

בראק קפיטל פרופרטיז א.י.

30 במרץ, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733, evgeni.silishtian@spglobal.com

איש קשר נוסף:

גיל אברהמי, 972-3-7539712, gil.avrahami@spglobal.com

תוכן עניינים

3	תמצית
3	תחזית הדירוג
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
4	תרחיש הבסיס
4	הנחות עיקריות
5	יחסים עיקריים
5	תחזיות תרחיש הבסיס
5	תיאור החברה
6	הפרופיל העסקי
7	הפרופיל הפיננסי
9	נזילות: הולמת
10	חלויות חוב
10	ניתוח התניות
10	צפי
10	דרישות
10	ניתוח השפעת הקבוצה
11	התאמות לדירוג
11	ניתוח שיקום חוב
11	שיקולים עיקריים
11	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

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

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

ilAA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> היותם של מרבית נכסי החברה משועבדים, דבר אשר, להערכתנו, משפיע לשלילה על הגמישות הפיננסית. חשיפה לפעילות ייזום למגורים, אשר להערכתנו מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב. 	<ul style="list-style-type: none"> פעילות בשוק הנדל"ן המניב למגורים בגרמניה – שוק יציב לאורך זמן. פיזור גיאוגרפי במספר רב של ערים בגרמניה ומספר גדול של יחידות דיור להשכרה. ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים עם שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים של כ-95% בממוצע וצמיחה בדמי השכירות לאורך זמן.

ב-2019 מימשה החברה נכסים מסחריים כחלק מתכניתה האסטרטגית להתמקד בנדל"ן למגורים.

כתוצאה מכך קטן תיק הנכסים המניב של החברה מכ-1.4 מיליארד אירו לכ-1.1 מיליארד אירו (לא כולל נכסים מניבים המיועדים למכירה בהיקף של כ-55 מיליון אירו) וחלה ירידה בחשיפה לשוכרים ולנכסים מהותיים. אנו מעריכים כי בשל ההתמקדות בנדל"ן למגורים בגרמניה, והיות שלחברה נזילות הולמת, ההשפעה הישירה של מגפת הקורונה על פעילות החברה מוגבלת בשלב זה.

חלה ירידה מתונה במינוף ונרשמה יציבות ביחס כיסוי הריבית. הירידה במינוף הושגה בעיקר הודות לתזרים

המזומנים בגין מימוש הנכסים המסחריים, תזרים מפעילות שוטפת ורווח שנתי, שקוזזה במידת מה על ידי רכישת זכויות המיעוט בנכסי החברה. נציין כי השלמת מכירת עתודת הקרקע בפרויקט Gerresheim והשלמת מכירת הנכסים המסחריים עשויים להוריד עוד יותר את המינוף, בהתאם למדיניות הפיננסית של הקבוצה. יחס ה-EBITDA להוצאות מימון נשאר יציב, והושפע בעיקר מהקיטון ברווחים בגין פעילות הייזום והפסקת דמי השכירות מנכסים שנמכרו במהלך השנה. יחס הכיסוי מושפע לטובה מסביבת הריבית הנמוכה בגרמניה, מאחר שמרבית החוב של החברה מקורו במערכת הבנקאית הגרמנית.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על ביצועים תפעוליים יציבים וכי תיק הנכסים המניבים שלה ימשיך לספק תזרים מזומנים יציב. בנוסף, התחזית היציבה משקפת את הערכתנו כי בהינתן היקף ותמהיל הפעילות הנוכחיים, החברה תציג יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-50% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2.5x ב-12 החודשים הקרובים, ותשמור על נזילות הולמת. בשל העובדה כי החברה פועלת בתחום

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

המגורים בגרמניה, אנו מעריכים כי ההשפעה הישרה של מגפת הקורונה על פעילות החברה מוגבלת בשלב זה. השפעות ארוכות טווח יבחנו לאורך זמן.

שינוי בדירוג חברת האם, Adler Real Estate AG (BB/Watch Dev), עשוי להשפיע על דירוג החברה.

התרחיש השלילי

פעולת דירוג שלילית תיתכן 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 לקרות, בין היתר, אם יחול שינוי מהותי באסטרטגיה העסקית או הפיננסית של החברה או כתוצאה מהתגברות השפעות מגפת הקורונה על פעילותה השוטפת של החברה.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית תיתכן אם החברה תגדיל את תיק הנכסים המניב שלה באופן מהותי, ותציג שיפור פרמננטי בפרופיל הפיננסי כך שיחס החוב לחוב והון עצמי ירד מתחת ל-50% ויחס ה-EBITDA להוצאות מימון יהיה כ-4x לאורך זמן כחלק ממדיניות פיננסית.

קיימת אי ודאות רבה לגבי קצב התפרצות נגיף הקורונה והמועד שבו תתחיל לדעוך. חלק מהרשויות הממשלתיות מעריכות כי ההתפרצות תגיע לשיאה בערך באמצע השנה, ואנו משתמשים בהנחה זו כאשר אנו מעריכים את השלכותיה הכלכליות ואת השפעתה על איכות האשראי של גופים וחברות. אנו סבורים שהאמצעים שנקטו כדי לבלום את התפשטות הנגיף הכניסו את הכלכלה העולמית למיתון (ראו עדכונים כלכליים שוטפים בכתובת www.spglobal.com/ratings). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- התכווצות של כ-0.5%-1.0% בכלכלת גוש האירו בשנת 2020. מגפת הקורונה תשפיע באופן מתון יחסית על נתוני הרבעון הראשון (צפי להתכווצות), אולם אנו מעריכים כי השפעה מהותית יותר צפויה ברבעון השני, עם התאוששות חלקית בלבד לאחריו.
- הכנסות שנתיות משכירות של כ-60-70 מיליון אירו ב-2020-2021, בהתבסס על שיעורי התפוסה הגבוהים בתיק הנכסים לאורך זמן ועל נוכחות טובה של החברה בערים עם גידול אוכלוסין מהיר יחסית.
- השלמת מימוש של נכסים מסחריים (חלק ב') ושל עתודת הקרקע בפרויקט Gerresheim במהלך 2020-2021, כחלק ממיקוד אסטרטגיית החברה.
- הכרה בהכנסות מפרויקט היזום Grafental בהיקף כולל של כ-65-75 מיליון אירו בשנים 2020-2021, בהתאם לצפי התפתחות קצב הבנייה ושיעור השיווק בפרויקט ובהתאם למועדי ההשלמה הצפויים.
- אי חלוקת דיבידנד בגין תוצאות שנת 2019 ואי ביצוע רכישות מהותיות בשנת 2020.

יחסים עיקריים			
2021E	2020E	2019A	יחס פיננסי
2.7x-2.5x	2.7x-2.5x	3.1x	EBITDA/הוצאות מימון
46%-43%	47%-45%	49.3%	חוב/חוב והון עצמי
13.0x-12.0x	14.0x-13.0x	13.1x	חוב/EBITDA

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

יציבות בהכנסות משכירות מנכסים קיימים ב-2020 וצמיחה מתונה בלבד ב-2021

אנו סבורים כי בשל מגפת הקורונה, בשנתיים הקרובות לא תחול עלייה בדמי השכירות בתחום המגורים כפי שהציגה החברה בשנים האחרונות. הערכתנו משקפת בעיקר את השפעת המגפה, אשר עשויה לכלול עלייה בשיעור האבטלה, שיעור תחלופת דיירים נמוך יותר או רגולציה מחמירה יותר על העלאת דמי השכירות. אנו מעריכים כי שיעורי התפוסה יוותרו גבוהים, בין היתר בהתבסס על נוכחות טובה של החברה בערים עם גידול אוכלוסין מהיר יחסית אשר תומך בביקוש.

ירידה במינוף בעקבות המשך מימוש נכסים וירידה מתונה ביחס כיסוי הריבית

להערכתנו החברה תמשיך להציג ירידה במינוף, אולם היקף הירידה תלוי בעיתוי השלמת מימושי הנכסים עליהם חתמה החברה וקבלת התמורות בגינם. כמו כן, אנו צופים ירידה מתונה ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון, בעיקר בשל ירידה צפויה בהכרה ברווחים בפעילות הייזום למגורים ומועד השלמת פירעון החוב הפיננסי בגין הנכסים שנמכרו.

תיאור החברה

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי. היא חברת נדל"ן מניב הפועלת בגרמניה. ב-31 בדצמבר, 2019, עמד שווי של תיק הנכסים המניבים של החברה על כ-1.1 מיליארד אירו, והוא כלל 29 נכסים מניבים למגורים, הכוללים כ-12 אלף יחידות דיור, ו-16 נכסים מניבים למסחר, הכוללים כ-181 אלף מ"ר להשכרה. החברה פועלת גם בתחום הייזום למגורים, אם כי בהיקפים נמוכים ביחס לכלל הפעילות. מרבית פעילות הייזום מרוכזת בעיר דיסלדורף, והיא כוללת את פרויקט Grafental (ארבעה שלבים הכוללים 386 יחידות דיור בשלבי שיווק וביצוע, מתוכן כ-112 יחידות מיועדות להשכרה). בנוסף, לחברה עתודות קרקע בשכונת Gerresheim בדיסלדורף (שמרבית ההחזקה בה נמכרה) ובעיר אאן.

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי התאגדה בהולנד ורשומה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלת ההחזקות העיקרית בחברה היא חברת הנדל"ן המניב הגרמנית (BB/Watch Dev) Adler Real Estate AG, המחזיקה כיום בכ-69.8% ממניות החברה.

הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של חברת בראק קפיטל פרופרטיז נתמך במיקוד הפעילות בשוק הנדל"ן למגורים בגרמניה, שאנו מעריכים ככלכלה יציבה. שוק הנדל"ן בגרמניה מפותח ונהנה מביקוש יציב בתחומי הפעילות, ומאפשר לחברה להציג שיפור מתמשך בביצועים התפעוליים. בין היתר, ברבעון הרביעי של 2019 הציגה החברה גידול של כ-3.9% בהכנסות מנכסים זהים במגזר הנדל"ן המניב למגורים בהשוואה לרבעון המקביל ב-2018, ושמרה על שיעור תפוסה ממוצע גבוה של כ-95%. כמו כן, תיק הנכסים המניבים מפוזר ב-15 ערים בגרמניה המאופיינות בנתונים דמוגרפיים התומכים בביקוש לדירות, והחברה דיווחה כי בשנת 2019 היה שכר הדירה בהשכרות חדשות בשוק המגורים גבוה בכ-15% משכר הדירה הממוצע הקיים.

מנגד, נציין כי בשנת 2019 קטן תיק הנכסים לכ-1.1 מיליון אירו לעומת כ-1.4 מיליארד אירו בסוף 2018, אולם היקף הפעילות נותר הולם ביחס לדירוג הנוכחי. הקיטון נבע בעיקר ממימוש נכסים מסחריים שאינם בליבת העסקים, כחלק מהמשך יישום התכנית האסטרטגית של ההנהלה. בנוסף חתמה החברה על הסכם למימוש 75% מאחזקותיה בעתודת קרקע בשכונת Gerresheim בדיסלדורף, בתמורה המשקפת שווי של כ-375 מיליון אירו. חלק מהתמורה התקבלה בפועל ותשלומים נוספים צפויים להתקבל בכפוף לקבלת תכנית פיתוח ואישורי בנייה. בעקבות מימושים אלו, פחתה החשיפה לשני נכסים מסחריים ושוכרים מהותיים, ומשקל פעילות הייזום נותר מוגבל. להערכתנו, פעילות הייזום מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב. אולם קצב המכירה המהיר בשנים האחרונות ושיעור השיווק הנוכחי הגבוה של כ-85%, משקף להערכתנו את המיקום האטרקטיבי של הפרויקטים ואת יכולות השיווק של החברה. בהתבסס על תכניות החברה, אנו מעריכים כי הפרופיל העסקי ימשיך לשקף בעיקר חברת נדל"ן מניב, עם בסיס EBITDA יציב הממתן את התנודתיות האפשרית מפעילות הייזום.

Table 1.

Brack Capital Properties N.V. -- Peer Comparison (Mil. €)

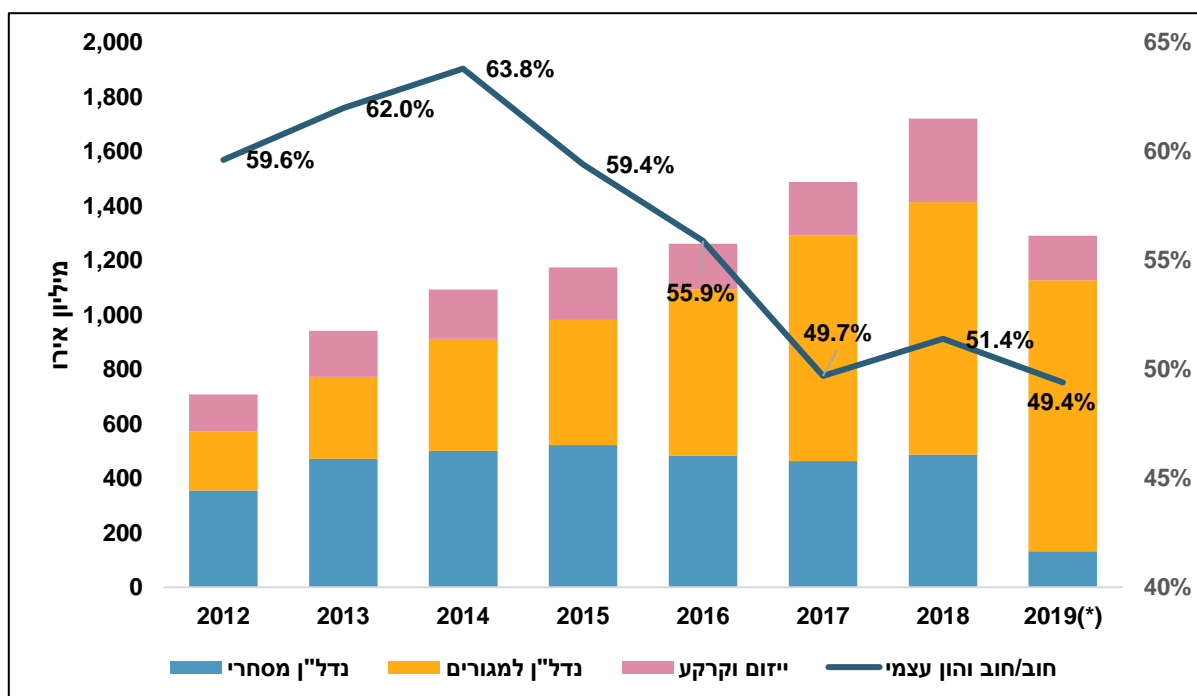
Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Brack Capital Properties N.V.	The Zarasai Group	Meliron Ltd.	Isras Investment Company Ltd.
National Scale Rating	ilAA-/Stable	ilAA-/Negative	ilAA-/Stable	ilAA-/Stable
	--Fiscal year ended Dec. 31, 2019--	--Fiscal year ended Dec. 31, 2018--	--Fiscal year ended Dec. 31, 2019--	--Fiscal year ended Dec. 31, 2019--
Revenue	169.7	176.6	402.7	116.5
EBITDA	60.1	65.2	282.0	79.2
Funds from operations (FFO)	34.0	21.0	180.6	48.3
Interest expense	19.1	47.7	84.9	25.6
Cash interest paid	17.1	44.2	84.4	24.9
Cash flow from operations	20.4	43.9	189.9	54.1
Cash and short-term investments	44.4	60.4	336.2	163.2
Debt	735.4	1,112.6	2,464.3	636.0
Equity	753.4	865.8	2,028.3	868.3
Valuation of investment property	1,259.3	1,950.0	4,919.8	1,636.6
Adjusted ratios				
EBITDA margin (%)	35.4	36.9	70.0	68.0
Return on capital (%)	3.8	4.8	6.8	14.4
EBITDA interest coverage (x)	3.1	1.4	3.3	3.1
FFO cash interest coverage (x)	3.0	1.5	3.1	2.9
Debt/EBITDA (x)	12.2	17.1	8.7	8.0
FFO/debt (%)	4.6	1.9	7.3	7.6
Debt/debt and equity (%)	49.4	56.2	54.9	42.3

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה נתמך על ידי הירידה במינוף בשנת 2019, במקביל לשמירה על יחס כסוי ריבית יציב יחסית. בשנת 2019 חל קיטון בהיקף החוב המתואם לכ-735 מיליון אירו מכ-846 מיליון אירו בסוף 2018, בעיקר הודות לקבלת תזרים של כ-154 מיליון אירו בגין מימוש הנכסים המסחריים שאינם בליבת העסקים של החברה (חלק א' וחלק ב' – באופן חלקי), ותזרים מזומנים מפעילות שוטפת (לאחר תשלום ריבית בהיקף כולל של כ-20 מיליון אירו, ובקיזוז השקעות בנדל"ן מניב ורכישת זכויות מיעוט בהיקף כולל של כ-82 מיליון אירו. סך ההון העצמי המתואם קטן לכ-753 מיליון אירו בסוף 2019 מכ-800 מיליון אירו בסוף 2018, בעיקר בשל רכישת זכויות המיעוט כאמור, ובקיזוז רווח שנתי של כ-17 מיליון אירו. כפועל יוצא, בסוף 2019 הסתכם היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי לכ-49.4% לעומת כ-51.4% בסוף 2018.

תרשים 1: התפתחות שווי תיק הנכסים והמינוף



(* לא כולל נכסים שסווגו כמיועדים למכירה.)

בהתבסס על מדיניותה הפיננסית של החברה, אנו צופים ירידה נוספת במינוף בשנת 2020 לכ-45%-47%, בעיקר כתוצאה מהשלמת מימוש הנכסים המסחריים ועתודת הקרקע עליו דיווחה החברה במהלך 2019. הטווח החזוי למינוף משקף את אי הוודאות בקשר לעיתוי מימוש הנכסים והיקף התרומה לרווחיות ממגזר הייזום למגורים. בהקשר זה יודגש כי השפעות ארוכות טווח של מגפת הקורונה על תוצאותיה הפיננסיות של החברה יבחנו לאורך זמן.

בשנת 2019 נותר יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של בראק קפיטל פרופרטיז יציב, והסתכם בכ-3.1 לעומת כ-3.3 ב-2018. יחס זה מושפע כיום לטובה מסביבת הריבית הנמוכה בגרמניה, מאחר שכ-80% מסך החוב הפיננסי של החברה מקורו במערכת הבנקאית הגרמנית. ב-2019 עמדה הריבית הממוצעת על החוב הבנקאי של החברה על כ-1.68% והמח"מ עמד על כ-4.8 שנים, בהשוואה לכ-1.61% וכ-3.5 שנים, בהתאמה, ב-2018, מה שמשקף להערכתנו את נגישותה הטובה של החברה למערכת הבנקאית ואת הניהול הפיננסי שכלל מחזורי חוב מהותיים בשנים האחרונות. בתמהיל הפעילות הנוכחי, אנו צופים כי בשנים 2020-2021 יהלום יחס ה-EBITDA להוצאות מימון את הדירוג הנוכחי ויעמוד על כ-2.5x-2.7x, בהינתן צפי ליציבות ב-NOI (net operating income) מנכסים קיימים וחדשים ולירידה בהכרה ברווחים ממגזר הייזום למגורים.

Table 2.

Brack Capital Properties N.V – Financial Summary (Mil. €)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2019	2018	2017	2016	2015
Revenue	169.7	168.9	160.1	171.6	161.1
EBITDA	60.1	65.4	63.0	64.2	61.3
Funds from operations (FFO)	34.0	47.7	46.3	45.7	42.0
Interest expense	19.1	19.6	19.5	20.7	21.2
Cash interest paid	17.1	17.7	16.7	18.6	19.3
Cash flow from operations	20.4	(85.5)	58.5	80.7	60.8
Cash and short-term investments	44.4	27.6	114.1	89.3	55.8
Debt	735.4	846.6	690.3	658.9	665.3
Equity	753.4	800.5	698.6	520.1	454.1
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	35.4	38.7	39.3	37.4	38.1
Return on capital (%)	3.8	4.3	4.9	5.6	5.7
EBITDA interest coverage (x)	3.1	3.3	3.2	3.1	2.9
FFO cash interest coverage (x)	3.0	3.7	3.8	3.5	3.2
Debt/EBITDA (x)	12.2	12.9	11.0	10.3	10.8
FFO/debt (%)	4.6	5.6	6.7	6.9	6.3
Debt/debt and equity (%)	49.4	51.4	49.7	55.9	59.4

נזילות: הולמת

אנו מעריכים את רמת הנזילות של בראק קפיטל כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2020. הערכתנו לרמת הנזילות של החברה נתמכת בעיקר ביכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים גבוהים ויציבים מתיק הנכסים המניבים. יחד עם זאת, היותם שמרבית נכסי החברה משועבדים, משפיע לשלילה על הערכת הגמישות הפיננסית, אם כי שיעור ה-LTV (loan to value) כנגד הנכסים המשועבדים נותר הולם (כ-45% במוצע) ומאפשר מימון מחדש.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2020:

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> אשראי לזמן קצר ותשלום חלויות חוב של כ-34 מיליון אירו (מתוכם כ-26 מיליון אירו בגין תשלום קרן אג"ח). פירעון הלוואה מבעל שליטה בהיקף של כ-41 מיליון אירו (הושלם). השקעות שוטפות בנכסים קיימים (capex) בהיקף של כ-5-10 מיליון אירו. 	<ul style="list-style-type: none"> מזומנים בהיקף של כ-44 מיליון אירו. FFO (funds from operation) במזומן של כ-20-25 מיליון אירו. חלק מתמורת ממימוש קרקע בפרויקט Gerresheim בהיקף נטו של כ-37 מיליון אירו (התקבל).

השימושים אינם כוללים תשלומים חד פעמיים ("תשלומי בולט") של הלוואות בנקאיות ללא זכות חזרה, בעיקר כנגד הנכסים ב-Kaufland ו-Parkblick, בהתבסס על הערכתנו כי נכסים אלו ימומנו מחדש, שכן מדובר בנכסים עם ביצועים תפעוליים טובים הממומנים בשיעור LTV נמוך יחסית של כ-20%-30%.

חלויות חוב					
שנה	2020 (*)	2021	2022	2023	2024 ואילך
חלויות (מיליון €)	225	140	104	16	240

(*) כולל כ-148 מיליון התחייבויות בגין נכסים המסווגים כמיועדים למכירה.

ניתוח התניות

צפי

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם (יותר מ-15%) על כל התניות הפיננסיות.

דרישות

לפי תנאי האג"ח, על החברה לשמור על יחס חוב נטו לחוב נטו והון שלא יעלה על 75%, על הון המיוחס לבעלי מניות הרוב שלא יפחת מ-190 מיליון אירו ועל יחס בין ההון העצמי של החברה לחוב הפיננסי נטו (ברמת הסולו) שלא יפחת מ-187.5%.

ניתוח השפעת הקבוצה

Adler Real Estate AG (BB/Watch Dev), בעלת השליטה בחברה המחזיקה כ-69.8% ממניותיה, היא חברת נדל"ן מניב הפועלת בגרמניה שבבעלותה כ-50 אלף יחידות דיור בשווי של כ-3.2 מיליארד אירו. להערכתנו, בראק קפיטל פרופרטיז היא חברת ליבה של הקבוצה, בין היתר מכיוון שהיא מהווה חלק מהותי מהפעילות המאוחדת. בנוסף, שתי החברות פועלות בגרמניה בתחום הנדל"ן המניב, עם פוטנציאל לאינטגרציה בין הפעילויות בעיקר בתחום המגורים להשכרה. בשלב זה השפעת הקבוצה ניטרלית, בין היתר בהתחשב ברמות הדירוג של שתי החברות. כמו כן, היות ובראק קפיטל פרופרטיז היא חברה ציבורית עם החזקות מיעוט

מהותיות, קיימת מסגרת רגולטורית הנוגעת בין היתר למגבלות על היכולת של בעלי השליטה להתערב באופן שלילי בנעשה בחברת הבת.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של בראק קאפיטל פרופרטיז א.וי. שאינן מובטחות בנכסי נדל"ן (סדרות א', ב' ו-ג'). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בחלק העליון של הטווח 50%-70%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מביאה בחשבון את העובדה כי סדרות האג"ח של החברה נחותות לחוב הבנקאי הבכיר (שכל נכסי החברה משועבדים לו).

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2025
- מיתון עמוק בכלכלה הגרמנית יגרור קיטון משמעותי בשיעורי התפוסה, ירידה בדמי השכירות ושחיקה מהותית בשווי תיק הנכסים.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- שווי תיק הנכסים המסחריים של החברה יקטן ב-50% בהתחשב בריכוזיות השווי במספר נכסים גדולים.
- שווי תיק הנכסים בתחום המגורים להשכרה של החברה יקטן ב-30%, בהתחשב בפיזור השוכרים ומספר הנכסים הגדול יחסית.
- שווי המלאי בהקמה למכירה ועתודות הקרקע שבידי החברה יקטן ב-40% בהתחשב במיקומים, בשיעורי ההשלמה ההנדסית, בשיעורי השיווק, במצב התכנוני ובסטטוס היתרי הבניה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-875 מיליון אירו

- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-830 מיליון אירו
- סך חוב בכיר מובטח: כ-758 מיליון אירו
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-71 מיליון אירו
- סך חוב לא מובטח (סדרות א', ב' ו-ג'): כ-109 מיליון אירו
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70% (בחלק הגבוה של הטווח) נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית. בדרך כלל אנו מניחים ניצול מסגרות אשראי בכשל פירעון.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק	ציון הערכת שיקום חוב	תיאור	הערכת שיקום חוב באחוזים
3+ נוצ'ים	1+	צפי להחזר מלא	100%
2+ נוצ'ים	1	שיקום חוב גבוה מאד	100%-90%
1+ נוצ'	2	שיקום חוב גבוה	90%-70%
0 נוצ'ים	3	שיקום חוב משמעותי	70%-50%
0 נוצ'ים	4	שיקום חוב ממוצע	50%-30%
1- נוצ'	5	שיקום חוב צנוע	30%-10%
2- נוצ'ים	6	שיקום חוב זניח	10%-0%

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 בראק קפיטל פרופרטיז א.וי לשנת 2019:

- קיזוז עודפי מזומנים ושווי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- נטרול הכנסות בגין עליית ערך שווי הוגן נדל"ן להשקעה מההכנסות התפעוליות.
- ניכוי הוצאות הריבית מתזרים מפעילות שוטפת.
- שימוש בריבית ומס תזרימיים לצורך חישוב ה-FFO.

Table 3.

Reconciliation Of Brack Capital Properties N.V. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. €) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2019

Brack Capital Properties N.V. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	772.3	712.0	56.1	69.3	60.1	37.5
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(9.0)	--
Cash taxes paid:						
Other	--	--	--	--	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(17.1)	--
Reported lease liabilities	3.0	--	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(40.0)	--	--	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	(0.1)	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(17.1)
Noncontrolling interest/minority interest	--	41.4	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	4.0	4.0	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	(13.3)	--	--
Total adjustments	(36.9)	41.4	4.0	(9.5)	(26.1)	(17.1)

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	735.4	753.4	60.1	59.9	34.0	20.4

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch, 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: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 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: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 26 בפברואר, 2018
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 25 ביוני, 2018
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 5 ביולי, 2019
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-30 במרץ, 2020)

בראק קפיטל פרופרטיז אן וי	
דירוג(י) המנפיק	ilAA-\Stable
טווח ארוך	
דירוג(י) הנפקה	
חוב בכיר בלתי מובטח	ilAA-
סדרה א,ב,ג	
היסטוריית דירוג המנפיק	
טווח ארוך	ilAA-\Stable
מרץ 14, 2016	ilA+\Stable
אפריל 02, 2013	ilA\Stable
אפריל 01, 2012	
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	09:32 30/03/2020
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	09:32 30/03/2020
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

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.

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 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, יחדיו, ה"תוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "הצדדים (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 AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיכות 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 הבעת 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.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

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.