



רבע כחול נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2012

1

מחברים:

שי פילר - אנליסט

shayf@midroog.co.il

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 דין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il

רבע כחול נדל"ן בע"מ

אופק הדירוג: שלילי	דירוג: A1	דירוג סדרה
--------------------	-----------	------------

בהמשך לדוח המעקב שפורסם בחודש אוגוסט 2011 במסגרתו אישרה מידרוג דירוג A1 באופק שלילי לסדרות האג"ח שבמחזור של רבע כחול נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה"), מאשרת מידרוג דירוג זהה להרחבת סדרת אג"ח ד', בהיקף של עד כ - 150 מיליון ₪ ע.ג.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 04.01.2012 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. 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.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 30.9.2011 (במיליוני ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום ה - 30.9.11 מיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
אג"ח א*	1098649	אוגוסט-06	6.25%	מדד	119	2013-2016
אג"ח ב'	1098656	אוגוסט-06	4.70%	מדד	873.4	2013-2016
אג"ח ג'	1115724	אוקטובר-09	4.20%	מדד	311.7	2011-2018
אג"ח ד'	1119999	יולי-10	4.50%	מדד	113.9	2017-2020
סה"כ					1,418	

*אג"ח להמרה

ממועד הדירוג האחרון פורסמו דוחות לרבעון השני והשלישי, מהם עולה כי החברה שמרה על יציבות בפעילותה והציגה נתוני פעילות התואמים את הנחות מידרוג.

להרחבה נוספת ביחס לפעילות החברה ראה דוח מעקב שנתי מחודש אוגוסט 2011 .

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

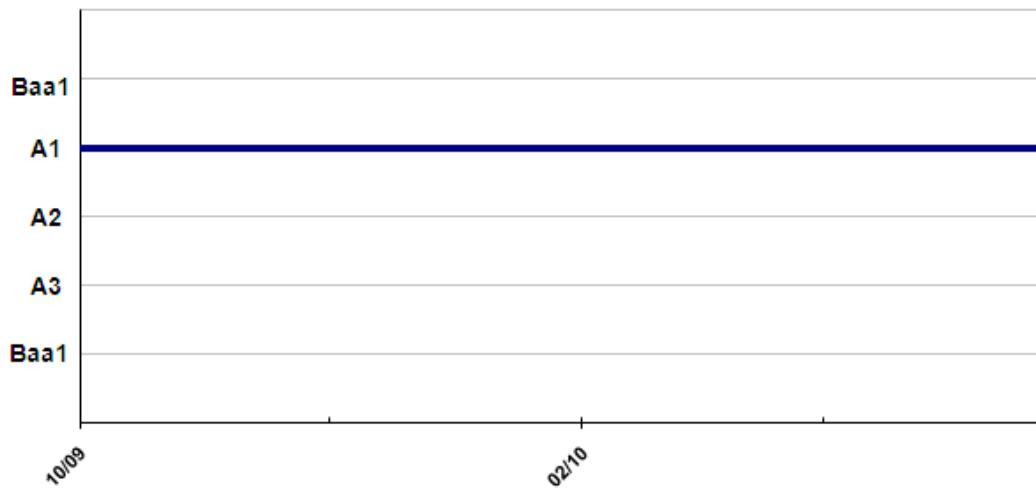
31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	30.9.2010	31.12.2010	30.09.2011	פרפורמת גיוס של 150 מיליון ₪	
116,315	126,614	145,164	138,710	188,686	155,243		הכנסות משכירות
28,715	51,836	160,399	67,020	162,276	53,604		עליית ערך נדל"ן להשקעה
136,236	162,938	292,853	189,714	314,478	194,216		רווח מפעולות
82,258	67,252	230,409	103,330	191,296	89,379		רווח (הפסד) נקי
221,907	315,840	488,007	310,771	302,153	308,158		יתרות נזילות (כולל פיקדון בחברה האם)
798,637	935,617	1,575,822	1,684,712	1,692,218	1,744,175	1,894,175	חוב פיננסי
576,730	619,777	1,087,815	1,373,941	1,390,065	1,436,017	1,586,017	חוב פיננסי נטו
1,778,611	1,973,763	2,846,119	3,007,802	3,120,428	3,230,597	3,380,597	CAP
1,556,704	1,657,923	2,358,112	2,697,031	2,818,275	2,922,439	3,072,439	חוב נטו CAP
865,840	910,079	1,131,570	1,171,670	1,256,194	1,300,496	1,300,496	הון עצמי
1,817,806	2,012,712	2,886,856	3,109,098	3,255,685	3,433,228	3,583,228	סך מאזן
1,817,806	2,012,712	2,886,856	3,109,098	3,233,257	3,334,078	3,484,078	סך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
47.63%	45.22%	39.20%	37.69%	38.85%	39.01%		הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
47.6%	45.2%	39.2%	37.7%	38.6%	37.9%	36.3%	הון עצמי למאזן
44.9%	47.4%	55.4%	56.0%	54.2%	54.0%	56.0%	חוב ל- CAP
37.0%	37.4%	46.1%	50.9%	49.3%	49.1%	51.6%	חוב נטו ל- CAP נטו
59,958	67,236	82,162	77,359	88,688	82,603		FFO מתוקנן
13.32	13.92	19.18	16.33	19.08	15.84	17.20	חוב ל- FFO
9.62	9.22	13.24	13.32	15.67	13.04	14.40	חוב נטו ל- FFO
107,521	111,102	132,454	122,694	152,202	140,612		EBITDA בנטרול שערך נדל"ן
7.43	8.42	11.90	10.30	11.12	9.30		חוב ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן
5.36	5.58	8.21	8.40	9.13	7.66		חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי של החברה, מעבר למוצג בדוח דירוג זה
- הקטנת התלות במגה כשוכר מהותי
- הרחבת תיק הנכסים המניבים, תוך שמירה על יחסי הכיסוי והאיתנות
- שיפור פרמננטי משמעותי ביחסי הכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג

- אי הקטנת חשיפות והרעה בפרויקט השוק הסיטונאי ובתהליך הקמתו, באופן שיפגע בפרופיל הפיננסי של החברה
- עליה ביחסי הכיסוי, כך שיחס החוב נטו ל-EBITDA, בנטרול עליית שווי נדל"ן, יעלה על-10
- יחס החוב הפיננסי ל-*CAP* יעלה על 60%
- עליה ביחס הנכסים המשועבדים ופגיעה מהותית בגמישות הפיננסית
- גידול בהיקף הפעילות היזמית של החברה, מעבר להיקף הנוכחי של הייזום, מתוך סך המאזן של החברה (בין 15% ל-20%)
- חלוקת דיבידנדים בהיקף העולה על 50% מתזרים ה- FFO המיוחס של החברה (FFO לתקופה שעל בסיס תוצאותיה מחולק הדיבידנד).



אודות החברה

חברת רבוע כחול נדל"ן (להלן: "החברה" ו/או "רבוע נדל"ן") התאגדה בדצמבר 2005, במסגרת רה ארגון בפעילות אלון החזקות (להלן: "החברה האם"), בו העבירה החברה האם את פעילות הנדל"ן לחברה, במטרה למקד ולפתח את פעילות הנדל"ן בקבוצה. 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 בע"מ, בעסקה לרכישת זכויות חכירה בחלק מסתחם השוק הסיטונאי בתל אביב והקמת מתחם מגורים, מסחר וכן מבני ציבור. עקב פרויקט זה פועלת החברה כעת בתחום נוסף, בניה למגורים.

מחקרים מתודולוגיים:

- [דוח דירוג קודם - אוגוסט 2011](#)
 - [ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.](#)
 - [חברות נדל"ן - מתודולוגיה, נובמבר 2008.](#)
- המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

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