

בראק קפיטל פרופרטיז א.י.

15 בפברואר 2022

עדכון דירוג

הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות בעקבות היחלשות איכות האשראי של קבוצת אדלר והכנסת דירוגיה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות

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

2	תמצית פעולת הדירוג
3	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
4	רשימת מעקב
4	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
5	רשימת דירוגים

הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות בעקבות היחלשות איכות האשראי של קבוצת אדלר והכנסת דירוגיה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות

תמצית פעולת הדירוג

- בדצמבר 2021 השלימה קבוצת אדלר מכירה של כ-7% מהאחזקות בחברה לחברת בת של LEG Immobilien SE ("LEG"), והתחייבה להשתתף בכל הצעת רכש שתיזום LEG בגין יתרת המניות שברשותה (כ-63%). בינואר 2022 רכשה LEG כ-24% נוספים מהון המניות מבעלי זכויות המיעוט וכ-1% בשוק, והגיע להחזקה כוללת של כ-32% בבראק קפיטל.
- ב-11 בפברואר 2022 הורידה S&P Global Ratings את דירוגיהן של חברת האם של בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי ("בראק קפיטל" או "החברה"), Adler Real Estate AG, ושל בעלת השליטה בחברה, Adler Group SA (ביחד – "קבוצת אדלר"), ל-'B-' מ-'B+', והכניסה אותם לרשימת מעקב עם השלכות שליליות.
- בשל מבנה הבעלות הנוכחי, אנו מעריכים כי השחיקה באיכות האשראי של קבוצת אדלר עשויה להשפיע לרעה על איכות האשראי של בראק קפיטל. אולם בהינתן השינויים האחרונים בשיעורי ההחזקה של קבוצת אדלר בחברה, וההתחייבות שנתנה ל-LEG להשתתף בכל הצעת רכש שתיזום LEG, קיימת בשלב זה אי ודאות לגבי מבנה הקבוצה בטווח הקצר, החשיבות האסטרטגית של בראק קפיטל בקבוצה וההשפעה על הדירוג שלה.
- ב-15 בפברואר 2022 הכנסנו את דירוג המנפיק של בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי, 'ilAA', ואת דירוגי סדרות האג"ח שלה (סדרות ב' ו-ג'), 'ilAA', לרשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות.
- הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את היחלשות איכות האשראי של קבוצת אדלר ואת הכנסת דירוגיה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות, ואת ההשפעה השלילית האפשרית על מאפייני הדירוג של בראק קפיטל. בכוונתנו להוציא את דירוגי החברה מרשימת מעקב כאשר תהיה לנו ודאות גבוה יותר לגבי מבנה ההחזקות, הרכב הקבוצה, איכות האשראי של הקבוצה וההשפעה האפשרית של השינויים בקבוצה על מאפייני הדירוג של בראק קפיטל.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

אנו סבורים כי איכות האשראי של החברה עשויה להיפגע בעקבות היחלשות איכות האשראי של חברת האם, Adler Real Estate AG (B-/Watch Neg), המחזיקה בכ-63% מהמניות בחברה, ושל בעלת השליטה, Adler Group SA (B-/Watch Neg/B), המחזיקה בכ-97% בחברת האם.

הורדת הדירוגים של חברת האם ובעלת השליטה והכנסתם לרשימת מעקב נבעו בין היתר מהיחלשות בפרופיל העסקי של קבוצת אדלר בשל התלות הגוברת בפעילות הייזום שלה, שקיימת אי ודאות גבוהה לגבי עיתוי ההכרה בהכנסות ממנה. כמו כן חלה עלייה בסיכון הפיננסי של קבוצת אדלר, בעיקר כתוצאה מהתגברות התנודתיות בתזרים המזומנים בשל התלות הגוברת בפעילות הייזום, שביצועיה ממשיכים להיות חלשים עקב עיכובים במכירות ובמסירות. בנוסף הודיעה קבוצת אדלר כי היא צפויה לדחות את פרסום דוחותיה הכספיים לשנת 2021 בשל חקירה שמבצע רואה החשבון המבקר שלה, KPMG. אם פרסום הדוחות יחרוג מהמועד הנקוב בתנאי איגרות החוב של קבוצת אדלר, תעמוד למחזיקי האג"ח האפשרות לדרוש את פירעון האג"ח. אנו סבורים כי בשלב זה קיימת אי ודאות לגבי מבנה הבעלות של בראק קפיטל ולגבי חשיבותה לקבוצה, בין היתר בשל הגדלת ההחזקה של LEG לכ-32% והתחייבותה של קבוצת אדלר להשתתף בכל הצעת רכש שתפרסם LEG עד ל-30 בספטמבר 2022. אולם אנו מעריכים כי ישנה הפרדה מסוימת בין איכות האשראי של בראק קפיטל לאיכות האשראי של הקבוצה. הערכה זו משקפת, בין היתר, את העובדה שבראק קפיטל פועלת כישות נפרדת ועצמאית; את היקף זכויות המיעוט בחברה, שעומד על כ-37% וכולל החזקות משמעותיות של LEG, תאגיד נדל"ן עם פעילות נרחבת בתחום הנדל"ן למגורים בגרמניה, המחזיק בתיק נכסים בשווי של כ-16.2 מיליארד אירו בשיעור LTV של כ-38%, נכון ל-30 בספטמבר 2021; ואת המגבלות הקיימות בשטרי איגרות החוב. נציין כי, להבנתנו, הרגולציה הישראלית כוללת כללי ממשל תאגידי ותהליכי אישורים מחמירים, בעיקר לגבי עסקאות בעלי עניין. לדעתנו, מספר הוראות בחוק החברות תומכות בכללי ממשל תאגידי נאותים של קבוצות ומחזקים את יכולת המיעוט למנוע עסקאות עם בעלי עניין שאינן לטובת החברה. לכן אנו מעריכים כי החוק מגביל את יכולתם של בעלי השליטה להתערב בחברות בנות ציבוריות (או בחברות אג"ח) באופן שעשוי לפגוע בטובת החברה. בהקשר הזה, מינוי דירקטור חיצוני נוסף בסוף ינואר השנה והרכב הדירקטוריון הנוכחי הכולל שישה דירקטורים מהם שלושה דירקטורים בלתי תלויים וחיצוניים, תומך בהערכתנו. עם זאת, בחודשים הקרובים נבחן אם חלה התדרדרות נוספת בדירוגי חברת האם ובדירוגי בעלת השליטה, ואם יש לכך השפעה מהותית על פעילותה של בראק קפיטל. בין היתר, נבחן את ההשפעה גם על נגישותה של בראק קפיטל למקורות מימון, לאור חלויית החוב הבנקאי המשמעותיות בתקופה הקרובה.

ביצועיה התפעוליים והפיננסיים של בראק קפיטל נותרו יציבים יחסית, ולהערכתנו ב-2021 לא חלו שינויים מהותיים במאפייני הדירוג שלה, במצבת ההתחייבויות שלה ובשווי פעילותה. השווי המוערך של תיק הנכסים המניבים של החברה עמד ב-30 בספטמבר 2021 על כ-1.3 מיליארד אירו, ושיעור התפוסה הממוצע עמד על כ-95%. כפי שצפינו, מינוף החברה עלה מעט לכ-41% לעומת כ-36% בתום 2020, בעיקר בשל ביטול עסקת

המכירה של הקרקע בגרשהיים, איחוד מחדש של החוב והפסד מהשקעה פיננסית (חברת ייזום גרמנית), ובקיזוז שיערוך נדל"ן ומימוש נכסים מסחריים שאינם בליבת הפעילות. עם זאת, עדיין צפוי מרווח משמעותי מהיחסים ההולמים את הדירוג.

רשימת מעקב

הכנסת דירוגי החברה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את היחלשות איכות האשראי של קבוצת אדלר ואת הכנסת דירוגיה לרשימת מעקב עם השלכות שליליות, ואת ההשפעה השלילית האפשרית על מאפייני הדירוג של בראק קפיטל. בכוננתנו להוציא את דירוגי החברה מרשימת מעקב כאשר תהיה לנו ודאות גבוה יותר לגבי מבנה ההחזקות, הרכב הקבוצה, איכות האשראי של הקבוצה וההשפעה האפשרית של השינויים בקבוצה על מאפייני הדירוג של בראק קפיטל. אנו עשויים להוריד את דירוג החברה ברמת דירוג (נוץ') אחת או יותר אם נעריך כי להרכב הקבוצה, למבנה הבעלות בחברה ולחשיבותה האסטרטגית לבעליה השפעה שלילית על מאפייני הדירוג של בראק קפיטל, או אם נעריך כי נגישותה של החברה למקורות מימון נפגעה.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 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
- [מתודולוגיה - כללי: סיכונים אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי](#), 10 באוקטובר, 2021
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 10 בנובמבר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	בראק קפיטל פרופרטיז אן וי
09/12/2021	01/04/2012	ilAA-\Watch Neg	דירוג(י) המנפיק טווח ארוך
09/12/2021	03/04/2013	ilAA\Watch Neg	דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
09/12/2021	23/06/2014	ilAA\Watch Neg	סדרה ב סדרה ג
			היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך פברואר 15, 2022 דצמבר 09, 2021 אוקטובר 14, 2021 מרץ 15, 2016 אפריל 03, 2013 אפריל 01, 2012
		ilAA-\Watch Neg ilAA-\Negative ilAA-\Watch Neg ilAA-\Stable ilA+\Stable ilA\Stable	פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יוזם הדירוג
		10:50 15/02/2022 10:50 15/02/2022 החברה המדורגת	

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

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 האיכות 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 אמינים 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 מהחמתים 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.