

רבע כחול נדל"ן בע"מ

1 ביוני, 2021

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'A+' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד
350 מיליון ₪ ע.ב.

אנליסט אשראי ראשי:

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

אשת קשר נוספת:

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

מתן דירוג 'ilA+' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 350 מיליון ₪ ע.נ.

בהמשך להודעתנו מיום 31 במאי, 2021, S&P מעלות מודיעה בזאת כי הדירוג 'ilA+' לאיגרות חוב שיונפקו על ידי רבע כחול נדל"ן בע"מ (ilA+/Stable) באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ו' הבלתי מובטחת תקף להיקף של עד 350 מיליון ₪ ע.נ. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת של החברה.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים 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-1 בדצמבר, 2020](#).

רבע כחול נדל"ן בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilA+\Stable	08/11/2016	01/12/2020
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה ז	ilAA-	13/03/2017	01/12/2020
סדרה ח	ilAA-	21/03/2019	01/12/2020
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ה	ilA+	08/11/2016	01/12/2020
סדרה ו	ilA+	13/03/2017	01/12/2020
סדרה ט	ilA+	07/03/2021	07/03/2021
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך			
דצמבר 01, 2020	ilA+\Stable		
נובמבר 09, 2017	ilA+\Negative		
נובמבר 08, 2016	ilA+\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	14:12 01/06/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14:12 01/06/2021		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

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 לדיוקן, 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

1 בדצמבר, 2020

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'A+' ושינוי תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל צפי לעמידה ביחסי הכיסוי והמינוף ההולמים את הדירוג

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
5	תיאור החברה
5	תרחיש הבסיס
6	נזילות
6	התניות פיננסיות
7	התאמות לדירוג
7	ניתוח שיקום חוב
7	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
8	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
8	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
9	רשימת דירוגים

עדכון דירוג

אשרור דירוג 'ilA+' ושינוי תחזית הדירוג ליציבה משלילית בשל צפי לעמידה ביחסי הכיסוי והמינוף ההולמים את הדירוג

תמצית פעולת הדירוג

- בשנה האחרונה הגדילה רבע כחול נדל"ן בע"מ ("החברה") את תיק נכסיה ואת בסיס ה-EBITDA, בעיקר כתוצאה מרכישת השותף בקניון TLV ובחברת המגורים, תוך הקטנת התלות בשוכר בודד (יינות ביתן).
- כמו כן הציגה החברה ביצועיים תפעוליים יציבים במרבית נכסיה גם בתקופת ההגבלות שהוטלו בעקבות התפרצות מגפת הקורונה.
- אנו צופים שמינוף החברה, כמתבטא ביחס החוב לחוב והון העצמי, ימשיך להלום את הדירוג הנוכחי ויעמוד על כ-55%-60% בשנתיים הקרובות, בהתבסס, בין היתר, על תקציב ההשקעות ומדיניות הדיבידנדים שהוצגו לנו.
- אנו צופים כי יחס הכיסוי EBITDA להוצאות המימון ימשיך לעלות על 2.0x וייתמך בביצועיים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים ובירידה בעלות החוב בעקבות מחזור חוב בריביות נמוכות יותר.
- בהתאם לכך, ב-1 בדצמבר, 2020, אשררנו את הדירוג 'ilA+' של חברת רבע כחול נדל"ן בע"מ ושינוי את תחזית הדירוג משלילית ליציבה.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחס חוב לחוב והון עצמי של עד 60% ועל יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2x לאורך זמן, וכן על יציבות תפעולית של פעילות הנדל"ן המניב ועל ההיקף הנוכחי של פעילות הייזום.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

שינוי תחזית הדירוג ליציבה משלילית משקף את הערכתנו כי יחסי הכיסוי והמינוף של רבע כחול נדל"ן ימשיכו להלום את הדירוג הנוכחי והיא תמשיך להציג, גם בתקופת משבר הקורונה, ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים, בתמיכת תמהיל תיק הנכסים שלה ובהתבסס על היקפי הייזום שהוצגו לנו ועל מדיניות הדיבידנדים של החברה.

לאחר שעלה משמעותית בשנת 2019 ל-60.2% בעקבות רכישת השותף בקניון TLV, אנו צופים כי יחס החוב לחוב והון עצמי יהלום את הדירוג הנוכחי ויעמוד על כ-55%-60% בשנים 2020-2022. התחזית שלנו מבוססת על תקציב ההשקעות הצפוי בייזום, כפי שהציגה לנו החברה, ועל מדיניות חלוקת הדיבידנד הקיימת. בסוף הרבעון השלישי של 2020 עמד יחס המינוף על כ-59.5%, מינוף הולם לקבוצת ההשוואה לדעתנו. בתרחיש הבסיס שלנו הנחנו יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים, הנתמך בביצועים יציבים גם בזמן הגבלות הקורונה

ובתמהיל הנכסים של החברה, הכולל, בין היתר, סופרמרקטים במיקומים טובים, מרכזים מסחריים, נכסי משרדים ולוגיסטיקה.

ב-2019 הציגה החברה יחס כיסוי EBITDA להוצאות מימון של כ-2.7x. להערכתנו, גם בהינתן תנודתיות באינפלציה בשנים 2020-2022 החברה תשמור על יחס כיסוי ריבית שהולם את הדירוג הנוכחי, קרי גבוה מ-2.0x. בשל האינפלציה השלילית ב-2020 אנו צופים כי היחס יעמוד השנה על 2.7x-3.1x, שכן כ-60% מהחוב של החברה הוא צמוד מדד ואנו מוסיפים את עלויות המדד להוצאות המימון. השיפור ביחס הכיסוי יתמתן בעקבות ההשפעה השלילית הצפויה של משבר הקורונה על נכסי החברה, הבאה לידי ביטוי בעיקר במרכזים המסחריים. עם זאת, להערכתנו היחס ימשיך להלום את הדירוג גם אם האינפלציה תעלה בהמשך, בשל ציפיותינו להתאוששות מסוימת של המשק החל מ-2021, שתביא לשיפור בביצועי הנכסים המסחריים יחסית לשנת 2020, לחתימה על חוזה חדש בנכס בסיאטל במהלך 2021 ולירידה בעלות החוב הממוצעת בזכות גיוסי החוב בשיעורי ריבית נמוכים שהשלימה החברה בשנה האחרונה.

על אף הפגיעה הצפויה בהכנסות החברה בתחום מרכזי המסחר בשנים 2020-2021 בעקבות מגפת הקורונה, אנו מעריכים כי השפעות שליליות אלו עשויות להתמתן בזכות הגיוון, הפיזור והאיכות של תיק הנכסים של החברה, ששווי כ-5.4 מיליארד ₪ (כולל חלקה בהון של חברות כלולות). איכות תיק הנכסים משתקפת במיקומים מרכזיים של הנכסים ובשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. להבנתנו, בשלב זה אין פגיעה מהותית בשאר מגזרי הפעילות של החברה, ובהם סופרמרקטים, משרדים ולוגיסטיקה, המייצרים יחד כ-65% מה-NOI (net operating income) הכולל שלה. כמו כן, היקף הנכסים הלא משועבדים של החברה עומד על כ-1.3 מיליארד ₪ ומגדיל, להערכתנו, את הגמישות הפיננסית שלה.

מנגד, פרופיל הסיכון העסקי מוגבל להערכתנו בשל חשיפה מהותית לשוכר בודד, יינות ביתן, אם כי חלק ההכנסות משוכר זה ירד בשנים האחרונות לכ-23% מסך ההכנסות (כולל חלק בחברות כלולות) לעומת כ-40% בשנת 2016. יכולתנו להעריך את איכות האשראי של חברת יינות ביתן מוגבלת בשל היותה חברה פרטית לא מדווחת, אך הרעה במצבה, אם תשפיע באופן מהותי על ביצועי החברה, עלולה ליצור לחץ שלילי על הדירוג. כמו כן, לחברה קיימת חשיפה לנכס מהותי, קניון TLV, המהווה כ-26% מסך שווי תיק הנכסים שלה. ברבעון השלישי של 2020 עמד שיעור התפוסה הממוצע של הקניון על כ-89%, נמוך יחסית לקבוצת ההשוואה, לעומת כ-97% בסוף 2019. החברה פועלת להבנתנו לאכלוס השטחים הריקים ואף להגדלת השטחים הניתנים להשכרה, נמצאת במשאים ומתנים מתקדמים עם מספר שוכרים פוטנציאליים וצופה לחתום על הסכמי שכירות במחירים גבוהים יותר בממוצע מההסכמים של השוכרים שעזבו. שיפור בביצועי הקניון, כולל השכרת השטחים הריקים וגידול בתזרים הנובע ממנו, עשוי להערכתנו למתן במידה מסוימת את הסיכון הגלום בחשיפה לנכס ולתמוך בפרופיל הסיכון העסקי.

פעילות הייזום של החברה מתמקדת בעיקר בפרויקט מהותי הכולל הקמת מגדלי משרדים ומגורים ברחוב תוצרת הארץ בתל-אביב, בתקציב כולל של כ-1.34 מיליארד ₪ כולל עלות הקרקע (חלקה של החברה בפרויקט הוא כ-63%). עם זאת אנו מעריכים כי מרבית עלויות הקמת מגדל המגורים ימומנו ממקדמות לקוחות, בהתבסס על התכנית העסקית של החברה, וכשליש מהדירות בפרויקט כבר נמכרו.

נציין כי עדיין קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה. אף כי ישנם דיווחים מעודדים על כך שלפחות חיסון ניסיוני אחד הוא אפקטיבי ועשוי לקבל אישור ראשוני עד סוף השנה, זהו רק צעד ראשון לקראת חזרה לשגרה חברתית וכלכלית. חזרה כזו מצריכה זמינות נרחבת של חיסון יעיל, שייתכן שתתממש באמצע 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.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור החברה על יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-60% ועל יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-2.0x, גם בתקופת משבר הקורונה, תוך שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים של הנכסים. הערכתנו נתמכת בצפי כי הפגיעה בהיקף הפעילות ובייצור התזרימים כתוצאה ממשבר הקורונה תהיה מתונה יחסית, בהתבסס על היקף ההקלות שניתנו לשוכרים ותמהיל תיק הנכסים.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול הרעה ביחסים הפיננסיים של החברה ליחס חוב לחוב והון עצמי גבוה מ-60% או ליחס EBITDA להוצאות מימון נמוך מ-2.0x לאורך זמן, או אם החברה לא תשמור על נזילות הולמת כהגדרתנו. תרחיש זה עשוי להתממש אם ניווכח כי השפעת מגפת הקורונה על ביצועי החברה רחבה ומתמשכת משצפינו. כמו כן, תרחיש זה עשוי להתממש אם החברה תיכנס לפרויקטי ייזום מהותיים נוספים או תבצע רכישת נכסים בהיקף מהותי בלי לבצע פעולות שישמרו על יחס המינוף ברמה ההולמת את הדירוג, אם תחול הרעה במצבו של השוכר העיקרי שתשפיע מהותית על ביצועי החברה או אם יחולקו דיבידנדים מהותיים מעבר לתרחיש הבסיס.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם הפרופיל העסקי של החברה יתחזק, ויכלול הרחבת תיק הנכסים הקיים והפחתה של התלות בשוכר בודד, שיפור בביצועי קניון ה-TLV ומחזור ההלוואה שעל הקניון תוך צמצום עלויות המימון בגינה, במקביל לירידה ביחס החוב לחוב והון עצמי לפחות מ-55% ושמירה על יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-2.0x ועל נזילות הולמת. נשקול פעולת דירוג חיובית גם אם נעריך כי חל שיפור בפרופיל הפיננסי

רבע כחול נדל"ן בע"מ

הכולל ירידה ביחס החוב לחוב והון עצמי אל מתחת ל-50% תוך שמירה על יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-2.4x לאורך זמן, שמירה על פרופיל העסקי הנוכחי וללא גידול מהותי בפעילות הייזום.

תיאור החברה

רבע כחול נדל"ן בע"מ פועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר בתחום הסופרמרקטים והמרכזים המסחריים. כמו כן, לחברה פעילות ייזום למגורים בישראל. ב-30 בספטמבר, 2020, עמד שווי תיק הנכסים המניבים של החברה על כ-5.4 מיליארד ₪ (כולל חלקה בהון של חברות כלולות) ועלות מלאי המקרקעין שלה עמדה על כ-480 מיליון ₪. רבע כחול נדל"ן בע"מ היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסת תל-אביב ומוחזקת על ידי אלון רבע כחול ישראל בע"מ (ilA-/Stable, כ-57%), אשר מוחזקת על ידי מר מרדכי בן משה, שמחזיק גם כ-2% ישירות בחברה. יתר המניות מוחזקות על ידי משקיעים מוסדיים (כ-15%) והציבור (כ-26%).

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- מיתון בכלכלת ישראל בשנת 2020 הכולל התכווצות של כ-5% בתמ"ג ואינפלציה שלילית של כ-0.6%.
- בשנת 2021 צפי להתאוששות שתתבטא בצמיחה של כ-4.5% בתמ"ג ושיעור אינפלציה של כ-0.5%.
- גידול של כ-35%-40% בהכנסות בשנת 2020, בעיקר כתוצאה מרכישת השותף והאיחוד המלא של קניון TLV מתחילת 2020. גידול זה יתמתן חלקית בשל ההקלות שניתנו לשוכרים עד כה והנחתנו לפגיעה נוספת ב-NOI ברבעון האחרון של השנה בשל משבר הקורונה. גידול של כ-5%-10% בהכנסות של תיק הנכסים המניב בישראל ב-2021.
- קיטון בהכנסות משכירות בנכס בסיאטל בשנת 2020 בעקבות סיום חוזה השכירות, וחתימה על חוזה חדש בנכס לקראת אמצע 2021.
- שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים, בין היתר שיעור תפוסה יציב גבוה מ-95%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- השקעות נטו של 30-60 מיליון ₪ לשנה, בעיקר בפרויקט הייזום בתוצרת הארץ. חלק ניכר מעלויות הבנייה של מגדל המגורים ימומנו ממקדמות מלקוחות, ותחילת ההכרה בהכנסות מהפרויקט צפויה בשנת 2021.
- חלוקות דיבידנד שנתי של כ-100-180 מיליון ₪, בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה.
- עלות מימון ממוצעת של כ-2.5%-3.5% הכוללת את הנחת האינפלציה שלנו.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, היחסים המתואמים חזויים להיות כדלקמן:

- יחס EBITDA להוצאות מימון של 2.3x-3.1x בשנים 2020-2022
- יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-55%-60% בשנים 2020-2022

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, בעיקר בשל מימון טווח קצר שנלקח לצורך רכישת הקרקע בפרויקט תוצרת הארץ. יחד עם זאת, יתרת המזומנים הגבוהה ונכסים לא משועבדים בשווי של כ-1.3 מיליארד ₪ מקנים להערכתנו לחברה גמישות פיננסית טובה שתאפשר לה למחזר חוב קיים במידת הצורך. יש לציין כי בסוף 2021 חל מועד הפירעון של הלוואת קניין TLV בסכום של כ-868 מיליון ₪. להבנתנו, החברה כבר בוחנת אפשרויות להארכה או מימון מחדש של ההלוואה בטווח הקרוב.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 באוקטובר, 2020, הם:

- מזומנים ושווי מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בסך כ-543 מיליון ₪*.
 - תזרים מפעילות שוטפת בסך כ-120-130 מיליון ₪ (בניכוי ריבית ומס תזרימיים ובתוספת דיבידנדים מכלולות)
 - תמורה מהרחבת סדרת אג"ח ח' בהיקף של כ-150 מיליון ₪* (הושלם).
- ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:
- חלויות שוטפות של איגרות חוב בסך כ-77.5 מיליון ₪.
 - פירעון חוב בנקאי לזמן קצר בסך כ-395 מיליון ₪, בעיקר הלוואה למימון רכישת הקרקע בפרויקט תוצרת הארץ.
 - הוצאות הוניות (capex) של כ-2 מיליון ₪ בנכסים קיימים.
 - השקעות של כ-30-40 מיליון ₪ בפיתוח.
- *יתרת המזומנים כוללת פיקדון בחשבון נאמנות בסך של כ-112 מיליון ₪ אשר ישתחרר לאחר שעבוד נכסים לטובת מחזיקי סדרת אג"ח ח'. כמו כן, תמורת ההנפקה שבוצעה באוקטובר 2020 כחלק מהרחבת סדרת אג"ח ח' תישאר בפיקדון בחשבון נאמנות עד שחברה תשעבד נכסים נוספים לטובת מחזיקי האג"ח.

התניות פיננסיות

נכון ל-30 בספטמבר, 2020, לחברה מספר התניות לבעלי האג"ח ולמלווים פיננסיים. להבנתנו, החברה עומדת בהן עם מרווח הולם, למעט מרווח מצומצם בהתניות של ההלוואה בקניין TLV לעמידה ב-NOI מינימלי וביחס חוב ל-NOI מקסימלי. מועד הבחינה הבא יחול ב-31 במרץ, 2021. הפרת יחסים פיננסיים אלו ניתנת לריפוי, בתנאים מסוימים, על ידי הזרמת כספים לחברת הקניין. החברה בוחנת אפשרויות למימון מחדש של הלוואה בטווח הקצר, אשר בין היתר עשוי לשפר את העמידה בהתניות אלו. כמו כן, להבנתנו, החברה נמצאת במשאים ומתנים עם שוכרים פוטנציאליים לאכלוס השטחים הריקים בקניין, אשר עשוי גם הוא להגדיל את המרווח בהתניות.

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 את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוף) אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של רבע כחול נדל"ן המובטחות בשעבוד ראשון על נכסי נדל"ן (סדרות ז' ו-ח'). 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 את הדירוג 'ilA+', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של רבע כחול נדל"ן (סדרות ה', ו'). 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 גדול של נכסים בלתי משועבדים (כ-1.3 מיליארד ₪).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלה הישראלית ועלייה משמעותית בשיעור האבטלה ובשיעור הריבית יובילו לירידה חדה בצריכה הפרטית ובהשקעות ולירידה בביקוש לשטחים מסחריים.
- שווי נכסי הנדל"ן המניב בעת מימוש יקטן בכ-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.
- במסלול ההתדרדרות ההיפותטי החברה תשתמש 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-3.36 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-3.2 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-2.23 מיליון ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-1.48 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הבלתי מובטח: כ-753 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי סדרות האג"ח המובטחות, בהתחשב בשווי הבטוחות הספציפיות והשתתפות לפי חלקן בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-1.2 מיליארד ₪
- סך חוב בסדרות האג"ח המובטחות: כ-1.375 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח המובטחות (סדרות ז', ח'): 70%-90%
- סך החוב הלא מובטח (סדרות האג"ח הלא מובטחות ויתרת האג"ח המובטחות שלא כוסתה על ידי הבטוחות הספציפיות): כ-1.3 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב הבלתי מובטח (סדרות אג"ח ה', ו'): 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: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 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](#), 7 באוגוסט, 2020
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים

רבע כחול נדל"ן בע"מ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilA+\Stable	08/11/2016	25/11/2019
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה ז	ilAA-	13/03/2017	25/11/2019
סדרה ח	ilAA-	21/03/2019	25/11/2019
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ה	ilA+	08/11/2016	25/11/2019
סדרה ו	ilA+	13/03/2017	25/11/2019
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך			
דצמבר 01, 2020	ilA+\Stable		
נובמבר 09, 2017	ilA+\Negative		
נובמבר 08, 2016	ilA+\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	01/12/2020 09:27		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	01/12/2020 09:27		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

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 יישמש 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 האכזת 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 כ"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 אמנים 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 השעיה 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 מהחתמים 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.