



רבד בע"מ

פעולת דירוג I מרץ 2013

מחבר:

ניר יוסף - אנליסט
niry@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

רבד בע"מ

אופק דירוג: שלילי	דירוג: Baa2	דירוג סדרה
-------------------	-------------	------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa2 והותרת אופק דירוג שלילי לסדרת אג"ח יג' של חברת רבד בע"מ (להלן: "החברה", "רבד"). כמו-כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סך של עד 60 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות סדרת אג"ח חדשה, אשר לטובתה ישועבדו שני נכסים מניבים של החברה. תמורת ההנפקה תשמש בעיקרה למחזור חוב.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13.3.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

סדרת האג"ח במחזור:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת אג"ח ליום 30.9.11, מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח יג'	5260039	12/2007	6.1%	מדד	*128	2013-2014*

* בדצמבר 2012 פרעה החברה תשלום אג"ח בהיקף של כ-42 מיליון ₪

דירוג החברה ואופק הדירוג השלילי משקפים, בין היתר, יחסי איתנות, התואמים את רמת דירווגה; מרבית נכסי החברה שומרים על רמת תפוסה גבוהה לאורך זמן ומושכרים לתקופות ארוכות יחסית, אף שחלקם מושכרים לשוכרים יחידים בנכס; מיקום הנכסים העיקריים של החברה הינו בכלכלות איתנות יחסית, בהן קיימת יכולת למימוש נכסים ואף לקבלת מימון בתנאי ריבית סבירים; יחד עם זאת, חלק מנכסי החברה ממומנים ברמת מינוף גבוהה יחסית, ביחס לתנאי השוק לצורך מימון מחדש, ללא השקעת הון עצמי, ולפיכך, החברה עומדת בפני אתגרים למימון מחדש בחלק מהנכסים; מידרוג מציינת לחיוב את העובדה כי למרות שהחברה נאלצה לממש מספר נכסים ואף למכור ללא תמורה 50% מנכס מהותי (הנכס "מון" שבגרמניה), הצליחה החברה לרכוש ולהקים מספר נכסים חדשים. נכסים אלו אומנם ממומנים באופן שמרני יותר ולכן תורמים לפרופיל הפיננסי של החברה, אך היקפם נמוך יחסית, ועל כן השפעתם נמוכה; לאחר תשלום קרן האג"ח בדצמבר 2012 נשחקו משמעותית יתרות הנזילות ומסגרות האשראי של החברה, כך שנכון למועד דוח זה, מידרוג מעריכה את רמת הנזילות של החברה, ביחס לצורכי שירות האג"ח, כנמוכה. יחד עם זאת, לאור היקף האג"ח הנמוך, ולאור העובדה כי פירעון קרן האג"ח הבא חל בסוף דצמבר 2013, מידרוג מעריכה כי לחברה יכולת מספקת ליצר את המקורות לשירות האג"ח ואף חתמה על הסכמים למכירת חלק מנכסיה בשוויץ; החברה פועלת בצורה ממוקדת להפחתת העלויות השוטפות וכן ליצירת מקורות תזרים מעבר למימוש נכסים, בין היתר, על ידי שחרור פקדונות משועבדים והפחתת ריביות. הותרת האופק השלילי משקפת את אתגרי החברה ליצירת מקורות תזרים לצורך שירות חובה בטווח אופק הדירוג.

יצוין, כי הצלחת החברה בעמידה ביעדי יצירת המקורות עשויה להוביל לשיפור באופק הדירוג של החברה.

הפרופיל הפיננסי של החברה הולם את רמת הדירוג; למרות מכירת 50% ללא תמורה של הנכס "מון" הצליחה החברה לשמר את היקף ה-FFO על ידי התייעלות תפעולית, הפחתת עלויות מימון ופתיחתם של נכסים חדשים

לאור קשיים במימון מחדש של הנכס "מון", אשר היה ממומן בשיעור מינוף גבוה (כ-87%), נאלצה להעביר 50% מהנכס לצד ג' ללא תמורה. מהלך זה אמנם שיפר במידת מה את יחסי האיתנות של החברה, אך מנגד, הביא לקיטון משמעותי בהיקף הפעילות והיקף תזרים ה-FFO של החברה. יחד עם זאת, החברה הצליחה לשמר את תזרים ה-FFO וזאת על ידי התייעלות תפעולית ומימונית שעברה החברה, הכוללת, בין היתר, מימון מחדש בסוויסקום, תוך רכישת ההלוואה במחיר נמוך והנבה של מספר נכסים חדשים. מידרוג רואה בחיוב את פעילות החברה לרכישת והשבחת נכסים חדשים, ברמות מינוף סולידיות, המושכרים לשוכרים בחוזים ארוכי טווח, אך מכיוון שמדובר בנכסים קטנים, השפעתם החיובית על הפרופיל הפיננסי של החברה אינה גבוהה.

לחברה קיימת תלות במימוש נכסים במהלך השנה הקרובה, על מנת לעמוד בצרכי שירות החוב

לאחר שפרעה החברה, במהלך חודש דצמבר 2012, חלות קרן אג"ח בסך כ-42 מיליון ₪, ניצלה החברה את כל מסגרות האשראי שלה כאשר נותרו בידי החברה, נכון למועד דוח זה, יתרות נזילות של כ-5 מיליון ₪ בלבד. יצוין, כי להערכת החברה, בתקופה הקרובה יתקבל מימון על נכס שאינו משועבד בסך 10 מיליון ₪. לאור יתרת המזומנים והיקף התזרים הנמוך מהפעילות השוטפת, החברה תידרש לממש נכסים לצורך עמידה בתשלום קרן האג"ח הבא, החל בחודש דצמבר 2013. נכון למועד הדוח, יתרת האג"ח הינה כ-85 מיליון ₪ בלבד, אשר משולמת בפרעונות שווים בסוף חודש דצמבר 2013 ו-2014, כאשר יתרת החוב מורכבת ברובה מחוב Non-Recourse בגין נכסים מניבים. החברה פועלת לצורך יצירת מקורות תזרים, בין אם על ידי מימון מחדש של נכסים ובין אם על ידי מימושם. למרות שקיים משך זמן של כתשעה חודשים ליצירת מקורות נזילות לפירעון האג"ח, מידרוג מעריכה תקופה זו כמאתגרת עבור החברה. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי סיכון זה מתמתן לאור העובדה, כי לחברה נכסים מניבים, המציגים יציבות יחסית בפרמטרים התפעוליים, ולאור העובדה כי הנכסים ממוקמים בסביבה מאקרו כלכלית עם פעילות עסקית יציבה ושוק נדל"ן נזיל יחסית.

אתגרים במימון מחדש של הלוואות על נכסים מהותיים במינוף גבוה

לאחרונה החברה האריכה הלוואה על הנכס "סנט טרז" אשר היה ממומן בשיעור LTV גבוה (68%). מידרוג רואה את עמידתה של החברה באתגר זה בחיוב, אך במהלך החודשים הקרובים צפויה להיפרע ההלוואה בגין הנכס ווטפורד, הממומן בשיעור מינוף גבוה יותר, כ-87%. מידרוג מעריכה כי מימונו מחדש צפוי להיות מאתגר עבור החברה, אך יש לציין כי בשל העובדה כי לנכס חוזים חתומים לטווח ארוך עם שוכרים איכותיים, סיכון זה מתמתן.

רבד - נתונים פיננסיים נבחרים (באלפי ₪)*

31.12.2009 לאחר איחוד יחסי	31.12.2010 לאחר איחוד יחסי	30.9.2011 לאחר איחוד יחסי	31.12.2011 לאחר איחוד יחסי	30.9.2012 לאחר איחוד יחסי	אלפי ₪
141,761	181,742	128,035	171,638	100,409	הכנסות מהשכרת נכסים
12,544	25,230	1,830	1,830	-	הכנסות ממכירת מקרקעין
154,305	206,972	129,865	173,468	100,409	סה"כ נכנסות
124,908	157,333	108,652	146,124	83,721	רווח גולמי
-36,832	-11,678	-28,581	-113,145	1,464	התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
82,293	139,265	75,495	26,634	79,626	רווח מפעולות רגילות
-19,040	3,245	-20,868	-73,446	4,047	רווח נקי (הפסד)
2,001,660	1,926,833	2,100,798	1,841,914	1,889,957	נדל"ן להשקעה נטו
90,411	63,870	45,301	54,997	63,427	יתרות נזילות
1,827,537	2,161,770	2,116,267	1,700,415	1,679,848	חוב פיננסי
1,737,126	2,097,900	2,070,966	1,645,418	1,616,421	חוב פיננסי נטו
2,119,415	2,464,868	2,484,926	1,985,874	1,974,175	Cap
2,029,004	2,400,998	2,439,625	1,930,877	1,910,748	Cap נטו
248,161	261,991	321,821	250,685	262,331	הון עצמי זכויות מיעוט
2,164,590	2,523,750	2,549,905	2,036,482	2,030,311	סך מאזן
86.2%	87.7%	85.2%	85.6%	85.1%	חוב פיננסי ל-CAP
85.6%	87.4%	84.9%	85.2%	84.6%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
11.5%	10.4%	12.6%	12.3%	12.9%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן
23,043	30,306	34,750	23,975	26,996	FFO שנתי (בחישוב ישיר)
79.3	71.3	60.9	70.9	62.2	חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
75.4	69.2	59.6	68.6	59.9	חוב פיננסי נטו ל-FFO בגילום שנתי

* הנתונים מוצגים באיחוד יחסי של נכסי החברה המוצגים בדוחות החברה במסגרת חברות כלולות (עיבוד מידרוג על בסיס נתוני החברה)

אופק הדירוג

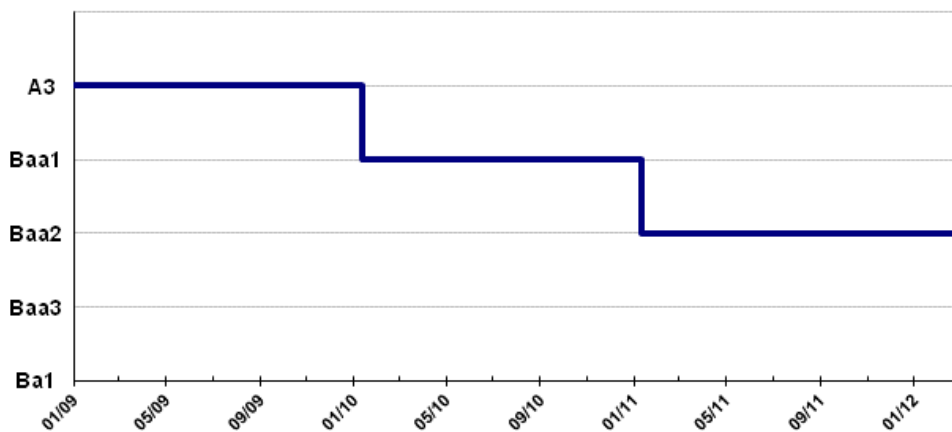
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- הצלחה במהלכים ליצירת מקורות התזרים ושיפור הנזילות בהתאם
- שיפור משמעותי ביחסי כיסוי החוב ורמת האיתנות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שיפור של רמת הנזילות ובנגישות למקורות מימון
- אובדן ערך, נוכח אתגרי מימון העומדים בפני החברה, בכלל זה - שמיטה של נכסים באופן אשר יפגע בפריסה הגיאוגרפית, בפיזור ובהיקף תיק הנכסים
- שחיקה בהון העצמי והרעה בתזרים השיורי אשר החברה מייצרת מנכסיה

היסטוריית דירוג



אודות החברה

רבד פועלת בתחום הנדל"ן המניב ועוסקת באיתור, רכישה, תפעול והשבחה של נכסים מניבים בארץ ובחול. החברה הוקמה בשנת 1951 כחברה פרטית ובשנת 1993 נרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. נכון למועד הדו"ח, לחברה 17 נכסים מניבים במערב אירופה, בקנדה ובישראל, בשטח כולל של כ- 175 אלף מ"ר. החל משנת 2007, בעל המניות העיקרי בחברה הינו יגאל אהובי, המחזיק בכ- 63.7% ממניות החברה ומשמש גם כיו"ר פעיל.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח מעקב פברואר 2012

תאריך: 13 במרץ 2013

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

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