



# רבע כחול נדל"ן בע"מ

מעקב ו יולי 2015

1

אנשי קשר:

בועז בן שטרית - אנליסט  
[boazb@midroog.co.il](mailto:boazb@midroog.co.il)

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



## רבע כחול נדל"ן בע"מ

אופק הדירוג: CR	דירוג: A3	דירוג סדרות
-----------------	-----------	-------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לכלל אגרות החוב שבמחזור של חברת רבע כחול נדל"ן בע"מ (להלן: החברה) מדירוג A2 לדירוג A3 ועל הותרת אופק הדירוג בבחינה עם השלכות שליליות (Credit Review).

להלן פירוט אגרות החוב במחזור של החברה ליום 31.3.2015:

ישראל	הערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.3.2015 מיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה מקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2015-2016	59	מדד	6.25%	אוג-06	1098649	אג"ח א'
2015-2016	297	מדד	4.70%	אוג-06	1098656	אג"ח ב'
2015-2018	223	מדד	4.20%	אוק-09	1115724	אג"ח ג'
2017-2020	744	מדד	4.50%	יול-10	1119999	אג"ח ד'
2018-2023	361	מדד	3.30%	אוק-13	1130467	אג"ח ה'
	<b>1,683</b>					<b>סה"כ</b>

### סיכום שיקולים עיקריים

2

הורדת הדירוג הנוכחית הינה תוצאה של המשך הידרדרות השוכר המרכזי של החברה - חברת מגה קמעונאות בע"מ, (להלן: "מגה קמעונאות"). לפני מספר ימים, חתמה מגה קמעונאות על הסכם קיבוצי מול עובדיה ובמסגרתו יותר לה לסגור את המרכז הלוגיסטי בקיבוץ אייל ו-12 סניפי סופרמרקט שהינם בבעלות החברה. הכנסות החברה לרבעון הראשון של שנת 2015 מהשכרת 12 הסניפים הנ"ל ומהשכרת המרכז הלוגיסטי עומדות על כ-14.5% מסך ההכנסות או NOI שנתי מייצג של כ-35 מ' ש"ח. בנוסף, ביום ה-1.7.2015 החל הליך הסדר נושים בחברת מגה קמעונאות אשר עיקר השפעת הצעת מגה קמעונאות על החברה הינו: אפשרות מגה קמעונאות לבטל חוזים מכבידים בהתאם לאישור בית המשפט, אפשרות להסבת-חוזים לשוכרי משנה, פיחות רוחבי בחוזי השכירות בהיקף של עד 5% מכל חוזה שכירות ומעבר לתשלום חודשי חלק רבעוני. להערכת מידרוג, מעבר לפגיעה הישירה הצפויה בתזרים החברה וביחסי הכיסוי, חלה שחיקה ברמת הוודאות של התזרים ואיכות חוזי השכירות. לאור האמור לעיל, חל שינוי ברמת הסיכון של החברה כלפי מחזיקי אגרות החוב.

בדוח המעקב הקודם, מחדש מאי, הונח כי בכוונת אלון רבע כחול ישראל להוציא לפועל תוכנית הבראה למגה קמעונאות וכי פעילויותיה עשויות לשפר במידת מה את מצבה של מגה בטווח הנראה לעין. כיום, לאחר הפניה לבית המשפט אנו מעריכים כי קיים איום על המשך פעילותה של מגה קמעונאות. משכך להערכתנו גדלו האתגרים של הרבע כחול נדל"ן בע"מ לייצוב נכסיה. הדירוג הנוכחי משקלל אתגרים שונים שיכול ויחולו על החברה בטווח זמן קצר הכוללים, בין היתר, מציאת שוכרים חלופיים וחשיפה לירידת שכר דירה.



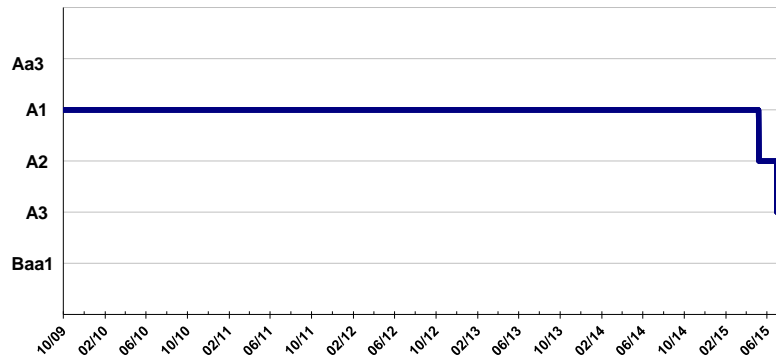
הדירוג הנוכחי אינו מביא בחשבון את הגעתה של מגה קמעונאות לכדי מצב של פירוק (בשונה ממתווה של הסדר נושים תחת חסות בית משפט, אותו מבקשת מגה קמעונאות), מצב שצפוי להתברר תוך תקופה קצרה. נציין כי קיימים מגוון תרחישים בהם מצבה של רבוע כחול נדל"ן עשוי להרע, זאת נוכח המגבלות הרגולטוריות הקיימות בתחום קמעונאות המזון ומספר השחקנים המצומצם אשר יכולים להכיל בפעילותם את היקף הסניפים של מגה קמעונאות.

רמת הדירוג משקפת את הגמישות הפיננסית והנזילות הבולטות לטובה של החברה. בהתאם לדיווחי החברה ליום ה-31.3.2015 עמדו לרשותה יתרת מזומן של כ-220 מ' ש' ותיק ני"ע סחירים בהיקף של כ-155 מ' ש', לאחר תאריך המאזן התקבלה הלוואה כנגד נכס מניב בהיקף של כ-100 מ' ש'. יתר על כן לחברה נכסים לא משועבדים, מניבים, בהיקף הקרוב ל-2 מיליארד ש' וכן נכסים מניבים המשועבדים ברמת מינוף סבירה. להערכת מידרוג חלק מנכסים אלו הינם בעלי מאפייני השקעה אטרקטיביים, ובשווי משמעותי, עובדה היוצרת אפשרות מהירה למינופם או מכירתם בטווח זמן קצר לצורך יצירת נזילות מיידית. בשנים 2015-2016 לחברה פירעונות קרן אג"ח עתידיים בהיקף מצטבר של כ-412 מ' ש'. להערכת מידרוג, נזילות וגמישות החברה הולמות לרמת הדירוג וצרכי שרות החוב של השנים הקרובות.

**המשך רשימת הבחינה תחת השלכות שליליות משקף** את האיום על הידרדרות מצבה של מגה קמעונאות עד לכדי הליך של פירוק על נגזרותיו. יצוין, כי במסגרת תרחיש של פירוק מידרוג תבחן את מתווה ההליך בכל הקשור להמשך הפעלת הסניפים, או חלקם, ותשלום שכר הדירה בגינם והשפעתם על הפרופיל הפיננסי של החברה ורמת הסיכון והתאמת רמת הדירוג בהתאם. יובהר, כי כחלק מתרחישי הרגישות לא נלקחו בחשבון חלוקות דיבידנדים משמעותיים לחברת האם.

**להרחבה על שיקולי הדירוג הנכס מופנים לדוח מעקב הדירוג מחדש מאי 2015<sup>1</sup>**

<sup>1</sup> הדוח מפורסם באתר מידרוג: [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)



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 ו 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](http://www.Midroog.co.il)

דוח דירוג קודם - 14 למאי 2015

תאריך דוח - 7 ליולי 2015

**מונחים פיננסיים עיקריים**

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

\* 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	<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.



© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנדבותיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה). מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.

