



ר בד בע"מ

דו"ח מעקב שנתי ו ינואר 2011

1

מחבר:

נדב גורן - אנליסט
nadav@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמונכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

רבד בע"מ

אופק דירוג: שלילי	דירוג: Baa2	דירוג סדרה
-------------------	-------------	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרת אג"ח יג' של חברת רבד בע"מ (להלן: "החברה", "רבד"), מדירוג Baa1 לדירוג Baa2 והותרת האופק השלילי.

סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	עג ליום 30.9.10 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2014	204,996	מדד	6.1%	184,249	27/12/2007	5260039	אג"ח יג'

* לאחר תאריך זה פרעה החברה תשלום אג"ח בהיקף של כ- 40 מיליון ₪

הורדת הדירוג נובעת, בין היתר, מרמת מינוף גבוהה, הן ברמת הנכסים והן ברמת החברה, באופן שמביא את החברה לרשום יחסי איתנות ויחסי כיסוי חוב אשר אינם תואמים את רמת הדירוג Baa1; רמת המינוף הגבוהה במספר נכסים משמעותיים עלולה לחייב את החברה - במידה ולא יסתייע בידה לממש נכסים אלו קודם - להזרים הון עצמי בהיקפים משמעותיים במועדי פירעון ההלוואות שכנגדם (הצפויים בחלקם הגדול בשנת 2012), לצורך ביצוע מימון מחדש או לחילופין, לשמוט נכסים. בעוד שביצוע מימון מחדש יביא לפגיעה ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה, השמטת נכסים תביא לקיטון התזרים הפרמננטי מפעילות (FFO) ולמחיקה אפשרית של הון עצמי.

הותרת אופק הדירוג שלילי נובעת מכך שלהערכת מידרוג, על מנת להתמודד עם האתגרים המימוניים הצפויים לחברה בטווח הקצר והבינוני, על החברה יהיה לגייס הון עצמי. במידה והחברה לא תגייס במהלך החודשים הקרובים הון בהיקף משמעותי, ייתכן ותבוצע הורדת דירוג נוספת לחברה. מנגד, גיוס הון משמעותי עשוי להביא לייצוב החברה ברמת הדירוג הנוכחית.

החברה רושמת רמת מינוף גבוהה על נכסיה המניבים ותזרים FFO נמוך ביחס להיקף החוב

נכון למועד הדוח, מחזיקה החברה ב- 2 נכסים מניבים בישראל וכן ב- 11 נכסים מניבים הממוקמים בקנדה (2 נכסים), גרמניה (3) שוויץ (3) אנגליה (2) ואירלנד (1). נכסי החברה בישראל (וכן החזקה בני"ע סחירים) משועבדים כנגד מסגרות אשראי מאושרות לז"א ונכסי החברה בחו"ל משועבדים כנגד הלוואות Non-Recourse. רמת המינוף על נכסי החברה בחו"ל הינה גבוהה ועומדת, נכון ליום 30.9.2010, על LTV ממוצע של כ- 82%. עם זאת, קיימת שונות ברמת המינוף של הנכסים ובעוד שבקנדה שיעור ה- LTV סביר יחסית ועומד בד"כ על כ- 60%-70%, במספר נכסים באירופה שיעורי המינוף גבוהים ביותר ולעיתים אף עולים על 90%. רמת המינוף הגבוהה הינה פועל יוצא של אסטרטגיית החברה לרכישה ממונפת של נכסים והשגת תשואה גבוהה על ההון, אך גם כתוצאה מהפחתות שווי משמעותיות שבוצעו בנכסים. הפחתות השווי בוצעו הן כתוצאה מהמיתון הכלכלי העולמי והעלייה בשיערי ההיוון המקובלים, והן כתוצאה מבעיות ספציפיות ב- 2-3 מנכסי החברה ובהן עזיבת שוכרים מהותיים וירידה בדמי השכירות למ"ר. רמת המינוף הגבוהה על הנכסים מביאה לכך שהחברה מייצרת תזרים פרמננטי (FFO) מפעילות (הנאמד על ידי מידרוג - טרם מימוש הנכסים בקנדה, כפי שיוסבר להלן, בכ- 31 מיליון ₪ בשנה), בהיקף אשר הינו נמוך ביחס לרמת החוב של החברה, ומגלם יחס כסוי חוב ל- FFO של כ- 75-80. כמו כן, רושמת החברה יחסי איתנות נמוכים, הן ביחס חוב ל- CAP והן ביחס הון עצמי למאזן, אשר עומדים, נכון ליום 30.9.2010, על כ- 87% ו- 10%, בהתאמה.

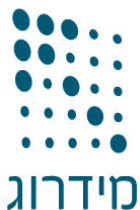
מימוש נכסים בקנדה יסייע לחברה לענות על צורכי הנזילות בטווח הקצר

ביום 27 בינואר הודיעה החברה, כי הושלמה עסקה למכירת 3 מ- 5 נכסיה בקנדה. מכירת נכסים אלו, אשר תיצור לחברה תזרים עודף (לאחר תשלום מס ופירעון החוב בגין הנכסים) בהיקף של כ- 47 מיליון ₪, תגדיל את נזילות החברה ותסייע לה לעמוד בצורכי שירות החוב והפעילות השוטפת בטווח הקצר. עם זאת, מכיוון שרמת המינוף על הנכסים בקנדה הינה נמוכה יחסית, מכירתם של הנכסים תביא לקיטון בהיקף תזרים ה- FFO שהחברה תייצר מפעילות. ירידה זו תקוזז בחלקה מתזרים שיניבו 2 נכסים שנרכשו לאחרונה ע"י החברה, הכוללים מקבץ מרכזים מסחריים בשוויץ וקרע באירלנד עליה עתידה לקום חנות בשטח של כ- 4,300 מ"ר. להערכת מידרוג, בעקבות מהלכים אלו צפוי לקטון תזרים ה- FFO השנתי ולהסתכם בכ- 28 מיליון ₪.

יכולת החברה לעמוד בלוח בסילוקין הצפוי בטווח הבינוני - ארוך תלויה ביכולתה לגייס הון ולמחזר חובות

נכון ליום 30.9.2010, עומד היקף החוב של החברה (כולל חלקה היחסי בחובות שכנגד מספר נכסים, המוצגים בדוחות כאקוויטי) על כ- 2.3 מיליארד ₪. עיקר החוב כולל הלוואות מסוג Non Recourse בהיקף של כ- 1.95 מיליארד ₪ אשר ניתנו כנגד שיעבוד נכסים מניבים וכן חוב אג"ח בהיקף של כ- 200 מיליון ₪, אשר נכון למועד הדוח, החברה פרעה כ- 40 מיליון ₪ מתוכו.

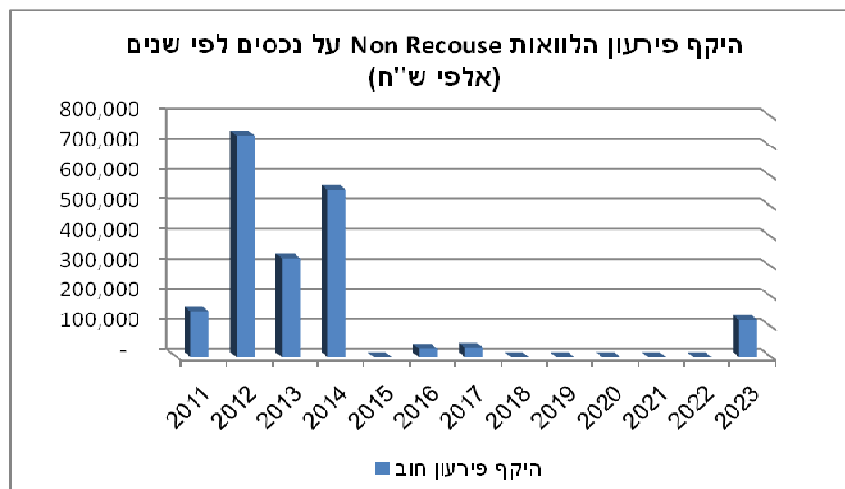
החברה תידרש לבצע בשנים הקרובות מימון מחדש למרבית הלוואות מגובות הנכסים, בהיקף אשר יגיע לשיא בשנת 2012 של למעלה מ- 700 מיליון ₪. מכיוון שרבים מנכסי החברה ממונפים בשיעורים גבוהים, במידה שלא יסתייע ביד החברה לממש נכסים אלו טרם מועד פירעון הלוואות, היא עלולה להידרש להזרים הון עצמי במועדי הפירעון, על מנת לבצע מימון מחדש הלוואות. מידרוג מעריכה כי היקף הזרמת הון עשוי להסתכם בכ- 150-200 מיליון ₪. מכיוון



שההלוואות מגובות הנכסים הן, כאמור, מסוג Non Recourse, בפני החברה עומדת גם האפשרות לשמוט נכסים לטובת הבנק המממן. על אף היתרון התזרימי הגלום, במקרים מסוימים, בשמיטת נכסים, מידרוג מעריכה כי לביצוע מהלכים מסוג זה עלולות להיות השלכות פיננסיות שליליות לחברה, כגון ירידה בהיקף התזרים השירי מהנכסים, מחיקת הון עצמי וכד'. בנוסף, למהלכים מעין אלו עלולות להיות השלכות שליליות על הפעילות מול הבנקים ומידת הגמישות שיגלו בכל הקשור למימון מחדש של ההלוואות נוספות או למימון עסקאות חדשות.

נכון ליום 30.9.2010, לחברה יתרת מזומנים ברמת הסולו (לאחר נטרול מזומנים שאמורים לשמש לתשלומי ריבית שנצברה) בהיקף של כ- 25 מיליון ₪ וכן מסגרות אשראי חתומות לז"א, בלתי מנוצלות, בהיקף של כ- 48 מיליון ₪. מעבר לכך ייצרה החברה במהלך שנת 2010 (טרם מימוש הנכסים בקנדה) תזרים FFO שנתי בהיקף של כ- 31 מיליון ₪. השלמת העסקה למימוש 3 הנכסים בקנדה, תיצור לחברה תזרים נוסף בהיקף של כ- 45 מיליון ₪ וכן תאפשר להימנע מהצורך לבצע מימון מחדש על ההלוואה בהיקף של כ- 80 מיליון ₪ בשנת 2011 (בשיעור LTV של כ- 80%). עם זאת, המהלכים העסקיים האחרונים, כפי שפורטו לעיל, ובכללם מימוש הנכסים יביאו, כאמור, לקיטון של כ- 3 מיליון ₪ בתזרים ה- FFO השנתי.

לאור זאת, מידרוג מעריכה כי יכולת החברה לעמוד בלוח הסילוקין הצפוי לה תלויה ביכולתה לבצע גיוס הון בהיקף משמעותי וכן במידת הצלחתה לבצע מימון מחדש לנכסיה, בשיעור LTV קרובים לאלו הנוכחיים.



* כולל ההלוואות בגין 3 הנכסים שנמכרו בקנדה, המוצגים לפירעון בשנים 2011 ו-2017

רבד - נתונים פיננסיים נבחרים (באלפי ₪)*

31.12.07 לאחר יחסי	31.12.08 לאחר יחסי	31.12.09 לאחר יחסי	30.9.10 לאחר יחסי	
53,634	115,890	141,761	136,050	הכנסות מהשכרת נכסים
-	8,584	12,544	25,230	הכנסות ממכירת מקרקעין
41,767	100,977	124,908	117,855	רווח גולמי
78,592	-53,425	-36,429	-9,929	התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
116,036	41,412	82,293	103,334	רווח מפעולות רגילות
72,383	-20,393	-19,040	8,247	רווח נקי (הפסד)
267,566	115,426	120,145	69,776	יתרות נזילות
1,045,369	1,422,735	1,827,537	2,301,832	חוב פיננסי
777,803	1,307,309	1,707,392	2,232,056	חוב פיננסי נטו
1,366,113	1,713,626	2,119,415	2,636,113	Cap
1,098,547	1,598,200	1,999,270	2,566,337	Cap נטו
271,400	248,499	248,161	274,393	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,366,113	1,738,453	2,164,590	2,690,640	סך מאזן
76.5%	83.0%	86.2%	87.3%	חוב פיננסי ל-CAP
70.8%	81.8%	85.4%	87.0%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
19.9%	14.3%	11.5%	10.2%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
N/A	19,883	23,043	19,290	FFO (בחישוב ישיר)
N/A	71.6	79.3	89.5	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
N/A	65.8	74.1	86.8	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי

* הנתונים מוצגים באיחוד יחסי של נכסי החברה בברלין ובאנגליה, המוצגים בדוחות החברה במסגרת חברות כלולות

אופק הדירוג

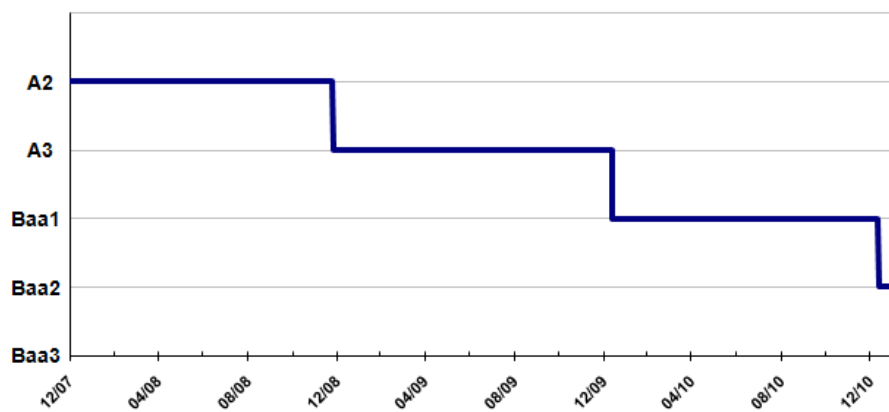
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי כיסוי החוב
- שיפור בגמישות הפיננסית, לרבות אחזקה בנכסים שאינם משועבדים
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות ורמת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי גיוס הון עצמי בהיקף משמעותי, אשר יש בו כדי לסייע לחברה לעמוד באתגרים המימוניים הצפויים לה
- אובדן ערך, נוכח אתגרי מימון העומדים בפני החברה, בכלל זה - שמיטה של נכסים באופן אשר יפגע בפריסה הגיאוגרפית ובפיזור תיק הנכסים
- אי שיפור יחס החוב הפיננסי נטו ל- FFO
- ירידה ביחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן. לצורך החישוב יילקחו בחשבון כל ההתחייבויות הפיננסיות, לרבות התחייבויות מסוג *Non Recourse*, כולל חלקה של החברה בחוב של חברות כלולות
- הידרדרות ברמת הנזילות ובגמישות למקורות מימון

היסטוריית דירוג



אודות החברה

רדד פועלת בתחום הנדל"ן המניב ועוסקת באיתור, רכישה, תפעול והשבחה של נכסים מניבים בארץ ובחו"ל. נכון ל-30 בספטמבר 2010, לחברה 15 נכסים מניבים במערב אירופה, בקנדה ובישראל. לחברה חמישה נכסים מניבים בקנדה, בשטח כולל של כ- 90 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ- 25 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010; שלושה נכסים בגרמניה, בשטח כולל של כ- 143 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ- 66 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010; שלושה נכסים בשוויץ, בשטח כולל של כ- 31 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ- 20 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010; שני נכסים באנגליה, בשטח של כ- 25 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ- 18 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 ושני נכסים בישראל, בשטח כולל של כ- 15 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ- 7 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010.

בעל המניות העיקרי בחברה הינו יגאל אהובי, המחזיק בשיעור של כ- 73.65% בחברה.

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימאלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פירעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. 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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.