

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

19 יולי, 2015

אנליסט אשראי ראשי:

גיל אברהמי, 972-3-7539719, gil.avrahami@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

אליס קדם, 972-3-7539739, alice.kedem@standardandpoors.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

ilA+/Stable

דירוג המנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
<ul style="list-style-type: none"> פעילות בשוק הנדל"ן המניב הגרמני – שוק יציב לאורך זמן עם תחזית צמיחה חיובית לשנים הקרובות. פיזור גאוגרפי על פני מספר רב של ערים ואזורים בגרמניה ופיזור הולם בין תחום המגורים לתחום המסחרי. תלות מסוימת בשני שוכרים עיקריים המהווים ביחד כ-25% מסך הכנסות השכירות. שיעורי תפוסה גבוהים בתחום המגורים והמסחרי ומח"מ חוזי שכירות גבוה בתחום המסחרי. 	<ul style="list-style-type: none"> גידול עקבי בתזרים המזומנים השוטף. צפי לשיפור ביחסי הכיסוי כתוצאה מהכרה בהכנסות של פרויקט הייזום. נגישות טובה לבנקים בגרמניה ולשוק ההון המקומי. היותם של כל נכסי החברה משועבדים, דבר אשר, להערכתנו, משפיע לשלילה על הגמישות הפיננסית.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו ליכולת ייצור המזומנים של בראק קפיטל פרופרטיז מפעילותה השוטפת, בין היתר לאור הרכישות האחרונות שהגדילו את היקף התזרימים מהנכסים, וכן לאור הפער הנוכחי בין התשואה מהנכסים ובין עלות המימון. בנוסף משקפת התחזית היציבה את הערכתנו לשמירתה של החברה על יחס מתואם של חוב לחוב והון עצמי בטווח של 60%-65% ועל יחס כיסוי הריבית מה-EBITDA של כ-2x תוך שמירה על נזילות "הולמת".

התרחיש החיובי

להערכתנו, פעולת דירוג חיובית עשויה להתרחש במידה והחברה תמשיך להגדיל את היקף תיק הנכסים שלה בשנים הבאות, בצורה מבוקרת ושמרנית, במקביל למדיניות פיננסית ברורה התומכת בירידה קבועה של רמת המינוף לטווח של 55%-60% וכן שיפור קבוע ביחס כיסוי הריבית מה-EBITDA לסביבות ה-3x.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם רכישות נכסים חדשות ייעשו בצורה אגרסיבית, תוך עלייה ברמת המינוף מעל לרמה המצופה. כניסתה של החברה לפרויקטי ייזום נוספים בהיקפים משמעותיים עשויה גם היא להשפיע לשלילה על הדירוג.

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

בתרחיש הבסיסי שלנו, אנו צופים המשך שיפור ביחסי הכיסוי בשנים 2015-2016, עם מסירה של השלבים נוספים בפרויקט הייזום בדיסלדורף והכרה בהכנסות מהם.

יחסים עיקריים			הנחות עיקריות
2016E	2015E	2014A	
62%-58%	61%-60%	63.8%	<ul style="list-style-type: none"> גידול שנתי של 2% בהכנסות משכירות מתיק הנכסים המניב הקיים. המשך הכרה בהכנסות של פרוייקט הייזום בשנים 2015-2016 בהיקף מינמלי של 115 מיליון אירו. גידול בהיקף החוב בעקבות המשך רכישות נכסים בהיקף של 50-100 מיליון אירו בשנה.
3.2X-2.5X	3.2X-2.7X	2.7X	
12X-11X	11X-10X	12.0X	
A- בפועל. E- צפוי.			

הפרופיל העסקי

מיקוד הפעילות בתחום ההשכרה למגורים בגרמניה, פלח יציב בשוק חיובי, עם גיוון לתחום המסחר הנהנה מתפוסות גבוהות ומחוזי שכירות ארוכי טווח

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב ממיקוד הפעילות בגרמניה, אשר, נכון להיום, היא אחת הכלכלות היציבות בעולם ונהנית משוק נדל"ן חיובי למשקיעים. אנו מעריכים לחיוב את פורטפוליו המגורים של החברה בשל רמות התפוסה הגבוהות לאורך זמן (כ-96%), פיזור שוכרים גבוה מאוד (כ-9,200 שוכרים שונים, בהשוואה לכ-8,600 שוכרים בשנה שעברה) והערכתנו כי הפורטפוליו חסין יחסית לתנודתיות בעתות משבר.

תיק הנכסים המסחריים של החברה מאופיין אף הוא בתפוסות גבוהות לאורך זמן (96%) ובפיזור גיאוגרפי חיובי ברחבי גרמניה, אך, להערכתנו, קיימת תלות בשני שוכרים עיקריים המהווים ביחד כ-25% מסך הכנסות השכירות. יחד עם זאת, חוזי השכירות בכל הנכסים המסחריים הם ארוכי טווח, והחוזים עם שני השוכרים העיקריים הינם לתקופות של 10-15 שנים. אנו מעריכים שמגמת ההתרחבות של החברה על ידי רכישת נכסים מניבים חדשים תמשיך גם בשנים הבאות, תוך ייצוב ושיפור התשואה, כפי שנצפה בעבר.

להערכתנו, פרויקט ייזום המגורים בדיסלדורף מגלם סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב של החברה. יחד עם זאת, ההתקדמות אשר חלה בשנה האחרונה עם מסירת מרבית הדירות של השלב הראשון וההכרה בהכנסות המשקפת עמידה ביעדי רווחיות, וכן שיווק מוקדם בהיקף משמעותי של השלבים הבאים, ממתנים, להערכתנו, את הסיכונים בהשוואה למועד הדירוג האחרון.

הפרופיל הפיננסי

גידול עקבי בתזרים המזומנים השוטף ושמירה על שיעור המינוף במקביל להגדלת תיק הנכסים

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה נתמך הן על ידי הגידול העקבי בתזרים המזומנים מתיק הנכסים המניב והן על ידי גידול משמעותי בתזרים המזומנים הכולל הנובע ממסירה של דירות בפרויקט ייזום המגורים בדיסלדורף. תזרים המזומנים לאחר תשלומי ריבית הסתכם בשנת 2014 בכ-50 מיליון אירו, בהשוואה ל-20 מיליון אירו בשנת 2013. נכון ליום 31 במרץ 2015, שיעור המינוף המאזני

של החברה (היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי) עמד על כ-62%, יחס החוב ל-EBITDA עמד על 11x ויחס כיסוי הריבית על ידי ה-EBITDA עמד על 2.7x יחסים אלה הולמים את הדירוג הנוכחי.

Table 1.

Brack Capital Properties N.V. – Financial Summary					
	2014	2013	2012	2011	2010
(Mil. €)	--Fiscal year ended Dec. 31--				
Revenues	153.6	67.7	55.4	39.3	26.7
EBITDA	55.7	34.1	28.9	20.9	13.6
Funds from operations (FFO)	35.5	15.3	14.2	8.2	3.6
Interest Expense	20.5	19.2	14.8	13.2	11.9
Net income from continuing operations	47.5	27.9	14.7	34.3	12.2
Cash flow from operations	51.3	19.8	9.2	8.4	4.0
Debt	668.3	555.1	426.6	388.4	133.1
Equity	379.2	340.4	288.9	256.4	166.8
Debt and equity	1,047.5	895.5	715.5	644.7	299.9
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	126.7	22.2	41.0	47.3	3.5
EBITDA margin (%)	36.3	50.4	52.1	53.1	51.0
Return on capital (%)	5.6	4.2	4.0	4.5	4.6
EBITDA interest coverage (x)	2.7	1.8	1.9	1.6	1.1
Debt/EBITDA (x)	12.0	16.3	14.8	18.6	9.8
FFO/debt (%)	5.3	2.8	3.3	2.1	2.7
Cash flow from operations/debt (%)	7.7	3.6	2.2	2.2	3.0
Debt/debt and equity (%)	63.8	62.0	59.6	60.2	44.4

נזילות: הולמת

אנו מעריכים את נזילותה של בראק קפיטל פרופרטיז כ"הולמת", לפי המתודולוגיה שלנו. הערכה זו מתבססת בעיקר על היקף המזומנים הנוכחי, על יכולת החברה לייצר תזרימים חיוביים גבוהים מפעילותה השוטפת, על עומס חלויות אג"ח נמוך ועל נגישות טובה של החברה לשוק ההון המקומי ולמערכת הבנקאית בגרמניה. עם זאת, העובדה שכל נכסי החברה משועבדים משפיעה, להערכתנו, לשלילה על הגמישות הפיננסית. אולם העובדה כי מרבית ההלוואות כנגד הנכסים הינן ללא זכות חזרה (non-recourse) וללא cross default ממתנת, להערכתנו, גורם זה.

התרחיש שלנו אינו כולל מחזור חוב בלתי מובטח וגיוסי איגרות חוב, ומנגד אינו כולל רכישות נכסים עתידיות. נציין כי חלויות ההלוואות הבנקאיות בהיקף משמעותי הגדולות בתקופה הינן ללא זכות חזרה ולכן מקנות לחברה גמישות פיננסית. כמו כן, החברה קיבלה אישור עקרוני למחזור חלק עיקרי מהחלויות הבנקאיות.

בתרחיש הבסיס אנו מניחים כי המקורות והשימושים העיקריים של החברה נכון ל-1 באפריל, 2015, ועד ה-31 במרץ, 2016, הם כדלקמן:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> חלויות אג"ח בהיקף של כ-16 מיליון אירו וחלויות של הלוואות בנקאיות בהיקף של כ-64 מיליון אירו בתקופה; הוצאות אחרות בהיקף של כ-10 מיליון אירו (כולל חלוקה לבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה); השקעות הוניות (capital expenditure) בהיקף של כ-6 מיליון אירו לתקופה; רכישה של 430 יחידות דיור (הסכם חתום) בסך של כ-7 מיליון אירו (לאחר קבלת מימון). 	<ul style="list-style-type: none"> מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-68 מיליון אירו; יתרות מבנקים בהיקף של כ-25 מיליון אירו (התקבלו); תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-40 מיליון אירו בתקופה (כולל תקבולים מפרויקט הייזום למגורים ולאחר החזר הלוואות בגינו).

התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

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 בראק קפיטל פרופרטיז א.וי. לשנת 2014:

- קיצוז עודפי מזומנים ושוי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- נטרול הכנסות בגין עליית ערך שווי הוגן נדל"ן להשקעה מההכנסות התפעוליות.
- ניכוי של הוצאות הריבית מתזרים מפעילות שוטפת (סיווג מחדש).

Table 2.

Reconciliation Of Brack Capital Properties N.V. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. €)							
--Fiscal year ended Dec. 31, 2014--							
Brack Capital Properties N.V. reported amounts							
	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	720.4	279.6	54.1	77.3	20.3	54.1	70.5
Standard & Poor's adjustments							
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(20.3)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	--	0.3	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	--	--	--
Surplus cash	(54.6)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	0.2	(0.2)	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	0.3	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(19.2)
Non-controlling Interest/Minority interest	--	99.6	--	--	--	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	2.5	--	--	--	--	--	--
EBITDA - Other	--	--	1.6	1.6	--	1.6	--
D&A - Asset Valuation gains/(losses)	--	--	--	(23.3)	--	--	--
Total adjustments	(52.1)	99.6	1.6	(21.5)	0.2	(18.6)	(19.2)
Standard & Poor's adjusted amounts							
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	668.3	379.2	55.7	55.9	20.5	35.5	51.3

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה – הקשר בין סולם הדירוג הגלובאלי לבין סולם הדירוג המקומי, פברואר 2013
- מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 9 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 19 בנובמבר, 2013

פרטים כלליים (נכון ל-19 ביולי, 2015)

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי

דירוג המנפיק
ilA+/Stable
סדרה א, ב, ג, ilA+

היסטוריית דירוג המנפיק

23-יוני-2014 ilA+/Stable
3-אפריל-2013 ilA+/Stable
23-אפריל-2012 ilA/Stable

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובלים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכלול או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.