

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | נובמבר 2016

1

אנשי קשר:

ניר ישראל, רו"ח, אנליסט, מעריך דירוג ראשי
niri@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה, מעריך דירוג משני
liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

דירוג סדרה	Ba1.il	בחנית דירוג עם השלכות חיוביות
------------	--------	-------------------------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרה ג) שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (להלן "החברה" או "רבוע כחול") מ- Caa1.il ל- Ba1.il ומאריכה את בחנית הדירוג (Credit Review) עם השלכות חיוביות.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
אג"ח ג	1121334	Ba1.il	בחנית דירוג (Credit Review) באופק חיובי	11.09.2017

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג הינה בעקבות השלמת הסדר החוב בחברה, פריסה מחדש של לוח הסילוקין, הזרמת הון מצד בעל המניות החדש ושיפור כתוצאה מכך ברמת המינוף של החברה. לצד זאת, הדירוג מושפע לשלילה מרמת נזילות חלשה הנובעת מכך שמלוא החוב הפיננסי של החברה עומד לפרעון בתוך 12 חודשים, וזאת בהתאם ללוח הסילוקין שנקבע במסגרת הסדר החוב. כפועל יוצא, החברה נסמכת בין השאר על מחזור התחייבויותיה על מנת להאריך את מח"מ החוב. אנו מעריכים כי לחברה נגישות סבירה למחזור התחייבויותיה ועל כן מותירים את הדירוג בבחינה עם השלכות חיוביות. ככל שרמת הנזילות של החברה תשופר בעקבות מחזור התחייבויותיה וקביעת לוח סילוקין נוח יותר, אנו מעריכים כי דירוג החברה ישתפר במידה מהותית וישקף בעיקר את הקריטריונים של מידרוג לדירוג של חברות החזקה, הכוללים את איכות תיק האחזקות (שאינו צפוי להשתנות בטווח הקצר והבינוני להערכתנו), פיזור האחזקות, יחסי הכיסוי התזרימיים, רמת המינוף והנזילות וכן המדיניות העסקית והפיננסית של בעל המניות.

2

סיכון האשראי של החברה יוסיף להיות מושפע לשלילה מפיזור החזקות נמוך, נוכח שתי אחזקות מהותיות: רבוע כחול נדל"ן בע"מ ("רבוע כחול נדל"ן") (A2.il St), המהווה בסמוך למועד דוח זה כ- 65% משווי תיק האחזקות, ודור אלון אנרגיה לישראל (1988) בע"מ (A3.il St) ("דור אלון") המהווה כ- 30% נוספים מהתיק. תיק האחזקות של החברה מוערך על ידינו כבעל איכות אשראי בינונית/גבוהה. על בסיס הפרופיל העסקי והפיננסי של שתי המוחזקות וניסיון העבר, הערכתנו לדיבידנדים מהמוחזקות גוזרת תלות גבוהה בשירות החוב לדיבידנד הנובע מרבוע כחול נדל"ן.

מינוף החברה שופר בעקבות הזרמת בעל שליטה (כ- 300 מיליון ₪ מתוך התחייבות להזרמה של כ- 900 מיליון ₪) אשר הקטינה את היקף החוב ובעקבות עלייה בשווי המוחזקות. בהתבסס על שווי המוחזקות בסמוך למועד דו"ח זה ועל יתרת החוב נטו פרפורמה להסדר החוב, יחס המינוף הנמדד דרך החוב נטו לשווי הנכסים עומד על כ- 57%, רמת מינוף בינונית אשר תומכת כיום באתגרי המימון מחדש של החברה. מידרוג בוחנת מספר תרחישים המניחים לחץ על מחירי המניות, ואנו מעריכים טווח מינוף רחב יותר של -55% עד 65%.

בהתאם להערכתנו, הדיבידנדים הצפויים מרבוע נדל"ן ומדור אלון יסתכמו לסכום שבין 80-90 מיליון ₪ בשנות התחזית. השימושים הצפויים של החברה עד לתום שנת 2017 מסתכמים בכ- 595-870 מיליון ₪, כדלקמן: (1) פרעון קרן חוב וריבית (אג"ח ובנקים) בהיקף של כ- 455 מיליון ₪, (2) פירעון הלוואה בין-חברתית מרבוע נדל"ן בהיקף של כ- 50 מיליון ₪ (3) תשלומים נוספים המוערכים בהיקף של כ- 90-100 מיליון ₪ (בעיקר בגין תווי קנייה ותשלומים לרשויות) (4) במידה והבנקים ינצלו את זכותם לפירעון מוקדם של מלוא החוב תצטרך החברה לפרוע סכום נוסף של כ- 265 מיליון ₪ לבנקים.

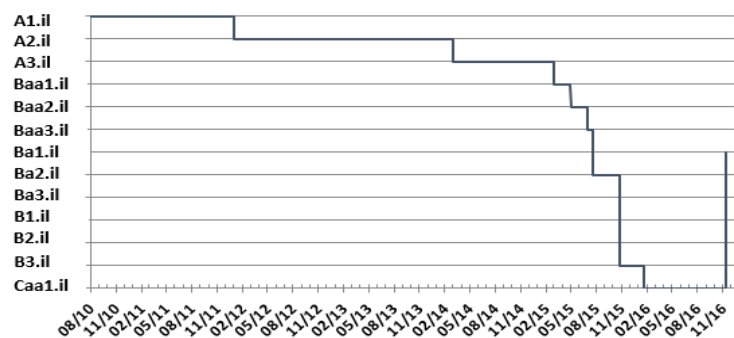
עודף השימושים על המקורות הוודאיים בטווח הקצר גוזר לחברה נזילות חלשה מאוד וסיכון מחזור, ואילו מקבלים את ביטויים בדירוג הנוכחי. לצד זאת, אנו סבורים כי גמישותה הפיננסית של החברה הינה סבירה, ומתבטאת ברמת מינוף בינונית כנזכר לעיל, אחזקות מבוצרות ובעלות סחירות טובה וצפי לשחרור השעבודים עם מחזור החוב. כיום יש לציין כי כל המניות שמחזיקה החברה משועבדות לטובת בעלי החוב הקיימים.

עם השלמת הסדר החוב, החל מחודש ספטמבר מר מוטי בן משה הנו בעל המניות היחיד בחברה באמצעות חברות פרטיות בבעלותו. המדיניות העסקית והפיננסית של בעל השליטה ותיאבון הסיכון של החברה בעקבות זאת דורשים בחינה לאורך זמן.

אודות החברה

אלון רבוע כחול הינה חברת החזקות פרטית (החל מחודש ספטמבר 2016) המוחזקת בבעלות מלאה בידי מר מוטי בן משה באמצעות חברות פרטיות בבעלותו. במועד האמור לעיל השלימה החברה הסדר חוב עם נושיה שכלל בין השאר שינוי תנאי החובות והזרמת מקורות מצד בעל השליטה החדש. אחזקותיה העיקריות של החברה הן אחזקה בשיעור של 53.9% ברבוע כחול נדל"ן בע"מ, אחזקה בשיעור של 63.1% בדור אלון אנרגיה לישראל (1988) בע"מ ואחזקה בשיעור של 77.5% בנעמן גרופ (נ.ו.) בע"מ. מנכ"ל החברה הינו מר ישראל יניב ויו"ר הדירקטוריון הינו מר מוטי בן משה.

היסטוריית דירוג



3

דוחות קשורים

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - מעקב, יולי 2016](#)

[דור אלון אנרגיה בישראל \(1988\) בע"מ - פעולת דירוג מאי 2016](#)

[רבוע כחול נדל"ן בע"מ - הארכת בחינת דירוג Credit Review מרץ 2016](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, דצמבר 2011](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג - יולי 2016](#)

מידע כללי

16.11.2016	תאריך דוח הדירוג:
12.09.2016	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
10.08.2010	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
אלון רבוע כחול ישראל בע"מ	שם יוזם הדירוג:
אלון רבוע כחול ישראל בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il 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, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) 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, לתנודתיות 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 ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה 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 לגבי 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. 5

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדיקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין 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 כתוצאה מעיל, 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 אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דיקטורים, 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 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.