



ר בד בע"מ

דו"ח מעקב ו פברואר 2012

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

רבד בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa2 ושינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי לסדרת אג"ח יג' של חברת רבד בע"מ (להלן: "החברה", "רבד").

סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

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	*163	2012-2014*

* בדצמבר 2011 פרעה החברה תשלום אג"ח בהיקף של כ-42 מיליון ₪

שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי נובע מכך שהחברה טרם הסדירה את הארכת המימון במספר הלוואות מהותיות, שמועד פירעון צפוי במהלך השנה הקרובה וזאת על רקע ירידות שווי של חלק מנכסי החברה העלול להקשות על מימון מחדש של חלק מההלוואות. יצויין, כי ככל שלא יעלה בידי החברה להגיע להסדר מימוני בגינן, או לחילופין לממש את הנכסים בטווח הקצר ובשווי ראוי, עלולה החברה לרשום קיטון משמעותי בהיקף הפעילות ובתזרימים השוטפים ובמקביל לרשום הפסדי הון בהיקפים מהותיים לאור זניחת נכסים או מכירתם באופן כפוי. כתוצאה מירידה בהיקף הפעילות והתזרימים עלול לחול גידול בתנודתיות הנתונים הפיננסיים ובהיקף החשיפה של החברה לנכסים מרכזיים בפורטפוליו.

הותרת הדירוג על כנו ברמת ה- Baa2 נובעת מכך שנכון למועד הדוח, וככל שיעלה בידיה לשמור על מצבת נכסיה המניבים ולהימנע מגריעה בנזילותה וגמישותה הפיננסית, הפרופיל הפיננסי של החברה תואם את רמת הדירוג הנוכחית. בכלל זה, לצד הקיטון שרושמת החברה בהיקפי הפעילות שומרת החברה על יציבות ביחסי האיתנות ומציגה תזרים FFO חיובי; רמת הנזילות של החברה ברמת המטה הינה סבירה ביחס לצורכי שירות האג"ח בטווח הקצר והבינוני (בהנחה שלא תשמש לצרכי השקעה מהותיים או לפירעון חובות ברמת הנכסים), וכוללת מזומנים ומסגרות אשראי חתומות בהיקף של כ-80 מיליון ₪; נכסי החברה, הממוקמים במדינות מפותחות המאופיינות ביציבות כלכלית, מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים. הנכסים מניבים הכנסות NOI בהיקף אשר מותיר לחברה תזרים שיורי חיובי לאחר שירות החוב בגינם.

במהלך השנה האחרונה ביצעה החברה שורה של מהלכים אשר איפשרו לה לשמור על נזילות סבירה ברמת המטה
במהלך השנה האחרונה השלימה החברה שורה של מהלכים, אשר איפשרו לה לשמור על רמת נזילות סבירה ביחס לצורכי התזרים ברמת המטה בטווח הקצר והבינוני. מהלכים אלו כללו מימוש שורה של נכסים מניבים לפי שווי דומה לערכם בספרים, אשר איפשרו לחברה להינות מתזרים חופשי בהיקף של עשרות מיליוני ₪. בנוסף, השלימה החברה בחודש אפריל 2011 הנפקת הון בהיקף של כ- 50 מיליון ₪, אשר גם על בסיסה אישרה מידרוג, חודש לאחר מכן, דירוג Baa2 ושינתה את אופק הדירוג משלילי לייציב.

על אף רכישת מספר נכסים קטנים שנעשו בחודשים האחרונים, מהלכי המימוש, אשר חלקם נלקחו בחשבון במסגרת הדירוג הקודם, הביאו לקיטון בהיקף פעילות החברה והתזרים השוטף שמייצר הפורטפוליו המניב. מידרוג מעריכה כי תזרים ה- FFO השנתי המייצג לפעילותה הנוכחית של החברה ירד בחודשים האחרונים מכ- 35 מיליון ₪ לכ- 25 מיליון ₪ וכי יחסי כיסוי החוב נותרו גבוהים.

אתגרים במימון מחדש של הלוואות על נכסים מהותיים בפורטפוליו החברה, עלולים להוביל לזניחת נכסים וקיטון משמעותי בפורטפוליו נכסי החברה והתזרים השוטף

על אף שרכישות הנכסים שביצעה החברה בשנתיים האחרונות נעשו ברמות מינוף סבירות, מחזיקה החברה במספר נכסים גדולים ומהותיים שנרכשו בעבר ברמות מינוף גבוהות. המשבר העולמי לצד בעיות ספציפיות בנכסים, הביאו להפחתות שווי משמעותיות בנכסים ולעלייה נוספת ברמות ה- LTV. במהלך השנה הקרובה צפוי לחול מועד פירעון הסופי של הלוואות שכנגד 2 מהנכסים המהותיים ביותר בפורטפוליו החברה ("מון" בטווח החודשים הקרובים ו- "סוויסקום" תקופה מסוימת לאחר מכן). ככל שלא יעלה בידי החברה להגיע להסדר מימוני או לחילופין לממש את הנכסים הללו בשווי ראוי, עלולה החברה לרשום קיטון משמעותי בהיקף הפעילות ובתזרימים השוטפים ובמקביל לרשום הפסדי הון בהיקפים מהותיים לאור זניחת נכסים או מכירתם באופן כפוי. כתוצאה מירידה בהיקף הפעילות והתזרימים עלול לחול גידול בתגודתיות הנתונים הפיננסיים ובהיקף החשיפה של החברה כלפי מספר מצומצם של נכסים מרכזיים בפורטפוליו.

רבד - נתונים פיננסיים נבחרים (באלפי ₪)*

31.12.08 לאחר איחוד יחסי	31.12.2009 לאחר איחוד יחסי	31.12.2010 לאחר איחוד יחסי	30.9.2011 לאחר איחוד יחסי	פרופורמה 1 "מצב נוכחי"***	פרופורמה 2 - לאחר הפחתת שווי נכסים***	
115,890	141,761	181,742	128,035			הכנסות מהשכרת נכסים
8,584	12,544	25,230	1,830			הכנסות ממכירת מקרקעין
124,474	154,305	206,972	129,865			סה"כ נכנסות
100,977	124,908	157,333	108,652			רווח גולמי
-53,425	-36,832	-11,678	-28,581			התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
41,412	82,293	139,265	75,495			רווח מפעולות רגילות
-20,386	-19,040	3,245	-20,868			רווח נקי (הפסד)
1,585,745	2,001,660	1,926,833	2,100,798	1,599,162	1,517,939	נדל"ן להשקעה נטו
115,426	120,145	82,727	77,341	89,021	89,021	יתרות נזילות
1,422,735	1,827,537	2,161,770	2,116,267	1,636,645	1,636,645	חוב פיננסי
1,307,309	1,707,392	2,079,043	2,038,926	1,547,624	1,547,624	חוב פיננסי נטו
1,713,626	2,119,415	2,464,868	2,484,926	1,989,293	1,908,071	Cap
1,598,200	1,999,270	2,382,141	2,407,585	1,900,272	1,819,050	Cap נטו
248,499	248,161	261,991	321,821	322,405	257,827	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,738,453	2,164,590	2,523,750	2,549,905	2,059,949	1,978,726	סך מאזן
83.0%	86.2%	87.7%	85.2%	82.3%	85.8%	חוב פיננסי ל-CAP
81.8%	85.4%	87.3%	84.7%	81.4%	85.1%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
14.3%	11.5%	10.4%	12.6%	15.7%	13.0%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
19,883	23,043	30,306	34,750	23,975		FFO (בחישוב ישיר)
71.6	79.3	71.3	60.9	68.3		חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
65.8	74.1	68.6	58.7	64.6		חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

* הנתונים מוצגים באיחוד יחסי של נכסי החברה בגרמניה, שוויץ ואנגליה, המוצגים בדוחות החברה במסגרת חברות כלולות

** מימוש ורכישת נכסים שבוצעו במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2011 ובתחילת 2012 וכן פירעון אג"ח שוטף שבוצע בדצמבר 11

*** הפחתת שווי הצפוייה בדוחות 2011 על בסיס הודעה לבורסה של החברה

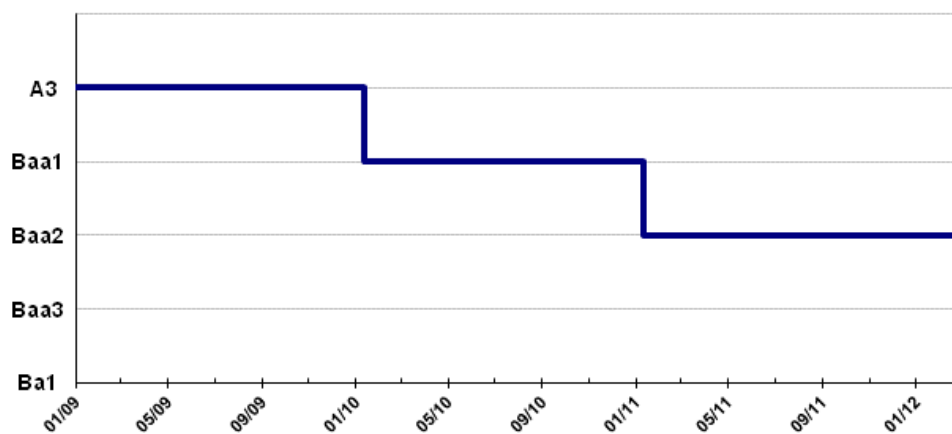


גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- 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 ובנגישות למקורות מימון



אודות החברה

רדד פועלת בתחום הנדל"ן המניב ועוסקת באיתור, רכישה, תפעול והשבחה של נכסים מניבים בארץ ובחול. נכון למועד הדו"ח, לחברה 12 נכסים מניבים במערב אירופה, בקנדה ובישראל. נכון ליום 30.9 בבעלות החברה היו 14 נכסים בשטח כולל של כ-250 אלף מ"ר אשר הניבו ב-9 החודשים תזרים NOI בהיקף של כ-109 מיליון ש"ח. בעל המניות העיקרי בחברה הינו יגאל אהובי, אשר חלקו בחברה עומד על כ-60.84%.

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](#) - מאי 2011

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 הכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/הכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין הכירה 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 לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פירעון, 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 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 להיעיד 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.