

בראק קפיטל פרופרטיז א.נ.וי.

26 במרץ, 2017

אנליסט אשראי ראשי:

אייל עברון, 972-3-7539723 eyal.evron@spglobal.com

אנליסט אשראי משני:

גיל אברהמי, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com
יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733 evgeni.silishtian@spglobal.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

התאמות לדירוג

התאמות לדיווח הכספי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

ilAA-/Stable

אשרור 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. ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים עם שיעורי תפוסה גבוהים וצמיחה בדמי השכירות. תלות מסוימת בשני שוכרים עיקריים המהווים ביחד כ-20% מסך הכנסות השכירות. 	<ul style="list-style-type: none"> גידול עקבי בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת. צפי לשמירה על שיעור מינוף הנמוך מ-60%. הורדת עלויות המימון כתוצאה מנגישות 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 החברה ליצור תזרים מזומנים יציב מתיק הנכסים המניב. הערכה זו נתמכת בין היתר על ידי תחזית הצמיחה הכלכלית החיובית בגרמניה וסביבת שוק הנדל"ן הנוחה. בהתבסס על המדיניות הפיננסית הנוכחית של החברה ועל תרחיש הבסיס שלנו, אנו רואים יחס חוב לחוב והון עצמי של עד 60% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ-3.0x, תוך שמירה על נזילות הולמת ב-12 החודשים הקרובים, כהולמים את הדירוג הנוכחי.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תגדיל את היקף תיק הנכסים המניב שלה באופן שיוביל להורדה משמעותית של התלות בשוכרים העיקריים, ותוריד את המינוף הפיננסי כך שיחס החוב לחוב והון עצמי ירד מתחת ל-50% ויחס ה-EBITDA להוצאות מימון יהיה כ-4x לאורך זמן.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג לאורך זמן מהיחסים שהוגדרו כהולמים את הדירוג הנוכחי, או אם החברה תגדיל משמעותית את משקל פעילות הייזום מעבר לתרחיש הבסיס שלנו. להערכתנו, תרחיש כזה עשוי להתקיים, בין היתר, במידה ויחול שינוי מהותי באסטרטגיה העסקית ו/או הפיננסית של החברה.

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

תרחיש הבסיס שלנו כולל המשך הרחבה של תיק הנכסים בגרמניה בעיקר בתחום המגורים, תוך שמירה על שיעור מינוף שלא יעלה על 60%, וללא שינוי במשקל פעילות הייזום מתוך הפעילות הכוללת. שינוי משמעותי במבנה הדירקטוריון ועצמאותו, אם יחול, יחד עם שינוי מהותי במדיניות ההשקעות או במדיניות הפיננסית, עשוי להוביל לעדכון תרחיש הבסיס.

יחסים עיקריים*			הנחות עיקריות	
2018E	2017E	2016A	<ul style="list-style-type: none"> גידול שנתי של 3%-4% בהכנסות משכירות מתיק הנכסים המניב הקיים. רכישת נכסים חדשים בהיקף שנתי של כ-100-150 מיליון אירו. תשואת שכר דירה של כ-6% על נכסים חדשים. הכרה בהכנסות מפרויקט הייזום בהיקף של כ-120 מיליון אירו בשנים 2017-2018. קיטון בשיעור המינוף בעקבות הנפקת מניות בהיקף של כ-200 מיליון ₪ בראשית 2017. 	
55%-57%	54%-55%	56%		חוב / חוב והון עצמי
3.1x-2.9x	3.1x-2.9x	3.1x		EBITDA / מימון
12.0x-11.0x	11.0x-10.0x	10.3x		EBITDA / חוב
A- בפועל. E- צפוי.				

הפרופיל העסקי

התמקדות במגזר הנדל"ן המניב בגרמניה, גיוון בין תחום המגורים להשכרה לתחום המסחר וביצועים תפעוליים יציבים לאורך זמן במקביל להרחבת תיק הנכסים

פרופיל הסיכון העסקי של חברת בראק קאפיטל פרופרטיז מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- מיקוד הפעילות בגרמניה, שאנו מעריכים ככלכלה יציבה עם מנועי צמיחה ושוק נדל"ן משוכלל הנהנה מביקוש גבוה בכל הסגמנטים. בתרחיש הבסיס אנו מניחים כי בשנתיים הבאות תשרור צמיחה בענף הנדל"ן להשכרה בגרמניה. על סמך הנחה זו אנו מעריכים כי תיק הנכסים הנוכחי ישמור על ביצועים תפעוליים דומים, קרי שיעור תפוסה ממוצע גבוה של כ-96% וצמיחה בדמי שכירות מנכסים קיימים וחדשים בהתבסס על ביקוש יציב.
- תיק הנכסים של החברה מאופיין בגיוון סגמנטלי בין מגורים למסחר ובפיזור יחסית טוב על פני מספר רב של נכסים. בשנה האחרונה המשיכה החברה במגמה החיובית של הרחבת תיק הנכסים המניב בתחום המגורים להשכרה (כ-10,400 יחידות דיור בהשוואה לכ-9,600 אשתקד) המפוזרים היטב ברחבי גרמניה, מה שלהערכתנו מקנה יציבות תפעולית ונראות טובה של תזרימי מזומנים.

מנגד, נציין כי הפרופיל העסקי ימשיך להיות מוגבל בשל התלות בשני שוברים מהותיים בתחום המסחר, המהווים ביחד כ-40% מהכנסות השכירות בענף המסחר (וכ-20% מסך הכנסות השכירות). יחד עם זאת, מח"מ חוזי שכירות גבוה בתחום המסחרי ממתן את הסיכון. אנו מעריכים גם כי פעילות הייזום למגורים מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב של החברה.

הפרופיל הפיננסי

ירידה ברמת המינוף, שמירה על יחסי כיסוי יציבים וגידול עקבי בתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה נתמך הן על ידי הגידול העקבי בתזרימי המזומנים מתיק הנכסים המניב והן על ידי גידול משמעותי בתזרימי המזומנים הכולל הנובע ממסירה של דירות בפרויקט יזום המגורים בדיסלדורף. אנו מעריכים כי תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת לאחר תשלומי ריבית יעמוד על כ-40-50 מיליון אירו בשנה.

כמו כן, החברה ממשיכה להציג נגישות טובה למקורות מימון, כפי שבא לידי ביטוי בהפחתת עלויות המימון וריווח עומס החלויות בעקבות מחזור חוב פיננסי שבוצע ב-2016.

בהתבסס על המדיניות הפיננסית ואסטרטגיית ההשקעות הנוכחית של החברה התומכת בדירוג, ובכפוף לתרחיש התפעולי שלנו, אנו צופים כי בשנים 2017-2018 ינוע יחס ה-EBITDA להוצאות מימון סביב 3.0x יחס החוב ל-EBITDA יעמוד על כ-10x-12x. להערכתנו, הנפקת ההון בהיקף של כ-200 מיליון ש"ח, שביצעה החברה בראשית 2017 תאפשר לה להמשיך להרחיב את תיק הנכסים באמצעות רכישות, תוך כדי שמירה על שיעור מינוף נמוך מ-60%.

Table 1.

Brack Capital Properties N.V. -- Financial Summary

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

(Mil. €)	--Fiscal year ended Dec. 31--				
	2016	2015	2014	2013	2012
Revenues	171.6	161.1	153.6	67.7	55.4
EBITDA	64.2	61.3	55.7	34.1	28.9
Funds from operations (FFO)	41.1	40.2	35.5	15.3	14.2
Interest Expense	20.7	21.2	20.5	19.2	14.8
Net income from continuing operations	88.7	77.5	47.5	27.9	14.7
Cash flow from operations	80.7	60.8	51.3	19.8	9.2
Debt	661.2	667.8	668.3	555.1	426.6
Equity	520.1	454.1	379.2	340.4	288.9
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	37.4	38.1	36.3	50.4	52.1
Return on capital (%)	5.3	5.4	5.6	4.2	4.0
EBITDA interest coverage (x)	3.1	2.9	2.7	1.8	1.9
Debt/EBITDA (x)	10.3	10.9	12.0	16.3	14.8
FFO/debt (%)	6.2	6.0	5.3	2.8	3.3
Debt/debt and equity (%)	56.0	59.5	63.8	62.0	59.6

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 לשוק ההון המקומי ולמערכת הבנקאית בגרמניה. עם זאת, היותם של כל נכסי החברה משועבדים משפיעה, להערכתנו, לשלילה על הגמישות הפיננסית, אולם העובדה שמרבית ההלוואות כנגד הנכסים הינן ללא זכות חזרה (non-recourse) וללא חדלות פירעון צולבת (cross default) ממתנת, להערכתנו, גורם זה. התרחיש שלנו אינו כולל מחזור חוב בלתי מובטח וגיוסי איגרות חוב, ומנגד אינו כולל רכישות נכסים עתידיות.

בתרחיש הבסיס אנו מניחים כי המקורות והשימושים העיקריים של החברה נכון ל-1 לינואר, 2017, ועד ל-31 לדצמבר, 2017, הם:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> חלויות אג"ח בהיקף של כ-18 מיליון אירו וחלויות של הלוואות בנקאיות בהיקף של כ-23 מיליון אירו; רכישה של 156 יחידות דיור בהאנובר ו-320 יחידות דיור באסן בהיקף של כ-42 מיליון אירו (הסכמים שנחתמו בפועל); השקעות הוניות (CAPEX) בהיקף של כ-9 מיליון אירו; חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-16 מיליון ₪. 	<ul style="list-style-type: none"> מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-90 מיליון אירו; תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-40 מיליון אירו; מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בסך כולל של כ-17 מיליון אירו; הנפקת מניות בהיקף של כ-53 מיליון אירו (הושלמה).

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 אן.וי. לשנת 2016:

- קיזוז עודפי מזומנים ושווי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- נטרול הכנסות בגין עליית ערך שווי הוגן נדל"ן להשקעה מההכנסות התפעוליות.
- ניכוי של הוצאות הריבית מתזרים מפעילות שוטפת.

Table 2.

Reconciliation Of Brack Capital Properties N.V. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. €)

--Fiscal year ended Dec. 31, 2016--

Brack Capital Properties N.V. reported amounts						
	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	739.2	419.2	63.0	143.2	63.0	71.1
Standard & Poor's adjustments						
Interest expense (reported)	--	--	--	--	(20.7)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	0.0	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	(2.4)	--
Surplus cash	(80.4)	--	--	--	--	--
Non-operating income (expense)	--	--	--	0.0	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	9.6
Non-controlling Interest/Minority interest	--	100.9	--	--	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	2.3	--	--	--	--	--
EBITDA - Other	--	--	1.2	1.2	1.2	--
D&A - Asset Valuation gains/(losses)	--	--	--	(80.5)	--	--
Total adjustments	(78.1)	100.9	1.2	(79.2)	(21.9)	9.6
Standard & Poor's adjusted amounts						
	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	661.2	520.1	64.2	64.0	41.1	80.7

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CW, 14 בספטמבר, 2009
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' (כשל פירעון) ו-'SD' (כשל פירעון סלקטיבי), 24 באוקטובר, 2013
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה - מאמרי ליבה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות, 22 בספטמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים, 1 ביוני, 2016
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 18 באוגוסט, 2016
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 25 בינואר, 2016

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.	
דירוג(י) המנפיק	
ilAA-/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>	
ilAA-	סדרה א,ב,ג
היסטוריית דירוג המנפיק	
דירוג מקומי - טווח ארוך	
ilAA-/Stable	מרץ 14, 2016
ilA+/Stable	אפריל 02, 2013
ilA/Stable	אפריל 01, 2012
פרטים נוספים	
11:25 26/03/2017	זמן בו התרחש האירוע
11:25 26/03/2017	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג. לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות © אין לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחידו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של סטנדרד אנד פורס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחידו, ה"S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, "יחידו, ה"צדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס S&P AS-IS והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. 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 כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.