

# בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

---

15 מרץ, 2016

עדכון דירוג

**העלאת דירוג ל-'AA' לאור ירידה במינוף ושינוי  
המדיניות הפיננסית; תחזית הדירוג יציבה**

אנליסט אשראי ראשי:

גיל אברהמי, 972-3-7539719 [gil.avrahami@standardandpoors.com](mailto:gil.avrahami@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

אייל עברון, 972-3-7539723 [eyal.evron@standardandpoors.com](mailto:eyal.evron@standardandpoors.com)

## תוכן עניינים

---

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

# העלאת דירוג ל-'ilAA' לאור ירידה במינוף ושינוי המדיניות הפיננסית; תחזית הדירוג יציבה

## תמצית

- שיעור המינוף המאזני של החברה השתפר בחודשים האחרונים והוא צפוי לרדת אל מתחת ל-60% בדוחות הכספיים לשנת 2015.
- בנוסף, החברה פרסמה לאחרונה יעדים כמותיים הנגזרים מהתכנית העסקית שלה אשר תומכים, להערכתנו, בשמירה לאורך זמן על יחסים ההולמים את העלאת הדירוג.
- הביצועים התפעוליים של תיק הנכסים המניב הן למגורים והן המסחרי נותרו יציבים עם שיעורי תפוסה גבוהים וצמיחה בשכ"ד, כתוצאה מביצועי הכלכלה ושווק הנדל"ן בגרמניה, בין השאר.
- אנו מעלים את הדירוג של בראק קפיטל פרופורטיז א.ו.י., חברת הנדל"ן המניב הפועלת בתחום ההשכרה למגורים ולמסחר בגרמניה, לדירוג 'ilAA+' מדירוג 'ilA+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו להמשך יציבות בביצועי תיק הנכסים ופרויקט הייזום של החברה. הערכה זו נתמכת בין היתר על ידי תחזית הצמיחה הכלכלית הטובה וסביבת שוק נדל"ן הנוחה בגרמניה. זאת בנוסף לשמירה לאורך זמן על יחס מתואם של חוב לחוב והון עצמי הנמוך מ-60% ועל יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-3x, בהתבסס על המדיניות הפיננסית של החברה ותרחיש הבסיס שלנו.

## פעולת הדירוג

ב-15 במרץ, 2016, העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של בראק קפיטל פרופורטיז א.ו.י., חברת נדל"ן מניב הפועלת בתחום ההשכרה למגורים ולמסחר בגרמניה, ל-'ilAA+' מ-'ilA+'. תחזית הדירוג יציבה.

## שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג של בראק קפיטל פרופורטיז א.ו.י. משקפת את השיפור בפרופיל הסיכון הפיננסי כפי שמשקף בשיפור ביחס המתואם חוב לחוב והון עצמי נכון ל-30 בספטמבר, 2015, ואת הערכתנו כי כבר בדוחות השנתיים הקרובים ירד היחס אל מתחת ל-60%, שיעור אותו הגדרנו כהולם את הדירוג הנוכחי. כמו כן, העלאת הדירוג נתמכת בהערכתנו למחויבות גבוהה של ההנהלה למדיניות פיננסית התומכת בדירוג.

אנו צופים כי היחס המתואם חוב לחוב והון ירד אל מתחת ל-60% בדוחות הכספיים לשנת 2015. הירידה נובעת בעיקרה מהמשך גידול בהכנסות משכ"ד (הן מעליית שכ"ד בנכסים קיימים והן בשל רכישות), מהכרה בהכנסות פרויקט הייזום למגורים, מהשבחה של קרקע בדיסילדורף על ידי השלמת שינוי יעוד ממשרדים למגורים ומהורדת עלויות המימון. כמו כן, בפברואר 2016 פרסמה החברה יעדים כמותיים הנגזרים מהתכנית העסקית שלה, הכוללים, בין היתר, שמירה על יחס חוב לחוב והון עצמי שאינו עולה על 60% יחס EBITDA להוצאות מימון של לפחות 2.5x.

תיק הנכסים המניב של החברה שמר על ביצועים תפעוליים יציבים, כפי שמשקף בשיעורי תפוסה גבוהים של 96%. בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים גידול של כ-4% ב-NOI (net operating income) מנכסים זהים בשנת 2015. עדיין קיימת תלות בשני שוברים עיקריים האחראים ביחד לכ-25% מסך הכנסות השכירות. יחד עם זאת, חוזי השכירות בכל הנכסים המסחריים הם ארוכי טווח, והחוזים עם שני השוברים העיקריים הינם לתקופות של 10-15 שנים (בפברואר 2015 הוארכו חוזים על 17 נכסים עם שוכר עיקרי עד לשנת 2030). ההכרה בהכנסות ממסירת דירות בפרויקט ייזום המגורים בדיסילדורף משקפת עמידה ביעדי רווחיות ומועדי מסירות, וכן ישנה התקדמות הולמת בשיוק המוקדם של הדירות (כמעט כל יחידות הדירוג של שלבים א, ב1 וב2 נמכרו, כמו גם 62% מיחידות הדירוג של שלב ב3).

### תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- הכנסות ברוטו של כ-90-95 מיליון אירו משכירות וניהול נכסים ב-2015, על סמך רכישות שנעשו וגידול בהכנסה מדמי שכירות על נכסים דומים כתוצאה מהעלאת דמי השכירות.
- צפי להמשך צמיחה בהכנסות ב-2016 ו-2017, בעיקר הודות לרכישות חדשות וגידול של 3% מדמי שכירות על נכסים זהים בתיק המגורים;
- הכרה בהכנסות של פרויקט הייזום בהיקף של כ-70 מיליון אירו ב-2015 ושל לפחות 115 מיליון אירו בשנים 2016-2017.
- עלייה של כ-20 מיליון אירו בערך הנכסים הקיימים בפורטפוליו בשנתיים הקרובות, הודות לסביבת שוק נוחה ומגמות ביקוש חיוביות;
- גידול בהיקף החוב בעקבות המשך רכישות נכסים מניבים בהיקף של 50-100 מיליון אירו בשנה.

### תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-58%-59% בשנתיים הבאות;
- יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-2.7x;
- יחס חוב ל-EBITDA של כ-11x.

### נזילות

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 הלוואות 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 שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה נכון ל-1 לינואר, 2016, ועד ל-31 לדצמבר, 2017, הן:

- מזומן ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-51 מיליון אירו;
- יתרות לקבל מבנקים בהיקף של כ-25 מיליון אירו;
- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-40 מיליון אירו;
- מחזור הלוואות בנקאיות בהיקף של 57.5 מיליון אירו (הושלם).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה נכון ל-1 לינואר, 2016, ועד ל-31 לדצמבר, 2017, הן:

- חלויות אג"ח בהיקף של כ-17 מיליון אירו וחלויות של הלוואות בנקאיות בהיקף של כ-69 מיליון אירו;
- חלוקה לבעלי זכויות שאינן מקנות שליטה בהיקף של כ-11 מיליון אירו;
- השקעות הוניות (capital expenditure) בהיקף של כ-8 מיליון אירו;
- רכישה של 430 יחידות דיור (הושלמה במרץ 2016) בסך של כ-7 מיליון אירו (לאחר קבלת מימון).

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו להמשך יציבות בביצועי תיק הנכסים ופריקט הייזום של החברה. הערכה זו נתמכת בין היתר על ידי תחזית הצמיחה הכלכלית הטובה וסביבת שוק הנדל"ן הנוחה בגרמניה. זאת בנוסף לשמירה לאורך זמן על יחס מתואם של חוב לחוב והון עצמי הנמוך מ-60% ועל יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-3x, בהתבסס על המדיניות הפיננסית של החברה ותרשיש הבסיס שלנו.

### התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג אם יחס החוב לחוב והון עצמי של החברה יעלה לאורך זמן מעבר ל-60%, או אם החברה תגדיל משמעותית את משקל פעילות הייזום. להערכתנו, תרחיש כזה עשוי להתקיים אם החברה תבצע רכישות ממונפות בהיקפים גבוהים, של נכסים מניבים או קרקעות לייזום.

### התרחיש החיובי

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

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נדילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

## מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה – כללי: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה – כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016
- [מתודולוגיה – כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 19 בינואר, 2016
- [מתודולוגיה – כללי: הגדרות הדירוג של S&P](#), 1 בפברואר, 2016
- [מתודולוגיה – כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה – מאמרי ליבה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצת חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 19 בנובמבר, 2013

<b>בראק קפיטל פרופרטיז א.ו.י</b>	
ilAA-/Stable	דירוג המנפיק
ilAA-	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה א, ב, ג
ilAA-/Stable ilA+/Stable ilA/Stable	<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b> מרץ 15, 2016 אפריל 02, 2013 אפריל 01, 2012

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 הגלובליים; 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 מהימנים. 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, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.