

בראק קפיטל פרופרטיז א.י.

16 במאי 2022

עדכון דירוג

הורדת דירוג המנפיק ל-'ilA' בעקבות היחלשות איכות האשראי של קבוצת אדלר והערכתנו כי נזילות החברה פחות מהולמת; הדירוגים נותרו ברשימת 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
2	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
4	רשימת מעקב
5	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
6	רשימת דירוגים

עדכון דירוג

הורדת דירוג המנפיק ל-'ilA' בעקבות היחלשות איכות האשראי של קבוצת אדלר והערכתנו כי נזילות החברה פחות מהולמת; הדירוגים נותרו ברשימת מעקב עם השלכות שליליות

תמצית פעולת הדירוג

- ב-5 במאי 2022 הורידה S&P Global Ratings את דירוגיהן של חברת האם של בראק קפיטל פרופרטיז א.וי ("בראק קפיטל" או "החברה"), Adler Real Estate AG, ושל בעלת השליטה בחברה, Adler Group SA (ביחד – "קבוצת אדלר"), ל-'CCC' מ-'B', תחזית הדירוג שלילית.
- במבנה הבעלות הנוכחי, אנו סבורים כי להיחלשות באיכות האשראי של קבוצת אדלר השפעה שלילית על דירוג החברה. כמו כן, בשלב זה קיימת אי ודאות לגבי שינויים במבנה הקבוצה, החשיבות האסטרטגית של בראק קפיטל לקבוצה וההשפעה על הדירוג שלה.
- אנו מעריכים כי נגישותה של החברה למערכת הבנקאית בגרמניה נפגעה, בעיקר בעקבות השינויים לרעה באיכות האשראי של בעלת השליטה ואי הוודאות לגבי מבנה הקבוצה. בעקבות כך, ובהתחשב בצרכי המחזור הגבוהים של החברה בשנה הקרובה, אנו מעריכים כי נזילות החברה היא פחות מהולמת. אולם להערכתנו לחברה גמישות פיננסית מסוימת, בעיקר לאור העובדה כי שיעור המינוף בנכסיה נותר נמוך יחסית, לאור קבלת קו אשראי למימון חבות מס מתאגיד בנקאי בינלאומי לאחר הורדת הדירוג לקבוצת אדלר ולאור אינדיקציות לנגישות החברה לשוק ההון המקומי.
- ב-16 במאי 2022 הורדנו את דירוג המנפיק של בראק קפיטל פרופרטיז א.וי ל-'ilA' מ-'ilAA' ואת דירוגי סדרות האג"ח שלה (סדרות ב' ו-ג') ל-'ilA' מ-'ilAA'.
- אנו משאירים את דירוג המנפיק של החברה ואת דירוגי סדרות האג"ח שלה ברשימת מעקב עם השלכות שליליות לאור ההיחלשות באיכות האשראי של קבוצת אדלר וההשפעה האפשרית על מאפייני הדירוג של בראק קפיטל. בכוונתנו להוציא את דירוגי החברה מרשימת מעקב בחודשים הקרובים, כאשר תהיה לנו ודאות גבוהה יותר לגבי נזילות החברה ונגישותה למקורות מימון על רקע צרכיה השוטפים בטווח הקצר-בינוני, 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 מושפעת לשלילה מהיחלשות איכות האשראי של חברת האם, Adler Real Estate AG (CCC/Negative), המחזיקה בכ-63% מהמניות בחברה, ושל בעלת השליטה,

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

S&P Adler Group SA (CCC/Negative), המחזיקה בכ-97% בחברת האם. ב-5 במאי 2022 הורידה S&P Global Ratings את דירוגיהן של שתי חברות אלו, לנוכח עלייה בחששות ליכולתה לממן מחדש את חובותיה, בין היתר, לאור אי חידוש מסגרת מימון צורכי ההון החוזר שלה שפקעה במרץ 2022 (בהיקף של כ-15 מיליון אירו) והבנתנו כי בוטל קו אשראי שהחזיקה קבוצת אדלר (בהיקף של 300 מיליון אירו), מה שצמצם את מרווח הנזילות שלה. בנוסף דיווחה קבוצת אדלר על אי עמידה באמת מידה פיננסית הקשורה לנכסיה הלא משועבדים, שמגבילה את יכולתה לגייס מימון נוסף. כפועל יוצא הביעה S&P Global Ratings חשש ליכולתה של קבוצת אדלר לעמוד בחלות האג"ח הקרובה שלה באפריל 2023, ובמספר חלויות חוב מובטח נוספות, באמצעות ייצור תזרים מזומנים אורגני, וצפתה כי אדלר תצטרך להסתמך באופן משמעותי על מימוש נכסים. הדוחות הכספיים השנתיים של קבוצת אדלר כללו הסתייגות של רואה החשבון המבקר שלה, KPMG, לפיה אין ביכולתנו להביע חוות דעת מבוקרת על הדוחות הכספיים המאוחדים, מה שעשוי להצביע על כך שיכולתה אדלר לעמוד בהתחייבויותיה הכספיות לטווח הקרוב פחתה עוד יותר. התחזית השלילית על דירוגי קבוצת אדלר משקפת את הערכת S&P Global Ratings כי תיתכן פעולת דירוג שלילית נוספת על קבוצת אדלר, במידה והקבוצה לא תצליח לפתור את הסתייגות רואה החשבון המבקר בהקדם האפשרי, לצבור מזומנים ולמצוא פתרונות מימון ב-12 החודשים הקרובים.

אנו סבורים כי להיחלשות באיכות האשראי של קבוצת אדלר השפעה שלילית על דירוג החברה, אולם בשלב זה אנו מעריכים כי קיימת הפרדה מסוימת בין דירוגי החברה לבין דירוגי קבוצת אדלר. הערכה זו משקפת, בין היתר, את העובדה שבראק קפיטל פועלת כישות נפרדת ועצמאית ואיננו צופים התערבות שלילית יוצאת דופן מצד הקבוצה בטווח הקצר-בינוני. הערכתנו זו נתמכת במינוי שני דירקטורים במהלך השנה, האחד דירקטור חיצוני והשנייה דירקטורית בלתי תלויה, ובהרכב הדירקטוריון הנוכחי הכולל שבעה דירקטורים מהם ארבעה דירקטורים בלתי תלויים וחיצוניים. כמו כן, אנו מביאים בחשבון את מבנה ההחזקות הנוכחי בחברה, הכולל החזקת מיעוט מהותית על ידי LEG Immobilien SE ("LEG", כ-34.5%) שהשקיעה כ-320 מיליון אירו במצטבר במניות החברה והתחייבותה של קבוצת אדלר להשתתף בכל הצעת רכש שתפרסם LEG עד ל-30 בספטמבר 2022. LEG הוא תאגיד נדל"ן עם פעילות נרחבת בתחום הנדל"ן למגורים בגרמניה, המחזיק בתיק נכסים בשווי של כ-19.5 מיליארד אירו בשיעור LTV (loan to value) של כ-43.1%, נכון לתום הרבעון הראשון של 2022. עם זאת, בהתחשב בתנודתיות בשווקים, שוררת כיום אי ודאות גבוהה יותר לגבי החלטתה של LEG לבצע הצעת רכש למניות החברה, וכפועל יוצא לגבי מבנה הקבוצה הסופי.

בחודשים הקרובים נבחן אם חלה התדרדרות נוספת בדירוגי חברת האם ובעלת 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 חלויות החוב הבנקאי המשמעותיות בחודשים הקרובים.

להבנתנו, ובהתבסס על מידע שהתקבל מהחברה, ביצועיה התפעוליים והפיננסיים של בראק קפיטל ברבעון הראשון של 2022 נותרו יציבים יחסית ובהתאם לתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו. אנו מעריכים כי לא חלו שינויים

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

מהותיים במצבת ההתחייבויות שלה ובשווי פעילותה בהשוואה לנתונים של סוף 2021. בין היתר, שווי תיק הנכסים נותר ללא שינוי מהותי (כ-1.3 מיליארד ₪), שיעור התפוסה נותר גבוה ויציב (כ-96%) ושיעור המינוף נותר דומה (כ-43%) ובמרווח משמעותי מהמינוף ההולם את הדירוג. עם זאת אנו מעריכים כי נגישותה של החברה למערכת הבנקאית בגרמניה נפגעה, בעיקר בעקבות השינויים לרעה באיכות האשראי של בעלת השליטה ואי הוודאות לגבי מבנה הקבוצה. בעקבות כך, ובהתחשב בצורכי המחזור הגבוהים של החברה בשנה הקרובה, אנו מעריכים כי נזילות החברה היא פחות מהולמת. בין היתר, להערכתנו היחס בין המקורות לשימושים שלה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2022 נמוך מ-1x. הערכתנו משקפת בעיקר את חליונות החוב הגבוהות יחסית של החברה, הכוללות שלושה תשלומי בולט בהלוואות ללא זכות חזרה, שניים בגין פורטפוליו של נכסי מגורים מניבים (באוגוסט וספטמבר השנה ובהיקף כולל של כ-88 מיליון אירו) ואחד בגין פרויקט גירשהיים (ביוני השנה ובהיקף כולל של כ-147 מיליון אירו), וחלות בגין אג"ח מסדרה ב' (בסוף השנה ובהיקף של כ-64 מיליון אירו). מנגד, החברה השלימה הנפקת אג"ח בתמורה נטו של כ-162 מיליון אירו, ובידה יתרת מזומנים פנויים בהיקף מוערך של כ-15-20 מיליון אירו. כמו כן, לפני מספר ימים ולאחר הורדת הדירוג לקבוצת אדלר, דיווחה החברה על קבלת קו אשראי מתאגיד בנקאי בינלאומי בהיקף של כ-30 מיליון אירו המיועד למימון חבות מס אשר עשויה להיווצר כתוצאה ממכירת החזקות בחברה ל-LEG. אנו סבורים כי לחברה גמישות פיננסית מסוימת, בעיקר לאור העובדה כי שיעור ה-LTV בנכסיה נותר נמוך ומסתכם בכ-37% בממוצע, לאור אינדיקציות לנגישותה של החברה לשוק ההון המקומי, כמשתקף בהנפקת האג"ח שהשלימה ובתשואות הנוכחיות, ובהינתן נכסים לא משועבדים שבבעלותה בהיקף של כ-107 מיליון אירו (לא כולל את פרויקט גירשהיים שעלותו בספרים עומדת על כ-147.5 מיליון אירו, ושהחברה מתכוונת לפרוע את החוב בגינו ב-1 ביוני 2022 ולשחררו משעבוד).

רשימת מעקב

הותרת דירוגי החברה ברשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת את היחלשות איכות האשראי של קבוצת אדלר ואת התחזית השלילית על דירוגיה, ואת ההשפעה השלילית האפשרית על מאפייני הדירוג של בראק קפיטל, בין היתר אי הבהירות בקשר ליכולתה של בראק קפיטל לממן מחדש את התחייבויותיה במבנה ההחזקות הנוכחי. בכוונתנו להוציא את דירוגי החברה מרשימת מעקב בחודשים הקרובים, כאשר תהיה לנו ודאות גבוהה יותר לגבי נגישות החברה למקורות מימון, מבנה ההחזקות, הרכב הקבוצה, איכות האשראי של הקבוצה וההשפעה האפשרית של השינויים בקבוצה על איכות האשראי 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 משמעותית וחלה התדרדרות בתמונת הנזילות שלה.

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: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סיבה, 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
05/04/2022	01/04/2012	ilA-\Watch Neg	דירוג(י) המנפיק טווח ארוך
05/04/2022	03/04/2013	ilA\Watch Neg	דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
05/04/2022	23/06/2014	ilA\Watch Neg	סדרה ב סדרה ג
			היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך מאי 16, 2022 פברואר 15, 2022 דצמבר 09, 2021 אוקטובר 14, 2021 מרץ 15, 2016 אפריל 03, 2013 אפריל 01, 2012
		ilA-\Watch Neg 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
		17:22 16/05/2022 17:22 16/05/2022 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 אמנים 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 מהחתימים 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.