



רבע כחול נדל"ן בע"מ

פעולת דרוג I אוקטובר 2013

1

מחברים:

בועז בן שטרית - אנליסט

boazb@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

ranq@midroog.co.il

רבע כחול נדל"ן בע"מ

דירוג סדרות	דירוג: A1	אופק הדירוג: יציב
-------------	-----------	-------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1 באופק יציב לסדרות האג"ח במחזור של רבע כחול נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה לגיוס אג"ח בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.ב, שיעשה באמצעות הרחבת סדרה קיימת ו/או הנפקת סדרה חדשה. תמורת הגיוס תשמש לצורך פעילות שוטפת ומחזור חוב.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 14.10.2013, למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 30.6.2013 (במיליוני ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	הערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.13 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א*	1098649	אוג-06	6.25%	מודד	120	2013-2016
אג"ח ב'	1098656	אוג-06	4.70%	מודד	900	2013-2016
אג"ח ג'	1115724	אוק-09	4.20%	מודד	271	2013-2018
אג"ח ד'	1119999	יול-10	4.50%	מודד	520	2017-2020
סה"כ					1,810	

*אג"ח להמרה

נציין כי בחודשים יולי ואוגוסט 2013 החברה הנפיקה בדרך של הרחבת סדרה ד' אגרות חוב בערך נקוב של כ- 200 מיליון ₪.

להרחבה על שיקולי הדירוג הנכם מופנים לדוח המעקב מחודש מאי 2013¹.

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג: www.Midroog.co.il

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	פרפורמות 31.12.2012 ***	פרפורמות 30.6.2013 ***	₪ אלפי
185,368	205,501	210,981	106,769	NOI
162,276	96,481	158,660	39,965	עליית ערך נדל"ן להשקעה
314,478	285,098	350,926	133,516	רווח מפעולות
191,296	86,541	216,238	64,908	רווח (הפסד) נקי
145,683	147,660	404,989	572,146	יתרות נזילות *
1,692,218	1,724,820	2,540,569	2,668,898	חוב פיננסי
1,546,535	1,577,160	2,135,580	2,096,752	חוב פיננסי נטו
3,116,326	3,250,070	4,323,862	4,458,827	CAP
2,970,643	3,102,410	3,918,873	3,886,680	CAP נטו
1,256,194	1,280,447	1,499,813	1,495,453	הון עצמי
3,210,829	3,254,431	4,450,115	4,582,337	סך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
39.1%	39.3%	33.7%	32.6%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
54.3%	53.1%	58.8%	59.9%	חוב ל- CAP
52.1%	50.8%	54.5%	53.9%	חוב נטו ל- CAP נטו
88,688	117,776	107,635	46,541	FFO
		122,394	57,666	FFO מתואם**
19.1	14.6	23.6	28.7	חוב ל- FFO
17.4	13.4	19.8	22.5	חוב נטו ל- FFO
		20.8	23.1	חוב ל- FFO מתואם
		17.4	18.2	חוב נטו ל- FFO מתואם
152,202	188,617	172,644	93,551	EBITDA בנטרול שערך נדל"ן
11.1	9.1	14.7	14.3	חוב ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן
10.2	8.4	12.4	11.2	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן

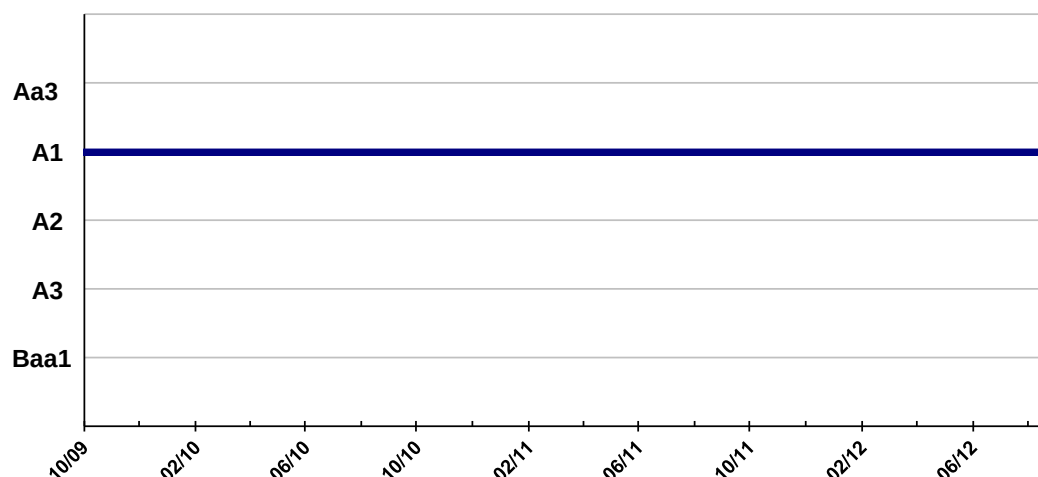
* בהתאם למתודולוגיית מידרוג כולל מזומנים ושווה מזומנים בתוספת נכסים פיננסיים בלבד. FFO** מותאם מחושב בנטרול הריבית ששולמה בגין הלוואת הליווי לפרויקט השוק הסיטונאי ומבטלת את הקיטון בהכנסות הרבעוניות בשל שינוי תקן חשבונאי. *** איחוד יחסי-נתונים כוללים את חלק החברה בחברות הקניון והמגורים (איחוד יחסי של פרויקט השוק הסיטונאי) ואיחוד של שלושה נכסים נוספים שאינם נכללים בדוחות החציון הראשון של 2013, אשר מוצגים בדוחות החברה לפי שיטת השווי המאזני (אקוויטי). נציין שמספרי ההשוואה בטבלה הינם לפי נתונים שפורסמו ביחס לאותם תקופות, לפני יישום IFRS11.

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג

- גידול משמעותי בתזרים הפרמננטי של החברה, מעבר למוצג בדוח דירוג זה, ושיפור פרמננטי משמעותי ביחסי הכיסוי והאיתנות
- הרחבת תיק הנכסים המניבים והקטנת התלות בקבוצת אלון כשוכר מהותי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה לפרויקט השוק הסיטונאי
- אי התייצבות יחס החוב נטו ל- FFO שנתי מתחת ל- 18, או עליה ביחס החוב הפיננסי ל- CAP מעבר ל-60%, לאורך זמן
- שחיקה משמעותית ולאורך זמן, ביחס הנכסים הלא משועבדים לחוב לא מובטח ובגמישות הפיננסית
- גידול בהיקף הפעילות היזמית של החברה מתוך סך המאזן של החברה (בין 15% ל- 20%)
- חלוקת דיבידנדים בהיקף העולה על 50% מתזרים ה- FFO המיוחס של החברה



אודות החברה

חברת רבוע כחול נדל"ן התאגדה בדצמבר 2005, במסגרת רה ארגון בפעילות אלון החזקות, בו הועברה פעילות הנדל"ן של הקבוצה לחברה, במטרה למקד ולפתח פעילות זו. החברה עוסקת בניהול, השכרה, השבחה, איתור וייזום השקעות בתחום הנדל"ן המניב בישראל. מרבית נכסי הקבוצה מושכרים לחברות בקבוצת רבוע כחול, בעיקר לחברת מנה קמעונאות בע"מ.

בחודש יוני 2010 התקשרה החברה, ביחד עם גינדי השקעות 1 בע"מ ותאגיד נוסף בשליטת משה ויגאל גינדי, 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.

מחקרים מתודולוגיים:

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

[דוח דירוג קודם](#) - 28 למאי 2013 / 8 ליולי 2013

תאריך דוח - 15 לאוקטובר 2013

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 ממחזקות 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") 2013.

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 מודי'ס (Moody's) (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.