

רבוע כחול נדל"ן בע"מ

מעקב | דצמבר 2020

אנשי קשר:

שירן פימא, רו"ח
אנליסטית, מעריכת דירוג ראשית
Shiranfh@midroog.co.il

אופיר זלינגר, רו"ח
אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
Ophir.zelinger@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל
ראש תחום נדל"ן
Rang@midroog.co.il

רבע כחול נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג מנפיק ודירוג סדרות ה'ו'
אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה ז'

מידרוג מותירה על כנו דירוג A1.il לאגרות חוב בלתי מובטחות (סדרות ה'ו') שהנפיקה רבע כחול נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה") ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג מנפיק זהה. בנוסף, מידרוג מאשרת דירוג Aa3.il לאגרות החוב סדרה ז' המגובה בבטוחה, ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב. שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נובע מצמצום עלויות המימון והחשיפה לירידת ערך של קניין TLV, לצד שיפור בפרופיל הפיננסי של החברה (חרף משבר הקורונה).

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ה'	1130467	A1.il	יציב	31.05.2023
ו'	1140607	A1.il	יציב	30.11.2026
ז' *	1140615	Aa3.il	יציב	30.11.2026

* סדרת אגרות חוב ז' מובטחת במשכנתא ראשונה על מספר נכסים.

** לחברה סדרת אג"ח נוספת, סדרה ח', אשר אינה מדורגת ע"י מידרוג.

שיקולים עיקריים לדירוג

- דירוג החברה נתמך במצבת נכסים מניבים בהיקף משמעותי הממוקמת ברובה באזורי ביקוש ומציגה שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן כך ששיעור התפוסה בנכסי החברה, נכון ל-30.09.2020, הינו כ-97%. פיזור השוכרים מושפע לשלילה מחשיפה לשוכר מהותי - יינות ביתן המהווה כ-22% מהכנסות החברה, סיכון החשיפה מתמתן, מאחר ומשקלו היחסי של השוכר הולך ופוחת בשנים האחרונות ועם הגדלת מצבת הנכסים מגמה זו צפויה להימשך, יתרה מכך, אופיים של הנכסים המושכרים על ידי יינות ביתן מעיד על ביקוש גבוה מצד שוכרים פוטנציאליים. סך מאזן החברה, הבולט ביחס לרמת הדירוג, צפוי להסתכם בכ- 6.7-6.9 מיליארד ש"ח בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג ומשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי של החברה.
- הפרופיל הפיננסי של החברה נתמך בשיעור מינוף הולם לרמת הדירוג, הצפוי לנוע בטווח 57%-59% על-פי הערכת מידרוג. רכישת חלק השותפים (50%) החל מיום 31.12.2019 ועלייה ל-100% החזקה בקניין TLV, משפיעה לחיוב על היקף ה-FFO של החברה, על היקפי הפעילות וכן, על יחס כיסוי החוב. מאידך, גדלה החשיפה לסיכונים הקניין הנמצא עדיין בתהליך התייצבות. בנוסף לכך, חיסכון צפוי בהוצאות המימון בעקבות מימונים מחדש וגידול משמעותי בדמי השכירות בתקופת התחזית מהנכס בסייטל כפי שיפורט בהמשך הדוח, תורמים לגידול בהערכת היקף ה-FFO. בהתאם לכך, היקף ה-FFO צפוי לנוע בטווח 180-220 מיליון ש"ח בשנים 2021-2022 על-פי הערכת מידרוג ולאחר תרחישי רגישות שנלקחו בעקבות משבר הקורונה. היקף זה הולם את רמת הדירוג. יחס הכיסוי של החברה חוב פיננסי נטו ל-FFO הולם את רמת הדירוג וצפוי להסתכם בכ- 15-19 שנים על-פי תרחיש הבסיס של מידרוג.
- לחברה גמישות פיננסית ההולמת את רמת הדירוג. כך, נכון ליום 30.09.2020 לחברה היקף נכסים לא משועבדים המסתכמים בכ- 22% ביחס לסך המאזן. גמישות זו, צפויה אף להשתפר בהתאם לתרחיש הבסיס ולהסתכם ב-30%-35% בעקבות שחרור נכסים משועבדים. יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה הסתכם בכ- 51% נכון ליום 30.09.2020 וצפוי לנוע בטווח 40%-45% בעקבות פירעונות חוב מובטח בתקופת התחזית.

- לחברה יתרות נזילות מספקות ביחס לשירות החוב. כך נכון ליום 30.09.2020, יתרות נזילות החברה הינן 543' מ' ש"ח ביחס לשירות חוב (לא מובטח) 235' מ' בשנה השוטפת. יתרות נזילות אלו צפויות לגדול בהתאם לתרחיש הבסיס, בין היתר, בעקבות גיוס אגרות חוב שבוצע במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2020 וכן, לאור גידול בפעילות השוטפת.
- התפרצות נגיף הקורונה בתחילת שנת 2020 למרבית מדינות העולם השפיעה באופן מהותי על כלכלות רבות ברחבי העולם, וכלכלת ישראל ביניהן. יצוין, כי אף בשלב זה לא ניתן להעריך את כלל ההשלכות של התפרצות הנגיף, אולם השפעתו כבר ניכרת בתחומי הנדל"ן השונים. כך, ענף הנדל"ן למסחר הציג חולשה וזאת בנוסף לאתגרים אשר להם היה חשוף עוד טרם משבר הקורונה לאור העלייה בנתח הרכישות המקוונות. ענף המשרדים אף שהינו חשוף למגפת הקורונה מראה יציבות יחסית, אולם החולשה עלולה להתבטא בטווח בינוני ארוך כתוצאה מלחץ כלפי מטה על דמי השכירות, קיטון בפעילות הכלכלית המשקית, אשר תשפיע על סגירת עסקים ואשר תוביל לעלייה בשטחים הפנויים. להרחבה בנושא הנכם מופנים להערת ענף². בהתאם לדוחות הרבעוניים ליום 30.09.2020 של החברה, עיקר ההשפעה של משבר הקורונה על פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב משתקפת בתחום השכרת נדל"ן מניב למטרת מרכזים מסחריים ושטחי מסחר. ביתר פעילותה של החברה, לרבות בתחום הנדל"ן המניב להשכרת משרדים ולוגיסטיקה לא ניכרה השפעה שלילית מהותית, וביחס להשכרת נכסי סופרמרקטים צפויה השפעה חיובית בהיקף לא מהותי. בהתאם, הגדלת ההחזקה של החברה בקניון TLV הגדילה את רמת החשיפה לענף זה, אך לאור פיזור סוגי הנדל"ן בחברה, אין בה כדי לשנות מהותית את הסיכון הענפי בו פועלת החברה.
- נכון ליום 30.09.2020 החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות הן ביחס לאגרות החוב והן ביחס למלווים אחרים. בעקבות משבר הקורונה ואי הוודאות בתוצאות פעילות קניון TLV המושפעת מהטלת מגבלות בהתאם להחלטות הממשלה, קיבלה החברה את הסכמת המלווים לווייתור (WAIVER) על ההתחייבות לעמידה בתניות פיננסיות של NOI מינימלי ויחס חוב ל-NOI במועד שחל ביום 30.06.2020, כך שמועד הבחינה הבא יחול ביום 31.03.2021. בנוסף, החברה הגיעה לסיכום עקרוני עם המלווים למימון מחדש אשר יאפשר לחברה לפרוע חלק מיתרת ההלוואה בפירעון מוקדם. להערכת מידרוג, התנהלות החברה ופירעון צפוי של חלק מהחוב מעידה על יכולת החברה לשפר את עמידתה בתניות הפיננסיות.
- החברה מחזיקה בכ- 63% מהזכויות בפרויקט להקמת מגדל מגורים ומגדל לשימושים מעורבים ברחוב תוצרת הארץ (להלן: "פרויקט תוצרת הארץ") בהיקף כספי, כולל עלות הקרקע, הצפוי לעמוד על כ- 1.3 מיליארד ש"ח (חלק החברה צפוי לעמוד על כ- 850 מיליון ש"ח). לאור התקדמות הפרויקט המציג מכירות מוקדמות, ובהתחשב בהיקף הייזום ביחס להיקף הכולל של פעילות החברה אשר יכול להסתכם לאורך זמן עד כ-12% מתוך סך המאזן לכלל עלות הפרויקט, להערכת מידרוג היקף הייזום אינו משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, גיוס ופירעון שוטף של אגרות חוב והלוואות, מימון מחדש על נכסים, רכישת נכסים מניבים, חלוקת דיבידנד בהיקף של 120 מיליון ש"ח בשנה, תזרים מפעילות שוטפת, מימוש נכסים והמשך השקעה בפרויקט תוצרת הארץ לייזום נכסי משרדים ומגורים. במסגרת תרחיש הבסיס מידרוג ערכה תרחישי רגישות שונים, בין היתר, בנוגע לשחיקה אפשרית בשווי נכסי החברה וכן, בנוגע לשווי נכסים פיננסיים זמינים למכירה הנלקחים בחשבון בנזילות החברה. בהתאם לכך, יחס חוב נטו ל- CAP נטו של החברה צפוי להסתכם בכ- 57%-59% בטווח התחזית ולהלום את רמת הדירוג. תרחיש הבסיס מניח שיפור הדרגתי בתוצאות קניון TLV, חיסכון בהוצאות מימון וגידול משמעותי בדמי השכירות מהנכס בסיאטל, ובהתאם היקף ה- FFO של החברה צפוי להסתכם בכ- 180-220 מיליון ש"ח ויחס חוב נטו ל- FFO צפוי להסתכם בכ- 15-19 שנים בטווח התחזית, יחסים הכוללים את רמת הדירוג.

¹ יתרת הנזילות ליום 30.09.2020 כוללת נכסים פיננסיים זמינים למכירה ומזומנים מוגבלים בחשבון נאמנות לטובת אג"ח מסדרה ח' אשר שוחררו מחשבון הנאמנות לאחר תאריך המאזן

² השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020. הדוח מפורסם באתר של מידרוג: www.midroog.co.il

שיקולים מבניים

בהתאם לנתוני החברה, אגרות החוב סדרה ז' מגובות בבטוחה הכוללת שעבודים על 34 נכסים מניבים בשווי כולל של כ- 748 מיליון ש"ח, נכון ליום 30.09.2020, וסך החוב המובטח בגינם עומד על 590 מיליון ש"ח. מידרוג בחנה את מאפייני הנכסים ורואה בהם בטוחות ברמה גבוהה. מידרוג מגדירה את הבטוחה כחזקה, בין היתר, לאור היות הנכסים המשועבדים בתחום הנדל"ן המניב בישראל, נהנים מתזרים שוטף של הכנסות משכירות, וצפויים לתנודתיות נמוכה יחסית בשווי, מעבר לכך, מאחר והבטוחה כוללת 34 נכסים יש בכך כדי לפזר את הסיכון ולשפר את סחירות הנכסים המקרה של מימוש. בהתאם לכך, מידרוג מניחה תרחיש רגישות של 35-40% לשווי הנכסים המשועבדים בעת מימושם, המוביל ליחס השבה העולה על 70% ביחס לחוב המובטח.

אופק הדירוג

שינוי אופק החברה משלילי ליציב נובע משיפור הפרופיל הפיננסי של החברה, בין היתר, לאור רכישת חלק השותפים (50%) ועלייה ל- 100% החזקה בקניין TLV התורם לגידול בהיקף פעילות החברה ומאפשר צמצום בעלויות המימון המשמעותיות על הלוואת הקניין. בנוסף, ירידות השווי של קניין TLV שהחברה הציגה החל משנת 2017 ועד לשנת 2019 נבלמו, ובמהלך שנת 2020, על אף משבר הקורונה לא נרשמו ירידות ערך נוספות בדוחותיה הכספיים של החברה. כמו כן, צפוי שיפור בגמישות הפיננסית של החברה לאור קיטון בחוב המובטח הבא לידי ביטוי, בין היתר, באמצעות שיפור בשיעור החוב המובטח ביחס לשווי הנדל"ן להשקעה. נציין כי קניין TLV טרם הגיע להתייצבות וכן, חווה שנה מאתגרת בעקבות הטלת מגבלות על פעילותו לאור התפשטות נגיף הקורונה. אף על פי כן, אנו מעריכים כי בעתיד, עם התייצבותו, הכנסותיו יהוו תרומה משמעותית לחברה. אופק הדירוג היציב משקף את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על הפרופיל הפיננסי בהתאם לתרחיש הבסיס.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור משמעותי בנזילות החברה ובגמישותה
- שיפור משמעותי באיתנות החברה לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג או למימוש האופק השלילי:

- אי עמידה בתחזיות בכל הקשור לפעילות קניין TLV ולפרויקט היזום תוצרת הארץ
- שחיקה מהותית באיתנות הפיננסית של החברה וירידה בגמישות הפיננסית
- חריגה משמעותית מתחזיות החברה בכל הקשור לתוצאות הפעילות השוטפת, עלויות המימון והוצאות כלליות

רבע כחול נדל"ן בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח*

31.12.2018**	31.12.2019	30.09.2020	
4,798	6,298	6,644	סך מאזן
1,949	3,180	3,344	חוב פיננסי נטו
46%	55%	54%	חוב נטו / CAP
90	**118	149	היקף FFO LTM
22	**27	22	חוב נטו ל- FFO LTM

* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.
 ** נתוני 2018 וכן FFO לשנת 2019 אינם כוללים עליה לשיעור החזקה של 100% בקניין TLV

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פעילות החברה בענף הנדל"ן המניב בישראל מאופיינת ביציבות תזרימית. מנגד, פעילות החברה בתחום הנכסים המניבים למסחר חושפת את החברה למגמות הגלובליות של השפעת המסחר המקוון ולהשפעת התפרצות נגיף הקורונה

החברה פועלת בעיקר בענף הנדל"ן המניב בישראל בתחומים הבאים: נכסים מניבים מסחריים המושכרים לרשתות מזון; מרכזים מסחריים כאשר הנכס העיקרי הינו קניון TLV; בתחום המשרדים; וכן, בתחום הלוגיסטיקה. מדינת ישראל, המדורגת A1 באופק יציב על-ידי Moody's, מתאפיינת בכלכלה חזקה וביציבות נתונים מאקרו-כלכליים. יצוין כי דירוג ישראל התעדכן לאחרונה מדירוג A1 באופק חיובי לאופק יציב, וזאת בעיקר לאור הגידול בגירעון כתוצאה מהתפרצות הקורונה ואתגרים פיסקליים הנובעים מחוסר יציבות פוליטית. בנוסף, על-פי הערכת Moody's³ בשנת 2020 צפויה צמיחה שלילית בתוצר בשיעור של כ-5.5%, ובשנת 2021 צפויה התאוששות במשק וצמיחה של כ-6%. עפ"י הלמ"ס, בהתאם לנתוני ספטמבר האחרון, שיעור האבטלה עמד בחודש זה על 12.4% (מובטלים ועובדים בחל"ת) ושיעור מחוסרי העבודה עמד על-14.2%.

הטלת מגבלות מחמירות על התקהלויות והנחיות הממשלה לסגירת חנויות ומרכזים מסחריים הובילה לפגיעה בהכנסות החברה ממרכזים מסחריים ואף לפגיעה בשווי ההון של הנכסים. מנגד, מגמות המסחר המקוון התחזקו. מעבר לפגיעה המיידית של המשבר, מידרוג מעריכה כי הפגיעה בכלכלה המקומית והגלובלית עלולה אף להביא למיתון מתמשך, צמצום ההכנסות הפנויות של משקי הבית וירידה בביקושים. בהתאם למידע שהועבר מהחברה, החברה בוחנת מתווה למתן הקלות לשוכרים שפעילותם נפגעה בעקבות מגבלות הסגר שהוטל בהתאם להנחיות הממשלה. להערכת מידרוג, הקניונים הסגורים הינם הנכסים החשופים ביותר לירידת שווי במהלך התקופה של השנה הקרובה שיכולה לנוע בטווח של 5%-10%, כתלות בפעילות הספציפית של הנכס עצמו ובתחזיות מהירות החזרה לשגרה של הנכס בהתאם לנתוני העבר. בטווח הזמן הבינוני תיתכן ירידה של דמי השכירות בחלק מנכסי המסחר וזאת כתלות בתמהיל השוכרים ורמת פגיעתם וחשיפתם להרעה הצפויה בכלכלת ישראל⁴.

מסקירת הרבעון השלישי של ענף המשרדים בישראל בשנת 2020⁵ עולה כי ישנה האטה. מאז תחילת משבר הקורונה, היקף העסקאות בענף נמוך, כך גם היקף ההשקעות בענף לאור חוסר הוודאות, וההערכה היא כי שוק המשרדים יהיה מושפע במידה רבה משיעורי האבטלה. להערכת מידרוג, הפגיעה בתחזיות צמיחה והעליה הצפויה בשיעורי אבטלה אשר עלולה להוביל לירידה בהיקפי פעילות חברות בענפי פעילות שונים עלולים להשליך לשלילה על הביקוש לנכסי משרדים, ובהתאם להוביל לפגיעה במחירים ובשיעורי תפוסה, ובפרט על קושי באכלוס שטחים פנויים להרחבה בנושא הינכם מופנים להערת ענף⁵.

בנוסף לפעילות החברה בענף הנדל"ן המניב, החברה מחזיקה בכ- 63% מהזכויות בפרויקט להקמת מגדל מגורים ומגדל לשימושים מעורבים ברחוב תוצרת הארץ בהיקף כספי, כולל עלות הקרקע, הצפוי לעמוד על כ- 1.3 מיליארד ש"ח (חלק החברה צפוי לעמוד על כ- 850 מיליון ש"ח), כאשר נכון ל-30.09.2020 הושקעו בפרויקט 645 מיליון ש"ח (כ- 405 מיליון ש"ח חלק החברה) בעיקר בגין מרכיבי הקרקע והתכנון. בהתאם לפרסומי החברה, במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2020 ניתן היתר ביסוס ובמהלך הרבעון הראשון של שנת 2021 צפוי להתקבל היתר הבניה. לאור התקדמות הפרויקט המציג מכירות מוקדמות, ובהתחשב בהיקף הייזום ביחס להיקף הכולל של פעילות החברה אשר יכול להסתכם לאורך זמן עד כ-12% מתוך סך המאזן לכלל עלות הפרויקט, להערכת מידרוג היקף הייזום אינו משליך לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה.

³ הדוח מופיע באתר: www.moody's.com

⁴ השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020. הדוח מפורסם באתר של מידרוג: www.midroog.co.il

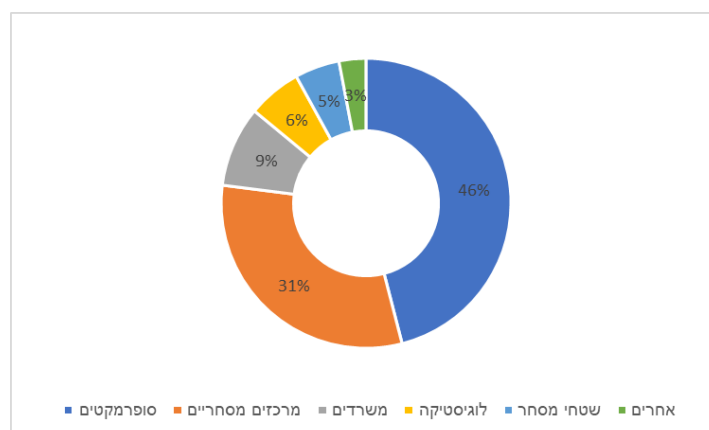
⁵ CBRE- Tel Aviv Office MarketView Q3 2020

מצבת נכסים משמעותית ויציבה לאורך זמן, התמתנות החשיפה לשוכר בודד ושיפור פיזור השוכרים, ומנגד גידול בחשיפה לנכס עיקרי; היקף נכסים הבולט לרמת הדירוג ותורם ליציבות החברה

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב מהיקף הנכסים של החברה המתבטא בסך מאזן של כ- 6.6 מיליארד ש"ח נכון ליום 30.09.2020 וממספר נכסים גבוה יחסית לחברות מקבילות. בהתאם לתרחיש הבסיס המניח, בין היתר, גיוס אגרות חוב, מימון מחדש על נכסים וגידול בפעילותה השוטפת של החברה, סך המאזן צפוי להסתכם בטווח הקצר-בינוני בכ- 6.7-6.9 מיליארד ש"ח ולבלוט לחיוב ביחס לרמת הדירוג.

נכון ל-30.09.2020 לחברה 113 נכסי נדל"ן מניב בפריסה ארצית, הכוללים, סופרמרקטים, מרכזים מסחריים ומשרדים המאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים המסתכמים בכ- 97% ואשר מרביתם ממוקמים באזורי ביקוש במרכז הארץ באופן התומך בפרופיל הסיכון וביציבות התזרים השוטף. ניתן לראות בתרשים 1 מטה פילוח NOI לפי מגזרי פעילות. יש לציין, כי מרבית נכסי החברה מושכרים למספר שוכרים בתחום הקמעונאות כאשר כל נכס מושכר לשוכר בודד באופן המשליך לשלילה על פרופיל הסיכון. עם זאת, לאור רכישת חלק מחוזי חברת מגה על ידי חברת יינות ביתן, ולאחר העלייה בשיעור ההחזקה בקניון TLV ל- 100%, חל שיפור משמעותי בחשיפה לשוכר בודד. השוכר העיקרי, קבוצת יינות ביתן, תורם כ- 22% מכלל הכנסות החברה נכון לתשעה חודשים שהסתיימו ביום 30.09.2020 (לעומת 32% בתקופה המקבילה אשתקד), בנוסף, אופיים של הנכסים המושכרים על ידי יינות ביתן מעיד על ביקוש גבוה מצד שוכרים פוטנציאליים.

תרשים 1: פילוח NOI לפי מגזרי פעילות עבור תשעה חודשים שהסתיימו ביום 30.09.2020:



הגדלת החשיפה לנכס מהותי - קניון TLV - אשר טרם הגיע להתייצבות

הנכס העיקרי של החברה, קניון TLV, מהווה כיום כ- 31% ו- 22% מסך נדל"ן להשקעה ומסך ה- NOI בהתאמה נכון ליום 30.09.2020. הקניון, אשר החל לפעול במהלך 2017, מציג שיפור בתוצאות לצד תהליך התייצבות ממושך, והפחתה בשווי ההוגן לעומת הערכת השווי במועד פתיחתו. כך, שווי הנכס (100%) בספרים הופחת מסך של 1.8 מיליארד ש"ח בשנת 2017 לסך של 1.6 מיליארד ש"ח בשנת 2020. להערכת החברה, התייצבות הקניון, צפויה, בין היתר, כתוצאה מהתייצבות אזור פעילותו, אשר כוללת, השלמת הקמה ואכלוס של מגדלי מגורים ומשרדים באזור הקניון תוך שיפור בנגישות לציבור הרחב (על ידי פיתוח פרויקט הרכבת הקלה). עם זאת, חוסר וודאות לגבי השלכות משבר הקורונה על הכנסות הקניון בטווח הקצר-בינוני משליכים לשלילה על הפרופיל העסקי.

יחס איתנות חוב נטו ל- CAP נטו, היקף התזרים מפעילות שוטפת ויחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO הולמים את רמת הדירוג ותומכים בפרופיל הפיננסי של החברה

נכון ליום 30.09.2020, יחס איתנות חוב נטו ל- CAP נטו מסתכם בכ- 54%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הכולל, בין היתר, תרחישי רגישות ביחס לשווי הנכס החברה, חלוקת דיבידנד בהיקף שנתי של 120 מיליון ש"ח ורכישת נכסים, יחס האיתנות צפוי

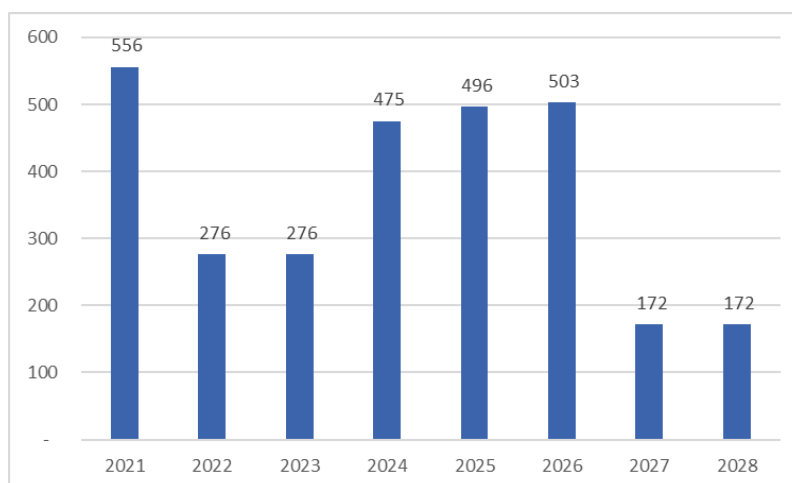
להישחק מעט ולנוע בטווח הזמן הקצר-בינוני בכ- 57%-59%. יחס זה הולם את רמת הדירוג. היקף ה- FFO LTM של החברה הסתכם בכ- 149 מיליון ש"ח נכון ליום 30.09.2020. היקף זה צפוי להערכת מידרוג להשתפר בעקבות גידול ב- NOI כתוצאה מפגיעה מתונה יותר של השלכות משבר הקורונה בשנות התחזית ביחס לשנת 2020 בעיקר בנכס העיקרי של החברה - קניון TLV, גידול בשיעור ההחזקה בחניון גבעון מ- 50% לשיעור של 75% במהלך חודש נובמבר 2020 וכן, גידול משמעותי בהכנסות מדמי השימוש בקרקע בסיאטל. החברה מחזיקה בסיאטל בקרקע עליה פועל טרמינל פטרוכימי ימי ובוחנת את החלופות השונות של השימושים בקרקע. בנוסף, החברה פועלת לקבלת החזקה במקרקעין לעדכון והארכת הרישיונות הרלוונטיים להפעלתם ולמציאת שוכר. סמוך למועד זה, החברה נמצאת בדיונים ובמו"מ בשלבים שונים עם מספר שוכרים פוטנציאליים אשר ככל ויתגבש הסכם תשלום שכר הדירה השנתי צפוי להיות בטווח של כ- 15-11 מיליון דולר. הערכת מידרוג כוללת תרחיש רגישות בנוגע להיקף שכ"ד בתקופת התחזית. בהתאם לכך, היקף ה- FFO צפוי בטווח הזמן הבינוני-ארוך להסתכם בכ- 180-220 מיליון ש"ח. יחס ההולם את רמת הדירוג. נציין כי בנוגע להלוואת קניון TLV העומדת על כ- 868 מיליון ש"ח נכון ליום 30.09.2020, החברה הגיעה במהלך חודש נובמבר 2020 לסיכום עקרוני עם הבנקים המממנים על תנאים למימון מחדש הכוללים פירעון מוקדם של 260 מיליון ש"ח ושיפור תנאי הלוואה ובהתאם לכך, להקטין את עלויות המימון בנוגע להלוואה באופן מהותי. יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO מסתכם בכ- 22 שנים נכון ליום 30.09.2020. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הכולל גידול בהיקף ה- FFO, יחס כיסוי החוב צפוי גם להשתפר ולנוע בטווח הזמן הבינוני-ארוך 15-19 שנים. יחס ההולם את רמת הדירוג.

גמישות פיננסית הכוללת היקף משמעותי של נכסים לא משועבדים, בשילוב יתרות נזילות מספקות, תורמת ליכולת שירות החוב של החברה

נכון ליום 30.09.2020, לחברה היקף משמעותי של כ-1.3 מיליארד נכסים אשר אינם משועבדים המהווים כ- 22% מסך מאזן החברה. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג הכולל מימון מחדש על נכסים ושחרור של נכסים נוספים משעבד, היקף הנכסים שאינם משועבדים מסך המאזן צפוי אף להשתפר ולהסתכם בכ- 30%-35% מסך מאזן החברה וזאת לאחר תרחיש רגישות ביחס לשווי הנכסים. לחברה גמישות נוספת משיעור חוב מובטח ביחס לשווי הנדל"ן להשקעה (LTV) נמוך על הנכסים המסתכם בכ- 51% נכון ליום 30.09.2020. בהתאם לגיוס אגרות החוב שאינן משועבדות במהלך דצמבר 2020 הצפויות לשמש לצורך פירעון הלוואה אשר כנגדה משועבדים נכסים, ובהתאם לתרחיש הבסיס הכולל מימון מחדש על נכסים, שיעור זה צפוי להסתכם בכ- 40%-45%. שיעור ההולם את רמת הדירוג.

לחברה יתרות נזילות מספקות ביחס לשירות החוב. כך, נכון ליום 30.09.2020 יתרת הנזילות הינה ¹543 מיליון ש"ח ביחס לשירות חוב (לא מובטח) 235 מ' בשנה העוקבת. נזילות החברה הינה מספקת ביחס לצרכי שירות החוב הלא מובטח וצפויה אף להשתפר בתקופת התחזית בהתאם לתרחיש הבסיס, כאשר היא מושפעת לחיוב, בין היתר, מגיוס אגרות חוב, גידול בתזרים מפעילות שוטפת, מימון מחדש ומימוש נכסים. מנגד, נזילות החברה צפויה לשמש לפירעון הלוואות וחוב אג"ח, המשך השקעה בפרויקט תוצרת הארץ, חלוקת דיבידנד בהיקף שנתי של כ- 120 מיליון ש"ח ורכישת נכסים. בנוסף, נזילות החברה כוללת תרחיש רגישות ביחס לשווי נכסים פיננסיים זמינים למכירה.

תרשים 2: לוח סילוקין של קרן אגרות החוב, נכון לדצמבר 2020, במיליוני ש"ח



מטריצת הדירוג

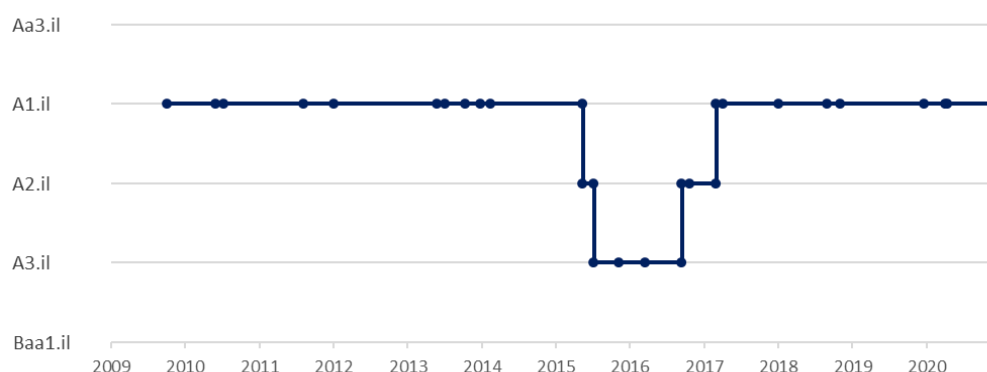
תחזית מידרוג		30.09.2020		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה [1]		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aa.il	6.7-6.9	Aa.il	6.6	סך מאזן מאוחד מורחב בניכוי מקדמות מלקוחות (מיליארד ש"ח)	פרופיל עסקי
A.il	---	A.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
A.il	57%-59%	Aa.il	54%	חוב פיננסי נטו/ CAP נטו	פרופיל סיכון
A.il	180-220	A.il	149	היקף FFO LTM (מיליוני ש"ח)	פרופיל פיננסי
A.il	15-19	A.il	22	חוב פיננסי נטו/ FFO LTM	
A.il	35%-30%	A.il	24%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	45%-40%	Aa.il	51%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	100%	A.il	93%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A1.il				דירוג נגזר	
A1.il				מנפיק וסדרות אג"ח ה' ו-ו'	
Aa3.il				אג"ח סדרה ז'	

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

חברת רבוע כחול נדל"ן התאגדה בדצמבר 2005, במסגרת רה-ארגון בפעילות אלון החזקות, בו הועברה פעילות הנדל"ן של הקבוצה לחברה, במטרה למקד ולפתח פעילות זו. החברה עוסקת בניהול, השכרה, השבחה, איתור וייזום השקעות בתחום הנדל"ן המניב בישראל וכן בתחום הבניה למגורים בישראל, לאחר כניסתה לפרויקט השוק הסיטונאי בחודש יוני 2010 ולפרויקט תוצרת הארץ בחודש אוגוסט 2017. ביום 11.09.2016 נרכשה השליטה בחברת האם 'אלון רבוע כחול ישראל בע"מ' על ידי מר מוטי בן משה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רבוע כחול נדל"ן בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

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

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

29.12.2020	תאריך דוח הדירוג:
09.12.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
07.10.2009	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
רבוע כחול נדל"ן בע"מ	שם יוזם הדירוג:
רבוע כחול נדל"ן 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 ולסיכויי 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 סיכויי 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 וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסית 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 בוזזת 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>