



## רבד בע"מ

דו"ח פעולת דירוג ו מאי 2011

1

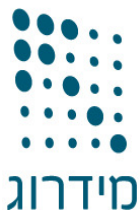
מחבר:

נדב גורן - אנליסט בכיר  
[nadav@midroog.co.il](mailto:nadav@midroog.co.il)

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[ran@midroog.co.il](mailto:ran@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## רביד בע"מ

אופק דירוג: יציב	דירוג: Baa2	דירוג סדרה
------------------	-------------	------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa2 לסדרת אג"ח יג' של חברת רביד בע"מ (להלן: "החברה", "רביד"), ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה לגיוס אג"ח בסך של עד 100 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הנפקת סדרה חדשה. כ- 41 מיליון ₪ מתמורת הגיוס ישמשו את החברה למחזור קרן אג"ח העומדת לפירעון בשנה הקרובה והיתר ישמש לפעילות השוטפת.

**דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 09.05.2011. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.**

### סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	עג ליום 31.12.10 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.10 (אלפי ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח יג'	5260039	27/12/2007	147,399	6.1%	מדד	162,507	2011-2014

**אישור מחדש של הדירוג** נובע מיציבות בפעילות החברה, המתבטאת ביציבות בהכנסות מנכסיה ושמירה על שיעורי תפוסה. דירוג החברה משקף אף את יחסי כיסוי החוב ויחסי האיתנות של החברה אשר אינם בולטים לטובה ואת האתגרים המימוניים, בטווח הבינוני - ארוך, ביחס למספר נכסים הממונפים ברמות גבוהות של למעלה מ- 85% משוויים.

**יציב אופק הדירוג** נובע ממספר מהלכים משמעותיים אותם השלימה לאחרונה החברה בהצלחה. מהלכים אלו כללו מימוש 3 נכסים בקנדה בחודש דצמבר 2010<sup>1</sup>, רכישה בדיסקאונט של חלק מחוב שניתן כנגד שעבוד נכס מניב, ובעיקר - גיוס הון שהשלימה החברה בחודש אפריל בהיקף של כ- 53 מיליון ₪, במסגרתו הזרימו בעל השליטה ובעל עניין בחברה סך של כ- 8.5 מיליון ₪. מהלכים אלו הביאו לשיפור בנזילות החברה ועתידיים לסייע לה להתמודד עם צרכיה התזרימיים, ובעיקר בביצוע מימון מחדש, בשנים 2012-2014, למספר נכסים בעלי רמות מינוף גבוהות. מעבר לשיפור בנזילות, הביא גיוס ההון גם לשיפור מסוים ביחסי האיתנות של החברה. מהלכים אלה שהשלימה החברה יש בהם כדי לייצב את פעילותה בטווח אופק הדירוג. במסגרת בחינת החברה, מידרוג תשים דגש על שמירת רמת נזילות ראויה על ידי החברה על מנת לשרת את פעילותה השוטפת לרבות יכולת מחזור החוב.

<sup>1</sup> להרחבה בעניין זה, ראה דוח דירוג מחדש ינואר 2011

התפתחות התוצאות הכספיות

רבד - נתונים פיננסיים נבחרים (באלפי ₪)\*

31.12.07 לאחר איחוד יחסי	31.12.08 לאחר איחוד יחסי	31.12.09 לאחר איחוד יחסי	31.12.10 לאחר איחוד יחסי	מימוש 3 הנכסים בקנדה	גיוס הון - אפריל 2011 + גיוס חוב נטו**	פרפורמה לאחר גיוס והנפקה	
53,634	115,890	141,761	181,742				הכנסות מהשכרת נכסים
-	8,584	12,544	25,230				הכנסות ממכירת מקרקעין
53,634	124,474	154,305	206,972				סה"כ נכנסות
41,767	100,977	124,908	157,333				רווח גולמי
78,592	-53,425	-36,832	-11,678				התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
116,036	41,412	82,293	139,265				רווח מפעולות רגילות
72,383	-20,386	-19,040	3,245				רווח נקי (הפסד)
1,089,204	1,585,745	2,001,660	1,926,833				נדל"ן להשקעה נטו
267,566	115,426	120,145	82,727	46,000	***53,190	181,917	יתרות נזילות
1,004,369	1,422,735	1,827,537	2,141,752	-141,208	59,104	2,059,648	חוב פיננסי
736,803	1,307,309	1,707,392	2,059,025	-187,208	5,914	1,877,731	חוב פיננסי נטו
1,325,113	1,713,626	2,119,415	2,484,886	-141,208	112,294	2,455,972	Cap
1,057,547	1,598,200	1,999,270	2,402,159	-187,208	59,104	2,274,055	Cap נטו
271,400	248,499	248,161	261,991	-	53,190	315,181	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,366,113	1,738,453	2,164,590	2,523,750	-145,262	112,294	2,490,782	סך מאזן
75.8%	83.0%	86.2%	86.2%			83.9%	חוב פיננסי ל-CAP
69.7%	81.8%	85.4%	85.7%			82.6%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
19.9%	14.3%	11.5%	10.4%			12.7%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
N/A	19,883	23,043	30,306				FFO (בחישוב ישיר)
N/A	71.6	79.3	70.7				חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
N/A	65.8	74.1	67.9				חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

\* הנתונים מוצגים באיחוד יחסי של נכסי החברה בברלין ובאנגליה, המוצגים בדוחות החברה במסגרת חברות כלולות

\*\* גיוס חוב בסך 100 מיליון ₪ בניכוי כ- 41 מיליון ₪ אשר ישמשו למיחזור חוב אג"ח

\*\*\* הונח גידול בנזילות בהיקף גיוס ההון בלבד, על בסיס הנחת מידרוג כי החברה תעשה שימוש בתמורת האג"ח להרחבת הפעילות

## אופק הדירוג

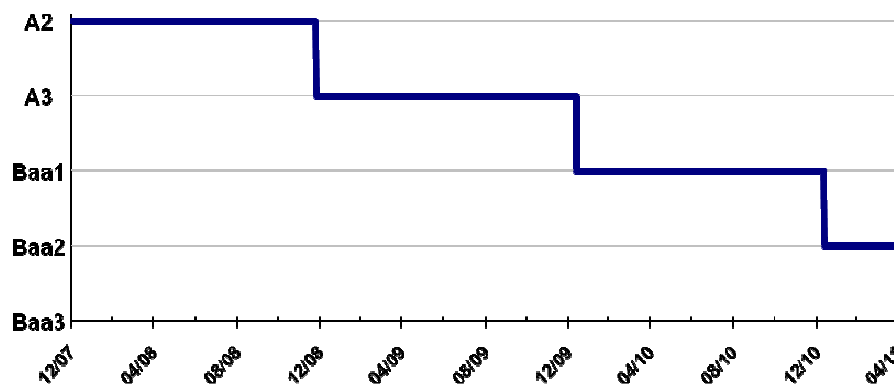
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי כיסוי החוב
- שיפור בגמישות הפיננסית, לרבות החזקה בנכסים שאינם משועבדים
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות ורמת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אובדן ערך, נוכח אתגרי מימון העומדים בפני החברה, בכלל זה - שמיטה של נכסים באופן אשר יפגע בפריסה הגיאוגרפית ובפיזור תיק הנכסים
- ירידה ביחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן. לצורך החישוב יילקחו בחשבון כל ההתחייבויות הפיננסיות, לרבות התחייבויות מסוג *Non Recourse*, כולל חלקה של החברה בחוב של חברות כלולות
- הידרדרות ברמת הנזילות ובגמישות למקורות מימון

## היסטוריית דירוג



## אודות החברה

רבע פועלת בתחום הנדל"ן המניב ועוסקת באיתור, רכישה, תפעול והשבחה של נכסים מניבים בארץ ובחול. נכון למועד הדו"ח, לחברה 12 נכסים מניבים וכן נכס אחד בפיתוח במערב אירופה, בקנדה ובישראל. לחברה שני נכסים מניבים בקנדה, בשטח כולל של כ- 26 אלף מ"ר, אשר תרמו בשנת 2010 תזרים NOI בהיקף של כ- 7.5 מיליון ש"ח<sup>2</sup>; שלושה נכסים בגרמניה, בשטח כולל של כ- 143 אלף מ"ר, אשר תרמו בשנת 2010 תזרים NOI בהיקף של כ- 82 מיליון ש"ח; שלושה נכסים בשוויץ, בשטח כולל של כ- 31 אלף מ"ר, אשר תרמו בשנת 2010 תזרים NOI בהיקף של כ- 26 מיליון ש"ח; שני נכסים באנגליה, בשטח של כ- 25 אלף מ"ר, אשר תרמו בשנת 2010 תזרים NOI בהיקף של כ- 23 מיליון ש"ח ושני נכסים בישראל, בשטח כולל של כ- 15 אלף מ"ר, אשר תרמו בשנת 2010 תזרים NOI בהיקף של כ- 7 מיליון ש"ח.

בעל המניות העיקרי בחברה הינו יגאל אהובי, אשר חלקו בחברה ירד בעקבות גיוס ההון שביצעה החברה מ- 73.65% ל- 60.56%.

## דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

<sup>2</sup> 3 נכסים נוספים בקנדה, אשר נמכרו בראשית שנת 2011, הניבו בשנת 2010 תזרים NOI של כ- 17 מיליון ש"ח

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 הונית - 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**

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

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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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](http://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 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.