

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

מעקב | יולי 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 ומוסדות פיננסים

i.sigal@midroog.co.il

אלון רבוע כחול ישראל בע"מ

דירוג סדרה	Caa1.il	בחינת דירוג (Credit Review) ללא כיוון וודאי
------------	---------	--

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Caa1.il לאגרות החוב (סדרה ג') שהנפיקה אלון רבוע כחול ישראל בע"מ (להלן "החברה" או "רבוע כחול") תוך הארכת בחינת דירוג (Credit Review) ללא כיוון וודאי.

להלן נתוני אגרות החוב במחזור שהנפיקה החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
אג"ח ג	1121334	Caa1.il	בחינת דירוג (Credit Review) ללא כיוון וודאי	4.11.2022

שיקולים עיקריים לדירוג

מאז חודש אוקטובר 2015 דירוג החברה משקף כשל פירעון עפ"י הגדרתנו¹ נוכח אי תשלום במועדן של קרן וריבית אגרות חוב (סדרה ג'). נוכח הגדרתנו לכשל פירעון, הדירוג משקף את הערכתנו לשיעור השיקום וכן את רמת אי הודאות שבהערכה זו. ניתוח שיעור השיקום למחזיקי אגרות החוב הינו בטווח רמת הדירוג שנקבעה ועומד להערכתנו בטווח שבין 90% עד 95%, ללא שינוי מהערכתנו מאז ינואר 2016, וזאת בהתאם לטבלת שיעור השיקום הצפוי במסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג, המובאת בסעיף "דירוג לזמן ארוך של ניירות ערך בכשל פירעון או ניירות ערך פגומים". נציין כי הדירוג אינו משקלל את הסדר החוב המוצע לנושים הפיננסיים כהגדרתם בהסדר החוב (כהגדרתו להלן) נוכח אי וודאות הכרוכה בהתממשותו, כפי שיפורט להלן. כמו כן, הדירוג משקלל את אי הוודאות הכרוכה בהתממשותו של הסדר הפשרה עם נאמני מנה (כהגדרתו להלן).

לצד ההתפתחויות שחלו מאז דוח המעקב האחרון, הערכותינו להיקף החוב והנכסים של החברה לא השתנו במידה מהותית והן נסמכות על שווי השוק של הנכסים הסחירים בסמוך למועד דוח זה ועל התחייבויות החברה ליום 8.6.2016 בהתאם לפרסומי החברה². בתוך כך, הדירוג משקלל אי וודאות לגבי היקף וטיב התחייבויות שונות העשויות לנבוע לחברה בגין ערבויות שניתנו למנה ובגין תביעות משפטיות התלויות בין החברה לבין מנה, אשר צפויה להתבהר ככל שיאושר הסדר הפשרה כמפורט להלן.

ביום 19.6.2016 הגישה החברה לבית המשפט בקשה להסדר חוב ("הסדר החוב") שהחליפה בקשה קודמת להסדר חוב³ ואשר כפופה לתנאים מתלים שטרם התקיימו לרבות אישור הנושים הפיננסיים. הסדר החוב מבוסס על הסכם לרכישת מניות רבוע כחול ונכסים נוספים בידי חברה בבעלות מר מוטי בן-משה ("הרוכשת"). באופן כללי, הסדר החוב כולל, בין היתר, הזרמה של 300 מיליון ₪ ע"י הרוכשת במועד ההשלמה אשר תשמש לפירעון חוב לנושים הפיננסיים (כהגדרתם בהסדר החוב) בהתאם לתנאים שנקבעו בהסדר וסכום נוסף שישמש לצרכים תזרימיים מידיים של החברה. הסדר החוב קובע מתווה להזרמות נוספות על ידי הרוכשת על פני תקופות מסוימות ובסך הכל הזרמות נוספות של עד לסך של 600 מיליון ₪ שישמשו לפירעון החובות לנושים הפיננסיים ולצרכי התזרימים השוטפים של החברה. הסדר החוב כולל, בין היתר, פריסה מחדש של יתרת החוב לנושים הפיננסיים אשר נקבעו לגבי תנאים שונים, לרבות שעבוד של מניות שמחזיקה החברה בחברות בנות.

¹ כמפורט במסמך סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג

² לפי נספח 2 א' להסדר המתוקן אשר פורסם ע"י החברה ביום 21.06.2016 ומתאר את התחייבויות החברה ליום 8.6.16

³ בקשה להסדר חוב מיום 08.05.2016

בד בבד עם הסדר החוב, אישרה החברה הסדר פשרה מול מגה המסדיר את התביעות ההדדיות בין הצדדים ולפיו רבוע כחול תיקח על עצמה את החבות בגין חובות נערכים לבנקים, חובות למבטחי אשראי עד 30 מיליון ₪, וחובות בגין שתי תביעות שהוגשו כנגד רבוע כחול ומגה ("הסדר הפשרה"). לחברה לא תהיה זכות חזרה למגה ולקופת הנאמנים בגין תשלומים אלו. מגה ונושיה יוותרו על כל תביעה כלפי החברה, וכן נושים משותפים (כהגדרתם בהסדר הפשרה) יפרעו מקופת נאמני מגה בלבד. הסדר הפשרה טעון בין היתר אישור של הבנקים הנערכים (כהגדרתם בהסדר הפשרה) וכן אישור בית המשפט הן בהליך של רבוע כחול והן בהליך מגה. ההסתברות לאישור הסדר הפשרה מצויה כיום באי וודאות אך אנו מעריכים כי זו תתבהר בטווח הקצר.

כאמור, הדירוג הנוכחי משקף שיעור שיקום למחזיקי אגרות החוב הנע להערכתנו בטווח של 95%-90%, ומבוסס על שווי השוק של אחזקות החברה בסמוך למועד דוח זה לפי תרחישי מידרוג, בסך של כ- 1.25 מיליארד ₪ (מתוך כך שווי אחזקות החברה ברבוע נדלן בשיעור 53.92% כ-820 מיליון ₪), ועל התחייבויות ליום 8.6.2016 כדלהלן: חוב לנושים הפיננסים בסך של 933 מיליון ₪; חובות נוספים בסך של 280-200 מיליון ₪ הכוללים בין השאר: התחייבות בגין תווי קנייה, חוב לרבוע נדל"ן, תשלומי חובה והליכים משפטיים (לא כולל אלו הנוגעים למגה) ועלויות פירוק בהתאם להערכתנו, בניכוי יתרת מזומן ומבלי להביא בחשבון התחייבויות לבעלות השליטה. כמו כן גילמנו בשיעור השיקום אי וודאות לגבי התחייבויות נוספות שעשויות לנבוע לחברה בגין ערבויות אחרות שהעמידה למגה ובגין תביעות משפטיות העומדות בינה לבין מגה (ובניהן ערבויות לספקים, מבטחי אשראי, משכירי נכסים, עובדים, תשלומי חובה והליכים משפטיים הנוגעים למגה ועוד) ובהתחשב בהיקף השבה מסויים שעשו לנבוע לחברה מקופת הפירוק של מגה⁴. ככל שהסדר הפשרה יאושר ויוביל לבהירות לגבי התחייבויות אלו, הדבר יגדיל את וודאותנו לגבי שיעור השיקום ועשוי לשפר את הדירוג.

כאמור לעיל, הדירוג אינו משקף את הסדר החוב, וזאת נוכח אי הוודאות הקיימת עד לאישורו על ידי הגורמים השונים, לרבות בית המשפט. להערכתנו אישור הסדר החוב במתכונתו הנוכחית צפוי להביא לעלייה בשיעור השיקום. אנו מותירים את הדירוג תחת בחינת הדירוג (Credit Review) ללא כיוון ודאי ונוסיף לעקוב אחר ההתפתחויות בחברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- אישור סופי של הסדר החוב ע"י כל הגורמים הנדרשים
- אישור סופי של הסדר הפשרה ע"י כל הגורמים הנדרשים

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- ירידה בשיעור השיקום מעבר לזה המוערך על ידינו

דוחות קשורים

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

[מתודולוגיה לדירוג חברות קמעונאות, מאי 2016](#)

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

⁴ ביום 29.5.2016 אושר הסדר חוב במגה קמעונאות בע"מ ("מגה") על ידי אסיפת הנושים של מגה, והוא כולל מכירת פעילות מגה ליינות ביתן בתמורה של כ-375 מיליון ₪ בתוספת לתמורה מוערכת של כ-130 מיליון ₪ בגין רכישת מלאי

מידע כללי

06.07.2016	תאריך דוח הדירוג:
27.01.2016	תאריך דירוג קודם:
10.08.2010	תאריך מתן דירוג ראשוני:
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.

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה 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 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.

© 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 או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 בייעוץ 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 לגביו 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 לתקן את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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, 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 שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, 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 אינם 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 נכון למועד עריכתו, והוא 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.