

להב אל.אר. רילאסטטיט בע"מ

מעקב | מאי 2022

אנשי קשר:

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

סיגל יששכר, סמנכ"ל
ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ

אופק דירוג: חיובי	A3.il	דירוג סדרה
-------------------	-------	------------

מידרוג מאשרת דירוג A3.il לאגרת החוב (סדרה ב') שהנפיקה להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ (להלן: "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

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

שיקולים עיקריים לדירוג

- שינוי האופק מיציב לחיובי הינו על רקע הערכת מידרוג להמשך שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה כתוצאה מגידול בהיקפי הפעילות תוך שמירה על רמת מינוף בולטת לחיוב.
- עיקר פעילותה של החברה הינה בתחום הנדל"ן המניב למסחר בגרמניה. פעילות זו, תורמת ליציבות סביבת פעילותה שכוללת ברובה החזקה במרכזים שכונתיים המשרתים את צרכי האוכלוסייה המקומית שסביבם. כמו כן, נדבך נוסף בפעילותה הינו בתחום האנרגיה המתחדשת בישראל, שמאופיין ביציבות וודאות רגולטורית גבוהות.
- פעילותה של החברה בתחום הנדל"ן המניב בגרמניה מתבצע במישרין ובעקיפין באמצעות החזקות מהותיות בתאגידים מקומיים (בדרך כלל חברות או שותפיות הרשומות במדינות הפעילות ולהם הבעלות בנכסים). בבעלות החברה נכון לתאריך החתך, 75 נכסי נדל"ן גרמניה אשר מושכרים בעיקר לשוכרי עוגן בשכירות ארוכת טווח. בין שוכרי העוגן ניתן למנות את רשת OBI חברה גרמנית קמעונאית רב לאומית של "עשה זאת בעצמך", חברת NETTO, EDEKA, Decathlon ועוד. כמו כן, נכסי החברה מפוזרים לאורך גרמניה וחלקם נמצאים בערים מרכזיות כגון: קלן, שטוטגרט, מינכן וברלין. שיעורי התפוסה הינם גבוהים בשיעור של כ-96% עם מח"מ שכירויות ארוך של כ-8 שנים.
- אחזקותיה של החברה בדלק ישראל (40%) ובדלק נכסים (40%) הפועלות כיום בעיקר בתחום הדלקים בישראל נלקחו בחשבון בהתאם לגישת האקוויטי כפי שמוצגים בדוחותיה הכספיים של החברה. יצוין כי דלק נכסים צפויה לצמוח באמצעות פעילות ייזום ופיתוח בנדל"ן בישראל, מידרוג תבחן לאורך הזמן פעילות זו ואת ההשלכות על סיכון האשראי של החברה.
- היקף המאזן המותאם¹ של החברה הולם את רמת הדירוג וצפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני ב-1.7-1.9 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 בחברות דלק ישראל ודלק נכסים.
- שיעור המינוף המותאם של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו, בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג וצפוי לנוע בטווח הקצר-בינוני בכ-52%-55% בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. היקף ה-FFO מאפיין את רמת הדירוג ובהתאם להערכת מידרוג, בשנים 2022-2023, היקף ה-FFO עשוי להסתכם בכ-70-90 מיליון ש"ח (ללא תוצאות דלק ישראל ודלק נכסים לפי חלק החזקת החברה אלא על-פי הערכת מידרוג לתקבולי דיבידנדים מהחזקות אלו), וזאת לעומת כ-31 מיליון ש"ח בשנת 2021 (לפני דיבידנד מדלק ישראל בסך 60 מיליון ש"ח שמקורו בחלוקה מיוחדת מדלק ישראל בעקבות מהלך של הפחתת הון). הגידול

¹ הנתונים הפיננסיים המותאמים המוצגים בדוח זה הם לאחר התאמות מידרוג הכוללות בין היתר איחוד יחסי של חברות נכס הנרשמות לפי שווי מאזני בדוחותיה הכספיים של החברה. חברות כלולות ובעיקרן דלק נכסים ודלק ישראל לא אוחדו על ידי מידרוג באיחוד יחסי.

ב-FFO צפוי בעקבות רכישת פורטפוליו נכסים בגרמניה, גידול בפעילות הסולארית וקבלת דיבידנד מדלק ישראל ומדלק נכסים בהיקף של 25-35 מיליון ש"ח לשנה. החוב הפיננסי נטו ל- FFO צפוי להסתכם בכ- 12-14 שנים, יחס הבולט לחיוב לרמת הדירוג.

- נזילות החברה סבירה ביחס להיקף פירעונות החוב (על בסיס סולו) בשנתיים הקרובות (כ-55 מיליון ש"ח במצטבר בשנים 2022-2023), עם יתרות נזילות (סולו) של כ- 104 מיליון ש"ח ל-31.12.2021 ובהתחשב גם בתכנית הצמיחה של החברה.
 - היעדר נכסים שאינם משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית. אולם, היחס בין החוב המובטח לנדל"ן להשקעה, הצפוי לעמוד בטווח 55%-57% בהתאם להערכת מידרוג, מאפשר לחברה גמישות מסוימת באמצעות מימון מחדש על הנכסים. לדעת הנהלת החברה, ישנה גמישות לחברה מהנכסים בגרמניה המתאפשרת באמצעות הגדלת החוב מול בטוחות קיימים. לחברה הלוואה בנקאית מובטחת במניות דלק ישראל ודלק נכסים הנושאת אמות מידה פיננסיות בקשר עם היקף החוב והרווחים של שתי אחזקות אלו, אשר חושפת את החברה במישור לחוסן פעילות.
 - מרבית פעילותה של החברה הינה עם שותפים, אף שבחלק משמעותי מהנכסים בגרמניה 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, משמירת יכולתיה התפעוליות בנכסים ומהדומיננטיות של להב בניהול ובעסקאות.
 - פעילות החברה נפרשת על פני מספר תחומים שונים זה מזה, אשר מידת הסינרגיה ביניהם אינה גבוהה. כמו כן, לצד תחומי פעילות בהם לחברה ניסיון ו-ווקטק ממושכים - תחום המניבים בגרמניה ותחום האנרגיה המתחדשת, החברה נכנסה במהלך שנת 2020 - לתחום שיווק הדלקים, בשנת 2021 לתחום הנדל"ן המניב בישראל וכן, לאחרונה גם לתחום הטיפול באשפה, ומהלכים אלו דורשים בחינה של יכולת ביצוע וניהול לאורך זמן.
- תרחיש הבסיס של מידרוג** כולל, בין היתר, אמורטיזציה שוטפת של החוב הבנקאי ואגרות החוב, רכישת נכסים מניבים בהתאם לאסטרטגיית החברה בתחום פעילותה בגרמניה, השקעות בנכסים הקיימים ותזרים מפעילות שוטפת. כאמור, בהתאם למידע הנמסר מהחברה, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון תקבול דיבידנד מדלק ישראל.

שיקולים מבניים

מידרוג בחנה הטבה דירוגית לסדרת האג"ח ב' המגובה בבטוחה המובטחת בשעבוד זכויות החברה בחברות כלולות Malone ו-Langen בהתאם למתודולוגית "שיקולים מבניים בדירוג חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019)². בהתאם לבחינה, נמצא כי איכות הבטוחה אינה מאופיינת על ידי מידרוג כ-"חזקה", על מנת לקבוע הטבה דירוגית לאגרות החוב סדרה ב' היות והבטוחה אינה מהווה שעבוד ראשון על נכסי הנדל"ן של החברה.

אופק הדירוג

אופק הדירוג החיובי משקף את הערכת מידרוג להמשך שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, כתוצאה מגידול בהיקפי הפעילות תוך שמירה על רמות מינוף בולטים לחיוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך עליה בהיקפי פעילות החברה והחברות המוחזקות, בדגש על הנבת הפעילות הפוטו-וולטאית המצויה בהקמה, הגידול הצפוי בתיק הנכסים המניבים בגרמניה והמשך דיבידנדים מהחברות הכלולות
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית, בדגש על היקף הנכסים הבלתי משועבדים

² [שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - ספטמבר 2019](#)

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה משמעותית ומתמשכת ביחס המינוף וביחס הכיסוי של החברה
- מדיניות חלוקת דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ואיתנותה הפיננסית של החברה

להב אל. אר. ריאל אסטייט בע"מ: נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח³

31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	
295	868	1,073	סך מאזן
93	158	194	חוב פיננסי נטו
22	19	53	נזילות
157	575	759	הון מיוחס
0	0	60	דיבידנדים מחברות כלולות

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג**פעילות החברה בענף הנדל"ן המניב בגרמניה תומכת ביציבות סביבת הפעילות של החברה**

החברה מחזיקה בעקיפין ו/או במישרין בכ- 75 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". מדינת גרמניה, המדורגת Aaa באופק יציב על-ידי Moody's, מתאפיינת בכלכלה חזקה, יציבות תעסוקתית (עם שיעור אבטלה של כ-5% נכון למרץ 2022), גיוון ותחרותיות גבוהים, ושוק נדל"ן משוכלל ושקוף. יתר על כן, גרמניה מהווה בשנים האחרונות יעד מרכזי למשקיעים בנדל"ן, ושוק הנדל"ן בגרמניה הוא השני בגודלו באירופה (אחרי בריטניה). עיקר הפעילות בשוק הנדל"ן להשקעה בגרמניה מתרכז בשבע הערים המרכזיות בגרמניה - ברלין, קולון, המבורג, פרנקפורט, מינכן, דיסלדורף ושטוטגרט.

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.

החברה מחזיקה 40% מהון המניות של "דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ ("דלק ישראל"), הפועלת בתחום שיווק דלקים קמעונאי וסיטונאי בישראל ובתחום חנויות הנוחות במתחמי התדלוק. ענף הדלקים בישראל מאופיין בביקושים יציבים ובחסמי כניסה גבוהים יחסית לצד תחרות גבוהה המתמקדת במחיר המכירה, ברגולציה ובצרכי השקעה גבוהים. מידורג מעריכה כי בטווח הבינוני חוסנו של ענף שיווק הדלקים הקמעונאים נתון לאיומים מצד הרכב החשמלי. קצב החדירה של הרכב החשמלי צפוי לעלות בשנים הקרובות ולהוות נתח משמעותי ממסירות רכבים חדשים. האיום הנובע מכך על תחנות הדלק אינו ניתן לכימות במידת וודאות גבוהה בשל כך אך מביא לעלייה בסיכון הענפי.

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בנכסי החברה שעיקרם בגרמניה, כמו כן, פעילות הייזום צפויה לגדול ולהתרחב בשנים הקרובות, באמצעות דלק נכסים

פעילות החברה נפרשת על פני 3 תחומי פעילות בהם היא פועלת באמצעות חברות בנות ובעיקר חברות כלולות: תחום נדל"ן מניב בגרמניה ובישראל, תחום אנרגיה מתחדשת ותחום מוצרי דלק וקמעונאות בישראל. בתחום נדל"ן מניב בגרמניה פועלת החברה בעיקר

³ הנתונים הפיננסיים בטבלה לעיל הינם מתוך הדוח הכספי המאוחד של החברה ולפני התאמות מידורג.

באחזקת נכסים נדל"ן מניב בגרמניה בשיעור שבין 50% ועד 100% (שיעור הממוצע המשוקלל הינו כ-72%). להנהלת החברה ניסיון ו-וועד בתחום הנדל"ן המניב, המהווה את ליבת פעילות החברה.

כמו כן, החברה פועלת בנדל"ן מניב בישראל באמצעות אחזקה של 40% בדלק נכסים (ד.פ.) בע"מ ("דלק נכסים") העוסקת ברכישה, ייזום, ניהול ופיתוח של נדל"ן בשימוש עיקרי של מתחמי תדלוק הכוללים, תחנות דלק, חנויות נוחות ושימושים נלווים כגון: שירותי רחיצה, שירותי רכב והסעדה וכן פועלת לייזום נכסי נדל"ן מניב ונדל"ן למגורים. נכסיה של דלק נכסים מושכרים בעיקר לדלק ישראל, חברה כלולה נוספת המוחזקת על ידי החברה ומהווה את תחום הדלקים והקמעונאות בישראל. לחברה שליטה משותפת בדלק נכסים ובדלק ישראל ביחד עם ב.ג.מ בע"מ, צד שלישי שקשור עם החברה גם באחזקות בנכסי נדל"ן בגרמניה. יש לציין כי מקור נכסי הנדל"ן של דלק נכסים הינו פיצול והעברה של תחנות דלק מידי דלק ישראל לידי דלק נכסים, אשר הוקמה באופן ייעודי לצורך קליטת נכסים אלו בחודש אפריל 2021, מהלך שיצר ערך לחברה בגובה ההפרש בין שוויים ההון לבין רישום בספרי דלק ישראל כרכוש קבוע. דלק ישראל עצמה נרכשה על ידי החברה בחודש ספטמבר 2020.

פיזור מגזרי הפעילות של החברה לרבות פיזור ג"ג בין ישראל וגרמניה מהווים גורם חיובי בפרופיל סיכון האשראי.

במגזר המרכזים המסחריים בגרמניה, נכון ליום 31.12.2021, החברה מחזיקה, לרוב ביחד עם שותפים ולרבות באמצעות שותפויות, בכ- 75 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". מח"מ החוזים הינו בד"כ לתקופות ארוכות, וזאת כחלק מאסטרטגיית החברה הפועלת להארכת השכירות הקיימות. כך, ליום 31.12.2021, מח"מ החוזים המשוקלל מסתכם בכ- 8.4 שנים. שיעורי התפוסה בנכסים בשנים האחרונות עמדו בטווח 93%-97%, כאשר ליום 31.12.2021 שיעור התפוסה המשוקלל הינו כ-96%. לחברה פיזור נכסים טוב כאשר הנכס העיקרי (בית המלון בעיר Langen שבגרמניה) מהווה כ- 9% מסך השווי, ושלושה הנכסים העיקריים מהווים 22.6% מסך השווי הנכסים (מכר פורטפוליו של 6 נכסים המושכרים ל-Decathlon). מדיניות החברה ביחס לרכישת נכסים ואיתור שוכרים הינה להתמקד בשכירות ארוכות טווח, כפי שמשתקף במח"מ החוזים הארוך של החברה שמסתכם בכ- 8.4 שנים. הניהול השוטף של נכסי הנדל"ן המניב בגרמניה מבוצע על ידי חברת ניהול חיצונית. במגזר הנדל"ן המניב בישראל, פועלת החברה בעיקר באמצעות דלק נכסים אשר עוסקת ברכישה, ייזום, ניהול ופיתוח של נדל"ן בשימוש עיקרי של מתחמי תדלוק. בבעלות דלק נכסים כ-60 נכסים, מתוכם 54 תחנות דלק בהן השוכרת העיקרית היא החברה האחות דלק ישראל.

בכוונת דלק נכסים להיכנס לתחום פעילות ייזום נדל"ן לפיתוח נכסים מניבים וייזום למגורים ובחודש פברואר 2022 השלימה ביחד עם חברת אזורים עסקה לרכישה בחלקים שווים של מקרקעין ברחוב המסגר בתל אביב בשטח כולל של כ-3.87 דונם לצורך ייזום מגדל בשימוש מעורב למסחר, תעסוקה ומגורים בשטח כולל של כ-50 א' מ"ר. תמורת הנכס שילמו דלק נכסים ואזורים כ-390 מ' ש"ח, חלקה של דלק נכסים מחצית מכך. מידרוג מעריכה כי בהתאם לאסטרטגיית החברה, היקף פעילות הייזום בדלק נכסים צפוי לגדול בשנים הקרובות עם הפיתוח של הנכס האמור לעיל וכן רכישה והשקעה בנכסים נוספים.

במגזר שיווק הדלקים והקמעונאות הדרכים פועלת החברה באמצעות דלק ישראל, המפעילה בישראל כ-243 תחנות דלק ציבוריות בפריסה ארצית ובהן כ-203 חנויות נוחות במוטג "ג'ז" ו-"מנטה". דלק ישראל בעלת נתח שוק של כ-19% מכלל תחנות התדלוק הציבוריות בישראל. דלק ישראל השקיעה בשנים האחרונות בשיפוץ ושידרוג תחנות הדלק וחנויות הנוחות והיא נדרשת להוסיף ולהשקיע ברשת התחנות על מנת לשמר ולחזק את נתח השוק. כמו כן לדלק ישראל אסטרטגיית צמיחה בתחום הקמעונאי סובב התחנה. להערכת החברה, דלק ישראל צפויה להזרים לקופתה של להב היקף משמעותי של דיבידנדים בשנה-שנתיים הקרובות, כאשר בשנת 2021 זכתה להב לקבל 60 מ' ש"ח, חלקה דיבידנד מיוחד ששילמה דלק ישראל.

במגזר האנרגיה הסולארית, החברה פועלת באמצעות 6 חברות המוחזקות בידי להב אנרגיה, הפועלות בתחום האנרגיה הסולארית בישראל שבבעלותן 89 מתקנים סולאריים קטנים ומתקן סולארי בינוני אחד בהתקן מצטבר של כ-4.3 מגה וואט. להערכת מידרוג, החברה תגדיל את פעילותה בתחום האנרגיה הסולארית באמצעות הקמה של 115 מגה וואט למשך 3 השנים הבאות כאשר העסקה תמומן באמצעות 85% חוב בכיר ו-15% הון עצמי. כמו כן, לחברה ישנו צבר הזמנות מול חברת החשמל בהסכם ארוך טווח שתוקפו כ-25 שנים.

להערכת מידרוג, פעילות הנדל"ן המניב בגרמניה מהווה את החלק הגדול (מעל 40%) מהשווי הנכסי בשרשור של השקעות החברה לפי שווי NAV בספרים ליום 31.12.2021 וכן את התרומה התזרימית העיקרית במונחי הכנסה תפעולית NOI ו/או דיבידנדים מכלולות (45%-50% - כתלות גם בטווח הדיבידנד הצפוי מדלק ישראל). כך, על פי נתוני החברה, חלק החברה בשווי הנדל"ן להשקעה בגרמניה ליום 31.12.2021 הוא כ- 733 מ' ש"ח ואילו חלקה היחסי בשווי הנדל"ן להשקעה של דלק נכסים לאותו מועד (מחושב על פי יתרת נדל"ן להשקעה בספרי דלק נכסים מוכפל ב-40%) הינו כ- 380 מ' ש"ח. יש לציין עוד כי פעילות הנדל"ן המניב בישראל מצויה בזיקה גבוהה לפעילות הדלקים בהיותה נשענת בעיקר על השכרת נכסים לדלק ישראל. פעילות האנרגיה צפויה להגדיל את חלקה היחסי במונחי שווי והכנסות לאור הצמיחה הצפויה בשנים הקרובות בכושר הייצור המותקן של להב אנרגיה ירוקה ולאור הרכישה לאחרונה של פעילות בתחום טיפול בפסולת.

היקף מאזן החברה המותאם, הכולל איחוד יחסי של חברות נכס המחזיקות בנכסי נדל"ן בגרמניה, וללא איחוד יחסי של דלק נכסים ודלק ישראל, הסתכם נכון ליום 31.12.2021 בכ- 1.4 מיליארד ש"ח. היקף מאזן החברה צפוי להסתכם בכ- 1.7-1.9 מיליארד ש"ח בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכולל בין היתר הנחה לגידול בנכסי החברה בגרמניה בעקבות רכישת פורטפוליו נכסים נוספים וצמיחה בפעילות הסולארית שינבע מהקמת מתקנים נוספים לייצור חשמל באמצעות מתקנים פוטו וולטאיים.

גידול משמעותי ב-FFO בשנתיים הקרובות לאור הצמיחה בפעילויות ילוה בגידול במינוף

שיעור המינוף של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו, נכון ליום 31.12.2021 הינו כ- 39% לאחר התאמות מידרוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג המניח, בין היתר, רכישת נכסים חדשים בגרמניה, השקעה בלהב אנרגיה ירוקה, אמורטיזציה שוטפת של החוב ותזרים מפעילות שוטפת, שיעור המינוף צפוי לעלות לטווח של 55%-52%, אך להמשיך לבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

מנגד, לחברה היקף FFO שאינו הולם את הדירוג, ואשר המסתכם בכ- 31 מיליון ש"ח (לאחר התאמות מידרוג) בשנת 2021. נתון ה- FFO לשנת 2021 אינו כולל דיבידנד מיוחד שקיבלה החברה מדלק ישראל בסך 60 מ' ש"ח (חלקה של החברה) במסגרת הפחתת הון שביצעה דלק ישראל בסך 150 מ' ש"ח, וזאת משום שמדובר בדיבידנד מיוחד. כנזכר לעיל, החברה רכשה את חלקה בדלק ישראל בספטמבר 2020 ומידרוג מצפה לבחון את חלוקת הדיבידנדים השוטפים שאנו מניחים בתרחיש הבסיס. עם זאת, היקף ה- FFO צפוי לגדול ובטווח התחזית צפוי להסתכם ב- 70-90 מיליון ש"ח לשנה בשנים 2022-2023 (ללא תוצאות דלק ישראל ודלק נכסים לפי חלק החזקת החברה אלא על-פי הערכת מידרוג לתקבולי דיבידנדים מהחזקות אלו), בין היתר, לאור הנבה מלאה מתיק הנכסים שנרכש במהלך שנת 2021, הנחת רכישת נכסים נוספים אשר יתרמו לגידול היקף ה- NOI, קבלת דיבידנד מדלק ישראל וכן גידול בפעילות להב אנרגיה ירוקה. יש לציין כי היקף ה- FFO החזוי על ידי מידרוג נמוך מהסכום שצופה החברה בתחשיבה.

יחס הכיסוי של החברה נכון ליום 31.12.2021 הסתכם בכ- 17 שנים, אולם בהתאם להערכת מידרוג, בין השנים 2022-2023, יחס זה צפוי להשתפר לאור הגידול הצפוי ב- FFO כאמור לעיל, ולהסתכם בכ- 12-14 שנים, יחס ההולם לחיוב את רמת הדירוג. היקף החוב המובטח של החברה בגרמניה הינו כ- 326 מ' ש"ח ליום 31.12.2021 אשר עומדים לפרעון בין השנים 2022-2035, החוב המובטח הינו "Non-Recourse" ללא קובננטים הקשורים בשווי הנכסים, כאשר קיימת בד"כ אמורטיזציה שוטפת עד למועד תום החוב. כמו כן, בחודש ינואר 2022 נטלה החברה הלוואה מבנק לאומי בסך 185 מ' ש"ח מובטחת במניות דלק ישראל ודלק נכסים שהחליפה הלוואה קודמת 115 מ' ש"ח. ההלוואה החדשה עומדת לפרעון ב-40 תשלומים רבעוניים רצופים.

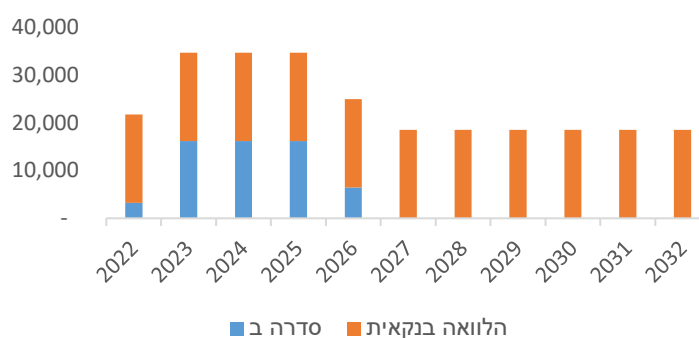
היעדר נכסים שאינם משועבדים משליך לשלילה על הגמישות הפיננסית

יחס חוב מובטח נדל"ן להשקעה של החברה הסתכם ביום 31.12.2021 בכ- 49% 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 ב- 55%-57%, יחס ההולם את הדירוג המאפשר לחברה גמישות מסוימת באמצעות

מימון מחדש על הנכסים. לדעת הנהלת החברה, ישנה גמישות לחברה מהנכסים בגרמניה המתאפשרת באמצעות הגדלת החוב מול בטחונות קיימים. יחד עם זאת, היעדר נכסים שאינם משועבדים משפיעים לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה.

יתרות נזילות החברה ליום 31.12.2021 הסתכמו בכ- 104 מיליון ש"ח. יתרות נזילות אלו הינן מספקות ביחס לפירעונות קרן אגרות חוב והלוואת לאומי בהיקף של 20 מיליון ש"ח בשנת 2022 וכ- 35 מיליון ש"ח בשנת 2023. נציין כי עומס פירעונות החוב בהתאם ללוח הסילוקין של החברה צפוי לגדול החל משנת 2023. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הנזילות צפויות להיותר מספקות ביחס לפירעון אגרות החוב.

להב אל.אר. רילאסטייט בע"מ - לוח סילוקין לפירעון קרן החוב לזמן ארוך (סולו), באלפי ש"ח



שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה A3.il נמוך בנוטש מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג. במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג, מידרוג הביאה בחשבון לשלילה כי 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 יכולתיה התפעוליות בנכסים.

כמו כן, בקביעת הדירוג מידרוג הביאה בחשבון כי החברה צמחה בשנה האחרונה וצפויה לצמוח בשנה הקרובה על-פני מספר מגזרי פעילות שחלקם חדשים לחברה ונדרשת לאורך זמן הוכחת יכולת ניהול, השבחה וסינרגיה.

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.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

מידרוג מעריכה את הסיכון הסביבתי והסיכון החברתי הכרוכים בפעילותן של קמעונאיות דלקים כגבוהים. כמו כן, מידרוג מעריכה את הסיכון הבטיחותי הכרוך באחסון דלקים כגבוה עבור חברות המשווקות דלקים. החברה חשופה לסיכונים אלו בעקיפין באמצעות האחזקה בדלק ישראל, המשווקת דלקים בישראל בערוצים קמעונאיים וסיטונאיים וכן באמצעות האחזקה בדלק נכסים שהינה בעלים של תחנות דלק.

מוצרי נפט הינם חומרים מסוכנים ומזהמים מטבעם והעיסוק בהם עלול לגרום לסיכונים סביבתיים ובכלל זה לסיכונים הנובעים מזיהום אוויר שנוצר מאדי דלק ולזיהום קרקע ומי תהום העלולים להיגרם כתוצאה מפעילות לתנות התדלוק. תחום שיווק הדלקים בישראל, ודלק דלק ישראל בתוכו, חשוף לדרישות רגולציה בתחום הסביבה, חוק המים, חוק חומרים מסוכנים ועוד. העמידה בדרישות הרגולציה משפיעה על ההוצאות הכוללות בפעילותה של דלק ישראל, לרבות השקעות הוניות לצורך רכישה והקמה של תשתיות, מתקנים וציוד לצורך הגנה על הסביבה, הגברת הבטיחות, שיקום קרקע וטיפול במי תהום ועוד וכן הוצאות תפעול שוטפות.

אי עמידה בדרישות הרגולציה חושפת את דלק ישראל לקנסות ולענישה אזרחית ופלילית. מידרוג אינה מצפה כי סיכונים סביבתיים ישפיעו על דירוג החברה בטווח הבינוני.

לחברה טרק רקורד קצר יחסית במבנה האחזקות והפעילות הנוכחי והיא בעלת אסטרטגיית צמיחה בין היתר באמצעות מיזוגים ורכישות. עד כה החברה הפגינה מדיניות פיננסית יציבה יחסית בהתייחס לחלוקת דיבידנדים, מינוף ושמידה על יתרות נזילות. מידרוג אינה מצפה כי סיכונים ממשי תאגידי ישפיעו על החברה בטווח הבינוני.

מטריצת הדירוג

תחזית מידרוג		ליום 31.12.2021		פרמטרים	קטגוריה	
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה ^[1]			
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות	
A.il	1.7-1.9	A.il	1.4	סך מאזן (מיליארד ש"ח)*		
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל עסקי	
Aa.il	52%-55%	Aa.il	39%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו*		
A.il	70-90	Baa.il	31	היקף FFO LTM (מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי	
Aa.il	12-14	A.il	16	חוב פיננסי נטו / FFO *LTM		
Ba.il	0%	Ba.il	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן		
A.il	55%-57%	A.il	49%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה*		
A.il	50%-90%	Aaa.il	>200%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות		
A2.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.

אודות החברה

חברת להב אל.אר רילאסטייט בע"מ פועלת ב-3 תחומי פעילות באמצעות חברות בנות וכלולות שפועלן בהשקעות בנדל"ן מניב בעיקר בגרמניה ובישראל, בענף האנרגיות המתחדשות ובמכירת דלקים, תפעול תחנות, תדלוק ציבוריות והפעלת חנויות נוחות. להב הינה חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת בבורסה בתל אביב. יצוין כי להנהלת החברה, הכוללת בין היתר, את מר אבי לוי (יו"ר דירקטוריון), מר איליק רוזנסקי (סגן יו"ר דירקטוריון פעיל) וגברת חוה זמיר טואף (מנכ"לית) ניסיון רב בתחומי הנדל"ן המניב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[להב אל.אר רילאסטייט - דוחות קשורים](#)

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

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

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

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי- פברואר 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

25.05.2022	תאריך דוח הדירוג:
15.03.2021	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
15.03.2021	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
להב אל.אר רילאסטייט בע"מ	שם יוזם הדירוג:
להב אל.אר רילאסטייט 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 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 התחייבות פיננסית 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>