

רבע כחול נדל"ן בע"מ

20 באוקטובר, 2020

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA' להנפקת איגרות חוב מובטחות
בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.נ.

אנליסט אשראי ראשי:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

איש קשר נוסף:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmutter@spglobal.com

מתן דירוג 'ilAA-' להנפקת איגרות חוב מובטחות בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על מתן דירוג 'ilAA-' לאיגרות חוב מובטחות בנכסי נדל"ן בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.נ. שיופקו על ידי רבע כחול נדל"ן בע"מ (ilA+/Negative) באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ח'. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת של החברה. תמורת ההנפקה תהיה משועבדת לטובת נאמן איגרות החוב עד למועד בו החברה תשעבד נכסים לטובת מחזיקי איגרות החוב בהתאם לתנאי הרחבת הסדרה בשטר הנאמנות לפי שיעור LTV של עד 80%.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. הקונצנזוס הנוכחי בקרב מומחי רפואה הוא שהמגפה תמשיך להוות איום עד שחיסון או טיפול אפקטיבי יהיו זמינים בהיקף נרחב, מה שעשוי לקרות סביב אמצע שנת 2021. אנו משתמשים בהנחה זו להערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו [דוח דירוג מ-25 בנובמבר, 2019](#).

פרטים כלליים	
רבע כחול נדל"ן בע"מ	דירוג (י) המנפיק
ilA+\Negative	טווח ארוך
	דירוג (י) הנפקה
	חוב בכיר מובטח
ilAA-	סדרה ז
ilAA-	סדרה ח
	חוב בכיר בלתי מובטח
ilA+	סדרה ה, ו
	היסטוריית דירוג המנפיק
ilA+\Negative	טווח ארוך
ilA+\Stable	נובמבר 09, 2017
	נובמבר 08, 2016
	פרטים נוספים
08:06 20/10/2020	זמן בו התרחש האירוע
08:06 20/10/2020	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

רבע כחול נדל"ן בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת "מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.

רבע כחול נדל"ן בע"מ

25 בנובמבר, 2019

עדכון דירוג

**אשרור דירוג 'A+' עם תחזית שלילית בשל היתכנות
להרעה ביחסים הפיננסיים במקרה של רכישת חלק
השותף בקניון**

אנליסט אשראי ראשי:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

איש קשר נוסף:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmutter@spglobal.com

תוכן עניינים

2	תמצית פעולת הדירוג
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
4	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
4	תיאור החברה
5	נזילות
6	התניות פיננסיות
6	התאמות לדירוג
6	ניתוח שיקום חוב
7	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
7	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
8	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
9	רשימת דירוגים

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' עם תחזית שלילית בשל היתכנות להרעה ביחסים הפיננסיים במקרה של רכישת חלק השותף בקניון

תמצית פעולת הדירוג

- בשנה האחרונה הציגה החברה יחסי מינוף וכיסוי ההולמים את הדירוג הנוכחי.
- לאחרונה הודיעה החברה שהיא מנהלת מגעים מתקדמים עם חברות מקבוצת גינדי לרכישת זכויותיה של הקבוצה בקניון TLV ובחברת המגורים. אנו צופים כי עם השלמת העסקה תיתכן הרעה ביחסים הפיננסיים של החברה, לפחות בזמן הקצר.
- בהתאם לזאת, ב-25 בנובמבר, 2019, אשררנו את הדירוג 'ilA+' של חברת רבע כחול נדל"ן בע"מ עם תחזית דירוג שלילית. כמו כן, אשררנו את הדירוג 'ilAA-' לסדרות אג"ח המובטחות של החברה (סדרות ז' ו-ח') ואת הדירוג 'ilA+' לסדרות אג"ח הלא מובטחות (סדרות ד', ה', ו').
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי תיתכן השפעה שלילית על היחסים הפיננסיים במקרה של רכישת חלק השותף בקניון TLV ובחברת המגורים, העשויה להוביל ב-12 החודשים הקרובים להריגה מהיחסים ההולמים את הדירוג, ובהתחשב בפרופיל העסקי בהינתן רכישת חלק השותף בנכס.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי תתכן הרעה ביחסי הכיסוי והמינוף של רבע כחול נדל"ן אם תושלם העסקה לרכישת חלק השותף בחברת קניון TLV ובחברת המגורים. בשלב זה לא הבאנו בחשבון בתרחיש הבסיס שלנו רכישה זו, מאחר שהיא אינה בשלבי סגירה ופרטיה הסופיים אינם ודאיים. בתרחיש הבסיס, אשר אינו כולל את העסקה, אנו צופים כי החברה תעמוד ביחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג. מאידך, אנו מעריכים כי אם תושלם העסקה, היא צפויה להביא לעלייה במינוף לפחות בטווח הקצר, בשל עלותה ובעקבות איחוד כלל החוב בחברות הנכס לעומת המצב הנוכחי בו השותפות מסווגת כחברה כלולה בשל היעדר שליטה. אם תושלם העסקה, עלולה להיות, להערכתנו, גם שחיקה ביחסי הכיסוי בשל ה-FFO (funds from operations) הנמוך שמייצר כיום הקניון, הנובע בין היתר משיעור ריבית גבוה יחסית של ההלוואה הקיימת בקניון בהשוואה לעלות החוב הממוצעת של החברה. נציין כי אם תתממש העסקה, אנו מעריכים כי יש לחברה כלים למתן את ההשפעה השלילית שלה, כגון מימוש נכסים, הקטנת ההשקעות או דיבידנדים ומחזור ההלוואה הקיימת על הקניון בתנאים טובים יותר.

עסקת הרכישה עלולה להשפיע גם על פרופיל הסיכון העסקי של החברה, כאשר מצד אחד נראה גידול מהותי בתיק הנכסים המניב, שיפור בפיזור השוכרים והקטנת התלות בשוכר בודד (יינות ביתן), אך מנגד נראה הגדלת החשיפה לנכס בודד, קניון TLV.

בתרחיש הבסיס שלנו, שאינו כולל את רכישת חלק השותף בקניון ובחברת המגורים, אנו צופים כי יחס החוב לחוב והון העצמי יהלום את הדירוג הנוכחי ויעמוד על כ-53%-55% בשנים 2019-2020, בהינתן ההשקעות הצפויות בייזום למגורים ובהתחשב במדיניות חלוקת דיבידנד הנוכחית. יחס זה עמד על כ-54% בסוף הרבעון השני של 2019 ומשקף רמת מינוף נמוכה יחסית לקבוצת ההשוואה. בתרחיש הבסיס שלנו הנחנו יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים עם עליית שווי הנובעת בעיקר מעליית המדד בהתאם לתחזית שלנו וללא שינוי בשיעורי ההיוון.

בתרחיש הבסיס, אנו מעריכים כי יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של החברה יעמוד על כ-1.9x-2.2x בשנים 2019-2020, רמה ההולמת להערכתנו את הדירוג הנוכחי. אינפלציה צפויה בשיעור של כ-1%-1.5% תביא לעלייה בהוצאות המימון על החוב הצמוד של החברה (כ-80% מסך החוב), ומנגד אנו צופים המשך ירידה בעלות החוב בעקבות מחזור חוב בריביות נמוכות יותר. כמו כן אנו צופים ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים המניבים, שיתמכו ביחס הכיסוי הצפוי. אנו מעריכים כי החברה לא תקבל דיבידנדים מקניון TLV לאור תזרים מזומנים חופשי נמוך יחסית שמייצר הנכס בשלב זה.

פרופיל הסיכון העסקי תחת תרחיש הבסיס מבוסס, לדעתנו, על תיק נכסים מניב איכותי בהיקף בינוני ביחס לקבוצת ההשוואה ששווי כ-4.4 מיליארד ₪ (נכון לתאריך הדו"ח, כולל חלק החברה בחברות כלולות ובעיקר בקניון TLV). איכות תיק הנכסים משתקפת במיקומים מרכזיים של הנכסים, בשיעורי תפוסה גבוהים וביציבות יחסית של תזרימי המזומנים שנשמרה בעבר גם כאשר החברה נאלצה להחליף שוכר מהותי. מנגד, פרופיל הסיכון העסקי מוגבל בשל חשיפה מהותית לשוכר בודד, יינות ביתן, אם כי חלק ההכנסות משוכר זה ירד בשנתיים האחרונות לכ-32% מסך ההכנסות על בסיס מאוחד (27% על בסיס איחוד יחסי) לעומת כ-40% בשנת 2016. יכולתנו להעריך את איכות האשראי של חברת יינות ביתן מוגבלת בשל היותה חברה פרטית לא מדווחת, אך הרעה במצבה, ואם זו תשפיע באופן מהותי על ביצועי החברה, עלולה ליצור לחץ שלילי על הדירוג. לחברה קיימת חשיפה לנכס מהותי, קניון TLV, שחלק החברה בו (50%) מהווה כ-18% מסך שווי תיק הנכסים שלה. בסוף 2018 הגיעו החברה והשותף בפרויקט להסדרה מחודשת של הלוואה מול הבנקים המממנים, שכללה הזרמת הון מצד השותפים ומצד פרויקט המגורים והגדלת הערבויות תחת הסכם המימון. נכון לסוף יוני 2019 עומדת חברת הקניון בהתניות הפיננסיות שבהסכם המימון. אנו מניחים כי בשלב זה לא יעלו עודפים מחברת הקניון לחברה בדמות דיבידנדים לאור צרכי פירעון קרן וריבית גבוהים ביחס ליצור ה-NOI. יצוין כי בתרחיש הבסיס אנו לא מאחדים את תוצאות חברות הקניון והמגורים בנתונים הפיננסיים של החברה בשל המבנה המשפטי והניהולי שלה, אך מוסיפים לחוב המתואם ערבויות שהעמידה החברה להבטחת הלוואות בפרויקט.

להערכתנו פרופיל הסיכון העסקי של החברה מושפע לשלילה גם מחשיפה לפרויקט ייזום מהותי הכולל הקמת מגדלי משרדים ומגורים ברחוב תוצרת הארץ בתל-אביב בתקציב כולל של כ-1.3 מיליארד ₪ כולל עלות הקרקע

רבע כחול נדל"ן בע"מ

(חלק החברה בפרויקט: כ-800-900 מיליון ₪). עם זאת אנו מעריכים כי מרבית עלויות הקמת המגורים ימומנו ממקדמות לקוחות בהתבסס על התכנית העסקית של החברה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הערכתנו כי תיתכן השפעה שלילית על היחסים הפיננסיים במקרה של רכישת חלק השותף בקניון TLV ובחברת המגורים, העשויה להוביל ב-12 החודשים הקרובים לחריגה מהיחסים ההולמים את הדירוג. היחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי בתרחיש בו העסקה תושלם ותצומצם התלות בשוכר בודד כתוצאה מכך, הם יחס חוב לחוב והון העצמי של פחות מ-60% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2x תוך שמירה על נזילות הולמת. כל זאת בהנחה שלאורך זמן החברה תציג שיפור בביצועי הקניון ותמחזר את החוב שעל הקניון תוך צמצום עלויות המימון. מאידך, בתרחיש בו העסקה לא תושלם והפרופיל העסקי הנוכחי יישאר ללא שינוי, היחסים ההולמים את הדירוג הם יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-55% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2x תוך שמירה על נזילות הולמת.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם נראה חריגה מהיחסים ההולמים את הדירוג. תרחיש זה עשוי לקרות אם עסקת הקניון תושלם והחברה לא תצליח למתן את העלייה במינוף ולשפר את ביצועי הקניון ואת התזרים הנובע ממנו. כמו כן, תרחיש זה עשוי לקרות אם החברה תיכנס לפרויקטי ייזום מהותיים נוספים או תבצע רכישת נכסים בהיקף מהותי מבלי לבצע פעולות שישמרו על יחס המינוף ברמה ההולמת את הדירוג. בנוסף, אם תחול הרעה במצבו של השוכר העיקרי שתשפיע מהותית על ביצועי החברה או אם יחולקו דיבידנדים מהותיים מעבר לתרחיש הבסיס.

התרחיש החיובי

נשקול לשנות את תחזית הדירוג ליציבה ככל שנקבל ודאות לגבי עסקת רכישת השותף והשפעתה על החברה ובמקביל, שפעילות הנדל"ן המניב של החברה תשמור על יציבות תפעולית, בהתבסס על חוזי השכירות ותמהיל השוכרים הנוכחי, ופעילות היזמות שלה תשמור על מאפיינים דומים להיום, כמתבטא ברמות מחירים וקצב שיווק בהתאם לתחזיות ובצורכי מימון נמוכים יחסית, תוך שמירה על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג, בהינתן הפרופיל העסקי של החברה.

תיאור החברה

רבע כחול נדל"ן בע"מ פועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב, בתחומי הסופרמרקטים, מרכזים מסחריים, משרדים ומרכזים לוגיסטיים. כמו כן, לחברה פעילות ייזום למגורים בישראל. ב-30 ביוני, 2019, עמד שווי תיק הנכסים המניבים המאוחדים של החברה על כ-3.4 מיליארד ₪ (כ-4.4 מיליארד ₪ כולל חלקה בחברות כלולות) ועלות מלאי מקרקעין שלה עמדה על כ-385 מיליון ₪. רבע כחול נדל"ן בע"מ היא חברה ציבורית

רבע כחול נדל"ן בע"מ

הנסחרת בבורסת תל-אביב ומוחזקת על ידי אלון רבע כחול ישראל בע"מ (כ-57%), מוסדיים (כ-21%) והציבור (כ-22%).

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- סביבה כלכלית יציבה בישראל התומכת בפעילות החברה, עם צמיחת תמ"ג של 3.2%-3.4% ב-2012-24 החודשים הקרובים, שיעור אבטלה נמוך של כ-4% ואינפלציה של עד 1.8% שתוביל לגידול בהוצאות מימון אך גם לעלייה בדמי השכירות, בשל העובדה שאיגרות החוב וחוזי השכירות של החברה צמודים למדד.
- יציבות יחסית ב-NOI מנכסים קיימים מעבר להשפעת המדד.
- שמירה על שיעור תפוסה ממוצע דומה להיום, מעל 95%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- השקעות נטו של 30-50 מיליון ₪ לשנה בשנים הקרובות בפרויקט הייזום בתוצרת הארץ. חלק ניכר מעלויות הבנייה של מגדל המגורים ימומנו ממקדמות מלקוחות, ותחילת ההכרה בהכנסות הפרויקט צפויה לקראת שנת 2021.
- חלוקות דיבידנד שנתי של כ-100-120 מיליון ₪.
- עלות מימון ממוצעת של כ-4.0%, כולל את הנחת האינפלציה שלנו.
- תרחיש הבסיס הנוכחי אינו כולל את רכישת חלק השותף בקניון מאחר ונכון למועד פרסום הדוח היא אינה בשלבי סגירה ופרטיה הסופיים אינם ודאיים.

תחת תרחיש הבסיס שלנו היחסים המתואמים חזויים להיות כדלקמן:

- יחס EBITDA להוצאות מימון של 1.9x-2.2x בשנים 2019-2021.
- יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-55%-53% בשנים 2019-2021.

נזילות

אנו מעריכים את נזילות החברה כהולמת. להערכתנו, היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x בשנה הקרובה. לחברה היקף חלויות גבוה בשנה הקרובה, בשל היקף גדול של פירעונות אג"ח ובשל מימון טווח קצר שנלקח לצורך רכישת הקרקע בפרויקט תוצרת הארץ. יחד עם זאת, יתרת המזומנים הגבוהה ונכסים לא משועבדים בהיקף של כ-1.5 מיליארד ₪ מקנים להערכתנו לחברה גמישות פיננסית טובה שתאפשר לה למחזר חוב קיים.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 ביולי, 2019, הם:

- מזומנים ושווי מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בסך כ-510 מיליון ₪.
- תזרים מפעילות שוטפת בסך כ-100-110 מיליון ₪ (בניכוי ריבית ומס תזרימיים ובתוספת דיבידנדים מכלולות והכנסות מימון).

- קבלת מימון על חשבון נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-100 מיליון ₪.
 - ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:
 - חלויות שוטפות של איגרות חוב בסך כ-255 מיליון ₪.
 - חוב בנקאי לז"ק בסך כ-280 מיליון ₪ הכולל בעיקר הלוואה למימון רכישת הקרקע בפרויקט תוצרת הארץ.
 - הוצאות הוניות (capex) בנכסים הקיימים של כ-2 מיליון ₪.
 - חלוקת דיבידנד לבעלים של 38 מיליון ₪ (שולם בפועל).
- בבחינת הנזילות לא הבאנו בחשבון את העסקה הפוטנציאלית לרכישת חלק השותף כי מדובר בעסקה אשר לא הושלמה ואינה מחייבת בשלב זה.

התניות פיננסיות

נכון ל-30 ביוני, 2019, לחברה מספר התניות לבעלי האג"ח ולמלווים פיננסיים. להבנתנו, החברה עומדת בהן עם מרווח הולם.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: שלילי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים לסדרות האג"ח המובטחות בשעבוד ראשון על נכסי נדל"ן של רבע כחול נדל"ן (סדרות ז' ו-ח') דירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוף) אחת מעל דירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, ובהתחשב בשווי וסוג הבטוחות ובמגבלת שיעור ה-LTV (loan to value) המקסימלי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- אנו מאשררים לסדרות האג"ח הלא מובטחות של רבע כחול נדל"ן (סדרות ד, ה, ו) דירוג 'ilA+', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח נתמכת בהיקף גבוה של נכסים בלתי משועבדים (כ-1.4 מיליארד ₪).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- מיתון עמוק בכלכלה הישראלית ועלייה משמעותית בשיעור האבטלה וביעור הריבית יובילו לירידה חדה בצריכה הפרטית ובהשקעות ולירידה בביקוש לשטחים מסחריים.
- שווי נכסי הנדל"ן המניב בעת מימוש של החברה יקטן ב-40% בהתחשב באיכות ובמיקום הנכסים, בחשיפה לשוכר בודד מהותי ובצורך במימוש מהיר של הנכסים בתרחיש חדלות פירעון.
- שווי הנדל"ן בפיתוח יקטן ב-50%-55%, בהתחשב במועד ההשלמה הצפוי, בהון הדרוש להשקעה ובהיקף הבנייה הספקולטיבי בפרויקטים.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית תשתמש החברה ביתרת המזומנים העודפת שברשותה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים האיכותיים של חלק מנכסיה ובגיוון הנכסים, שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-2.3 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-2.17 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-1.7 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-620 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הבלתי מובטח: כ-1.08 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי סדרות האג"ח המובטחות, בהתחשב בשווי הבטוחות הספציפיות והשתתפות לפי חלקן בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-610 מיליון ₪
- סך חוב סדרות אג"ח מובטחות: כ-680 מיליון ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב סדרות האג"ח המובטחות: 70%-90%
- סך חוב לא מובטח (סדרות אג"ח הלא מובטחות ויתרת אג"ח מובטח שלא כוסתה על ידי הבטוחות הספציפיות): כ-1.62 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות אג"ח לא מובטחות): 50%-70%
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוצ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוצ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג יזמי נדל"ן](#), 3 בפברואר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 26 בפברואר, 2018
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 5 ביולי, 2019
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-25 בנובמבר, 2019)

רצוע כחול נדל"ן בע"מ	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Negative	
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר מובטח	
ilAA-	
סדרה ז	
ilAA-	
סדרה ח	
חוב בכיר בלתי מובטח	
ilA+	
סדרה ד,ה,ו	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	
ilA+\Negative	
נובמבר 09, 2017	
ilA+\Stable	
נובמבר 08, 2016	
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	
12:06 25/11/2019	
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	
12:06 25/11/2019	
יזום הדירוג	
החברה המדורגת	

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il.

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "הצדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האכזריות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחתימים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.