



רבע כחול נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2012

1

אנליסט מוביל:

נדב גורן - אנליסט בכיר
nadav@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
ran@midroog.co.il

רבע כחול נדל"ן בע"מ

דירוג סדרה	דירוג: A1	אופק הדירוג: שלילי
------------	-----------	--------------------

בהמשך לדוח פעולת הדירוג שפורסם בחודש אוגוסט 2012 במסגרתו אישרה מידרוג דירוג A1 באופק שלילי לסדרות האג"ח שבמחזור של רבע כחול נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה"), מאשרת מידרוג דירוג זה להרחבת סדרת אג"ח ד', בהיקף של עד כ - 110 מיליון ₪ ע.ג. תמורת הגיוס תשמש למחזור קרן אג"ח.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18.11.2012 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. רק לאחר שימצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 30.09.2012 (במיליוני ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום ה - 30.9.12 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
אג"ח א')	1098649	אוגוסט-06	6.25%	מדד	120	2013-2016
אג"ח ב'	1098656	אוגוסט-06	4.70%	מדד	896	2013-2016
אג"ח ג' **	1115724	אוקטובר-09	4.20%	מדד	294	2011-2018
אג"ח ד'	1119999	יולי-10	4.50%	מדד	314	2017-2020
סה"כ					1,624	

*אג"ח להמרה ** באוקטובר 2012 שולמה קרן אג"ח סדרה ג' בהיקף של כ- 24 מיליון ₪.

ממועד דוח פעולת הדירוג האחרון מחודש אוגוסט 2012, לא חלו שינויים בשיקולי הדירוג. להרחבה נוספת ביחס לשיקולי הדירוג, הננו להפנות לדוח פעולת דירוג המוזכר לעיל.

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	30.09.2012	תוספת בגין איחוד יחסי חברת שוק סיטונאי, ביטול שיערוך, והתאמות נוספות	פרופורמה לאחר התאמות ואיחוד יחסי	
188,686	208,350	160,094			הכנסות משכירות
162,276	96,481	105,883			עליית ערך נדל"ן להשקעה
314,478	285,098	256,888	-3,361	253,527	רווח מפעולות
191,296	86,541	149,626	-22,671	126,955	רווח (הפסד) נקי
22,428	102,704	-	221,717	221,717	מקדמות מלקוחות
302,153	260,189	515,741	139,832	655,573	יתרות נזילות (סלל פיקדון בחברה האם)
1,692,218	1,724,820	2,174,871	256,831	2,431,702	חוב פיננסי
1,390,065	1,464,631	1,659,130	117,000	1,776,130	חוב פיננסי נטו
3,116,326	3,250,070	3,887,298	252,911	4,140,209	CAP
2,814,173	2,989,881	3,371,557	113,079	3,484,636	CAP נטו
1,256,194	1,280,447	1,434,215	-3,921	1,430,294	הון עצמי
3,255,685	3,459,839	3,981,578	592,812	4,574,390	סך מאזן
3,233,257	3,357,135	3,981,578	371,095	4,352,673	סך מאזן בנטרול מקדמות מרכשי דירות
38.9%	38.1%	36.0%		32.9%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרכשי דירות
38.6%	37.0%	36.0%		31.3%	הון עצמי למאזן
54.3%	53.1%	55.9%		58.7%	חוב ל- CAP
49.4%	49.0%	49.2%		51.0%	חוב נטו ל- CAP נטו
88,688	117,776	64,619		100,148	FFO מתוקנן
19.08	14.64	25.24		24.28	חוב ל- FFO
15.67	12.44	19.26		17.74	חוב נטו ל- FFO
152,202	188,617	131,383		193,057	EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן
11.12	9.14	12.42		12.60	חוב ל- EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן
9.13	7.77	9.47		9.20	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן
70%	92%	0%			אחוז דיבידנד מ FFO לשנה קודמת

*פרופורמה איחוד יחסי הינה פתיחת חברות מהותיות, המוצגות במאזן המאוחד כחברות כלולות, כך שהן מוצגות על פי שיעור ההחזקה היחסי על נתוני המאזן המאוחד.



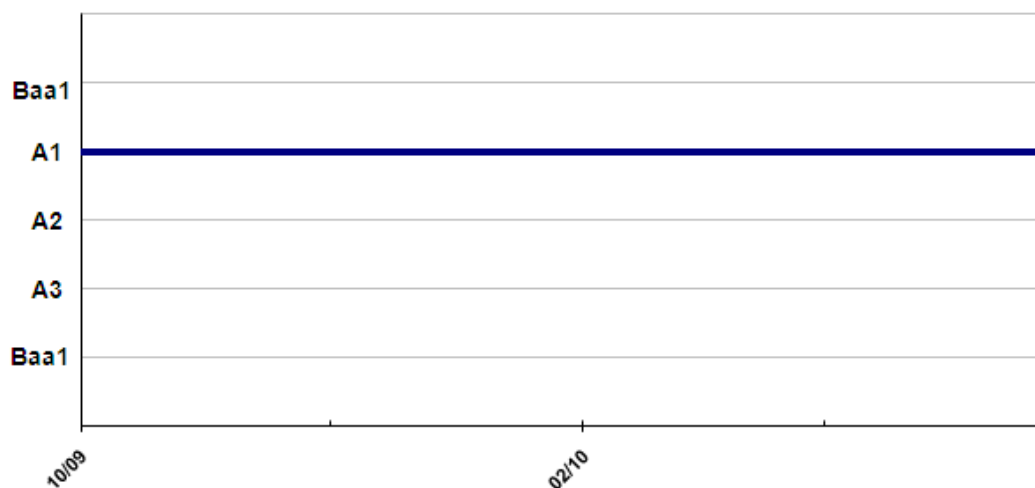
אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג

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

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה, לרבות הקטנת חוב פיננסי ואי עמידה בלוחות הזמנים שהוצגו למידרוג בעניין קבלת היתר בנייה וחתימה על הסכם ליווי בנקאי בפרויקט השוק הסיטונאי
- עליה ביחסי הכיסוי, כך שיחס החוב נטו ל- FFO במונחים שנתיים יעלה על- 18
- יחס החוב הפיננסי ל- CAP יעלה על 60%
- שחיקה ביחס הנכסים לא משועבדים לחוב לא מובטח 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 בהיקף העולה על 50% מתזרים ה- FFO המיוחס של החברה (FFO לתקופה שעל בסיס תוצאותיה מחולק הדיבידנד).



אודות החברה

5

חברת רבוע כחול נדל"ן (להלן: "החברה" ו/או "רבוע נדל"ן") התאגדה בדצמבר 2005, במסגרת רה ארגון בפעילות אלון החזקות בריבוע כחול ישראל בע"מ (להלן: "החברה האם"), 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 אלון החזקות, בעיקר לחברת מנה קמעונאות בע"מ.

בחודש יוני 2010 התקשרה החברה, ביחד עם גינדי השקעות 1 בע"מ, בעסקה לרכישת זכויות חכירה בחלק ממתחם השוק הסיטונאי בתל אביב והקמת מתחם מגורים, מסחר וכן מבני ציבור. עקב פרויקט זה פועלת החברה כעת בתחום נוסף, בניה למגורים.

דוחות קשורים:

[דוח דירוג קודם - אוגוסט 2012](#)

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.](#)

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה, נובמבר 2008.](#)

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך הדו"ח: 22.11.2012

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 בצידוד, 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 הוניות - 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

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

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 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.

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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 בעיניה 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 לסיכוני 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 צריכה 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 בייעוץ 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.