

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | מרץ 2019

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות בכירה - מעריך דירוג ראשי

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום מימון חברות

i.sigal@midroog.co.il

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

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

מידרוג מוציאה מבחינה את דירוג אגרות החוב (סדרות ד', ה') שהנפיקה אלון רבוע כחול בע"מ ("אלון רבוע" או "החברה") ומותירה על כנו את הדירוג Baa1.il באופק דירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

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

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

שיקולים עיקריים לדירוג

בעקבות ביטול הסדר החוב באפריקה ישראל להשקעות בע"מ ואי רכישת אפריקה נכסים על ידי החברה, מידרוג מוציאה את הדירוג מבחינה עם השלכות שליליות תוך קביעת אופק דירוג יציב.

הדירוג נתמך באחזקת שליטה בשתי חברות עיקריות: רבוע כחול נדל"ן בע"מ (A1.il Neg) ("רבוע נדל"ן", 57.36%) המהווה כ-48% משווי תיק האחזקות ודור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ (A3.il St) ("דור אלון", 69.93%) המהווה כ-31% נוספים משווי האחזקות. בהשפעת דירוגי שתי המוחזקות העיקריות ומאפייניהן, מידרוג מאפיינת את תיק האחזקות של החברה כבעל איכות אשראי גבוהה, אך גם כתיק ריכוזי יחסית על רקע דומיננטיות יחסית של שתי האחזקות המרכזיות בתרומה לשווי התיק ובתרומה לתזרים הדיבידנדים ממנו. אחזקותיה המרכזיות של החברה מוערכות על ידינו כבעלות נראות דיבידנדים טובה, בזכות יציבות יחסית בהכנסות וברווחים ורמת מינוף מתונה יחסית באחזקות אלו. במהלך השנה האחרונה, בעל המניות העביר לידי החברה את אחזקותיו בממכר IPM, הכולל אחזקה בשרשור בתחנת כוח בהקמה בבאר טוביה וכן אחזקה בזכויות במקרקעין שבו מוקמת תחנת הכוח. יחד עם השקעה שביצעה החברה בנכס, עומד שווי של הנכס בספרי החברה בכ-153 מיליון ₪ ליום 30.09.2018.

תזרימי הדיבידנדים השוטפים (ללא דיבידנדים מיוחדים בגין מימוש נכסים בחברות הבנות) הצפויים מהחברות המוחזקות בשנים 2019-2020 מוערכים על ידינו בטווח של 100-120 מיליון ₪ לשנה (חלק החברה). הכנסות אלו עמדו על כ-85 מיליון ₪ בשנת 2018 וצפויים לעלות כאמור בהתבסס על עלייה בהיקף הדיבידנדים מרבוע נדל"ן ומ-IPM בשנת 2020. רבוע נדל"ן היא מקור הדיבידנדים העיקרי בחברה, מעל 50% מהכנסות אלו. מנגד לחברה הוצאות מטה ומימון העומדות סביב כ-70 מיליון ₪ לשנה. יחס הכיסוי בין ההכנסות השוטפות של אלון רבוע מדיבידנדים שוטפים, בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות ואחרות, לבין הוצאות המימון (ICR) צפוי להערכתנו לנוע בטווח של 1.5-2.0 בשנים 2019-2020.

במהלך הרבעון הרביעי לשנת 2018, החברה גייסה אגרות חוב (סדרה ה') בהיקף של כ-282 מיליון ₪ בסדרה חדשה וזאת לצורך עיבוי הנזילות. היקף החוב הפיננסי של החברה ליום 31.12.2018 הסתכם בכ-1,220 מיליון ₪ (בנטרול אשראי בנקאי העומד כנגד תיק נ"ע), זאת לעומת כ-964 מיליון ₪ ליום 31.12.2017. החוב הפיננסי של החברה עלה במהלך השנים 2017-2018 בעקבות גיוסי חוב, ונוכח היקף פרעונות נמוך בשנים אלו. יתרות הנזילות של החברה ליום 31.12.2018 (ללא תיק נ"ע) הסתכמו לכ-308 מיליון ₪ וגדלו לכ-382 מיליון ₪ עם חלוקת דיבידנדים בידי שתי המוחזקות במהלך הרבעון הראשון של שנת 2019. המינוף של החברה כפי שנמדד ביחס שבין שווי האחזקות, לפי שווי השוק של האחזקות הסחירות (ממוצע 30 יום אחרונים עד למועד דוח זה), שווי הספרים של נכסים בלתי סחירים ושווי התיק הסחיר, לבין החוב הפיננסי נטו המותאם של החברה (סולו) עומד על כ-50% (לפני הזרמה צפויה של המותגים כפי שעולה מדיווחי החברה). יחס המינוף האמור הינו בולט לטובה ביחס לדירוג. בקיבולת הדירוג מידרוג הביאה בחשבון יחס מינוף

¹ זכויות וחובות מכח אחזקה ב-14.5% 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.

בטווח של 55%-65%, כאשר הגבול העליון של יחס זה לוקח בחשבון ירידה בשווי השוק של המוחזקות, ובפרט רבוע נדל"ן המהווה כמחצית משווי האחזקות. יש לציין כי הזרמת IPM מצד בעל המניות כנזכר לעיל תרמה לשיפור רמת המינוף.

מאז החלפת השליטה בחברה, החברה לא חילקה דיבידנדים לבעלי המניות. לחברה אין מדיניות חלוקה ולמידרוג אין וודאות לגבי מידת החלוקה בשנים הקרובות. מידרוג אינה מוציאה מכלל חשבון כי החברה תחלק דיבידנדים בשנה/שנתיים הקרובות כתלות גם בכוונות ההשקעה של החברה בנכסים חדשים. להערכתנו, חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בצורה מדודה לכשעצמה אינה צפויה להוביל לפגיעה בדירוג.

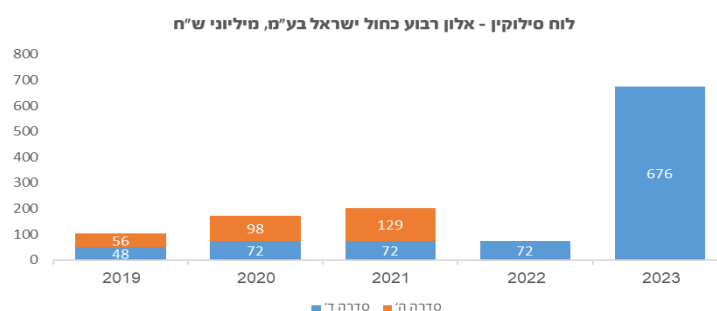
הדירוג מושפע לשלילה מגמישות פיננסית נמוכה להערכתנו, הנובעת מכך שמרבית הנכסים הסחירים של החברה משועבדים לטובת סדרות האג"ח, נגישות נמוכה למקורות מימון וצורכי מיחזור נוכח מרכיב BULLET מהותי. לצד זאת, לחברה מרכיב מהותי של נכסים בלתי סחירים שאינם משועבדים ושווים בספרי החברה ליום 30.09.2018 עומד על כ-250 מיליון ₪. החברה עומדת במרחק מספק מאמות המידה הפיננסיות.

לחברה נזילות טובה ביחס ללוח הסילוקין, עם יתרות נזילות פנויות משעבוד בהיקף של כ-308 מיליון ₪ ליום 31.12.2018 וכ-382 מיליון ₪ פרפורמה לקבלת הדיבידנדים מהחברות המוחזקות, תוך שאנו מעריכים כי החברה תשמר בקופתה יתרות נזילות בהיקף של לפחות שני רבעונים קרן ריבית. לוח הסילוקין הנוח גוזר לחברה יחס שירות חוב כולל תיק נזיל (DSCR+CASH) מהיר שאינו צפוי לרדת מ-2.0 בשנתיים הקרובות. כמו כן, בשיקולי הדירוג מידרוג הביאה בחשבון תשלום BULLET מהותי בלוח הסילוקין בשנת 2023 (70% מקרן אג"ח סדרה ד') אשר תומך מחד ביחסי שירות החוב לעיל, אך מנגד כאמור מעלה סיכון מחזור חוב גבוה בטווח הארוך.

אסטרטגיית ההשקעות של החברה כפי שנבחנה בשנה האחרונה בהתייחס לעסקת אפריקה נכסים, מצביעה על תיאבון סיכון לא מבוטל, ודורשת המשך בחינה. אנו נסיף לבחון את אסטרטגיית ההשקעות של החברה ואת מדיניות המינוף שלה. להערכת מידרוג לחברה תלות באיש מפתח שהנו בעל המניות בחברה. גורמי סיכון אלו הובאו כשיקול נוסף בקביעת הדירוג.

בהתאם למתודולוגיה של מידרוג לשיקולים מבניים בדירוג תאגידים לא פיננסיים, אגרות החוב (סדרות ד ו-ה) שהינן מובטחות בשעבוד של חלק ממניות החברה בחברות המוחזקות אינן זוכות להטבה דירוגית מעבר לדירוג המנפיק מכיוון שמרבית החוב הפיננסי של החברה מגובה בבטוחות מסוג דומה, המהווה את האמצעי המקובל למימון אמצעי שליטה, ולכן מידרוג מחילה את דירוג המנפיק על החוב הבכיר המובטח.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג ליציבות בתחזית הדיבידנדים, לשמירה על היקף החוב הפיננסי וכן לשמירה על מיצוב העסקי של הנכסים.



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה מתמשכת בחוב הפיננסי וירידה ביחס המינוף אל מתחת לשיעור של 50% לאורך זמן
- שיפור מתמשך במיצוב העסקי והפיננסי של החברות המוחזקות

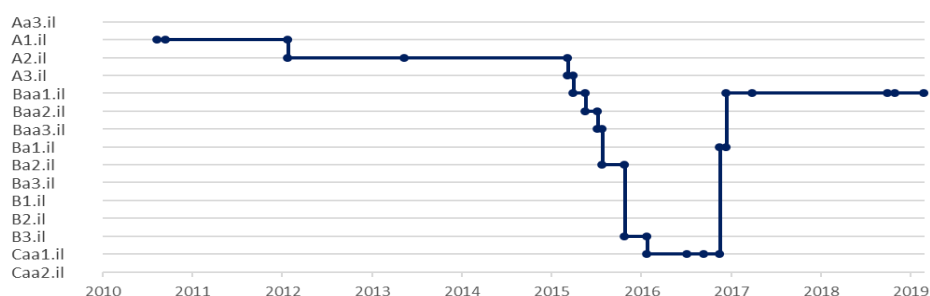
גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לשיעור של 65% לאורך זמן

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 הנן אחזקה בשיעור של 57.36% ברבוע כחול נדל"ן בע"מ, אחזקה בשיעור של 69.93% בדור אלון אנרגיה לישראל (1988) בע"מ ואחזקה בשיעור של 100% בנעמן גרופ (ג.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](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

10.03.2019	תאריך דוח הדירוג:
11.11.2018	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 וליסיוני 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>