

ר בד בע"מ

מעקב | יולי 2021

אנשי קשר:

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

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

רבד בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרות
------------------	---------	-------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Baa1.il לאגרות חוב סדרה ב' שהנפיקה רבד בע"מ (להלן: "החברה" או "רבד"). אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
01.10.2022	יציב	Baa1.il	5260088	ב'

שיקולים עיקריים לדירוג

- החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים:

 - השקעה ישירה בנדל"ן מניב בישראל וכן השקעה באמצעות חברות מוחזקות בנדל"ן מניב במערב אירופה. בחודש מרץ 2021, החליט דירקטוריון החברה לפעול למימוש נכסי הנדל"ן המניב שבמערב אירופה.
 - ניהול והפעלת בתי אבות סיעודיים שבבעלות החברה באנגליה יחד עם שותף (50% חלק החברה).
 - פרויקט יחיד מהותי של ייזום נדל"ן למגורים בתל אביב.

הנדל"ן המניב בישראל, הינו תחום יציב ומשפיע לחיוב על סביבת פעילות החברה, בנוסף תחום ייזום המגורים נהנה מגאות בביקושים ומשפיע לטובה על סביבת פעילות החברה בעוד שפעילות החברה בענף תפעול בתי האבות הסיעודיים באנגליה הינה בעלת רמת סיכון גבוה יותר, כפי שיובהר בהמשך.
- הפרופיל העסקי של החברה מושפע לשלילה מהיקף פעילות חלש ביחס לדירוג לאור היקף מאזן נמוך של כ-830 מיליון ש"ח ליום 31.03.2021 אשר צפוי להסתכם בהיקף של 790-770 מיליון ש"ח בטווח הקצר-בינוני. מצבת נכסי הנדל"ן המניב של החברה בישראל הינה בעלת שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, כ-92%. כך גם בדוחות 31 בדצמבר 2020, שיעורי התפוסה בישראל עמדו על כ-92% וזאת טרם ביטול הסכם השכירות בין החברה לשוכר אשר שכר מהחברה שטחי מסחר להפעלת מסעדה בתחומה. נכון למועד פרסום הדוח, החברה פועלת להשכרת השטחים ולמימוש זכויותיה לקבלת כספים מהשוכר והערבים להסכם השכירות אולם עד כה טרם נחתם הסכם מול שוכר חלופי וטרם הובהרה זכותה של החברה לקבל פיצוי בשל הביטול המוקדם של חוזה השכירות. לאור האמור, צפויה ירידה בשיעור התפוסה בנכסי הנדל"ן בישראל בטווח הקצר-בינוני. בשל כוונת החברה למימוש נכסי הנדל"ן המניב במערב אירופה, תקטן חשיפת החברה לשינוי מטבע, אולם במקביל תקטן פעילות הנדל"ן המניב שלה, לשני נכסים מניבים בלבד בישראל, וזאת ככל שהחברה לא תגדיל את המצבת המניבה. בנוסף, מח"מ חוזי השכירות הינם קצרים ומסתכמים במוצק לכשנתיים בלבד. פיזור השוכרים בישראל חלש כך שהשוכר העיקרי מהווה כ-16% מסך ההכנסות השכירות והחניה³ ושאר ההכנסות מתחלקות בין כ-14 שוכרים שונים, כאשר חמישה שוכרים מתוכם מהווים כ-30% מההכנסות האמורות. כל אלה, משליכים גם הם לשלילה על הדירוג. יחד עם זאת, ישנם גורמים ממתנים כגון איכות השוכרים ומיקומם המרכזי של נכסי החברה בתל אביב.

¹ נתון זה, כמו שאר הנתונים הכלכליים בדוח הדירוג, הינו לאחר הוספת חלק החברה בחוב ובנזילות חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן לאחר סיווג של חלק השותף בהלוואת הבעלים בנכס BIT לזכויות מיעוט (להלן: "התאמות מידרוג"), אלא אם צוין אחרת.

² ראה ס' 4.4.7 לדוח התקופתי של החברה ליום 31 בדצמבר 2020.

³ בהתאם לנתוני השכירות והחניה ל-31 בדצמבר 2020.

- יחס המינוף של החברה בולט לחיוב ביחס לדירוג, כאשר בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, שיעור המינוף חוב נטו ל-CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 45%-50% בטווח הזמן הקצר בינוני. היקף ה-FFO של החברה חלש ביחס לרמת הדירוג, ובהתאם לתרחיש הבסיס ומקדמי רגישות של מידרוג, צפוי לנוע בהיקף של בין 15-19 מיליון ש"ח בטווח הבינוני-ארוך זאת בהשוואה להיקף של כ-20 מיליון ש"ח בשנת 2020. יחד עם זאת, יחס הכיסוי בולט לחיוב ביחס לדירוג, וצפוי לנוע בין 16-22 שנה בטווח הבינוני-ארוך.
- בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, לחברה יתרת נזילות הולמת ביחס לשירות החוב. בנוסף, הגמישות הפיננסית של החברה מוגבלת לאור היעדר נכסים שאינם משועבדים, אך מושפעת לחיוב, משיעור ה-LTV על הנכסים אשר הינו בטווח של כ-50% בהתאם לתרחיש הבסיס⁴.
- פעילות בתחום בתי האבות באנגליה, החשופה לסיכונים תפעוליים ורגולטוריים, משליכה לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה. בנוסף, פעילות זו ספגה פגיעה קשה בשיעורי התפוסה ובהכנסות בעקבות השפעת נגיף הקורונה והסיכון שהוא מהווה לאוכלוסיית הגיל השלישי. במהלך גלי התפרצות משמעותיים בשנת 2020 של נגיף הקורונה, שיעורי התפוסה בענף בתי האבות באנגליה בכללותו ירדו בכ-8.5%⁵ בעקבות עשרות אלפי מקרי מוות כתוצאה ישירה ולא ישירה מהתפרצויות של קורונה בבתי אבות באנגליה, דבר אשר השפיע לשלילה על שיעורי התפוסה. בהתאם לדוחות הכספים של החברה מיום 31.3.21 אשר פורסמו בחודש מאי 2021, עובדי ודיירי הבתים חוסנו. כמו כן, תפוסת סך הבתים הינה במגמת שיפור, וזאת לאחר ירידה משמעותית במספר המיטות הפנויות של כ-20% לעומת תקופה מקבילה אשתקד. יצוין כי במהלך שנת 2020 והרבעון הראשון של שנת 2021, קיבלו החברות המפעילות את בתי האבות באנגליה, מענקים מממשלת אנגליה בהיקף כולל של מעל 2 מיליון ליש"ט, אשר מיתנו משמעותית את השפעת הירידה בתפוסות על תוצאות פעילות בתי האבות. בהתאם, הכנסות החברה מפעילות בתי האבות באנגליה ברבעון הראשון של שנת 2021 קטנו בכ-2.3 מיליון ליש"ט אל מול הכנסות הרבעון הראשון של 2020 כתוצאה מהירידה בתפוסות, אולם הקיטון ברווח התפעולי ובתזרים המזומנים מפעילות שוטפת הסתכמו בסך 0.4 ו-0.9 מיליון ליש"ט בלבד, בהתאמה. ככל וקצב ההתאוששות של שיעורי התפוסות יארוך ו/או תחול התפרצות נוספת של וריאנט שאינו מושפע מהחיסון, תוצאות פעילות בתי האבות באנגליה בשנת 2021 עשויות להישחק ביחס לשנת 2020. יחד עם זאת, לאור הצלחת מבצע החיסונים באנגליה ומגמת העלייה הנוכחית בסך תפוסת בתי האבות, להערכת מידרוג, צפוי שיפור בהכנסות בטווח הבינוני-ארוך, במידה וכאמור לעיל לא תהיה החמרה מהותית כתוצאה מהתפשטות נגיף הקורונה.
- לאור הערכת מידרוג לסיכון בדבר ירידה ברווחיות בפעילות בתי האבות באנגליה והנדל"ן המניב בישראל בשנת 2021, וכמצוין בדוחות החברה ליום 31.3.21, עולה חשש לפגיעה בהכנסות מנכסים באופן שעלול להוביל, בין היתר, לצמצום המרווח מאמות המידה הפיננסיות באחת מההלוואות הבכירות המממנת חלק מנכסי בתי האבות ובהלוואה המממנת את נכסי הנדל"ן המניב בישראל ואף לאי עמידה בהם. בהתאם לדוחות הכספיים של החברה ליום 31.03.2021 החברה עומדת באמות המידה הפיננסיות האמורות וככל ויהיה שינוי, להערכת החברה העניין יוסדר מול הגופים הפיננסיים הרלוונטיים. ככל שהחברה לא תעמוד באמות המידה ולא תגיע להסדרה עם הגופים הפיננסיים על שינוי באמות המידה או יותר שיתקבל מצד גופים אלו, תבחן מידרוג את ההשפעה האמורה על הדירוג.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, התאמה של חלק החברה בחוב ובנזילות של החברות המוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן סיווג של חלק השותף בהלוואת הבעלים בנכס BIT בסך של כ-50 מ' ש"ח לזכויות מיעוט חלף חוב. בנוסף, תרחיש הבסיס מניח הארכה של חובות קיימים, אפשרות לחלוקת דיבידנדים שנתיים בסך של כ-7.8 מיליון ש"ח בשנים 2022 ו-2023,

⁴ ללא הפעילות באירלנד ושוויץ שבכוננת החברה למכור וללא חלק החברה בפעילות בתי האבות באנגליה.
⁵ Knight Frank-2020 UK Care Homes Trading Performance Review

פירעון שוטף של אגרות החוב והלוואות החברה, רכישת נכסים מניבים בטווח בינוני, שחיקה אפשרית בשווי הנכסים בחו"ל, שחיקה בשער החליפין ומימוש יתרת הנכסים המניבים באירלנד ובשוויץ בשנת 2022 (שיגדיל את נזילות החברה). כמו כן, תרחיש הבסיס לוקח בחשבון תרחישי רגישות על התזרים מפעילות שוטפת לאור השלכות אפשריות של התמשכות השפעות משבר הקורונה בפרט, ביחס לתזרים מנכסי בתי האבות של החברה כפי שיוצגו בהמשך הדוח. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, כפי שיוצג לעיל, יחסי האיתנות של החברה (חוב נטו ל-CAP נטו) צפויים לנוע בטווח של 45%-50%. יחסים אלו, הבולטים לחיוב ביחס לדירוג, צפויים לשמור על יציבות. יחס הכיסוי של החברה, חוב פיננסי נטו ל-FFO, בולט גם הוא ביחס לדירוג וצפוי להיות לנוע בטווח בין 16-22 שנה בטווח הבינוני-ארוך.

אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב מבטא את הערכת מידרוג, כי החברה תשמור על FFO יציב, על רמת מינוף נמוכה ביחס לדירוג והיקף נזילות הולם ביחס לחוב.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת דירוג

- עליה בהיקף ה-FFO ושיפור משמעותי ביחסי הכיסוי
- גידול בהיקף נכסי הנדל"ן המניב של החברה
- שיפור בפיזור הנכסי של החברה

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג

- עלייה בשיעור המינוף על בסיס איחוד יחסי של חברות המוצגות בשווי מאזני וכן ביחסי הכיסוי
- פגיעה משמעותית בנזילות וגמישות החברה
- שינוי באסטרטגיה הכוללת כניסת החברה לתחומי פעילות אחרים בעלי פרופיל סיכון גבוה לאחר מימוש נכסי נדל"ן המניב בחו"ל
- אי עמידה באמות מידה פיננסיות בגין הלוואות מהותיות שנטלה החברה.

נתונים פיננסיים עיקריים

			רבד בע"מ
31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	במיליוני ש"ח
---	812	802	סך מאזן
498	427	408	חוב פיננסי
53%	49%	49%	חוב נטו / CAP נטו
5%	0%	0%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן

* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פעילות החברה בישראל תורמת ליציבות הפעילות ומשליכה לחיוב על פרופיל הסיכון

החברה עוסקת בשלושה תחומי פעילות עיקריים: השקעה ישירה בנדל"ן מניב בישראל וכן השקעה באמצעות חברות מוחזקות בנדל"ן מניב במערב אירופה שהחברה פועלת למימושו, ניהול והפעלת בתי אבות סיעודיים באנגליה שבבעלות החברה יחד עם שותף (50% חלק החברה), וכן בבעלותה פרויקט יחיד מהותי של ייזום נדל"ן למגורים בתל אביב. לחברה גם 2 נכסי נדל"ן מניב באירלנד, אשר למועד פירסום דוח זה, משמשים בעיקר למסחר (מרכול) ומגורים וכן נכס זניח יחסית בשוויץ המושכר לשוכרים מתחום הקמעונאות. נכון למועד הדוח בכוונת החברה לממש נכסים אלו בטווח הקצר-בינוני ולכן נכסים אלו לא נלקחו בחשבון כחלק מניתוח סביבת הפעילות של החברה. עפ"י Moody's⁶, אופק הדירוג של ישראל התעדכן בשנת 2020 מדירוג A1 באופק חיובי לאופק יציב וזאת בעיקר לאור הגידול בגירעון כתוצאה מהתפרצות הקורונה ואתגרים פיסקליים הנובעים מחוסר יציבות פוליטית. אולם, ביוני 2021 ממשלת ישראל הוחלפה ובהתאם לכך, Moody's דיווחה כי היא רואה לחיוב את הצפי לאישור תקציב ע"י הממשלה החדשה. בנוסף, בסוף בשנת 2020 החלה ישראל במבצע רחב היקף לחיסון האוכלוסייה. השפעתו על הורדת התחלואה ניכרת היטב כבר במהלך הרבעון הראשון של 2021 ובהתאם החלו הקלות במגבלות. בשנת 2021 בעקבות התאוששות המשק התוצר צפוי להתרחב ב-6.3%, שיעור הבלתי מועסקים נכון לאפריל 2021 צנח ל-5.3%⁸.

בריטניה מדורגת בדירוג Aa3 באופק יציב על ידי Moody's², לאחר הורדת דירוג באוקטובר 2020 ומאופיינת בנתוני צמיחה חלשים יחסית, כאשר שיעור הצמיחה בתוצר המקומי גלמי בשנת 2020 הינו שלילי ועומד כל -9.8% כתוצאה מהתפרצות נגיף הקורונה באנגליה שפגעה קשה במדינה וזאת לאחר שבשנת 2019 מדד זה עמד על 1.4%. על מנת לסייע לאזרחים שניזוקו במשבר, המדינה הוציאה סכומי כסף משמעותיים וכתוצאה החוב הממשלתי נטו ביחס לתוצר מקומי גלמי עלה בכ-15%⁹ בשנת 2020. נכון לאפריל 2021, שיעור האבטלה עומד על כ-4.7%, עלייה קלה ביחס תקופה מקבילה אשתקד, אך פחות משיא המשבר שבה שיעור האבטלה עמד על כ-5.1%¹⁰. בנוסף, הברקזיט עדיין יוצר אי וודאות בנוגע לעתיד היחסים המסחריים בין בריטניה לאיחוד האירופי דבר אשר החליש את המוסדות הפיננסיים החזקים במדינה.

עפ"י סקירת ענף בתי האבות באנגליה לשנת 2021 של Knight Frank¹¹ שיעורי התפוסה בענף נמצאים במגמת ירידה בעקבות התפרצות הקורונה כאשר נכון לינואר 2021 שיעור התפוסה הממוצע בבתי אבות באנגליה עומד על כ-80% נתון המשקף ירידה בשיעורי תפוסה בכ-8.5% ברחבי אנגליה. בנוסף לכך ישנה עלייה בהוצאות שכר של העובדים כאשר אחוז עלויות שכר העובדים ביחס להכנסות עלה בכ-2% ביחס לתקופה אשתקד ועומד על כ-61.3%. יחד עם זאת, ישנה עלייה במחירי שירות בתי האבות של כ-5.6% בתקופת 2020/2021 וכן למרות הפגיעה בעקבות משבר הקורונה ישנו צורך בתוספת של 10,000 מיטות בשנה על מנת לעמוד בביקוש הצפוי לאור הזדקנות האוכלוסייה.

⁶ אתר מודי

⁷ הדוח מפורסם באתר בנק ישראל

⁸ אתר הלמ"ס

⁹ Trading Economics

¹⁰ Trading Economics

¹¹ Knight frank - Healthcare Capital Markets Research 2021

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב ממיקום מרכזי של נכסיה בעלי תפוסות גבוהות לאורך זמן, מנגד מושפע לשלילה מסך מאזן נמוך, פיזור נכסי חלש ומח"מ חוזים קצר

לחברה שני נכסי נדל"ן מניב בישראל המושכרים למספר שוכרים ממגזרי פעילות עסקית שונים, שהעיקריים שבהם: הייטק, מסחר ונותני שירותים. נכסים אלו מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן של כ-92%. שיעור זה ירד בכ-9% בעקבות ביטול הסכם השכירות, החל מחודש ינואר 2021, בין החברה לשוכר אשר שכר מהחברה שטחי מסחר להפעלת מסעדה בתחומה, (נכון למועד הדוח, החברה פועלת להשכרת השטחים, אולם טרם נחתם הסכם מול שוכר חלופי). כוונת החברה למימוש נכסי הנדל"ן המניב במערב אירופה, תקטין את חשיפת החברה לשינויי מטבע אולם תקטין במקביל את פעילות הנדל"ן המניב שלה, לשני נכסים מניבים בלבד בישראל, דבר אשר משליך לשלילה על הדירוג, היות ובשל כך קיימת לחברה תלות בשני נכסים מניבים בלבד וזאת ככל שהחברה לא תגדיל את צבר הנכסים. בנוסף, מח"מ חוזי השכירות הינם קצרים ומסתכמים בכשנתיים בלבד. פיזור השוכרים בישראל חלש כך שהשוכר העיקרי מהווה כ-16% מסך הכנסות השכירות והחניה¹² ואילו יתרת הכנסות מתחלקות בין כ-14 שוכרים שונים, כאשר חמשת השוכרים הגדולים מתוכם מהווים כ-30%. נתונים אלו משליכים גם הם לשלילה על הדירוג. יחד עם זאת, ישנם גורמים ממתנים כגון איכות השוכרים והמיקום המרכזי של נכסי החברה בישראל הממוקמים במרכז תל-אביב.

החברה פועלת בתחום הנדל"ן היזמי בישראל, ומחזיקה באמצעות חברת בת שבשליטתה, בזכויות חכירה מהוננת במקרקעין הממוקמת בתל אביב בין הרחובות אנטוקולסקי מצפון, אבן גבירול ממערב ושטרק ממזרח. החברה פועלת לתכנון ולהקמת פרויקט מגורים הצפוי לכלול 94 דירות מגורים וכן, שטחי משרדים ומסחר. נכון למועד הדוח, הוגשה בקשה להיתר בניה ולחברה NOI שנתית מהשכרת המבנה הקיים על המקרקעין. על אף שמדובר בפרויקט יזום, מיקום הפרויקט והביקוש הגבוה למגורים בתל אביב, ממתנים את רמת הסיכון.

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לשלילה מהיקף פעילות חלש ביחס לדירוג לאור היקף מאזן נמוך של כ-830 מיליון ש"ח ליום 31.03.2021 אשר צפוי לנוע בטווח של 790-770 מיליון ש"ח בטווח הקצר-בינוני.

מינוף יחסי הכיסוי בולטים לחיוב לרמת הדירוג ותורמים ליציבות הפרופיל הפיננסי של החברה, לצד היקף FFO נמוך המשפיע לשלילה על הדירוג

נכון ליום 31.03.2021, שיעור המינוף חוב נטו ל-CAP נטו של החברה, עומד על כ-49% לאחר איחוד יחסי של חלק החברה בחוב ובנזילות חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן לאחר סיווג מחדש של הלוואת הבעלים בנכס DZ לזכויות מיעוט חלף חוב. יחס מינוף זה, צפוי להשתפר, ולאחר הכללת התזרים מפעילות שוטפת ומימוש הנכס הידוע "כמיפיל סנטר" וצפוי להיות בולט לחיוב ביחס לדירוג ולהסתכם בכ-50%-45% בטווח הקצר-בינוני¹³.

תרחיש הבסיס לוקח בחשבון רגישות להמשך פגיעה ברווחיות התפעולית וביחסי הכיסוי בשנים 2021-2023 בפעילות הנדל"ן המניב בישראל ופעילות בתי האבות בשל השפעות נגיף הקורונה. היקף ה-FFO של החברה חלש ביחס לרמת הדירוג, ועל-פי תרחיש הבסיס של מידרוג ומקדמי רגישות של מידרוג, צפוי לנוע בין 19-15 מיליון ש"ח בטווח הבינוני-ארוך וזאת בהשוואה להיקף של כ-20 מיליון ש"ח בשנת 2020, יחד עם זאת, יחס הכיסוי בולט לחיוב ביחס לדירוג, וצפוי לנוע בין 22-16 שנה בטווח הבינוני-ארוך.

¹² בהתאם לנתוני השכירות והחניה ל-31 בדצמבר 2020

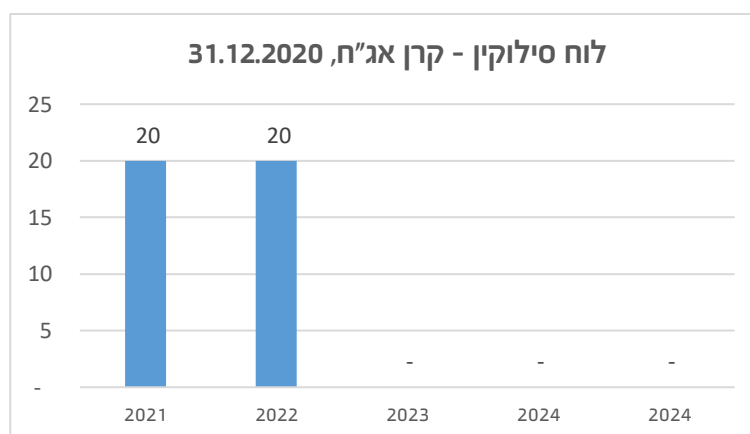
¹³ עם מימוש יתרת נכסי הנדל"ן המניב באירלנד ושוויץ יחס זה צפוי לפחות אף יותר

גמישות פיננסית לאור מינוף בולט על הנכסים המשועבדים וכן יתרות נזילות הולמות ביחס לשירות החוב

על אף שלחברה אין נכסים משועבדים, לחברה קיימת גמישות פיננסית, בשל השיעור נמוך של ההלוואות על הנכסים המשועבדים (LTV) המסתכם בסך של כ-14% 50 על הנכסים בישראל. שיעור ה-LTV מושפע לחיוב בעיקר משיעור LTV של כ-44% בגין הנדל"ן היזמי. יחד עם זאת, היעדר נכסים שאינם משועבדים משליך לשלילה על הדירוג.

נכון למועד פרסום הדוח לחברה יתרות נזילות הולמות בראי סולו ביחס לפירעון מלוא קרן אגרות החוב לשנים 2021-2022 בסך של כ-20 מיליון ש"ח בשנה בכ"א משנים אלו. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יתרות הנזילות ביחס לשירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות צפוייה להיוותר הולמות ולעמוד בטווח של 90%-100% בתקופת התחזית

תרשים 1: לוח סילוקין של האג"ח נכון ליום 31.03.2021, במיליוני ש"ח



שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Baa1.il הינו נמוך בנוטש מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A3.il, וזאת לאור היקפי פעילות נמוכים של החברה יחד עם חשיפת החברה לענף פעילות בתי האבות באנגליה, כאשר מרבית מהיקף ה-NOI של החברה נובע מפעילות בתי האבות. כמו כן מימוש נכסים ע"י החברה ללא ייעוד הכספים לרכישת נכסים חדשים מיצר אי וודאות לגבי היקף הפעילות העתידית של החברה בענף הנדל"ן המניב.

בתי האבות באנגליה מוחזקים בשיתוף עם חברת בית הזהב וכוללים 19 בתי אבות סיעודיים בהם כ-1,115 מיטות אשר רובם ממוקמים בלונדון ובסביבתה. החברה החלה את פעילותה בתחום זה בשנים 2013-2014 באמצעות רכישת שישה בתי אבות בשיתוף עם בית הזהב, ובפברואר 2017 הגדילה החברה את פורטפוליו בתי האבות ע"י רכישה של שלושה עשר בתי נוספים בשיתוף עם בית הזהב. לבית הזהב ניסיון משמעותי בתחום פעילות הדירור המוגן של למעלה מ-30 שנה, אשר להערכת מידרוג, ממתן במידה מסוימת את הסיכון בפעילות זו. חלק ה-NOI של פעילות זו, מהווה כ-80% מכלל ה-NOI של החברה¹⁴. בהתאם לדיווח החברה ממאי 2021, עובדי ודיירי הבתים חוסנו. כמו כן, תפוסת סך הבתים הינה במגמת שיפור, וזאת לאחר ירידה משמעותית במספר המיטות הפנויות של כ-20% לעומת תקופה מקבילה אשתקד. יצוין כי במהלך שנת 2020 והרבעון הראשון של 2021, קיבלה החברה מענקים ממסלית אנגליה, בהיקפים ניכרים, אשר מיתנו את הפגיעה בתוצאות פעילות בתי האבות. בהתאם, הכנסות החברה מפעילות בתי האבות באנגליה ברבעון הראשון של שנת 2021 קטנו בכ-2.3 מיליון ליש"ט אל מול הכנסות הרבעון הראשון של 2020 כתוצאה מהירידה

¹⁴ ללא הפעילות באירלנד ושוויץ שבכוננת החברה למכור וללא נכסי CARE.

¹⁵ ללא הפעילות באירלנד ושוויץ שבכוננת החברה למכור.

בתפוסות, אולם הקיטון ברווח התפעולי ובתזרים המזומנים מפעילות שוטפת הסתכמו בסך 0.4 ו-0.9 מיליון ליש"ט בלבד, בהתאמה. ככל וקצב ההתאוששות של שיעורי התפוסות יארך ו/או תחול התפרצות נוספת של וריאנט שאינו מושפע מהחיסון, תוצאות פעילות בתי האבות באנגליה בשנת 2021 עשויות להישחק ביחס לשנת 2020, יחד עם זאת, לאור הצלחת מבצע החיסונים באנגליה ומגמת העלייה הנוכחית בסך תפוסת בתי האבות, להערכת מידרוג, צפוי שיפור בהכנסות בטווח הבינוני-ארוך.

עפ"י סקירת ענף בתי האבות באנגליה לשנת 2021 של Knight Frank¹⁶ שיעורי התפוסה בענף נמצאים במגמת ירידה בעקבות התפרצות הקורונה כאשר נכון לינואר 2021 שיעור התפוסה הממוצע בבתי אבות באנגליה עומד על כ-80%, נתון שמשקף ירידה בשיעורי תפוסה בכ-8.5% ברחבי אנגליה. בנוסף לכך ישנו עלייה בהוצאות שכר של העובדים כאשר אחוז עלויות שכר העובדים ביחס להכנסות עלה בכ-2% ביחס לתקופה אשתקד ועומד על כ-61.3%. יחד עם זאת, ישנה עלייה במחירי שירות בתי האבות של כ-5.6% בתקופת 2020/2021 וכן למרות הפגיעה בעקבות משבר הקורונה ישנו צורך בתוספת של 10,000 מיטות בשנה על מנת לעמוד בביקוש הצפוי לאור הזדקנות האוכלוסייה.

מטריצת הדירוג

קטגוריה		פרמטרים		ניקוד	מדידה
סביבת הפעילות		תחום פעילות וסביבה כלכלית		A.il	---
פרופיל עסקי		סך מאזן (מיליוני ש"ח)		Baa.il	770-790
		איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים		Baa.il	---
פרופיל סיכון		חוב פיננסי נטו / CAP נטו		Aa.il	45%-50%
		היקף FFO (מיליוני ש"ח)		Baa.il	15-19
		חוב פיננסי נטו / FFO		A.il	16-22
פרופיל פיננסי		שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן		Ba.il	0%
		חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה		A.il	50%
		יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות		Aa.il	49% ²²
דירוג נגזר		A3.il			
דירוג בפועל		Baa1.il			

¹⁶ Knight frank - Healthcare Capital Markets Research 2021

¹⁷ תחום הפעילות והסביבה הכלכלית אשר נכללו במטריצת הדירוג הינם של נדל"ן מניב בישראל. תחום הפעילות של בתי האבות התבטא במערך השיקולים הנוספים.

¹⁸ לאחר הוספת חלק החברה בחברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני.

¹⁹ לאחר הוספת חלק החברה בחוב נטו חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן לאחר סיווג מחדש של הלוואה בנכס BIT שניתנה על-ידי זכויות המיעוט, לזכויות מיעוט חלף חוב.

²⁰ בהתחשב בתזרים ה- FFO של החברות המוצגות בשיטת השווי המאזני, על פי חלק חברה.

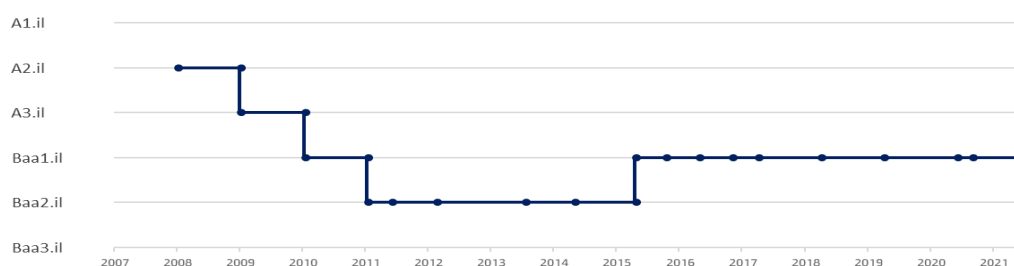
²¹ יחס חוב פיננסי מובטח לנדל"ן להשקעה כולל את חלק החברה בנכסים ובחוב חברות אשר מוצגות על פי שיטת השווי המאזני וכן לאחר סיווג מחדש של הלוואה בנכס BIT שניתנה על-ידי זכויות המיעוט, לזכויות מיעוט חלף חוב.

²² בהתאם לנזילות החברה ("סולו"), כאשר לאחר חלוקת כספים מחברות מוחזקות שאירעה עד למועד פירסום הדוח, יתרת הנזילות לחוב המובטח לשנתיים מייצגות הינה כ-100%.

אודות החברה

רד פועלת בתחום הנדל"ן המניב ועוסקת באיתור, רכישה, תפעול והשבחה של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל וכן משנת 2013 עוסקת בתחום הפעלת בתי אבות סיעודיים באנגליה בשיתוף עם חברת "בית הזהב", בחלקים שווים. כמו כן, בשנת 2016 השלימה החברה רכישה של זכויות חכירה בקרקע לייזום למגורים בתל אביב ופועלת להשבחתה. החברה הוקמה בשנת 1951 כחברה פרטית ובשנת 1993 נרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רד בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

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

[דוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מידע כללי

21.07.2021	תאריך דוח הדירוג:
11.09.2020	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
13.12.2007	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
רד בע"מ	שם יוזם הדירוג:
רד 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 הגבוה 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.

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג 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 מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וככאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג 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 מידרוג 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 מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג 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.

מידרוג 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 מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג 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 מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג 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, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, 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 מידרוג 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 בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג 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 מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.