

רבע כחול נדל"ן בע"מ

25 בנובמבר 2024

אשרור דירוג אשרור דירוג '+1-ilA-/ilAA', התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

איל עברון 972-3-7539723 eyal.evron@spglobal.com

אנשי קשר נוספים:

וידל בינדר 972-3-7539721 vidal.binder@spglobal.com

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

תוכן עניינים

4	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
5	תיאור החברה
5	תרחיש הבסיס
5	הנחות עיקריות
6	יחסים עיקריים
6	תחזיות תרחיש הבסיס
6	הפרופיל העסקי
8	הפרופיל הפיננסי
9	נזילות
9	ניתוח התניות
9	התאמות לדירוג
10	גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי
10	ניתוח שיקום חוב
10	שיקולים עיקריים
10	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

רצוע כחול נדל"ן בע"מ

- 10מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון.
- 11התאמות לדיווח הכספי.
- 12מתודולוגיה ומאמרים קשורים.
- 13רשימת דירוגים.

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק נכסים מניבים איכותי ומגוון עם מספר רב של נכסים הממוקמים באזורי ביקוש. • שמירה על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן התומכת בנראות טובה של תזרימי המזומנים מהנכסים. • שמירה על יחס מינוף של עד כ-55%, הנתמכת במדיניות פיננסית של דירקטוריון החברה. • יתרות נזילות גבוהות והיקף גדול של נכסים לא משועבדים המגדילים את גמישותה הפיננסית של החברה על רקע התנודתיות בשווקים וסביבת הריבית הגבוהה.	• ריכוזיות בנכס מהותי, קניון TLV, המהווה כ-25% משווי תיק הנכסים ומה-NOI. • חשיפה לפעילות ייזום, בעיקר בפרויקט תוצרת הארץ, אותה אנו מעריכים כמסוכנת יותר מפעילות הנדל"ן המניב. • תלות בשוכר מהותי התורם כ-15% מסך ההכנסות. • חשיפה של מרבית החוב לשינויים במדד המחירים לצרכן, אם כי הצמדתם של חוזי השכירות למדד ממתנת את הסיכון.

בשנה האחרונה הציגה רבע כחול נדל"ן בע"מ ("רבע כחול" או "החברה") המשך גידול בהכנסות תיק הנכסים המניבים וביצועים תפעוליים יציבים. הכנסות החברה מנכסים מניבים צמחו ב-2023 בכ-7.2% לכ-388 מיליון ₪, ובמחצית הראשונה של 2024 צמחו בכ-12.4% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, לכ-217 מיליון ₪. הצמיחה מתחילת השנה נובעת בעיקר מעדכון חוזה שכירות מול גלובל ריטייל ק.י. (מ.ר.) בע"מ ("קרפור") שבשליטת אלקטרה מוצרי צריכה (1970) בע"מ (ilAA-/Stable), ומרכישת 50% מנכס משרדים ברעננה ו-50% ממרכז מסחרי בקריית השרון (לאחר הרכישה מחזיקה רבע כחול בשני נכסים אלה בבעלות מלאה). ה-EBITDA המתואם (כולל דיבידנדים מחברות כלולות והשקעות) צמח ב-2023 לכ-368 מיליון ₪ מכ-330 מיליון ₪ ב-2022, ושיעורי התפוסה נשארו גבוהים (96%). במחצית הראשונה של 2024 הסתכם ה-EBITDA המתואם של החברה בכ-243 מיליון ₪, ואנו צופים EBITDA שנתי של 435-450 מיליון ₪ בשנת 2024, בעיקר בעקבות צמיחה בהכנסות משכירות בתיק הנכסים המניבים והכרה בהכנסות בפרויקט תוצרת הארץ.

למרות המלחמה, נמשכת ההתקדמות בפרויקטי הייזום המהותיים של החברה. במהלך 2023 מכרה רבע כחול 19 דירות בפרויקט תוצרת הארץ, ובמחצית הראשונה של 2024 נמכרו 17 דירות נוספות. עד מועד פרסום דוח הרבעון השני של 2024 נמכרו בפרויקט זה 263 דירות בסך הכול, והחברה צופה כי אכלוס המבנים יחל ב-2025. בפרויקט אשרמן/עודד בתל אביב, הכולל 89 יחידות דיור לשיווק, שווקו 69 דירות עד מועד פרסום הדוח הרבעוני. החברה מתכננת להתחיל את העבודות בפרויקט בסוף 2024. בנוסף מקדמת החברה מספר פרויקטים בתחום ההתחדשות העירונית, הצפויים לצאת לדרך בשנים הקרובות. כמו כן, לאחרונה התקשרה רבע כחול בהסכם לבנייה משותפת של פרויקט מגורים, מסחר ותעסוקה במתחם שפע בבני ברק. באשר לקרקע בסיאטל, ב-2024 מכרה החברה את זכויותיה תמורת כ-52 מיליון דולר.

החברה שומרת על יחס מינוף של עד 55%, בהתאם למדיניות הפיננסית שלה. ברבעון השני של 2024 עמד מינוף החברה על כ-54%, תואם את יעד המינוף שקבע דירקטוריון החברה. יחס המינוף צפוי להישאר יציב למדי בטווח התחזית, וההשקעות, רכישות נכסים פוטנציאליות וחלוקות דיבידנד יבוצעו בהתאם ליעד המינוף.

יחס הכיסוי השתפר בעיקר בשל סביבת הריבית והאינפלציה ושיפור ה-EBITDA, והוא צפוי להמשיך להתחזק בשנתיים הקרובות. ב-2023 עמד יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של החברה על כ-1.6x, לעומת כ-1.1x בשנת 2022. העלייה ביחס הכיסוי נבעה בין היתר מהירידה באינפלציה ובהוצאות ההצמדה (כ-85%-90% מהחוב צמוד למדד). להערכתנו, ניהול הנזילות של רבע כחול, למרות השפעתו על יחס הכיסוי (בחישוב ה-EBITDA איננו כוללים הכנסות מימון), תומך בגמישותה הפיננסית ובאיכות האשראי שלה על רקע התנודתיות בשווקים וסביבת הריבית. בהתחשב בתרחיש הבסיס שלנו ובהינתן תחזיות האינפלציה של S&P Global Ratings, יחס הכיסוי צפוי להלום את הדירוג בממוצע על פני זמן. מרבית הכנסות החברה צמודות גם הן למדד, ועל כן ממתנות את הסיכונים האינפלציוניים.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תימשך היציבות התפעולית בתיק הנכסים של רבע כחול והיחסים הפיננסיים ימשיכו להלום את הדירוג. זאת בהתבסס, בין היתר, על התמהיל הנוכחי של תיק הנכסים ועל תחזיות האינפלציה של S&P Global Ratings. היחסים ההולמים לדעתנו את הדירוג הם יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2.0x בממוצע ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-55% לאורך זמן, תוך שמירה על נזילות הולמת לפחות. ציפיותינו נתמכות במדיניות הפיננסית של החברה, ביתרות נזילות גבוהות ביחס לחוב השוטף ובתוכנית ההשקעות והדיבידנדים שהוצגה לנו. תחזית הדירוג מגלמת גם את ציפיותינו ליציבות באיכות האשראי של חברת האם אלון רבע כחול ישראל בע"מ (ilA/Stable/ilA-1).

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם תחול התדרדרות ביחסים הפיננסיים של החברה לאורך זמן, ליחס חוב לחוב והון עצמי גבוה מהותית מ-55% או ליחס EBITDA להוצאות מימון נמוך מ-1.8x. תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, אם תחול הרעה מהותית בסביבת הפעילות, אם החברה תיכנס לפרויקטי ייזום מהותיים נוספים או תבצע רכישת נכסים בהיקף מהותי בלי לבצע פעולות שישמרו על מינוף ההולם את הדירוג, אם יחולקו דיבידנדים מהותיים מעבר לתרחיש הבסיס או אם יחול שינוי מהותי בהיקף הוצאות המימון של החברה שיביא לשחיקה קבועה ביחס כיסוי הריבית.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור בפרופיל העסקי שיתבטא, בין היתר, בגידול בתיק הנכסים המניבים שיוביל לגידול בבסיס ה-EBITDA ולשיפור בפיזור ובהפחתת החשיפה לנכסים וללקוחות

רבע כחול נדל"ן בע"מ

מהותיים. פעולת דירוג חיובית תלויה גם בשיפור בפרופיל הפיננסי שיתבטא בירידה ביחס החוב לחוב והון עצמי לכיוון 50% ולשיפור ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון לכ-2.5x, לאורך זמן וכחלק ממדיניות הפיננסית.

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות הגבירה משמעותית את הסיכון לפגיעה נוספת באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל (ראו [הורדת דירוג הטווח הארוך של מדינת ישראל ל-'A'-מ-'A+' עקב התגברות הסיכונים הביטחוניים, התחזית שלילית](#), 1 באוקטובר 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תיאור החברה

רבע כחול נדל"ן בע"מ פועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב, בעיקר בתחום המרכזים המסחריים, הסופרים, מרכזים לוגיסטיים ומשרדים. כמו כן, לחברה פעילות ייזום למגורים בישראל. ב-30 ביוני 2024 עמד שווי תיק הנכסים המניבים של החברה על כ-7.9 מיליארד ₪ (כולל חלקה בנכסים של חברות כלולות) ומלאי המקרקעין ובניינים בהקמה עמד על כ-332 מיליון ₪. פעילות הייזום של החברה מתמקדת בעיקר בפרויקט מהותי הכולל הקמת מגדלי משרדים ומגורים ברחוב תוצרת הארץ בתל-אביב, בתקציב כולל של כ-1.55 מיליארד ₪ כולל עלות הקרקע (חלקה של החברה בפרויקט הוא כ-63%). רבע כחול נדל"ן בע"מ היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסת תל-אביב ונמצאת בשליטת אלון רבע כחול ישראל בע"מ (כ-56.3%), המוחזקת בידי מר מרדכי בן משה, שמחזיק גם כ-2.06% ישירות בחברה. יתר המניות מוחזקות בידי משקיעים מוסדיים (כ-28%) והציבור (כ-13.64%).

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה אפסית בתמ"ג בישראל ב-2024, שיעור אינפלציה של כ-3.4% ושיעור אבטלה של כ-3.3%.
- ב-2025 צמיחה של כ-2.2% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-2.8% ושיעור אבטלה של כ-3.3%.
- צמיחה שנתית של כ-10%-13% ב-NOI (net operating income) בתיק הנכסים בשנת 2024 ושל כ-2%-4% בשנת 2025. צמיחה זו משקפת, בין היתר, גידול בהכנסות מנכסים זהים והצמדת דמי השכירות למדד המחירים, ואת סביבת הפעילות הנוכחית המאתגרת ללא תרומה מהותית של פרויקט המשרדים בתוצרת הארץ.
- הכרה בהכנסות וברווחים של פרויקט הייזום למגורים לפי התקדמות שיעורי הביצוע והשיווק. אנו צופים הכרה ברווח גולמי בסך של כ-85-115 מיליון ₪ בשנים 2024-2025.
- שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים, בין היתר שיעור תפוסה יציב גבוה מ-95%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- עלות מימון ממוצעת של כ-3.5%-5.5% הכוללת את הנחת האינפלציה על פי S&P Global Ratings.

רבע כחול נדל"ן בע"מ

- השקעות בהיקף של 750-950 מיליון ₪ בשנים 2024-2025, ברכישת נכסים חדשים ובפרויקטי הייזום.
- אנו מניחים שחלק ניכר מעלויות הבנייה של פרויקטי הייזום למגורים ימומנו ממקדמות מלקוחות.
- תחילת קבלת עודפים מפרויקט תוצרת הארץ בשנת 2025.
- עלייה מתונה בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה.
- חלוקות דיבידנד שנתיות בהתאם למדיניות חלוקת הדיבידנדים ושמירת המינוף של החברה.

יחסים עיקריים

יחס פינגס	2023A	2024E	2025E
EBITDA/הוצאות מימון	1.6x	1.9x-1.7x	2.1x-1.8x
חוב/חוב והון עצמי	52.2%	כ-55%	כ-55%
חוב/EBITDA	10.3x	11.0x-9.0x	11.0x-9.0x

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחת NOI ב-2024 והתמתנות ב-2025

בהתבסס על נתוני המחצית הראשונה של 2024 והצמיחה בדמי השכירות הן בגין ההצמדה למדד והן בשל עלייה ריאלית, בעיקר בעקבות עדכון החוזה עם קרפור, וכן בגין רכישת יתרת הבעלות בשני נכסים מניבים ברעננה ובקריית השרון, אנו סבורים כי רבע כחול תציג בסוף 2024 צמיחה שנתית של כ-10%-13% ב-NOI. אנו צופים כי צמיחה זו תתמתן ותעמוד על כ-2%-4% ב-2025, אז תשקף בעיקר גידול בהכנסות מנכסים זהים, בהתבסס על ציפיות האינפלציה. אנו צופים אכלוס הדרגתי של פרויקט המשרדים בתוצרת הארץ עם תחילת הנבה לקראת סוף 2025.

יציבות ביחס המינוף ושיפור ביחס הכיסוי בשנתיים הקרובות

יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון צפוי להשתפר בשנתיים הקרובות, בין היתר בשל צמיחה ב-NOI ועל רקע צפי להתמתנות באינפלציה (כ-85%-90% מהחוב צמוד למדד). על סמך תרחיש הבסיס שלנו אנו מעריכים כי היחס צפוי להישאר ברמה ההולמת את הדירוג בממוצע לאורך זמן. יחס המינוף צפוי להישאר יציב למדי על כ-55% בהתחשב במדיניות הפינגסית של רבע כחול לשמירה על יחס המינוף המאזני. אנו מעריכים כי גם חלוקות הדיבידנד יבוצעו בהתאם לעמידה ביעד המינוף שקבע דירקטוריון החברה.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של רבע כחול נתמך בתיק נכסים מניבים איכותי ומגוון על פני מספר סגמנטים. גודלו של תיק הנכסים בינוני ביחס לקבוצת ההשוואה, עם שווי של כ-7.9 מיליארד ₪ נכון ליוני 2024 (כולל חלקה של

החברה (בחברות הכלולות) לעומת 6.8 מיליארד ₪ ביוני 2023. רוב נכסי החברה נמצאים במיקומים מרכזיים ושיעור התפוסה הממוצע שלהם גבוה, כ-96%. כמו כן, לחברה תמהיל שוברים מגוון ופיזור גיאוגרפי גבוה ברחבי ישראל. עיקר פעילות החברה היא בתחום השכרת נכסים לסופרמרקטים, המהווה כ-43% מה-NOI וכ-34% משווי הנכסים המניבים. כמו כן פועלת רבע כחול בתחום המרכזים המסחריים, בעיקר קניון TLV במרכז תל אביב וקניון הדר בירושלים, ובתחומי המשרדים, הלוגיסטיקה והחניונים. תחום המשרדים צפוי לגדול בשנים הקרובות עם השלמת הבנייה של הפרויקטים תוצרת הארץ בתל אביב וגלובל טאוורס בפתח-תקווה. החברה חתמה על חוזה שכירות לכ-21 שנים לשטח של כ-11 אלף מ"ר המהווים כ-36% מהשטחים לאכלוס במגדל המשרדים בתוצרת הארץ, והוא ממתן להערכתנו את סיכוני הייזום והאכלוס על רקע האתגרים בענף המשרדים בשנתיים האחרונות.

לחברה תלות בשוכר מהותי, רשת הסופרמרקטים קרפור, הנמצאת במגמת ירידה ועומדת כיום על כ-15% מסך ההכנסות לעומת כ-40% ב-2016. ירידה זו צפויה להימשך בעקבות סיום ואכלוס נכסים בפיתוח ורכישות פוטנציאליות. אנו מעריכים גם כי החשיפה קטנה בעקבות רכישת השליטה ביינות ביתן על ידי חברות ציבוריות עם שקיפות ואיתנות פיננסית גבוהה להערכתנו, אלקטרה מוצרי צריכה (1970) בע"מ וחברות מקבוצת הפניקס. לתחום הסופרמרקטים של החברה מאפיינים דפנסיביים בהשוואה לחלק מתחומי נדל"ן מניב אחרים, ואנו מעריכים כי הוא ימשיך להציג ביצועים תפעוליים יציבים למדי למרות המלחמה. חידוש חוזי השכירות עם קרפור ב-2024 כלל העלאה בדמי השכירות והארכת תקופת השכירות הממוצעת, ותרם לצמיחה ב-NOI ולעלייה בנראות ההכנסות בעתיד. החידוש תרם גם לעליית שווי נכסי החברה בכ-174 מיליון ₪ במחצית הראשונה של 2024, בהמשך לעליית שווי של 592 מיליון ₪ ב-2023.

לרבע כחול חשיפה לנכס מהותי, קניון TLV, המהווה כ-25% משווי תיק הנכסים המניבים. החברה ממשיכה לפעול לאכלוס השטחים הפנויים בקניון ואף להגדלת השטחים הניתנים להשכרה. למרות זאת, ברבעון השני של 2024 שיעור התפוסה הממוצע בקניון ירד לכ-85% (כולל הסכמים חתומים עם שוכרים) מכ-88% בממוצע בשנת 2023, אם כי חלה עלייה קלה ב-NOI לכ-48 מיליון ₪ במחצית הראשונה של 2024 לעומת כ-47 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. שמירה על ביצועי הקניון והגידול בתזרים הנובע ממנו, כולל עלייה בדמי השכירות הממוצעים למטר למרות השפעות המלחמה, ימתנו להערכתנו את הסיכון הגלום בחשיפה לנכס מהותי ותומכים בפרופיל הסיכון העסקי.

פעילות הייזום של רבע כחול מתמקדת בעיקר בפרויקט מהותי הכולל הקמת מגדלי משרדים ומגורים ברחוב תוצרת הארץ בתל-אביב, בתקציב כולל של כ-1.55 מיליארד ₪ כולל עלות הקרקע (חלקה של החברה בפרויקט הוא כ-63%). עם זאת אנו מעריכים כי מרבית עלויות הקמת מגדל המגורים ממומנות ממקדמות לקוחות, בהתבסס על התוכנית העסקית של החברה, היות שיותר מ-66% מהדירות בפרויקט כבר נמכרו. בנוסף יש לחברה פרויקט מהותי ברחוב אשרמן בתל אביב, (חלק החברה – 85.48%), בתקציב כולל של כ-239 מיליון ₪. נכון למועד פרסום דוח הרבעון השני של 2024 כ-78% מהדירות לשיווק נמכרו והחברה מתכננת להתחיל

את העבודות בסוף 2024. כמו כן יש לרבע כחול פרויקטי ייזום למגורים בתחום ההתחדשות העירונית הצפויים לצאת לדרך בשנים הקרובות.

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי נתמך, להערכתנו, במדיניות פיננסית של דירקטוריון החברה לשמירה על מינוף מאזני של עד 55%. מינוף החברה, כמתבטא ביחס החוב לחוב והון העצמי, עמד על כ-54% בסוף יוני 2024, ואנו צופים שהחברה תמשיך לעמוד ביחס זה לאורך זמן, ושרכישות הנכסים, ההשקעות הצפויות וחלוקות הדיבידנד יבוצעו בהתאם לכך.

בשנת 2023 עלה יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של החברה לכ-1.6x מכ-1.1x בשנת 2022, ואנו צופים שיפור לכיוון 2.0x בשנתיים הקרובות. השיפור ביחס הכיסוי נובע בין היתר מצמיחה ב-NOI, והוא יימשך על רקע צפי להתמתנות באינפלציה (כ-85%-90% מהחוב צמוד למדד). אנו מעריכים כי ניהול הנזילות של החברה, למרות השפעתו השלילית על יחס הכיסוי, תומך בגמישותה הפיננסית ובאיכות האשראי שלה על רקע התנודתיות בשווקים וסביבת הריבית הנוכחית. בהתחשב בתרחיש הבסיס שלנו, הכולל המשך גידול ב-NOI של החברה, בין היתר לאור היותם של מרבית חוזי השכירות צמודים למדד, ובמדיניות הפיננסית של החברה, אנו צופים כי החברה תשמור על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג בממוצע ולאורך זמן.

לרבע כחול גמישות פיננסית טובה, להערכתנו, שכן רוב נכסיה אינם משועבדים. בנוסף יש לחברה עתודות גדולות של מזומנים וניירות ערך סחירים, שתורמות לגמישותה ולאיתנותה הפיננסית. בחודש נובמבר 2024 הנפיקה החברה סדרת אג"ח מובטחת חדשה, סדרה י', תמורת כ-368 מיליון ₪ והרחיבה את הסדרה הקיימת, סדרה ט', תמורת כ-541 מיליון ₪. הנפקות אלו מאריכות את מח"מ החוב ותומכות להערכתנו במבנה ההון.

Table 1

Blue Square Real Estate – Financial Summary (Mil. \$)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2023	2022	2021	2020	2019
Revenue	543	426	383	311	223
EBITDA	368	330	284	244	192
Funds from operations (FFO)	251	225	184	151	102
Interest expense	230	302	162	69	70
Cash flow from operations	210	208	232	53	79
Cash and short-term investments	1,473	1,394	1,087	1,137	266
Debt	3,780	3,646	3,404	3,325	3,246
Equity	3,467	3,030	2,677	2,231	2,145
Valuation of investment property	7,900	7,193	6,485	6,030	5,717
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	67.8	77.6	74.3	78.4	86.1
EBITDA interest coverage (x)	1.6	1.1	1.8	3.5	2.7
Debt/EBITDA (x)	10.3	11.0	12.0	13.6	16.9

	2023	2022	2021	2020	2019
FFO/debt (%)	6.7	6.2	5.4	4.5	3.2
Cash flow from operations/debt (%)	5.5	5.7	6.8	1.6	2.4
Debt/debt and equity (%)	52.2	54.6	56.0	59.8	60.2

נזילות

אנו מעריכים את נזילות החברה כ"חזקה". להערכתנו, היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.5x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2024 ועל 1.0x ב-12 חודשים שלאחר מכן. אנו מעריכים שרבע כחול תשמור על עודף מקורות על שימושים ועל עמידה בהתניות הפיננסיות גם בתרחיש של ירידה של 15% ב-EBITDA. נזילות החברה נתמכת ביתרות גבוהות של מזומנים ושווי מזומנים ובניהול הנזילות שלה, בגמישות פיננסית טובה הנובעת מנכסים לא משועבדים בשווי של כ-4.4 מיליארד ₪, 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 2024 הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-1 מיליארד ₪. - FFO (funds from operations) במזומן של כ-540-620 מיליון ₪, כולל צפי לקבלת עודפים מפרויקט תוצרת הארץ (תחזית שלנו). - הנפקת אג"ח ונע"מ בסך של כ-1.5 מיליארד ₪.	- חלויות שוטפות של אג"ח והלוואות בהיקף של כ-1.1 מיליארד ₪. - השקעה של כ-100 מיליון ₪ בנכסים ופרויקטים קיימים. - חלוקת דיבידנד שנתית על פי מדיניותה הפיננסית של החברה.

ניתוח התניות

נכון ל-30 ביוני 2024, לחברה מספר התניות לבעלי האג"ח ולמלווים פיננסיים. להבנתנו, החברה עומדת בהן עם מרווח הולם. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: חזקה (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלית (אין השפעה)

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של רבע כחול נדל"ן בע"מ.

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של רבע כחול נדל"ן בע"מ המובטחות בשעבוד ראשון על נכסי נדל"ן (סדרות ז', ח' ו-י'). 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 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח הלא מובטחות של רבע כחול נדל"ן בע"מ (סדרות ו' ו-ט'). 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 מחזיקי סדרות אג"ח ז', ח' ו-י' ייהנו, בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, גם מחלוקת השווי הפנוי שיישאר לכיסוי החוב הלא מובטח, פארי פאסו עם סדרות האג"ח הלא מובטחות.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2029
- 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 כשל פירעון.
- שווי הנדל"ן בפיתוח יקטן ב-50%, בהתחשב במועד ההשלמה הצפוי, בהון הדרוש להשקעה ובהיקף הבנייה הספקולטיבית 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-4.8 מיליארד ₪
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב: כ-4.6 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-3 מיליארד ₪
- סך חוב בנקאי מובטח: כ-748 מיליון ₪

- שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הלא מובטח: כ-2.3 מיליארד ₪
- שווי פנוי לכיסוי סדרות האג"ח המובטחות, בהתחשב בשווי הבטוחות הספציפיות והשתתפות לפי חלקן בשווי הפנוי לכיסוי חוב לא מובטח: כ-1.9 מיליארד ₪
- סך החוב בסדרות האג"ח המובטחות: כ-2.2 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח המובטחות (סדרות ז', ח' ו-י'): 70%-90%
- סך החוב הלא מובטח (סדרות האג"ח הלא מובטחות ו' ו-ט', ויתרת האג"ח המובטחות שלא כוסתה על ידי הבטוחות הספציפיות): כ-3.6 מיליארד ₪
- הערכת שיעור שיקום החוב הלא מובטח (סדרות אג"ח 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 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

- על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של רבע כחול נדל"ן בע"מ לשנת 2023:
- קיזוז מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- שימוש בריבית התזרימית לצורך חישוב ה-FFO.
- שימוש בריבית תוצאתית, הכוללת הכרה בעלויות הצמדה, לצורך חישוב יחס הכיסוי, על מנת ליצור בסיס להשוואה בין חברות עם סוגי מימון שונים.

Table 2.

Blue Square Real Estate--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2023

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	5,246.3	3,466.6	354.3	219.8	368.2	327.2
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	4.1	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(120.9)	--
Reported lease liabilities	6.0	--	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(1,472.7)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	13.0	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	42.1	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(15.8)	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(117.6)
Noncontrolling interest/minority interest	--	0.3	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	(12.4)	--	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	(2.8)	--	--
Total adjustments	(1,466.7)	0.3	13.9	10.2	(116.8)	(117.6)
S&P Global Ratings adjusted amounts						
	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	3,779.6	3,466.9	368.2	230.0	251.4	209.6

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר](#), 7 באפריל, 2017
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות גדל"ן](#), 26 בפברואר, 2018

- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 15 באוקטובר, 2024

רשימת דירוגים

רבע כחול נדלן בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA-\Stable	08/11/2016	23/11/2023
טווח קצר	ilA-1+	01/07/2024	01/07/2024
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
סדרה 1	ilA-1+	01/07/2024	01/07/2024
<u>חוב בכיר מובטח</u>			
סדרה ז	ilAA	13/03/2017	23/11/2023
סדרה ח	ilAA	21/03/2019	23/11/2023
סדרה י	ilAA	10/09/2024	10/09/2024
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה ו	ilAA-	13/03/2017	23/11/2023
סדרה ט	ilAA-	07/03/2021	23/11/2023
היסטוריית דירוג המנפיק			
<u>טווח ארוך</u>			
נובמבר 15, 2021	ilAA-\Stable		
דצמבר 01, 2020	ilA+\Stable		
נובמבר 09, 2017	ilA+\Negative		
נובמבר 08, 2016	ilA+\Stable		
<u>טווח קצר</u>			
יולי 01, 2024	ilA-1+		

פרטים נוספים

זמן בו התרחש האירוע	25/11/2024 15:25
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	25/11/2024 15:25
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 האיות 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 אמין 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.

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.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.