

רבע כחול נדל"ן בע"מ

6 בינואר 2022

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד
550 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 'ilAA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 550 מיליון ₪ ע.נ.

בהמשך להודעתנו מיום 5 בינואר 2022, S&P מעלות מודיעה בזאת כי הדירוג 'ilAA-' לאיגרות חוב שיונפקו על ידי רבע כחול נדל"ן בע"מ (ilAA-/Stable) באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ט' הבלתי מובטחת תקף להיקף של עד 550 מיליון ₪ ע.נ. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת של החברה.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו [דוח דירוג מ-15 בנובמבר 2021](#).

רבע כחול נדל"ן בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilAA-\Stable	08/11/2016	15/11/2021
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה ז	ilAA	13/03/2017	15/11/2021
סדרה ח	ilAA	21/03/2019	15/11/2021
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ה	ilAA-	08/11/2016	15/11/2021
סדרה ו	ilAA-	13/03/2017	15/11/2021
סדרה ט	ilAA-	07/03/2021	15/11/2021
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך			
נובמבר 15, 2021	ilAA-\Stable		
דצמבר 01, 2020	ilA+\Stable		
נובמבר 09, 2017	ilA+\Negative		
נובמבר 08, 2016	ilA+\Stable		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	12:25 06/01/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	12:25 06/01/2022		
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

15 בנובמבר, 2021

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'AA' בשל צפי לשיפור נוסף בפרופיל הפיננסי לצד המשך שיפור בביצועים התפעוליים; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

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

אשת קשר נוספת:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmuter@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	תרחיש הבסיס
5	נזילות
6	התניות פיננסיות
6	התאמות לדירוג
6	ניתוח שיקום חוב
6	שיקולים עיקריים
7	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
7	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
8	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
9	רשימת דירוגים

עדכון דירוג

העלאת דירוג ל-'ilAA' בשל צפי לשיפור נוסף בפרופיל הפיננסי לצד המשך שיפור בביצועים התפעוליים; התחזית יציבה

תמצית פעולת הדירוג

- בשנה האחרונה הציגה רבע כחול נדל"ן בע"מ ("החברה") ביצועיים תפעוליים יציבים במרבית נכסיה גם בתקופת ההגבלות שהוטלו בעקבות מגפת הקורונה, תוך הקטנת החשיפה לשוכר מהותי (יינות ביתן) ושיפור בביצועי קניין TLV.
- כמנ כן, החברה רשמה רווחי שיערוך מהותיים ברבעון השני של 2021 אשר הובילו לירידה במינוף, כמתבטא ביחס החוב לחוב והון העצמי, לכ-56.8% בסוף יוני 2021 לעומת כ-60% בסוף 2020.
- אנו צופים שמינוף החברה ימשיך לרדת ל-55% וישמר יציב ברמה זו, בהתבסס, בין היתר, על המשך יצירת FFO (funds from operations) איתנים, על מימוש פוטנציאלי של כתבי אופציה, הנמצאים "בתוך הכסף" נכון למועד דוח זה, על תקציב ההשקעות ועל מדיניות הדיבידנדים שהוצגו לנו ונתמכת בהחלטת דירקטוריון החברה לאמץ יעד מינוף פיננסי שלא יעלה על 55%.
- אנו צופים כי יחס הכיסוי EBITDA להוצאות המימון ימשיך לעלות על 2.0x בממוצע לאורך זמן, גם כולל ציפיותינו לאינפלציה בשנים הקרובות, וייתמך בביצועיים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים ובירידה בעלות החוב בעקבות מחזור חוב בריביות נמוכות יותר שנעשה בשנים האחרונות.
- בהתאם לכך, ב-15 בנובמבר, 2021, העלינו את דירוג המנפיק של רבע כחול נדל"ן בע"מ, הפועלת בעיקר כחברת נדל"ן מניב בישראל, לדירוג 'ilAA' מדירוג 'ilA+'. כמו כן העלינו את דירוג הסדרות המובטחות בנכסי נדל"ן מניב (סדרות ז' ו-ח') לדירוג 'ilAA' מדירוג 'ilAA-' ואת דירוג הסדרות הלא מובטחות (סדרות ה', ו' ו-ט') לדירוג 'ilAA-' מדירוג 'ilA+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 חודשים הקרובים תשמור החברה על היחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי, על הביצועים התפעוליים של תיק הנכסים ועל ההיקף הנוכחי של פעילות הייזום.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

העלאת הדירוג נובעת משיפור בפרופיל הפיננסי אף מעבר לציפיותינו הקודמות, מהקטנת החשיפה לשוכר מהותי ומשיפור בביצועי קניין TLV, תוך ביצועים תפעוליים יציבים של יתר תיק הנכסים. התלות בשוכר מהותי ירדה לכ-20% נכון לרבעון השני של 2021 (כולל חלק החברה בנכסי חברות כלולות) מכ-24% בשנת 2020 וכ-40% בשנת 2016. ירידה זו נבעה בעיקר מהצמיחה בהכנסות החברה ומהחלפת

רבע כחול נדל"ן בע"מ

השוכר המהותי בשוכר אחר במרכז הלוגיסטי בקיבוץ אייל. כמו כן, החשיפה קטנה בעקבות רכישת השליטה ביינות ביתן על ידי חברות ציבוריות עם שקיפות ואיתנות פיננסית גבוהה, להערכתנו, אלקטרה מוצרי צריכה (1970) בע"מ (ilAA-/Stable) וחברות מקבוצת הפניקס.

במקביל חל שיפור בביצועי קניון TLV, המהווה כ-26% משווי תיק הנכסים של החברה, כתוצאה מטיוב שוכרים ועלייה בדמי השכירות הממוצעים, שהביאו לגידול ב-NOI (net operating income) לקצב שנתי של כ-80 מיליון ש"ח (על בסיס הרבעון השני של 2021) מכ-65 מיליון ש"ח ב-2020 וכ-71 מיליון ש"ח ב-2019, וזאת למרות הירידה בשיעור התפוסה לעומת השנתיים האחרונות. שיעור התפוסה של הקניון עמד על כ-83% בממוצע ברבעון השני של 2021, נמוך יחסית לקבוצת ההשוואה, אך להבנתנו החברה ממשיכה לפעול לאכלוס השטחים הפנויים 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. כמו כן, בתחילת 2021 פרעה החברה את יתרת הלוואת הקניון בסכום כולל של כ-860 מיליון ש"ח שנשאה ריבית גבוהה ביחס לעלות החוב הממוצעת של החברה, מהלך הצפוי להשפיע לחיוב על ה-FFO שלה. השיפור בביצועי הקניון והגידול בתזרים הנובע ממנו ממתנים להערכתנו את הסיכון הגלום בחשיפה לנכס מהותי ותומכים בפרופיל הסיכון העסקי.

ברבעון השני של 2021 רשמה החברה רווחי שיערוך מהותיים (כ-340 מיליון ש"ח, מתוכם כ-150 מיליון ש"ח מתוכם בגין הקניון), שנבעו בעיקר מהפחתת שיעורי ההיוון, מעלייה ריאלית בדמי השכירות ומעליית מדד המחירים לצרכן. בעקבות כך ירד המינוף של החברה, כמתבטא ביחס חוב לחוב והון העצמי של כ-56.8% ביוני 2021 לעומת כ-60% בשנת 2020. אנו צופים שמינוף החברה ימשיך לרדת לכיוון ה-55% ויישמר ברמה זו בטווח הקרוב-בינוני. ציפייתנו מתבססת, בין היתר, על המשך יצירת FFO איתנים על ידי החברה, ממימוש פוטנציאלי של כתבי אופציה הנמצאים "בתוך הכסף" נכון למועד דוח זה, בתמורה כוללת של כ-156 מיליון ש"ח (חלקו של בעל השליטה, עם תמורה של כ-25 מיליון ש"ח, תמומש ב-2021, על פי המידע שנמסר מהחברה), ועל תקציב ההשקעות ומדיניות הדיבידנדים שהוצגו לנו. כמו כן, ציפייתנו נתמכת בהחלטת דירקטוריון החברה מה-19 באוגוסט, 2021, לאמץ יעד פיננסי לפיו יחס המינוף, כהגדרתנו, לא יעלה לאורך זמן על 55%, יחס ההולם לדעתנו את הדירוג הנוכחי.

ב-2020 הציגה החברה יחס כיסוי EBITDA להוצאות מימון של כ-3.5x, בין היתר בשל האינפלציה השלילית והעובדה שאגרות החוב של החברה, המהוות את מרבית החוב הפיננסי שלה, צמודות למדד. מאידך, אנו צופים שחיקה ביחס הכיסוי בשנת 2021 לכ-1.6x-1.9x, בעיקר בשל אינפלציה גבוהה והיקף אג"ח גבוה בהשוואה לשנים האחרונות (נציין כי החברה שומרת על היקף מזומנים ושווי מזומנים מהותי לצורך פירעונות האג"ח המהותיים). בטווח הבינוני אנו צופים כי יחס ה-EBITDA להוצאות מימון יעלה מעל 2.0x, גם בהינתן סביבת אינפלציה דומה. להערכתנו, יחס כיסוי הריבית ייתמך בהמשך שיפור בביצועים התפעוליים, בפירעונות האג"ח הקרובים ובירידה בעלות החוב בעקבות מחזור חוב בריביות נמוכות יותר שנעשה בשנים האחרונות.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 חודשים הקרובים יעמוד יחס החוב לחוב והון עצמי של החברה על 55% ומטה, ויחס ה-EBITDA להוצאות מימון יעלה על 2.0x בממוצע לאורך זמן, תוך שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים של הנכסים ועל נזילות הולמת. אלו היחסים שאנו רואים כהולמים את הדירוג הנוכחי. ציפיותינו מתבססות על החלטת הדירקטוריון לאמץ יעד מינוף פיננסי שלא יעלה על 55%, וכן על תכנית ההשקעות והדיבידנדים כפי שהוצגה לנו. שינוי בדירוג חברת האם, אלון רבע כחול ישראל בע"מ (ilA-/Positive) עשוי להשפיע גם הוא על דירוג החברה.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג שלילית אם נסבור שהחברה אינה מסוגלת לעמוד ביחסים הפיננסיים שהצגנו לעיל על בסיס קבוע. תרחיש זה עשוי להתממש, לדוגמא, 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 יחולקו דיבידנדים מהותיים מעבר לתרחיש הבסיס או אם האינפלציה תהיה גבוהה מהותית מציפיותינו ותביא לשחיקה קבועה ביחס כיסוי הריבית.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור באיכות ופיזור תיק הנכסים ובגודלו במקביל לשיפור ביחס החוב לחוב והון עצמי כך שיירד מתחת ל-50% ויחס ה-EBITDA להוצאות מימון יעלה מעל 3.0x, על בסיס קבוע.

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 ביוני, 2021, עמד שווי תיק הנכסים המניבים של החברה על כ-5.9 מיליארד ₪ (כולל חלקה בנכסי חברות כלולות) ועלות מלאי המקרקעין שלה עמדה על כ-440 מיליון ₪. 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%). רבע כחול נדל"ן בע"מ היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסת תל-אביב ומוחזקת על ידי אלון רבע כחול ישראל בע"מ (ilA-/Positive, כ-58.42%), אשר מוחזקת על ידי מר מרדכי בן משה, שמחזיק גם כ-1.86% ישירות בחברה. יתר המניות מוחזקות על ידי משקיעים מוסדיים (21.95%) והציבור (17.77%).

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צפי להתאוששות בכלכלת ישראל ב-2021, שתבטא בצמיחה של כ-5% בתמ"ג ובשיעור אבטלה של כ-6%. המשך השיפור ב-2022 שיתבטא בצמיחה של כ-4% בתמ"ג, אינפלציה של כ-1.2% וירידה בשיעור האבטלה לכ-5.5%.
- צמיחה שנתית של כ-5-7% ב-NOI מנכסים קיימים בשנים 2021-2022 המשקפת, בין היתר, המשך התאוששות מהשפעות מגפת הקורונה, גידול ב-NOI בקניון TLV ובחניון הסמוך, והצמדת דמי השכירות למדד המחירים.
- הכרה בהכנסות ורווחים של פרויקט הייזום למגורים לפי התקדמות שיעורי הביצוע והשיווק. אנו צופים הכרה ברווח גולמי של כ-30-50 מיליון ₪ בשנים 2021-2022.
- שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים, בין היתר שיעור תפוסה יציב גבוה מ-95%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- השקעות של 250-320 מיליון ₪ בשנים 2021-2022, בעיקר ברכישת נכסים חדשים ובפרויקט הייזום בתוצרת הארץ. חלק ניכר מעלויות הבנייה של מגדל המגורים ימומנו ממקדמות מלקוחות.
- חלוקת דיבידנד שנתי של כ-120-180 מיליון ₪, בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה.
- עלות מימון ממוצעת של כ-3%-4% הכוללת את הנחת האינפלציה שלנו.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, היחסים המתואמים חזויים להיות כדלקמן:

- יחס EBITDA להוצאות מימון של 1.6x-1.9x בשנת 2021 ושל 2.2x-2.6x בשנת 2022.
- יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-55%-56% בשנת 2021 ושל כ-55% בשנת 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 אג"ח גבוה בשנה הקרובה, אולם נזילות החברה נתמכת ביתרות מזומנים ושווי מזומנים גבוהות, בגמישות פיננסית טובה הנובעת מהיקף גבוה של נכסים לא משועבדים, בשווי של כ-3.5 מיליארד ₪ (עם השלמת הליך הסרת השעבודים לאחר פירעון הלוואת קניון TLV), בייצור תזרימי מזומנים איתנים ובנגישות טובה למגוון מקורות מימון.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהתחילו ב-1 ביולי, 2021, הם:

- מזומנים ושווי מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בסך כ-1.12 מיליארד ₪.
- תזרים מפעילות שוטפת בסך כ-170-190 מיליון ₪ (בניכוי ריבית ומס תזרימיים ובתוספת דיבידנדים מכלולות).

- תמורה מהרחבת סדרות אג"ח ו' ו-ח' בהיקף של כ-815 מיליון ₪* (הושלם).
 - ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:
 - חלויות שוטפות של איגרות חוב בסך כ-1.17 מיליארד ₪.
 - חוב בנקאי לזמן קצר וחלויות שוטפות בסך כ-288 מיליון ₪.
 - השקעות בנכסים בהיקף של כ-20-30 מיליון ₪.
 - חלוקת דיבידנדים של כ-120-150 מיליון ₪ (כ-60 מיליון חולקו בפועל ביולי 2021).
- *תמורת ההנפקה שבוצעה באוקטובר 2021 כחלק מהרחבת סדרת אג"ח ח' תישאר בפקדון בחשבון נאמנות עד שחברה תשלים את רישום השיעבודים על נכסים נוספים לטובת מחזיקי האג"ח.

התניות פיננסיות

נכון ל-30 ביוני, 2021, 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: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מעלים את דירוג הסדרות המובטחות בנכסי נדל"ן מניב (סדרות ז' ו-ח') של רבע כחול נדל"ן לדירוג 'ilAA' מדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוץ') 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 מעלים את דירוג הסדרות הלא מובטחות (סדרות ה', ו' ו-ט') של רבע כחול נדל"ן לדירוג 'ilAA' מדירוג 'ilA+'. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.
- אנו מניחים כי סדרות אג"ח ז' ו-ח' ייהנו, בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, גם מחלוקת השווי הפנוי שיישאר לכיסוי החוב הבלתי מובטח, פארי פאסו עם סדרות האג"ח הלא מובטחות.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- 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 יקטן בכ-40% בהתחשב באיכות ובמיקום הנכסים, בחשיפה לשוכר בודד מהותי ובצורך במימוש מהיר של הנכסים בתרחיש חדלות פירעון.
- שווי הנדל"ן בפיתוח יקטן בכ-50%, בהתחשב במועד ההשלמה הצפוי, בהון הדרוש להשקעה ובהיקף הבנייה הספקולטיבי בפרויקטים.
- במסלול ההתדרדרות ההיפותטי החברה תשתמש בירת 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-3.64 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-3.46 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-2.43 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-675 מיליון ₪
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הבלתי מובטח: כ-1.76 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי סדרות האג"ח המובטחות, בהתחשב בשווי הבטוחות הספציפיות והשתתפות לפי חלקן בשווי הפנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-1.3 מיליארד ₪
- סך החוב בסדרות האג"ח המובטחות: כ-1.48 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח המובטחות (סדרות ז', ח'): 70%-90%
- סך החוב הלא מובטח (סדרות האג"ח הלא מובטחות ה', ו' ו-ט', ויתרת האג"ח המובטחות שלא כוסתה על ידי הבטוחות הספציפיות): כ-2.81 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב הבלתי מובטח (סדרות אג"ח ה', ו' ו-ט'): 50%-70%
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה קרובה של סדרות האג"ח.

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 90-98 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
- [מתודולוגיה - כללי: סיכונים אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי \(ESG\)](#), 10 באוקטובר, 2021
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 10 בנובמבר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

רצוע כחול נדל"ן בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilAA-\Stable	08/11/2016	01/12/2020
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u> סדרה ז סדרה ח	ilAA ilAA	13/03/2017 21/03/2019	01/12/2020 01/12/2020
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה ה סדרה ו סדרה ט	ilAA- ilAA- ilAA-	08/11/2016 13/03/2017 07/03/2021	01/12/2020 01/12/2020 07/03/2021
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך נובמבר 15, 2021 דצמבר 01, 2020 נובמבר 09, 2017 נובמבר 08, 2016	ilAA-\Stable ilA+\Stable ilA+\Negative ilA+\Stable		
פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יוזם הדירוג	12:58 15/11/2021 12:58 15/11/2021 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.