



חברת רבוע כחול נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג - דצמבר 2013

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

חברת רבוע כחול נדל"ן בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	A1	אופק דירוג: יציב
--------------------	----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק דירוג יציב לאיגרות החוב מסדרות א', ב', ג', ד', ו-ה' שבמחזור של חברת רבוע כחול נדל"ן בע"מ. כמו-כן מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת אגרות חוב מסדרה ה' כנגד החלפת סדרה ב', כך שיחלפו אגרות חוב בהיקף של עד 40% מיתרת אג"ח ב'.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 25.12.2013. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן פירוט סדרות אג"ח של החברה ליום ה-30.09.2013 (אלפי ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	הערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א**	1098649	אוג-06	6.25%	מדד	91	2014-2016
אג"ח ב'	1098656	אוג-06	4.70%	מדד	682	2014-2016
אג"ח ג'	1115724	אוק-09	4.20%	מדד	274	2013-2018
אג"ח ד'	1119999	יול-10	4.50%	מדד	759	2017-2020
סה"כ						1,806

*אג"ח א' הינו אג"ח להמרה

**לאחר תאריך המאזן הנפיקה החברה כ-122 מ' ₪ ע.ג. מסדרת אגרות חוב החדשה, סדרה ה' שתיפרע בין השנים 2018-2023.

אישור מחדש של דירוג A1 ואופק הדירוג היציב נובעים מפרופיל פיננסי איכותי, הכולל רמת מינוף סבירה לצד תזרים משמעותי מפעילות, הכולל NOI בהיקף העולה על 200 מיליון ₪ בשנה ושיעורי תפוסה גבוהים בנכסים; השלמת מכירתן של כ-90% מסך הדירות המיועדות למכירה בפריקט השוק הסיטונאי; היות מרבית נכסי החברה מצויים באזורי ביקוש.

מהלך ההחלפה צפוי לסייע לחברה להקטין את עומס הפירעונות בשנים 2014-2016. עד לסוף שנת 2015 החברה צפויה לסיים את הקמתם של מספר נכסים מניבים. פירעון אגרות החוב שיונפקו (במהלך ההחלפה) יחל משנת 2018. בשנת 2017 החברה צפויה לסיים את הקמת פריקט השוק הסיטונאי בת"א, בו היא צפויה להכיר ברווח משמעותי ממסירת דירות (והחזר הון) בנוסף להפעלת הקניון, שתגדיל את התזרים הפרמננטי מנכסים מניבים.

להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחודש מאי 2013¹

נציין כי לחברה חשיפה לשוכר מהותי - קבוצת אלון - שהינה בעלת השליטה בחברה ושאגרות החוב שלה מדורגות על-ידי מידרוג, להרחבת שיקולי הדירוג של קבוצת אלון הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחודש נובמבר 2013²

¹ מפורסם באתר מידרוג בע"מ, www.midroog.co.il

² מפורסם באתר מידרוג בע"מ, www.midroog.co.il

חברת רבוע כחול נדל"ן - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

אלפי ש"ח	פרופורמה *** 30.09.2013	פרופורמה *** 31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
NOI	161,012	210,981	205,501	185,368
עליית ערך נדל"ן להשקעה	68,946	158,660	96,481	162,276
רווח מפעולות	210,523	350,926	285,098	314,478
רווח (הפסד) נקי	73,987	216,238	86,541	191,296
יתרת נזילות (ללא פיקדון בחברת האם) *	527,933	404,989	147,660	145,683
חוב פיננסי	2,404,793	2,540,569	1,724,820	1,692,218
חוב פיננסי נטו	1,876,861	2,135,580	1,577,160	1,546,535
CAP	4,232,472	4,323,862	3,250,070	3,116,326
CAP נטו	3,704,540	3,918,873	3,102,410	2,970,643
הון עצמי	1,506,994	1,499,813	1,280,447	1,256,194
סך מאזן בנטרול מקדמות מוכשי דירות	4,356,817	4,450,115	3,254,431	3,210,829
הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מוכשי דירות	34.6%	33.7%	39.3%	39.1%
חוב ל- CAP	56.8%	58.8%	53.1%	54.3%
חוב נטו ל- CAP נטו	50.7%	54.5%	50.8%	52.1%
FFO מתואם **	77,139	122,394	117,776	88,688
חוב ל- FFO מתואם **	23.4	20.8	14.6	19.1
חוב נטו ל- FFO מתואם **	18.2	17.4	13.4	17.4
EBITDA בנטרול שערך נדל"ן	141,577	172,644	188,617	152,202
חוב ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן	12.7	14.7	9.1	11.1
חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן	9.9	12.4	8.4	10.2

*בהתאם למתודולוגיית מידרוג, כולל מזומנים ושווה מזומנים בתוספת נכסים פיננסיים בלבד. FFO** מותאם מחושב בנטרול הריבית ששולמה בגין הלוואות הליווי לפרויקט השוק הסיטונאי ומבטלת את הקיטון בהכנסות הרבעוניות בשל שינוי תקן חשבונאי. ***איחוד יחסי-נתונים כוללים את חלק החברה בחברות הקניון והמגורים (איחוד יחסי של פרויקט השוק הסיטונאי) ואיחוד של שלושה נכסים נוספים, שאינם נכללים בדוחות הרבעון השלישי של 2013, אשר מוצגים בדוחות החברה לפי שיטת השווי המאזני (אקוויטי). נציין שמספרי ההשוואה בטבלה הינם לפי נתונים שפורסמו ביחס לאותן תקופות, לפני יישום IFRS11.

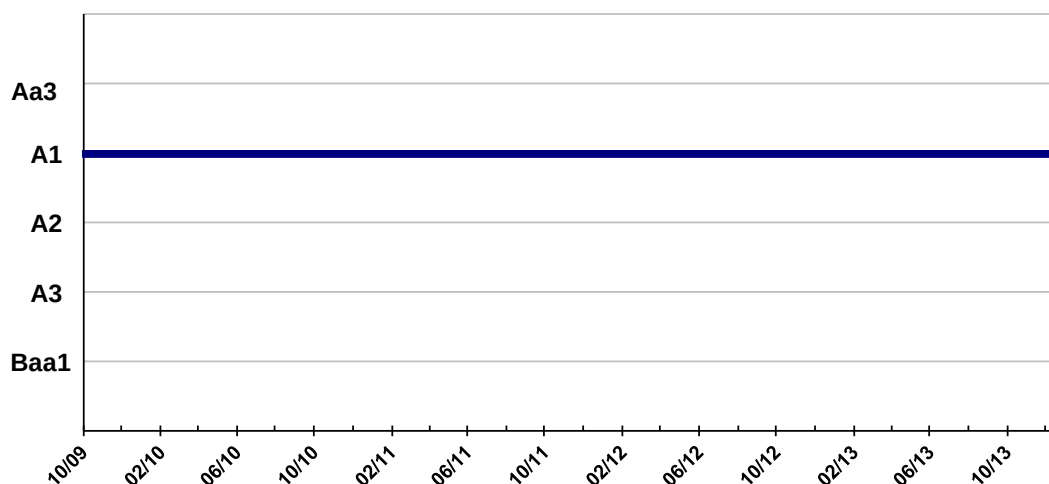
אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג

- גידול משמעותי בתזרים הפרמננטי של החברה, מעבר למוצג בדוח דירוג זה, ושיפור פרמננטי משמעותי ביחסי הכיסוי והאיתנות
- הרחבת תיק הנכסים המניבים והקטנת התלות בקבוצת אלון כשוכר מהותי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה לפרויקט השוק הסיטונאי
- אי התייצבות יחס החוב נטו ל- FFO שנתי מתחת ל- 18, או עליה ביחס החוב הפיננסי ל- CAP מעבר ל-60%, לאורך זמן
- שחיקה משמעותית ולאורך זמן, ביחס הנכסים הלא משועבדים לחוב לא מובטח ובגמישות הפיננסית
- גידול בהיקף הפעילות היזמית של החברה מתוך סך המאזן של החברה (בין 15% ל- 20%)
- חלוקת דיבידנדים בהיקף העולה על 50% מתזרים ה- FFO המיוחס של החברה



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 מגה קמעונאות בע"מ.

בחודש יוני 2010 התקשרה החברה, ביחד עם גינדי השקעות 1 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

[דוח דירוג קודם](#) - 28 למאי 2013 / 15 לאוקטובר 2013

תאריך דוח - 25 לדצמבר 2013

רשימת 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 בצידוד, 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)

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	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 מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון 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 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.



דו"ח מספר: CRB111213049M

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 פסקה 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.