



רבד בע"מ

פעולת דירוג ו אפריל 2014

מחבר:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

רבד בע"מ

אופק דירוג: חיובי	דירוג: Baa2	דירוג סדרה
-------------------	-------------	------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa2 ושינוי אופק הדירוג מיציב לחיובי לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת רבד בע"מ (להלן: "החברה", "רבד"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח בהיקף של עד 60 מ' ש"ג, שיעשה באמצעות הנפקת סדרה חדשה. תמורת הגיוס תשמש לצורך מחזור חוב ולפעילות השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.4.2014, למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג ליום 31.12.2013 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.2013 (אלפי ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	5260070	14/04/2013	55,000	4.15%	מדד	55,146	2014-2020
אג"ח יג'	5260039	27/12/2007	36,103	6.10%	מדד	42,477	2014
סה"כ						97,623	

*נציין כי כנגד אג"ח א' קיימים שעבודים על חלק מזכויות החברה בבית אגיש ובבניין פלטינום

דירוג החברה מושפע, בין היתר, מהיקף פעילות שהולם את רמת הדירוג. מנגד, ריכוז השקעות במספר נכסים מועט, ושינוי מניב תזרים חופשי משמעותי (FFO). אולם נכסי החברה מראים תפוסה גבוהה ויציבה לאורך זמן וממוקמים בכלכלות איתנות יחסית;

שינוי אופק הדירוג נתמך, בין היתר, בפעילות העקבית של החברה להקטנת מינופה, באמצעות מימושי נכסים והקטנת חוב; מגמה זו אף צפויה להימשך, בין היתר, כתוצאה ממימוש הנכס ווטפורד לאחר תקופת המאזן; החברה הציגה עמידה באתגרי מימון מחדש, מימוש נכסים ובעומס פרעונות במהלך שנת 2013, אשר חיזקו את איתנותה של החברה; שיפור פעילות החברה אף מתבטא ביצירת נזילות ותזרים מזומנים, בעל ניראות טובה, לפרעון החוב בשנת 2014. לחברה אחזקה פיננסית בשטר חוב נדחה כנגד הנכס "מוון". החברה פועלת לצורך מכירת נכס זה ופרעון שטר החוב שבידה, מימוש זה יכול לשפר את הנזילות העתידית. עומס הפרעונות של החברה יורד משמעותית לאחר שנת 2014, דבר אשר יאפשר לה את מימוש האסטרטגיה להתרחבות עסקית. החברה אף פועלת להשבחת חלק מנכסיה, בעיקר בישראל, על ידי הגדלת זכויות בניה אשר יאפשרו לה להגדיל את מצבת נכסיה ושוכריה.

יצוין, כי היקף ה-FFO שהחברה מייצרת וכן רמת יחסי הכיסוי אינם בולטים לטובה ומידרוג מצפה שעם התרחבות פעילות העסקית, אף יחול שיפור בפרמטר זה. העלאת הדירוג כתוצאה ממימוש אופק הדירוג החיובי עשויה להתרחש היה והחברה תמשיך באסטרטגיה להקטנת מינופה ותלוי בהצלחתה במימוש הנכסים העומדים על הפרק, לרבות עמידה באסטרטגיית החברה של רכישת נכסים מניבים חדשים, במינופים שיתאמו את רמת המינוף הכוללת של החברה וכן את מיצובם העסקי.

שיפור לאורך זמן של רמת המינוף

במהלך השנתיים האחרונות פעלה החברה להקטנת רמת המינוף (ברמת האיחוד היחסי של נכסיה), בעיקר דרך מימוש נכסים בעלי שיעור מינוף גבוה. בשל רמות המינוף של נכסים אלו, התזרים השיווי שנותר לחברה, לאחר תשלומי הריבית והקרן של הלוואות הנכסים, היה נמוך עד זניח. לאחר תאריך המאזן מימשה החברה את הנכס ווטפורד. מימוש הנכס צפוי להקטין את החוב הפיננסי בכ-110 מ' ש"ח ולהניב לחברה תזרים פנוי של כ-20 מ' ש"ח.

בנוסף, לחברה אחזקה בנכס "אוריון", שהינו מקבץ של שבעה נכסים, הפזורים בשלוש ערים שונות ברחבי גרמניה. כנגד נכס זה קיימת לחברה הלוואה של כ-516 מ' ש"ח (חלקה) אשר משקפת יחס LTV של כ-96%. נציין כי באיחוד יחסי של נכסיה, הלוואה זו משקפת כ-48% מסך החוב הפיננסי של החברה. מועד פירעון הלוואת "אוריון" הינו ה-30.4.2014, כאשר באחרונה התקבל אישור מהבנק להארכת מועד הפירעון עד ליוני 2014. החברה פועלת בניסיון למצוא רוכש לנכס וכבר החלה במגעים עם צדדים שלישיים, הצלחת המהלכים תניב לה תזרים פנוי. מנגד, אי הצלחת מהלך זה עלולה לגרור את זניחת הנכס ובהתאם למחיקת הון עצמי של כ-21 מ' ש"ח מהון החברה (הלוואת Non Recourse). לאור המינוף הגבוה של הנכס, למרות המחיקה, רמת המינוף הכוללת של החברה באיחוד יחסי (לאחר הפחתת ההלוואה), לא תפגע.

גידול בנזילות החברה לאור מימוש נכסים לצורך שירות חוב האג"ח בסוף שנת 2014; ירידה משמעותית בעומס הפרעונות עם סיום אג"ח יג' תקל על החברה לממש את אסטרטגיית התרחבותה

במהלך השנה האחרונה חל שיפור בפרופיל הסיכון של החברה וזאת בשל מימוש נכסים וחיידוש הלוואות על נכסים, בהם היה שיעור מינוף גבוה. ליום ה-31.12.2013, שיעור ה-LTV על הנכסים של החברה עמד על כ-74%, לעומת שיעור מינוף ממוצע של כ-81% ליום ה-31.3.2013. להערכת מידרוג, לאחר הפעולה באוריון ולאור מימוש ווטפורד, מינוף הנכסים שיוותרו יעמוד על כ-52%¹.

ליום ה-31.12.2013, לרשות החברה אמצעים נזילים ברמת המאוחד של כ-6.3 מ' ש"ח (ברמת האיחוד היחסי כ-20 מ' ש"ח וללא מזומנים בחברת הנכס של אוריון כ-13 מ' ש"ח) ומימוש הנכס ווטפורד, לאחר תאריך המאזן, הגדיל את הנזילות בכ-20 מ' ש"ח נוספים. מעבר לכך, לחברה אחזקה נטו בתיק ני"ע נזיל של כ-22 מ' ש"ח אשר חלקו מומש לאחר תאריך המאזן. כמו-כן, לחברה אישור מחייב למסגרת אשראי מתאגיד בנקאי של כ-12 מיליון ש"ח ותזרים שנתי פנוי, לאחר תשלום קרן וריבית להלוואות, של כחמישה מיליון ש"ח. בהתאם ללוח הסילוקין של החברה עליה לפרוע בשנה הקרובה כ-46 מ' ש"ח למחזיקי אגרות החוב. עיקר הפרעון הינו כלפי סדרה י"ג, שתפרע במלואה בדצמבר 2014. לאחר שנת 2014 עומס הפרעונות של החברה יורד משמעותית לכ-3.8 מ' ש"ח בשנה, עד לשנת 2019, זאת לפני גיוס סדרת האג"ח החדשה.

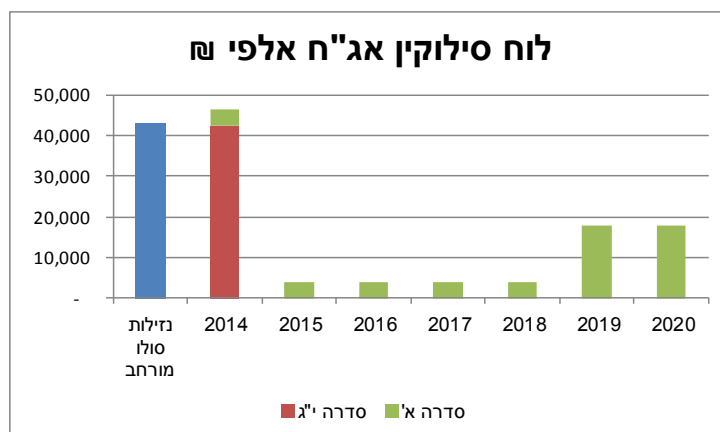
¹ בחישוב יחס LTV אנו בוחנים את ערך הלוואות על נכסים כנגד שווי נכסי החברה, ללא התחייבויות החברה למחזיקי אגרות החוב.



לחברה קיים מקור תזרימי נוסף בדמות אחזקתה בשטר חוב על הנכס "מון". "מון" הינו מקבץ של שישה בתי הארחה אשר החברה מחזיקה ב-44.9% ממניותיו. החברה מחזיקה בשטר חוב נדחה (B-Note) של כ-6.7 מ' אירו. להערכת החברה, בטווח השנה הקרובה יעלה בידיה לגבות את שטר החוב מהנכס, לאור התקדמות המגעים עם רוכשים פוטנציאליים למכירתו. נציין כי כחלק מתנאי החוב של "מון", כלל התזרימים שהנכס מייצר משולמים לבנק המחזיק את שטר החוב הבכיר (עד לפירעונו המלא) וכי לחברה אין כל תזרים מהנכס או משטר החוב. בהתאם להערכת השווי של "מון" אם הנכס ימומש בשווי ההוגן, יותר לאחר פרעון ההלוואה תזרים אשר ישמש לכיסוי שטרי החוב הנדחים כאשר שטר החוב של החברה הינו הראשון להיפרע מהם, כך שקיימת סבירות טובה למימוש מלא של שטר החוב ע"י החברה. נציין כי ביום ה-24.4.2014 החברה דווחה על התקשרות בהסכם מותלה למכירה של בית הארחה אחד, בסכום של כ-18.1 מ' אירו.

יתרות המזומן אותן צברה החברה, בתוספת התזרים השיורי מנכסיה ולאור צפי המימושים העתידי, מגדיל את נראות התזרים לצורך שירות החוב, כאשר גיוס האג"ח יתרום משמעותית לנזילותה, בין היתר, לצורכי ביצוע השקעות חדשות.

לוח סילוקין לאגרות החוב ליום ה-31.12.2013



רבד - נתונים פיננסיים נבחרים (באלפי ₪)*

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	אלפי ₪
לאחר איחוד יחסי	לאחר איחוד יחסי	לאחר איחוד יחסי	לאחר איחוד יחסי	
181,742	171,638	129,879	102,857	הכנסות מהשכרת נכסים
25,230	1,830	-	-	הכנסות ממכירת מקרקעין
206,972	173,468	129,879	102,857	סה"כ נכנסות
157,333	146,124	106,778	86,838	רווח גולמי
-11,678	-113,145	-46,945	-8,829	התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
139,265	26,634	52,967	72,411	רווח מפעולות רגילות
3,245	-73,446	-2,575	23,363	רווח נקי (הפסד)
1,926,833	1,841,914	1,585,769	1,261,833	נדל"ן להשקעה נטו
63,870	54,997	39,445	43,194	יתרות נזילות (מזומנים ופקדונות לא משועבדים לז"ק)
			22,729	פיקדון משועבד לטובת הלוואות
2,161,770	1,700,415	1,387,796	1,071,727	חוב פיננסי
2,097,900	1,645,418	1,348,351	1,005,804	חוב פיננסי נטו
2,464,868	1,985,874	1,665,200	1,359,872	Cap
2,400,998	1,930,877	1,625,755	1,293,949	Cap נטו
261,991	250,685	247,770	264,353	הון עצמי וזכויות מיעוט
2,523,750	2,036,482	1,717,448	1,399,728	סך מאזן
87.7%	85.6%	83.3%	78.8%	חוב פיננסי ל-CAP
87.4%	85.2%	82.9%	77.7%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
10.4%	12.3%	14.4%	18.9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
30,306	23,975	18,235	16,039	FFO (בחישוב ישיר)
71.3	70.9	76.1	66.8	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
69.2	68.6	73.9	62.7	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

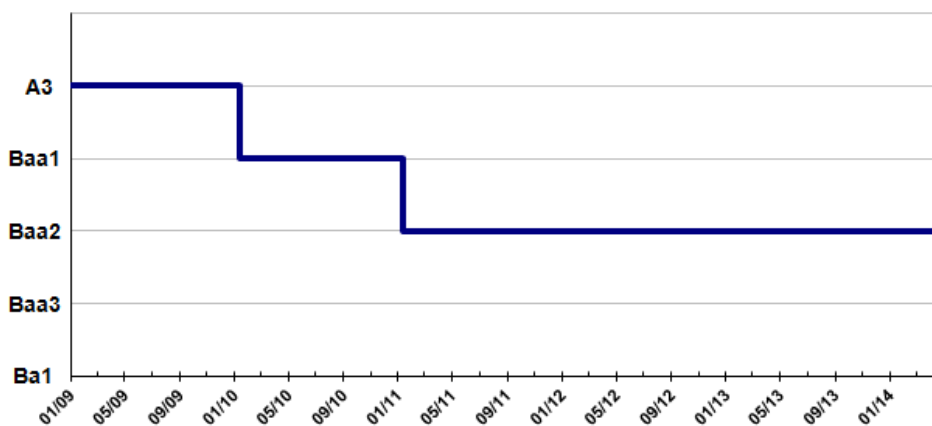
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי כיסוי החוב ורמת האיתנות, תוך הגדלת הנזילות
- השקעות שיגדילו את גיוון ופיזור מקורות ההכנסה של החברה, תוך שמירה על רמת סיכון שאינה פוגעת ברמת הסיכון הכוללת של החברה
- שיפור בהיקף תזרים ה- FFO של החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק:

- שחיקה בהון העצמי והרעה בתזרים השיורי אשר החברה מייצרת מנכסיה
- אי התממשות מהלכי החברה ליצירת נזילות ומימוש נכסיה העומדים על הפרק
- הרעה ביחסי הכיסוי של החברה

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 הדוח לחברה 15 נכסים מניבים במערב אירופה, בקנדה ובישראל, בשטח כולל של כ- 148 אלף מ"ר וכן בית אבות סיעודי באנגליה.

החל משנת 2007, בעל המניות העיקרי בחברה הינו יגאל אהובי, המחזיק בכ- 63.8% 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: פעולת דירוג יולי 2013

תאריך הדוח: 29.4.2014

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

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") 2014.

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 להיעד 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.