

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | יוני 2020

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח
ראש צוות בכירה - מערכת דירוג ראשית
liatk@midroog.co.il

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

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Baa1.il	דירוג סדרות
-------------------	---------	-------------

מידורג מאשרת דירוג Baa1.il לאגרות החוב (סדרות ד' ו-ה') שהנפיקה אלון רבוע כחול בע"מ ("אלון רבוע" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידורג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ד' (*)	1139583	Baa1.il	חיובי	30.06.2023
ה' (*)	1155621	Baa1.il	חיובי	31.10.2021

(*) אגרות החוב (סדרות ד' ו-ה') מגובות בשעבוד ראשון בדרגה של חלק ממניות החברה בחברות דור אלון ורבוע כחול נדל"ן והכל כמפורט בשטרי הנאמנות של אגרות החוב.

שיקולים עיקריים לדירוג

הצבת אופק הדירוג החיובי הנה בהמשך למגמת השיפור בביצועי המוחזקות ושיפור הגמישות הפיננסית של החברה כפי שמתבטא בירידה מתמשכת בשיעור המינוף של החברה ביחס לשווי הסחיר של אחזקותיה, בעיקר לאור השיפור בשווי השוק. כמו כן, הגמישות הפיננסית של החברה השתפרה למול מועד המעקב הקודם עם עלייה משמעותית בהיקף הנכסים הפנויים משעבוד כפונקציה מעלייה בשווי המוחזקות, תוך שרמת החוב הפיננסי נותרה יציבה יחסית ואיננו צופים קיטון מהותי בו.

דירוג החברה מושפע לחיוב מפרופיל אחזקות המאופיין בסיכון אשראי מתון, רבוע כחול נדל"ן בע"מ (A1.il Neg) ("רבוע נדל"ן", 57.36%) ודור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ (A3.il St) ("דור אלון", 69.9%). בד בבד, ריכוזיות התיק מהווה גורם שלילי יחסית, בשל המשקל הגבוה של שתי האחזקות הגדולות משווי תיק האחזקות¹ (כ-50% וכ-36%, בהתאמה) ובתזרים הדיבידנדים (כ-56% וכ-41% ממוצע תלת שנתי, בהתאמה). שתי המוחזקות מציגות יציבות תפעולית, רווחיות וכן חלוקת דיבידנדים עקבית ולאורך זמן. נכס נוסף הינו IPM², שהועבר לחברה מידי בעל המניות בשנת 2018, וכולל אחזקה בשרשרת בתחנת כוח בהקמה בבאר טוביה וכן אחזקה בזכויות במקרקעין שבו מוקמת תחנת הכוח. חלקה של IPM בתרומה להכנסות החברה מהמוחזקות צפוי לעלות בשנים הקרובות לטווח של 14%-16%.

תרחיש הבסיס של מידורג לשנות התחזית 2020-2021 מניח קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות בטווח של 118-130 מ' ש בשנה (כ-91 מ' ש ממוצע בשנים 2017-2019), בהתחשב בתרחישי רגישות שונים של מידורג לגבי יכולת החלוקה של המוחזקות, נוכח אי הודאות והשלכות משבר וירוס קורונה. התזרים החופשי אשר צפוי לחברה על בסיס הערכה זו ולאחר ניכוי הוצאות מטה ומימון, הינו 54-75 מ' ש לשנה, וכתלות בדיבידנדים לבעלת מניותיה. להערכת מידורג, תזרים זה גוזר לחברה יכולת מתונה בצבירת מזומנים ו/או קיטון החוב הפיננסי, ומעלה סיכון למיחזור החוב מדי שנה. יחס כיסוי הריבית (ICR) צפוי לנוע בטווח שבין 2.1-2.85 בשנים אלו ומצביע על יכולת טובה לממן את הוצאות המימון על בסיס הדיבידנדים.

בהתאם להנחות היקפי הדיבידנדים, ולאור הפירענות הצפויים, ללא גיוס חוב כרית הנזילות צפויה להישחק עד תום שנת 2021, כך שהחברה תדרש למיחזור חוב במהלך שנת 2021, ולהערכתנו החברה עתידה להיערך לכך מבעוד מועד. כחברת אחזקות, יכולת מיחזור החוב בידי החברה לאורך זמן חשופה במידה רבה לסנטימנט בשווקים הפיננסיים ולמחירי השוק של אחזקותיה, כל זאת במידה המעלה אי וודאות ומגדילה את סיכון האשראי. התפרצות של נגיף הקורונה הובילה בין השאר לירידות חדות בשווי ההון ומידורג מעריכה כי נגישותן של חברות לשווקי ההון נפגמה בטווח הקצר.

כחברת אחזקות, נהנית אלון רבוע מגמישות פיננסית סבירה. לחיוב נציין כי החברה נשענת על סחירות גבוהה של אחזקותיה, שליטה באחזקות הליבה, רמת מינוף מתונה, וכן מניות סחירות פנויות משעבוד, אשר שווין נאמד לכ-680 מיליון ש"ח (על בסיס מחירי שוק

¹ אחזקות סחירות לפי שווי שוק ממוצע 30 יום אחרונים למועד דו"ח זה ואחזקות פרטיות לפי יתרתן בספרים ליום 31.12.2019.

² זכויות וחוביות מכח אחזקה ב-18.5% ממניות Triple M. Power Planets Ltd ("טריפל אם") ומכוח הסכמים בין בעלי מניות השונים של טריפל אם, המחזיקה 84.015% בחברת אי.פי. אם באר טוביה בע"מ, חברה פרטית היוזמת פרויקט להקמה והפעלה של תחנת כוח בבאר טוביה המצויה בשלבי הקמה ובמקרקעין עליו מוקמת תחנת הכוח.

ממוצעים ל-30 יום). ביחד עם הנכסים שאינם סחירים, היקף הנכסים של החברה החופשיים משעבוד מסתכם בכ- 1 מיליארד ₪ (על בסיס שווי שוק ממוצע 30 יום של הנכסים הסחירים וערך הספרים של הנכסים שאינם סחירים), המהווים כ- 83% מסך החוב הפיננסי של החברה. כמו כן, החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות הקיימות לה.

רמת המינוף שופרה בשנה החולפת נוכח עלייה בשווי השוק של המוחזקות. רמת המינוף (LTV) של החברה כפי שהיא נבחנת ביחס בין החוב הפיננסי נטו לבין שווי השוק של אחזקותיה בולטת לטובה ביחס לדירוג ועומדת על כ- 41% על בסיס שווי השוק הממוצע ל-30 יום (בדומה לשווי הספוט של המניות). איננו מניחים קיטון בחוב והיחס האמור ייגזר בהתייחס לשווי המוחזקות. תנודתיות שווי המניות נלקחת אף היא בחשבון ומידרוג הביאה בחשבון כי היחס עשוי לנוע גם בשיעור גבוה יותר, של עד 50% ועדיין יבלוט לטובה לרמת הדירוג הנוכחית.

תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג ל-4 הרבעונים החל מ-31.12.2019 גוזר עודף מקורות על שימושים של כ-1.6X לפני מיחזור חוב, כדלקמן: סך מקורות של 380-390 מ' ₪, הכוללים: יתרת מזומנים של כ-190 מ' ₪, תיק ניירות ערך לפי תרחישי סטרס של מידרוג בסך של כ-70 מ' ₪, תקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך 130-118 מ' ₪. סך שימושים של כ-234 מ' ₪ הכוללים: הוצאות ריבית ומטה בסך של כ-64 מ' ₪ ופירעונות אג"ח לפי לוח סילוקין בסך כ-170 מ' ₪ (הנחלקים בין יוני 2020 ובין דצמבר 2020). במהלך שנת 2021 עומדים לחברה פירעונות קרן של כ-200 מ' ₪.

נזילות החברה נמדדת על ידי מידרוג גם באמצעות יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH), אשר ליום 31.12.2019 נאמד לכ-3.0 - יחס זה מצביע על רמת נזילות גבוהה יחסית והוא בולט לטובה נוכח גיוס החוב שביצעה החברה בתום שנת 2018 ועיבה את היתרות הנזילות של החברה. טרם הנחת גיוס נוסף של חוב, בשנים 2020-2021 היחס צפוי להשחק לכ-1.1 בשנת 2021, עם העלייה בעומס הפירעונות של החברה. בטווח רחוק יותר עומד בפני החברה מרכיב בולט מהותי באג"ח סדרה ד' (כ-675 מ' ₪ המהווים כ-70% מיתרת הסדרה) בחודש יוני שנת 2023, והחברה צפויה להיערך לקראתו טרום שנת 2023. כאמור, היקף משמעותי של נכסים חופשיים משעבוד כנזכר לעיל מאפשר ביצוע פעולות מימון ומשפר את הגמישות הפיננסית של החברה.

אגרות החוב (סדרות ד' ו-ה') מובטחות בשעבוד ראשון בדרגה של חלק ממניות רבוע נדל"ן ודור אלון שמחזיקה החברה. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאגרות החוב ביחס לדירוג המנפיק וזאת לנוכח הערכת מידרוג להלימה גבוהה בין סיכון האשראי של החברה לבין שווי הבטוחות ונוכח התנודתיות הגבוהה בשווי הבטוחות לאורך זמן וכן לאור זאת שכל התחייבויות החברה מגובות בשעבודים.

מאז החלפת השליטה בחברה (נובמבר 2016), החברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי המניות. מידרוג מצפה כי החברה תוסיף לשמור על מדיניות של איזון בין טובת מחזיקי אגרות החוב לבין טובת בעלי המניות, ובראיית המגמה של התפתחות החוב הפיננסי למול השימושים השונים. להערכת מידרוג, תיאבון החברה להשקעות חדשות אינו נמוך ואנו עדיין מניחים כי החברה בוחנת עסקאות ביניהן עסקאות בתחום האנרגיה. להערכתנו, קיימת מעורבות ושלטה גבוהה של הנהלת החברה בחברות הבנות, תוך שהחברה עוסקת בהתווית האסטרטגיה התפעולית והמימונית של החברות המוחזקות והשבחה של הפעילויות השונות והפיתוח העסקי שלהן, גורם חיובי התומך בשליטת החברה במוחזקות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג החיובי נתמך במהלכים בהם נוקטת החברה לביצוע פעולות להצפת ערך ותרומה לנזילות החברה וזאת בהמשך לפיתוח ושיפור בביצועי החברות המוחזקות. אופק הדירוג החיובי נובע גם מהערכתנו כי מאמצי החברה להשבחת המוחזקות עשויים בעתיד הנראה לעין להוביל לשיפור רמת תזרימי המזומנים הנובעים לחברה מהמוחזקות, כפי שצופה החברה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור הערכתנו לגבי הדיבידנדים שיתקבלו ממוחזקות לאורך זמן
- יציבות או שיפור בדירוג האשראי של המוחזקות
- שיפור בגמישות הפיננסית בעקבות עסקאות שונות אשר החברה בוחנת

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לשיעור של 60% לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד מעבר להערכותינו בתרחיש הבסיס

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (סולן), במיליוני ש"ח

2015	2016	2017	2018	2019	
-1,281	292	131	95	230	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי מניות החברה
113	22	157	393	289	יתרות נזילות (כולל תיק ני"ע)
73	32	84	84	105	דיבידנדים ותקבולים שהתקבלו מחברות בנות *
-	-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו לבעלי מניות החברה
-280	653	770	863	1,204	הון עצמי מיוחס לבעלי מניות החברה
1,364	751	1,026	1,307	1,199	חוב פיננסי ברוטו כולל תיק ני"ע

- כולל תקבולים על חשבון הון הלוואות בעלים

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

אחזקת מבוצרות ברבוע כחול נדל"ן (A1.il אופק שלילי) ודור אלון (A3.il אופק יציב) - בעלות פרופיל עסקי ופיננסי טוב

תיק הנכסים של החברה, בהיקף של כ-2.231 מיליארד ש"ח מורכב ברובו (86%) משתי אחזקות ליבה: רבוע נדל"ן המהווה כ-50% משווי הנכסים ודור אלון המהווה כ-36% נוספים. בצד הדיבידנדים המתקבלים בחברה, רבוע נדל"ן מהווה מחולל הדיבידנדים העיקרי והייתה אחראית לכ-55% מהדיבידנדים בממוצע תלת שנתי, כאשר דור אלון תרמה כ-40%. פרופיל המוחזקות מאופיין בסיכון אשראי מתון, גורם המחזק את דירוג החברה, אולם ריכוזיות גבוהה של שווי התיק ושל תזרים הדיבידנדים בשתי אחזקות הליבה מעלה את סיכון האשראי.

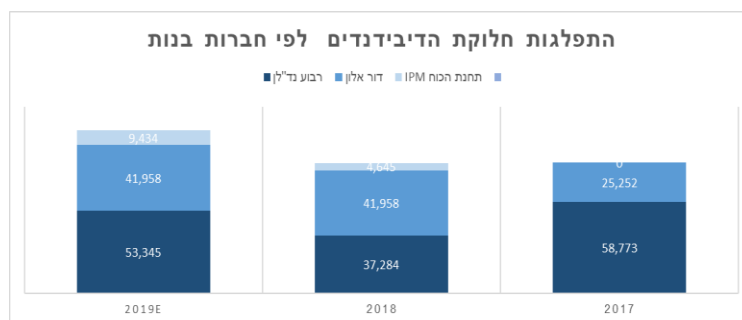
רבוע נדל"ן (שיעור החזקה של 57.4%) פועלת בענף הנדל"ן המניב בישראל בדגש על משרדים, מתחמי פארקים טכנולוגים, תעשייה ומסחר. נכון ליום 31.12.2019 לרבוע נדל"ן 113 נכסי נדל"ן מניב בפריסה ארצית, הכוללים סופרמרקטים, מרכזים מסחריים ומשרדים. שיעור התפוסה של נכסי רבוע נדל"ן הינו יציב יחסית לאורך זמן, ועל פי נתוניה, עמד על כ-98% ליום 30.09.2019. לאורך זמן חלה גם התמתנות החשיפה לשוכר בודד ושיפור פיזור השוכרים. בד בבד, חל גידול בחשיפה של רבוע נדל"ן לנכס עיקרי, קניון TLV. רבוע נדל"ן מחזיקה כיום 100% מהקניון והוא מהווה כ-20% מסך נכסיה. רכישת מחצית מחברת הקניון על ידי רבוע נדל"ן מידי שותפיה הקודמים לנכס צפויה להכביד על יחסי הכיסוי של רבוע נדל"ן בטווח הקרוב. במהלך שנת 2019 הקניון עבר לראשונה לעודף תזרימי מצומצם, בזכות שיפור מסוים בביצועים התפעוליים וירידה בהוצאות המימון, בין השאר נוכח קיטון בהלוואה למימון הנכס. התייצבות הקניון, תלויה, בין היתר, בשיפור מיצובו, ובהתייצבות אזור פעילותו, אשר כוללת השלמת הקמה ואכלוס של מגדלי מגורים ומשרדים ושיפור בנגישות לציבור הרחב (על ידי פיתוח פרויקט הרכבת הקלה). חוסר וודאות לגבי הכנסות הקניון בטווח הקצר-בינוני משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי של רבוע נדל"ן. פרויקט "תוצרת הארץ" הינו נכס נוסף המתקדם בהתאם למצופה ולמרות היקפו המשמעותי, אינו משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של רבוע נדל"ן.

מניתוח השלכות התפרצות וירוס קורונה על הפעילות הכלכלית בישראל, מידרוג מניחה כי בטווח הקצר-בינוני פעילות קניונים ונכסי מסחר עשויה להפגע באופן משמעותי ביותר. ניתן להעריך שהתוצאות העסקיות של רבוע נדל"ן לשנת 2020 יהיו חלשות מהצפוי, בעיקר נוכח השפעת משבר הקורונה על פעילות נכסי המסחר של החברה, ובראשם קניון TLV. אולם, להערכת מידרוג המיקוד העסקי

³ שווי השוק של המניות הסחירות על בסיס ממוצע 30 יום שעד בסמוך למועד דוח זה, בתוספת שווי הספרים של אחזקות שאינן סחירות ובתוספת יתרת תיק ני"ע בניכוי מסגרת אשראי לז"ק.

של מרבית נכסי רבוע נדל"ן בהשכרה לקמעונאיות המזון וכן הנזילות החזקה של רבוע נדל"ן ממתנים פגיעה זו. הנזילות רבוע נדל"ן מושפעת לחיוב גם מגיוס אג"ח במהלך משבר הקורונה.

דור אלון (69.9%) הינה אחזקה מהותית נוספת, בעלת מיצוב עסקי בולט לטובה בענף הדלקים בישראל. נכון ליום 31.12.2019 הפעילה דור אלון כ-213 תחנות דלק הכוללות ברובן חנויות נוחות ומהוות נתח שוק של כ-18% מכלל תחנות הדלק הציבוריות בישראל. לדור אלון פריסה ארצית רחבה, לרבות נוכחות בלעדית בכביש 6, וכן נוכחות משמעותית של רשת חנויות נוחות בתחום מטרופולין ת"א. לדור אלון מותגים בולטים בתחנות התדלוק, בחנויות הנוחות וברשת חנויות וביניהם "דור אלון", "אלונית" ו-"AM-PM". השלכות התפרצות וירוס קורונה פגעו במידה משמעותית בצריכת הדלקים ובמכירות חנויות הנוחות שבמתחמי התדלוק בתקופת מגבלות התנועה, בעיקר בחודשים מרץ ואפריל השנה. פגיעה זו קווצה בחלקה בעיקר בשל התאמות מסוימות בשכר הדירה ובהוצאות המשתנות. דור אלון בשונה ממתחרותיה בענף נהנית מאחזקתה ברשת מזון עירונית AM-PM שרשמה גידול משמעותי במכירות, אם כי תרומתה בסך הפעילות מוגבלת. בדיווח מיום 21.04.2020, צפתה דור אלון כי שערך חוזי נפט לחודשים מאי-יוני, אותם רכשה במהלך מרץ ואפריל, יוביל לרישום הפסד מצטבר בגין עסקאות נפט בדוחות הרבעון השני בהיקף של כ-6.5 מיליון דולר נטו ממס (על בסיס שווי החוזים למועד הודעת החברה כדלעיל). לאור העלייה החדה במחירי הנפט מאז הדיווח האמור, היקף ההפסדים עשוי להצטמצם.



נראות דיבידנדים טובה מהמוחזקות תומכת בשירות ההוצאות השוטפות, אך התזרים הנותר לקטון בחוב הינו צר

לחברות המוחזקות תזרימי מזומנים יציבים יחסית, רמת מינוף מתונה וטרק רקורד של חלוקת דיבידנדים עקבית לאורך שנים. לרבוע נדל"ן מדיניות לחלוקה של עד 75% מהרווח הנקי, ולאורך השנים 2017-2019 חילקה בממוצע כ-41% מהרווח הנקי. לדור אלון אין מדיניות מוצהרת של חלוקת דיבידנד. דור אלון חילקה לאורך השנים 2017-2019 כ-41% בממוצע מהרווח הנקי, ובנטרול רווחי שערך כ-61% מהרווח הנקי.

נציין כי על דור אלון ורבוע נדל"ן חלות מספר אמות מידה פיננסיות למול המממנים. דור אלון עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות מול המממנים. רבוע נדל"ן אף היא עומדת במרווח מספק באמות המידה מול מחזיקי האג"ח. נציין כי לגבי הסכמי מימון של חברת הקניין (חברת הנכס המחזיקה בבעלות מלאה בקניין TLV), החברה עמדה במרווח צר אל מול אמות המידה ואף קיבלה כתבי ויתור מהגורמים המממנים בחודש מרץ 2020. עפ"י הצהרת החברה, חברת הקניין במגעים לקבלת כתבי ויתור נוספים לאור משבר הקורונה.

לפי תרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הדיבידנדים שתחלק רבוע נדל"ן נאמד לכ-120 מ' ש לשנה (חלוקה 100% רבוע נדל"ן), ללא שינוי למול הערכתנו הקודמת. אנו מעדכנים את הערכתנו להיקף הדיבידנד שתחלק דור אלון בשנת 2020 לפי תרחיש הבסיס של מידרוג לכ-40 מ' ש, לעומת כ-60 מ' ש בהערכתנו הקודמת (חלוקה 100% דור אלון). זאת בצל משבר וירוס קורונה שהינו בעל השפעה שלילית על רווחי דור אלון בטווח הקצר. בהערכתנו לגבי רווחי דור אלון והיקף הדיבידנדים, מידרוג מביאה בחשבון מחד, השפעה שלילית של ירידה בהיקף הנסועה וכפועל יוצא בתרומת מתחמי התדלוק, ומאידך, השפעות חיוביות מצד ירידה בהון החוזר, תרומת תחנת הכוח בקרית גת אשר זוכה להנבה החל מסוף שנת 2019 וכן מעלייה בחודשי משבר הקורונה בפדיונות ברשת העירונית PM-AM.

בהתאם לאמור לעיל, מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס כי היקף הדיבידנדים השנתי הצפוי לחברה מהמוחזקות יעמוד בשנות התחזית 2020-2021 בטווח של 118-130 מ' ש' לשנה (חלקה של החברה), כאשר רבעו נדל"ן צפויה לתרום כ-60% מכך, והיתר צפוי לנבוע בעיקר מדור אלון ומ-IPM. יצוין כי הערכותינו לגבי היקף הדיבידנדים הצפוי מהמוחזקות הן שמרניות ביחס להנחותיה של החברה. למול תקבולי הדיבידנדים כדלעיל, עומדות לחברה הוצאות מטה ואחרות בהיקף של כ-16 מ' ש' לשנה והוצאות מימון של כ-48 מ' ש' בשנת 2020. יחס כיסוי הריבית (ICR) שהינו היחס בין תקבולי הדיבידנדים בניכוי הוצאות המטה, לבין תשלומי הריבית, צפוי לנוע בטווח של 2.1-2.8 בשנים 2020-2021 (יחס זה עמד על כ-1.5 בשנים 2018-2019). אמנם יחס זה מבטא יכולת טובה לשלם את ההוצאות השוטפות של החברה מתוך תקבולי הדיבידנדים, אך מותיר תזרים צר לצבירת מזומנים ו/או קיטון החוב לאורך הזמן, זאת יחסית להיקף החוב.

תחילת הפעלה של תחנת IPM צפויה במהלך רבעון רביעי השנה

IPM באר טוביה הנה חברה המחזיקה ברישיון מותנה לתחנת כוח לייצור חשמל עם הספק של 451 מגה וואט. התחנה מבוססת טכנולוגיית טורבינות גז טבעי. עבודות ההקמה החלו במאי 2018, כאשר על פי הערכות החברה ברבעון רביעי לשנת 2020 צפויה ההפעלה המסחרית. הכנסות התחנה נשענות על אסדרת זמינות קבועה. במסגרת זו התחנה הקצתה 85% למנהל מערכת החשמל הארצית, ובשארית צפויה להתקשר עם לקוחות קצה או עם ספק חשמל בהסכמים ישירים למכירת כושר הייצור הנותר. לתחנה הסכמים לרכישת גז עם מאגר תמור לווייתן וכריש תנין. סימנס הנה הספק (הסכם הפעלה ותחזוקה) ובעלת ניסיון רב בתחום פרויקטי תחנות הכוח. בזכות הכנסות מזמינות קבועה, IPM אינה חשופה לסיכון ביקושים עבור 85% מהספק התחנה לתקופה של 20 שנה. המודל הפיננסי בעת ההפעלה, מלמד כי נוכח אסדרה תומכת ונוכח יעילות תפעולית גבוהה יחסית לתחנות כוח פרטיות, IPM צפויה לייצר היקפי תזרים איתנים ולהתמך בנראות תזרים חזקה. על פי הערכת שווי שהציגה החברה, שווי חלקה של אלון רבעו כחול בתחנה נאמד לכ-196 מיליון ש'⁴. התחנה הועברה לחברה מבעל המניות וכנגדה עומדת התחייבות נחותה לבעל המניות בהיקף של 120 מ' ש'. מאז ועד כה השקיעה החברה בתחנה כ-80 מ' ש' (לרבות עלייה בשיעורי האחזקה בכ-3.64% במהלך שנת 2019) וקיבלה במצטבר עד לסוף שנת 2019 דיבידנדים של כ-15 מ' ש'. מידרוג מעריכה כי תקבולי החברה מתחנת IPM יעמדו בהיקף של כ-18 מ' ש', חלקה של החברה (16.4% בדילול מלא) בשנים 2020-2021.

חשיפה גבוהה לסיכון מימון מחדש ממותנת מצד יחס מינוף מתון ומרכיב מהותי של אחזקות בלתי משועבדות

יתרת החוב הפיננסי של החברה (סולו) ליום 31.12.2019 הסתכמה בכ-1,200 מ' ש', ולצד זאת לחברה יתרת מזומנים באותה עת של כ-190 מ' ש' ובנוסף תיק נ"ע סחיר ששווי במאזן החברה לאותו מועד עמד על כ-100 מ' ש'. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, התזרים החופשי שתייצר החברה בשנתיים הקרובות צפוי לעמוד בטווח של 54-75 מ' ש' לשנה, כאשר סכום זה מהווה פוטנציאל לעיבוי היתרות הנזילות והקטנת החוב הפיננסי נטו, כתלות גם בדיבידנדים לבעל המניות ובהשקעות חדשות. למול זאת לחברה פרעונות קרן חוב גבוהים יחסית, בסך כ-170 מ' ש' בשנת 2020 וכ-200 מ' ש' בשנת 2021. סיכון המיחזור של החברה מתעצם נוכח פרעון בודד בסך של כ-675 מ' ש' אג"ח סדרה ד' בחודש יוני 2023.

כחברת אחזקות, יכולת מיחזור החוב לאורך זמן חשופה במידה רבה לסנטימנט בשווקים הפיננסיים ולמחירי השוק של אחזקותיה, כל זאת במידה המעלה אי וודאות ומגדילה את סיכון האשראי. פיזור הנכסים בין שתי אחזקות עיקריות ממתן במידת מה את סיכון התנודתיות, יחסית לחברות אחזקה בעלות נכס בודד. בשל תלותה במגמות השוק והדיבידנדים מהמוחזקות, מצופה מהחברה להותיר בידיה כרית נזילות ההולמת את צרכי שירות החוב לפחות שנה שלמה קדימה.

מנגד, לחברה גמישות פיננסית סבירה המפצה במידת מה על סיכון המיחזור. רמת המינוף (LTV) של החברה, כפי שהיא נבחנת ביחס בין החוב הפיננסי נטו לבין שווי השוק של אחזקותיה, בולטת לטובה ביחס לדירוג, עם כ-41% על בסיס שווי השוק הממוצע ל-30 יום עד בסמוך למועד דוח זה. לאור התנודתיות הגבוהה בשווקי ההון בצל משבר וירוס קורונה, יחס המינוף עשוי להפגין תנודתיות גבוהה

4 הערכת שווי של IPM ליום 31.12.2019 ושווי ההחזקות בגלובל שצירפה החברה לדוחותיה הכספיים.

בעתיד הקרוב, כתלות בשווי השוק של האחזקות. יש לציין כי נוכח הערכתנו לקיטון איטי יחסית בהיקף החוב הפיננסי, רגישות היחס לשווי המניות גבוהה יותר, באופן המעלה את סיכון האשראי.

הגמישות הפיננסית של החברה נשענת גם על מרכיב גבוה של אחזקות סחירות ואיכותיות יחסית (כ-86% משווי אחזקות החברה) ובתוך כך, מרכיב מהותי של מניות סחירות פנויות משעבוד, בשווי של כ-680 מ' ש"ח על בסיס מחירי שוק (ממוצע ל-30 יום), המושפע גם הוא בחדות מהתנודתיות בשווקי ההון. החברה עומדת במרווח גבוה באמות המידה הפיננסיות הקיימות לה.

יש לציין כי תיק הנכסים של החברה גדל מכ-1.7 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2018 לכ-2.2 מיליארד ש"ח בסמוך למועד דוח זה (נכסים סחירים על בסיס ממוצע 30 יום עד בסמוך למועד דו"ח זה ונכסים לא סחירים עפ"י יתרתם בספרים ליום 31.12.2019), גידול שנבע מהעלייה בשווי השוק של האחזקות הסחירות במהלך התקופה וזאת גם לאחר הירידה שאפיינה את החודשים מרץ-אפריל 2020 בעקבות החולשה בשווקי ההון נוכח משבר הקורונה.

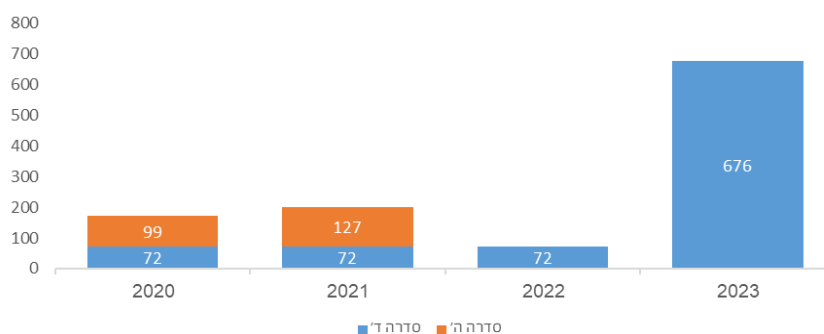
לחברה כיום נזילות סבירה ל-12 חודשים קדימה, אולם לצורך שימורה נדרשת החברה למיחזור חוב בטווח הקצר

תרחיש הנזילות הבסיסי של מידרוג ל-4 הרבעונים שהחל מ-31.12.2019 גוזר עודף מקורות על שימושים של כ-1.6X לפני מיחזור חוב, כדלקמן: סך מקורות של 380-390 מ' ש"ח, הכוללים: יתרת מזומנים של כ-190 מ' ש"ח, תיק ניירות ערך אשר ליום 31.12.2019 הסתכם בכ-100 מ' ש"ח ולפי תרחישי סטרס מידרוג נלקח בסך של כ-70 מ' ש"ח וכן תקבולי דיבידנדים והכנסות אחרות ממוחזקות בסך 118-130 מ' ש"ח. סך שימושים של כ-234 מ' ש"ח הכוללים: הוצאות ריבית ומטה בסך של כ-64 מ' ש"ח ופירעונות הלוואות לז"א בסך כ-170 מ' ש"ח (הנחלקים בין יוני 2020 ובין דצמבר 2020).

מבלי שתפעל למיחזור חוב בחודשים הקרובים, ותחת תרחיש הבסיס של מידרוג כדלעיל, החברה צפויה לסיים את שנת 2020 עם מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של 74-86 מ' ש"ח וכן בנוסף תיק נ"ע כאמור לעיל. במהלך שנת 2021 עומדים לחברה פירעונות קרן של כ-200 מ' ש"ח. כל אלו יובילו לעודף שימושים על מקורות בשנת 2021 אשר ימומן דרך מחזור חוב. בטווח הקצר, אנו מניחים כי כל גיוס חוב שיבוצע יופנה למחזור חוב.

נזילות החברה נמדדת על ידי מידרוג באמצעות יחס שירות החוב כולל יתרות המזומנים (DSCR+CASH), אשר ליום 31.12.2019 עמד על כ-3.0X. זהו יחס בולט לטובה המצביע על רמת נזילות גבוהה יחסית שמקורה במידה רבה ביתירות נזילות נוכח גיוס החוב שביצעה החברה בתום שנת 2018. עם זאת, בשנים 2020-2021 היחס צפוי להישחק ולרדת לכ-1.6X בשנת 2020 וכ-1.1X בשנת 2021, זאת טרם הנחת מיחזור חוב או מימוש נכסים. זהו יחס חלש המצביע על הסתמכות החברה על מיחזור החוב. החברה להערכתנו תימן מענה לעומס הפירעונות באמצעות מימון מחדש וזאת כבר לקראת הפירעונות בסוף שנת 2021. הנחה זו נתמכת במיצוב נכסי הבסיס של החברה, וברמת המינוף המתונה יחסית.

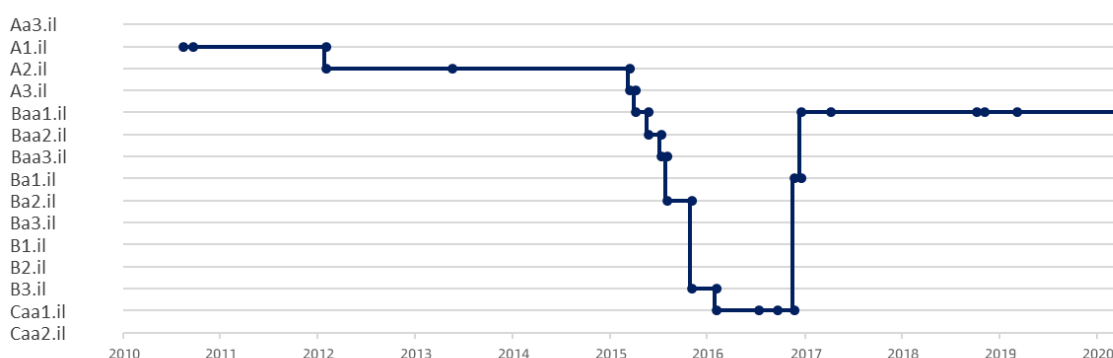
לוח סילוקין - אלון רבוע כחול ישראל בע"מ, מיליוני ש"ח



אודות החברה

אלון רבוע כחול הינה חברת אחזקות פרטית (החל מחודש ספטמבר 2016) המוחזקת בבעלות מלאה בידי מר מוטי בן משה באמצעות חברות פרטיות בבעלותו. בחודש ספטמבר 2016 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 57.36% ברבוע כחול נדל"ן בע"מ, אחזקה בשיעור של 69.99% בדור אלון אנרגיה לישראל (1988) בע"מ, זכויות וחבויות מכח אחזקה ב-18.14% ממניות Triple M. Power Planets Ltd ובאמצעות אחזקה ב-5.94% מהון מניותיה של גיי.פי.גלובל וכן אחזקה בשיעור של 100% בנעמן גרופ (נ.ו.) בע"מ. מנכ"ל החברה הינו מר ישראל יניב ויו"ר הדירקטוריון הינו מר מוטי בן משה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אלון רבוע כחול ישראל בע"מ](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2017](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

11.06.2020	תאריך דוח הדירוג:
10.03.2019	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 החלש 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

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

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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 כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>