

בראק קפיטל פרופרטיז א.נ.וי.

25 במרץ, 2019

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
4	תחזית הדירוג: יציבה
4	התרחיש השלילי
4	התרחיש החיובי
4	תרחיש הבסיס
4	הנחות עיקריות
5	יחסים עיקריים
5	תחזיות תרחיש הבסיס
6	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 א.ו.י.

ilAA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> • תלות מסוימת בשני שוכרים עיקריים וחשיפה מסוימת לשני נכסים מסחריים מהותיים. • היותם של כל 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 הגרמני – שוק יציב לאורך זמן עם תחזית לצמיחה כלכלית חיובית בגרמניה בשנים הקרובות. • פיזור גיאוגרפי במספר רב של ערים בגרמניה וגיוון הולם בין תחום המגורים לתחום המסחרי. • ביצועים תפעוליים יציבים של תיק הנכסים עם שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים של כ-95% בממוצע, וצמיחה בדמי השכירות לאורך זמן. • נגישות הולמת למערכת הבנקאית בגרמניה, כפי שמשקף בהוזלת הריבית הממוצעת על הלוואות בנקאיות בשנים האחרונות. • שמירה על יחס מינוף נמוך מהיחס ההולם את הדירוג הנוכחי.

ב-2018 המשיכה בראק קפיטל פרופרטיז להרחיב את תיק הנכסים שלה ולשפר את תוצאותיה התפעוליות. ב-2018 גדל שווי תיק הנכסים המניב של החברה לכ-1.4 מיליארד אירו, לא כולל קרקעות ומלאי דירות בהקמה בהיקף של כ-310 מיליון אירו, בהשוואה לכ-1.3 מיליארד אירו וכ-190 מיליון אירו, בהתאמה, בסוף 2017. הגידול נבע בעיקר משערוך נכסים הקיימים בהיקף של כ-95 מיליון אירו ומהשקעות הוניות בנכסים קיימים, ובקיזוז מכירת מלון בעיר המבורג. החברה המשיכה להציג צמיחה בהכנסות מנכסים זהים ושמרה שיעור תפוסה גבוה. אנו מעריכים כי שוק הנדל"ן בגרמניה מפותח ונהנה מביקוש יציב בתחומי הפעילות של החברה, ומאפשר לה להציג שיפור מתמשך בביצועים התפעוליים.

בראק קפיטל פרופרטיז המשיכה להקטין את עלות החוב ב-2018. יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של בראק קפיטל פרופרטיז מושפע כיום לטובה מסביבת הריבית הנמוכה בגרמניה, מאחר שכל החוב הבנקאי של החברה, המהווה כ-87% מסך החוב הפיננסי שלה, מקורו במערכת הבנקאית הגרמנית. ב-2018 נמשך השיפור בעלות החוב, בין היתר עם השלמת מחזורי חוב בנקאי, כך שהריבית הממוצעת על החוב הבנקאי עמדה על כ-1.6% בהשוואה לכ-1.7% ב-2017 וכ-1.8% ב-2016.

מינוף החברה צפוי לעלות באופן מתון בשנת 2019, אך ייוותר בטווח ההולם את הדירוג הנוכחי. העלייה נובעת בעיקר בשל רכישה צפויה של זכויות המיעוט בנכסים המסחריים של החברה, השקעות צפויות בנכסים קיימים וחדשים וחלוקות דיבידנד חזויות. אלה יקוזזו במידת מה באמצעות מכירת נכסים מסחריים, שאינם בליבת העסקים של הקבוצה, ותזרים מפעילות שוטפת. נציין כי מכירת נכסים נוספים עשויה להפחית את המינוף בהתאם למדיניות הפיננסית של הקבוצה. אנו סבורים כי שמירה על מרווח במינוף מאפשרת לחברה להמשיך ולהרחיב את היקפי פעילותה.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו ליכולת החברה לייצר 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 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.

שינוי בדירוג חברת האם, (BB/Stable) Adler Real Estate AG, 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 ו/או הפיננסית של החברה.

התרחיש החיובי

פעולת דירוג חיובית תיתכן אם החברה תגדיל את היקף תיק הנכסים המניב שלה באופן שיקטין משמעותית את התלות בשוכרים העיקריים, תוך שיפור 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.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- סביבה כלכלית יציבה בגרמניה, עם צפי לצמיחה של 1.7%-1.8% בתמ"ג ולשיעור אבטלה נמוך של כ-3% בשנים 2019-2020.
- הכנסות שנתיות משכירות של כ-70-80 מיליון אירו ב-2019-2020. זאת על סמך צפי לצמיחה שנתית של כ-2.5%-3% בהכנסות מדמי שכירות מנכסים קיימים והנבה מנכסים חדשים שירכשו, בהתבסס על שיעור התפוסה הגבוהים בתיק הנכסים לאורך זמן ועל נוכחות טובה של החברה בערים עם שיעור גידול באוכלוסייה גבוה יחסית.

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

- רכישת נכסים מניבים בהיקף שנתי של כ-100 מיליון אירו, עם תשואת שכר דירה של כ-6% על נכסים חדשים, בהתבסס על רכישות היסטוריות שביצעה החברה.
- מימוש של עד מחצית מתיק הנכסים המסחריים בשנת 2019, כחלק ממיקוד אסטרטגיית החברה.
- הכרה בהכנסות מפרויקט היזום Grafental בהיקף כולל של כ-80-100 מיליון אירו בשנים 2019-2020, בהתאם לצפי התפתחות קצב הבנייה ושיעור השיווק בפרויקט.
- רכישת זכויות המיעוט בנכסים המסחריים של החברה בהיקף של כ-90 מיליון אירו בשנת 2019.

יחסים עיקריים

2020E	2019E	2018A	יחס פיננסי
3.8x-3.4x	3.6x-3.2x	כ-3.3x	EBITDA/הוצאות מימון
55%-52%	55%-52%	כ-51.5%	חוב/חוב והון עצמי
13.0x-12.0x	13.0x-12.0x	כ-13.1x	חוב/EBITDA

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחה של כ-2.5%-3.0% בהכנסות משכירות מנכסים קיימים ב-2019 וב-2020

אנו סבורים שבשנתיים הקרובות החברה תמשיך ליהנות מביצועים תפעוליים חזקים הכוללים עלייה בדמי השכירות בעיקר במגזר המגורים. הערכתנו מתבססת על שיעורי התפוסה הגבוהים בתיק הנכסים לאורך זמן, על נוכחות טובה של החברה בערים עם שיעור גידול באוכלוסייה גבוה יחסית ועל העובדה שרק כ-3% מהדירות להשכרה בתיק הנכסים הן עם שכר דירה מפוקח על ידי הממשלה. דמי השכירות הממוצעים בתיק המגורים נמוכים בהשוואה לממוצע בשוק, ולכן תומכים בהמשך עלייה בדמי השכירות בחוזים חדשים.

שמירה על יחס כיסוי ריבית יציב ועלייה מתונה במינוף

החברה שמרה על יחס EBITDA להוצאות מימון של 3.3x בשנת 2018, בדומה לשנת 2017. אנו סבורים כי היחס ייוותר ברמה דומה בשנים 2019-2020, בהינתן הצפי לצמיחה בתוצאות התפעוליות בתחום הנדל"ן המניב, תחזית ההכרה ברווח בתחום הייזום למגורים והצפי שלא יחול שינוי מהותי בסביבת הריבית בגרמניה. כמו כן, אנו צופים עלייה מתונה במינוף, כפי שמשקף ביחס חוב לחוב והון עצמי צפוי של כ-55%-52% ב-2019-2020, נמוך בהשוואה ליחס ההולם את הדירוג הנוכחי.

במקרה שהחברה תממש נכסים בהיקפים מהותיים מעבר לתרחיש הבסיס, אנו צופים כי תחול ירידה בשיעור המינוף, בהתבסס על מדיניותה הפיננסית של החברה.

תיאור החברה

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי. היא חברת נדל"ן מניב הפועלת בגרמניה. ב-31 בדצמבר, 2018, עמד שווי של תיק הנכסים המניבים של החברה על כ-1.4 מיליארד אירו, והוא כלל 29 נכסים מניבים למגורים, הכוללים כ-12 אלף יחידות דיור, ו-27 נכסים מניבים למסחר, הכוללים כ-313 אלפי מ"ר להשכרה. החברה פועלת גם בתחום הייזום למגורים, אם כי בהיקפים נמוכים ביחס לכלל הפעילות. מרבית הפעילות בתחום זה מרוכזת בעיר דיסלדורף, והיא כוללת את פרויקט Grafental ועודת קרקע בשכונת Gerresheim.

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/Stable) Adler Real Estate AG, המחזיקה נכון להיום בכ-69.8% ממניות החברה.

הפרופיל העסקי

פרופיל הסיכון העסקי של חברת בראק קפיטל פרופרטיז נתמך במיקוד הפעילות בשוק הנדל"ן בגרמניה, שאנו מעריכים ככלכלה יציבה עם מנועי צמיחה. שוק הנדל"ן בגרמניה מפותח ונהנה מביקוש יציב בתחומי הפעילות, ומאפשר לחברה להציג שיפור מתמשך בביצועים התפעוליים. בין היתר, בשנת 2018 הציגה החברה גידול של כ-3.2% בהכנסות מנכסים זהים במגזר הנדל"ן המניב למגורים ושל כ-0.5% בנדל"ן המסחרי, ושמרה על שיעור תפוסה ממוצע גבוה של כ-95%. כמו כן, תיק הנכסים של החברה מפוזר במספר רב של ערים בגרמניה ויש בו גיוון הולם בין תחום המגורים לתחום המסחרי. ב-2018 גדל שווי של תיק הנכסים של החברה לכ-1.4 מיליארד אירו מכ-1.3 מיליארד אירו בסוף 2017, בעיקר כתוצאה מהשקעות בנכסים קיימים שביצעה החברה במהלך השנה ובזכות רווחי שערך בעיקר כתוצאה מירידה בשיעור ההיוון הממוצע. הגידול בתיק הנכסים מקנה, להערכתנו, יציבות תפעולית ונראות טובה של תזרימי מזומנים.

מנגד נציין כי הפרופיל העסקי מוגבל בשל החשיפה לשני נכסים מסחריים מהותיים המהווים כ-18% מסך תיק הנכסים המניבים ובעקבות התלות בשני שוכרים מהותיים בתחום המסחר, המהווים ביחד כ-52% מהכנסות השכירות בענף המסחר וכ-21% מסך הכנסות השכירות. יחד עם זאת, מח"מ חוזי שכירות גבוה בתחום המסחרי ממתן במידת מסוימת את הסיכון.

בנוסף, לחברה פעילות בתחום הייזום למגורים, אשר להערכתנו מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב, אם כי משקלה מסך הפעילות נמוך יחסית. הפעילות מרוכזת בעיקר בפרויקט בעיר דיסלדורף הכולל שלושה שלבים של 297 יחידות דיור בשלבי שיווק וביצוע (מתוכן כ-90 יחידות מיועדות להשכרה) ועוד שלושה מתחמי קרקע הנמצאים בתהליכים לשינוי ייעודם ממשרדים/תעשייה למגורים. עד כה שיעור השיווק בפרויקט גבוה יחסית ועומד על כ-90% (לא כולל שלב ז', ששיווקו החל רק בסוף 2018). קצב המכירה המהיר משקף להערכתנו את המיקום האטרקטיבי של הפרויקט ואת יכולות השיווק של החברה.

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

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. €)

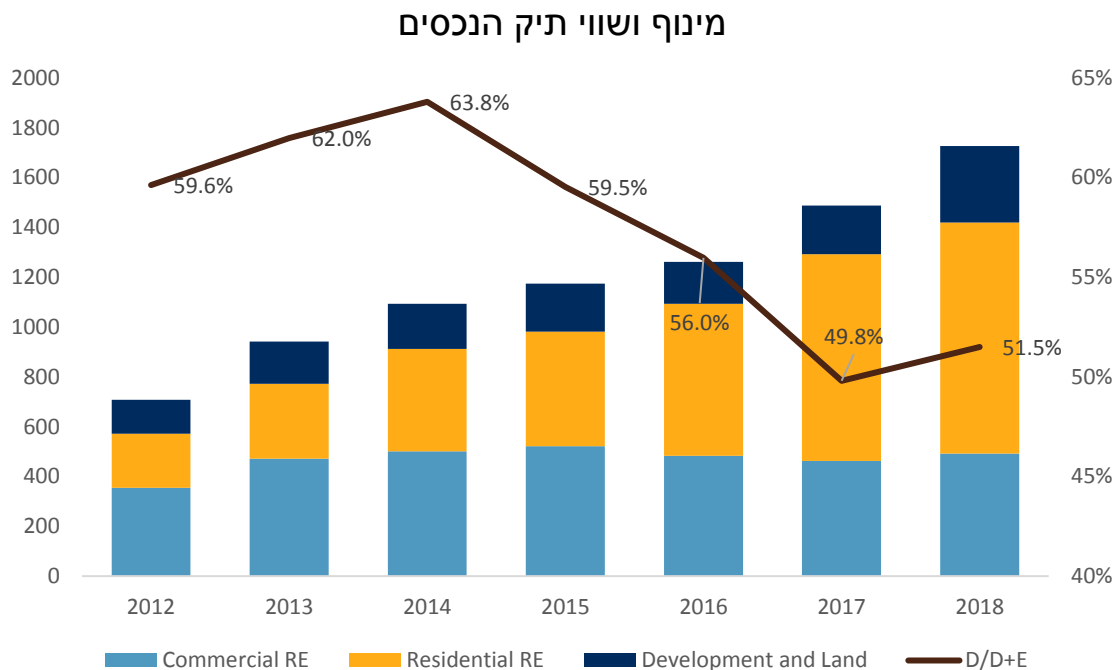
Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	Brack Capital Properties N.V.	ADO Group Ltd.	Summit Germany Limited	Melisron Ltd.	The Zarasai Group
Rating as of March 12, 2019	iiAA- /Stable	iiA/Stable	iiAA-/Stable	iiAA- /Stable	iiAA- /Stable
Year	2018	2017	2017	2018	2017
Revenues	168.9	48.1	60.5	363.8	152.1
EBITDA	64.7	28.3	48.1	253.8	73.1
FFO	34.1	10.4	33.6	127.3	32.2
Interest Expense	19.6	18.1	12.7	111.6	41.2
Net income from cont. oper.	119.0	126.0	100.7	136.6	25.2
Cash flow from operations	(85.5)*	3.9	36.1	151.6	41.1
Cash and short-term investments	27.6	111.2	22.7	125.6	75.8
Debt	848.5	713.1	390.2	2,321.9	1,063.5
Equity	800.5	535.2	566.1	1,553.9	775.4
Valuation of Investment Property	1,698.7	3,293.1	938.9	4,210.8	1,798.6
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	38.3	58.8	79.5	69.8	48.0
Return on capital (%)	4.0	2.8	5.4	5.9	4.0
EBITDA interest coverage (x)	3.3	1.6	3.8	2.3	1.8
FFO cash interest coverage (X)	3.0	1.1	4.2	2.9	1.7
Debt/EBITDA (x)	13.1	25.2	8.1	9.2	14.6
FFO/debt (%)	4.0	1.5	8.6	5.5	3.0
Total debt/debt plus equity (%)	51.5	57.1	40.8	59.9	57.8

*כולל רכישת קרקע בהיקף של כ-128 מיליון אירו

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה נתמך על ידי שמירה בשנתיים האחרונות על יחס מינוף נמוך מזה ההולם את הדירוג הנוכחי, במקביל לגידול העקבי בתיק הנכסים לאורך שנים. אנו מעריכים כי תזרים המזומנים מפעילות שוטפת לאחר תשלומי ריבית יעמוד על כ-45-55 מיליון אירו בשנה, כולל התרומה ממסירת דירות בפרויקט ייזום המגורים בדיסלדורף.



בשנת 2018 חלה עלייה מתונה במינוף, כמתבטא ביחס חוב לחוב והון עצמי של כ-51.5% בסוף השנה בהשוואה לכ-49.8% שנה קודם לכן. העלייה במינוף נבעה בעיקר מגידול בחוב המתואם, שנבע בעיקר מרכישת עתודות קרקע בעיר דיסלדורף, מרכישת כ-4.1% ממניות חברת נדל"ן גרמנית שמניותיה נסחרות בבורסה של פרנקפורט, מרכישת נכסי נדל"ן למגורים ומהשקעות בנכסים קיימים.

אנו צופים עלייה מתונה במינוף בשנים 2019-2020 לכ-52%-55%, בעיקר בשל הרכישה הצפויה של זכויות המיעוט בנכסים המסחריים של החברה, ההשקעות הצפויות בנכסים קיימים וחדשים וחלוקות הדיבידנד החזיות, שיקוזזו במידת מה באמצעות מכירת נכסים מסחריים, שאינם בליבת העסקים של החברה. הטווח החזוי למינוף משקף את אי הוודאות בקשר להיקף הצפוי ולעיתוי של מימוש הנכסים. בהקשר זה יודגש כי שערוכים ומימושי נכסים נוספים בעתיד עשויים להפחית את המינוף מעבר לתרחיש הבסיס.

גורם תומך נוסף בפרופיל הסיכון הפיננסי הוא נגישות הולמת למקורות מימון, ובפרט למערכת הבנקאית בגרמניה, שבאה לידי ביטוי בהפחתת עלויות המימון בעקבות מחזורי חוב פיננסי שמבצעת החברה לאורך שנים. ב-2018 עמדה הריבית הממוצעת על החוב הבנקאי על כ-1.6%, בהשוואה לכ-1.7% ב-2017 וכ-1.8% ב-2016.

יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של בראק קפיטל פרופרטיז מושפע כיום לטובה מסביבת הריבית הנמוכה בגרמניה, מאחר שכ-87% מסך החוב הפיננסי ברוטו שלה מקורו במערכת הבנקאית הגרמנית. אנו צופים כי בשנים 2019-2020 יחס ה-EBITDA להוצאות מימון יעלה בקנה אחד עם יחס המטרה ההולם את הדירוג

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

הנוכחי, קרי כ-3.0, בהינתן הגידול הצפוי ב-NOI (net operating income) מנכסים קיימים וחדשים והתרומה התפעולית ממגזר הייזום למגורים.

Table 2.

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

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2018	2017	2016	2015	2014
Revenues	168.9	160.1	171.6	161.1	153.6
EBITDA	64.7	63.0	64.2	61.3	55.7
FFO	34.1	36.2	41.1	40.2	35.5
Interest Expense	19.6	19.5	20.7	21.2	20.5
Net income from continuing operations	119.0	119.0	88.7	77.5	47.5
Cash flow from operations	(85.5)*	58.5	80.7	60.8	51.3
Cash and short-term investments	27.6	114.1	89.3	55.8	60.7
Debt	848.5	692.2	661.2	667.8	668.3
Equity	800.5	698.6	520.1	454.1	379.2
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	38.3	39.3	37.4	38.1	36.3
Return on capital (%)	4.0	4.6	5.3	5.4	5.6
EBITDA interest coverage (x)	3.3	3.2	3.1	2.9	2.7
FFO cash interest coverage (x)	3.0	3.3	3.3	3.2	2.9
Debt/EBITDA (x)	13.1	11.0	10.3	10.9	12.0
FFO/debt (%)	4.0	5.2	6.2	6.0	5.3
Debt/debt and equity (%)	51.5	49.8	56.0	59.5	63.8

*כולל רכישת קרקע בהיקף של כ-128 מיליון אירו.

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, 2019. הערכתנו לרמת הנזילות של החברה נתמכת בעיקר על ידי יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים גבוהים ויציבים מתיק הנכסים המניבים. יחד עם זאת, היותם של כל נכסי החברה משועבדים, להערכתנו, משפיע לשלילה על הגמישות הפיננסית, אם כי שיעור ה-LTV (loan to value) כנגד הנכסים המשועבדים נמוך יחסית (כ-50% בממוצע) ומאפשר מימון מחדש.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2019:

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> אשראי לזמן קצר ותשלום חלויות חוב של כ-32 מיליון אירו (מתוכם כ-17 מיליון אירו בגין תשלום קרן אג"ח). רכישת זכויות מיעוט בהיקף של כ-79 מיליון אירו נטו (על פי הודעה מחייבת). 	<ul style="list-style-type: none"> מזומנים בהיקף של כ-27 מיליון אירו. FFO (funds from operation) במזומן של כ-45-55 מיליון אירו. הון חוזר חיובי מפעילות הייזום למגורים בהיקף של כ-10-15 מיליון אירו. תמורה נטו ממימוש נכסים מסחריים בהיקף של כ-45 מיליון אירו (נחתם).

השימושים אינם כוללים תשלומים חד פעמיים ("תשלומי בולט") של הלוואות בנקאיות ללא זכות חזרה, בעיקר כנגד הנכסים בהאנובר ובקרפלד, בהתבסס על הערכתנו כי נכסים אלו ימומנו מחדש, שכן מדובר בנכסים עם ביצועים תפעוליים טובים הממומנים בשיעור LTV נמוך יחסית של כ-30%-45%.

חלויות חוב					
שנה	2019	2020	2021	2022	2023 ואילך
חלויות (מיליון €)	118	68	257	148	283

ניתוח התניות

צפי

אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם (יותר מ-15%) על כל התניותיה 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/Stable), בעלת השליטה בחברה המחזיקה כ-70% 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, והחברות מנוהלות על ידי הנהלה בכירה זהה. 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.

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 'AA-', 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), את התלות המסוימת בשני שוכרים עיקריים ואת החשיפה המסוימת לשני נכסים מסחריים מהותיים.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- 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, בתלות בשני שוכרים עיקריים ובאיכות הנכסים ומיקומם.
- 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%-60% 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-1.02 מיליארד אירו

- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-973 מיליון אירו
- סך חוב בכיר מובטח: כ-891 מיליון אירו
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-82 מיליון אירו
- סך חוב לא מובטח (סדרות א', ב' ו-ג'): כ-119 מיליון אירו
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 50%-70% (בחלק הגבוה של הטווח) נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

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 2018:

- 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.

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, 2018

Brack Capital Properties N.V. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	Operating income	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	871.4	694.6	160.1	64.7	(68.1)
S&P Global Ratings adjustments					
Interest expense (reported)	--	--	--	(19.6)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	(11.0)	--
Surplus cash	(24.8)	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	(17.5)
Non-controlling Interest/Minority interest	--	105.8	--	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	1.9	--	--	--	--
D&A - Asset Valuation gains/(losses)	--	--	(95.5)	--	--
Total adjustments	(22.9)	105.8	(95.5)	(30.6)	(17.5)
S&P Global Ratings adjusted amounts					
	Debt	Equity	EBIT	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	8,207.1	8,747.2	130.1	317.7	399.6

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: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 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
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 31 באוקטובר, 2018

- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-25 במרץ, 2019)

ilAA-\Stable	בראק קפיטל פרופרטיז אן וי דירוג(י) המנפיק טווח ארוך
ilAA-	דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה א,ב,ג
ilAA-\Stable ilA+\Stable ilA\Stable	היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך מרץ 14, 2016 אפריל 02, 2013 אפריל 01, 2012
14:32 25/03/2019 14:32 25/03/2019 החברה המדורגת	פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יוזם 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.

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 מהחתימים 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.