת שכן צפויה לשמש את החברה בעיקר לצורך רכישת נכסים מניבים, השקעות Capex בנכסים קיימים וחלוקות דיבידנד. לחברה גמישות פיננסית סבירה הנובעת משיעור LTV משוקלל של כ-45% על מצבת הנכסים המניבים. נכון ל-30.9.17, לחברה אין נכסים שאינם משועבדים למעט קרקעות בשווי של כ-184 מיליון דולר.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

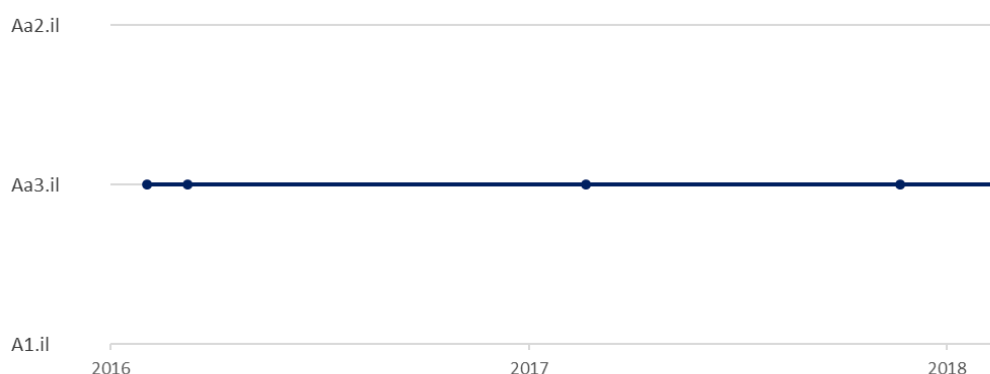
- הגדלת היקף הפעילות של החברה ובפרט הגדלת ה-FFO והתזרים השיורי
- שיפור מהותי בגמישות הפיננסית של החברה

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- אי שיפור ביחסי הכיסוי בטווח הזמן הקצר - בינוני ובהיקפי הפעילות של החברה
- חלוקות דיבידנד בסכומים מהותיים, מעבר לתרחיש שנלקח על ידי מידרוג באופן הפוגע ביחסי האיתנות של החברה
- מימוש מהותי של נכסים בצורה שתפגע בתזרים החברה
- ביצוע השקעות שאינן תואמות את פרופיל הסיכון של החברה

אודות החברה

החברה הוקמה בשנת 2015 כחברה פרטית המאוגדת לפי דיני איי הבתולה הבריטיים. מניות החברה מוחזקות בשרשור (100%) על ידי KBS Strategic Opportunity REIT, שהינה קרן ריט מדווחת בארה"ב שאינה נסחרת. קרן הריט הינה חלק מקבוצת KBS.

היסטוריית דירוג**דוחות קשורים**

[KBS SOR \(BVI\) Holdings Ltd. - בחינת דירוג - נובמבר 2017](#)

[KBS SOR \(BVI\) Holdings Ltd. - הערת מנפיק - אוקטובר 2017](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

20.02.2018	תאריך דוח הדירוג:
21.11.2017	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
16.02.2016	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
KBS Strategic opportunity REIT	שם יוזם הדירוג:
KBS Strategic opportunity REIT	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 שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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 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 בייעוץ 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 מוסדיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע מוסדי 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>