

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

8 בספטמבר 2022

עדכון דירוג

הורדת דירוג החברה ל-'BBB+' ואת דירוגי סדרות האג"ח ל-'BBB+' בעקבות הערכתנו כי לחברה נגישות מוגבלת למקורות מימון ונזילות חלשה; השארת הדירוגים ברשימת מעקב עם השלכות שליליות

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנשי קשר נוספים:

גיל אברהמי, 972-3-7539711 gil.avrahami@spglobal.com

יאיר דיק, 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

תוכן עניינים

3.....	תמצית פעולת הדירוג
3.....	שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג
6.....	רשימת מעקב
6.....	תיאור החברה
6.....	תרחיש הבסיס
7.....	נזילות
8.....	ניתוח התניות
8.....	השפעת הקבוצה
9.....	התאמות לדירוג
9.....	ניתוח שיקום חוב
9.....	שיקולים עיקריים
10.....	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

10..... מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

11..... אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי

11..... מתודולוגיה ומאמרים קשורים

12..... רשימת דירוגים

עדכון דירוג

הורדת דירוג החברה ל-'iBBB' ואת דירוגי סדרות האג"ח ל-'iBBB+' בעקבות הערכתנו כי לחברה נגישות מוגבלת למקורות מימון ונזילותה חלשה; השארת הדירוגים ברשימת מעקב עם השלכות שליליות

תמצית פעולת הדירוג

- באוגוסט 2022 הודיעה LEG Immobilien SE ("LEG"), המחזיקה בשרשור כ-35.7% ממניותיה של בראק קפיטל, כי היא לא מתכוונת ליזום הצעת רכש בגין יתרת המניות שאינן בבעלותה.
- בעקבות זאת ובהינתן מבנה הבעלות הנוכחי אנו סבורים כי נגישותה של בראק קפיטל למערכת הבנקאית בגרמניה נפגעה. בין היתר, החברה לא השלימה מימונים מחדש לטווח ארוך של חלויות חוב בנקאי המובטח בנכסים מניבים, ואנו מעריכים כי ישנה השענות גבוהה על קו אשראי שניתן על ידי חברת האם Adler Real Estate AG (CCC/Negative), "קבוצת אדלר". לנוכח זאת, ובהינתן עומס החלויות ומח"מ ההתחייבויות, אנו מעריכים כי נזילות החברה חלשה ומבנה ההון שלילי לדירוג.
- בהינתן המינוף של החברה שעמד על כ-43.3% בתום המחצית הראשונה של 2022, סוג נכסי הנדל"ן שבבעלותה ותמהיל החוב הקיים, אנו מעריכים כי ציון הערכת שיקום החוב הינו '1' ומשקף את הערכתנו כי שיעור שיקום החוב צפוי להיות גבוה מ-90%.
- ב-5 בספטמבר 2022 הורדנו את דירוג המנפיק של בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי ל-'iBBB+' מ-'iA' ואת דירוגי סדרות האג"ח שלה (סדרות ב' ו-ג') ל-'iBBB+' מ-'iA'.
- הותרת דירוגי החברה ברשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת בעיקר את הערכתנו למצב הנזילות של בראק קפיטל, שכן לדעתנו, יש השענות מהותית על מסגרת האשראי שניתנה על ידי חברת האם המאופיינת באיכות אשראי נמוכה והינה חשופה לחדלות פירעון. כמו כן, אנו רוצים להמשיך ולבחון את ההשפעה השלילית של קבוצת אדלר על מאפייני הדירוג של החברה.

שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

אנו סבורים כי להיחלשות באיכות האשראי של קבוצת אדלר השפעה שלילית על איכות האשראי של החברה, ובפרט על נגישותה למערכת הבנקאית בגרמניה. בין היתר, החברה לא השלימה מימונים מהותיים מחדש לטווח ארוך של הלוואות בנקאיות מובטחות בנכסי נדל"ן. במאי 2022, התקשרה החברה עם קבוצת אדלר בהסכם לפיו יועמד לחברה קו אשראי, במספר במסגרות, בסכום כולל של 200 מיליון אירו. באוגוסט 2022, חל עדכון בתנאי האשראי, בין היתר, דווח כי הוא יהיה זמין גם למטרת מימון מחדש של התחייבות

בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.

פיננסית של החברה אשר אמורה להיפרע במהלך שנת 2023. לדעתנו, בשלב זה מקורות המימון נשענים מהותית על מסגרת האשראי שניתנה על ידי חברת האם, ממנה החברה משכה 100 מיליון אירו ברבעון השני של 2022, כפי שמשקף ביתרת המזומנים שבידי החברה בתום המחצית הראשונה של 2022. בעקבות זאת, חלה עלייה בחששותינו לגבי יכולתה של בראק קפיטל להשלים מימונים מחדש, בעיקר לנוכח חלויות החוב הגבוהות יחסית שלה ב-12 החודשים הקרובים, כך שאנו מעריכים כעת כי נזילות החברה הינה חלשה. כמו כן, עומס החלויות והיעדר מימונים מחדש לטווח ארוך הובילו להתקצרות מח"מ החוב ומשקפים מבנה הוני אשר להערכתנו משפיע לשלילה על הדירוג.

הביצועים התפעוליים והגידול בשווי תיק הנכסים תומכים בפרופיל העסקי, היקף הייזום נותר מוגבל. ברבעון השני של 2022, החברה הציגה צמיחה של כ-4% בשכר הדירה מנכסים זהים במגזר הנדל"ן המניב למגורים, בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד. דמי השכירות של החברה בהשכרות חדשות במגזר המגורים היו גבוהים בכ-11.6% ביחס לממוצע הנוכחי. שיעור התפוסה הממוצע נותר גבוה ויציב והסתכם בכ-97%, ושווי תיק הנכסים המניבים עלה והסתכם לכ-1.37 מיליארד אירו לעומת כ-1.32 מיליארד אירו בסוף 2021.

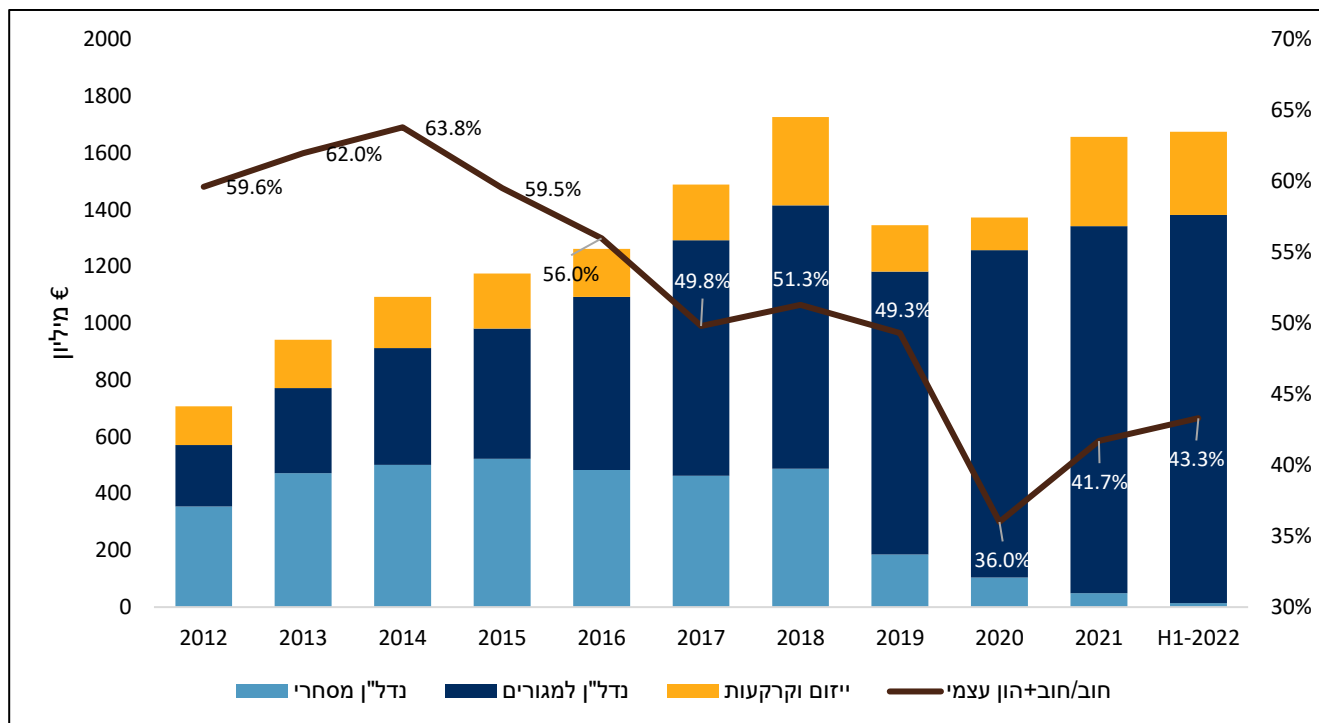
החלשות בפרופיל הסיכון הפיננסי כתוצאה משחיקה ביחס כיסוי הריבית בעקבות העלייה המהותית בהוצאות המימון. במחצית הראשונה של 2022 חלה שחיקה ביחס כיסוי הריבית והוא הסתכם לכ-1.6x לעומת כ-3.0x בשנת 2021. הירידה מיוחסת לעלייה בריבית המתואמת בעיקר על רקע עלייה בהיקף החוב (כולל גידול בהיקף איגרות החוב), לעליית האינפלציה בישראל (כיוון שאיגרות החוב צמודות למדד) ועליית הריבית (בין היתר, כתוצאה מהיחלשות באיכות האשראי של החברה). אנו מעריכים כי תחול שחיקה נוספת ביחס כיסוי הריבית, והוא צפוי לעמוד על כ-1.2x-1.4x בשנים 2022-2023. הערכותינו משקפות בעיקר את הגידול הצפוי בחוב, העלייה בריבית האג"ח בשל השחיקה באיכות האשראי, גידול בעלויות המימון בגין הצמדה (היות שהאג"ח של החברה צמוד למדד המחירים לצרכן), בהתבסס על ציפיות האינפלציה של S&P Global Ratings, והערכתנו כי תחול עליה בשיעורי הריבית במימונים חדשים.

עליה מתונה במינוף, אולם הוא נותר נמוך יחסית. היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי הסתכם לכ-43.3% בסוף המחצית הראשונה של 2022, לעומת כ-41.7% בסוף 2021. העלייה במינוף נבעה מגידול בחוב הפיננסי המתואם לכ-674 מיליון אירו בסוף המחצית הראשונה של 2022 לעומת כ-651 מיליון אירו בסוף 2021 ומקיטון בהון העצמי לכ-882 מיליון אירו בסוף המחצית הראשונה של 2022 לעומת כ-911 מיליון אירו בסוף 2021. הגידול בחוב נבע בעיקר כתוצאה מתזרים שלילי מפעילות שוטפת בסך של כ-11 מיליון אירו בעיקר בשל השקעות בפרוייקטי הייזום, תזרים של כ-5 מיליון אירו ששימש לפעילות השקעה (בעיקר השקעות הוניות בנכסים קיימים ועלויות פיתוח של נדל"ן בהקמה בסך כולל של כ-17 מיליון אירו, בקיזוז תמורה בהיקף של כ-16 מיליון אירו ממימוש נכסים מסחריים) והשפעת הצמדה בהיקף של כ-5 מיליון אירו. הקיטון בהון העצמי נבע בעיקר כתוצאה מהפסד של כ-29 מיליון אירו שכלל כ-11 מיליון אירו ירידת ערך מלאי דירות בהקמה, הפסד של כ-7 מיליון אירו מהשקעה פיננסית בחברת ייזום גרמנית, כ-22 מיליון אירו הפרשה הקשורה לחבות מס שצפויה

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

להיווצר לחברה בעקבות השלמת רכישת המניות של החברה על ידי LEG (לאור דיני המס החלים בגרמניה), הוצאות מימון מתואמות של כ-11 מיליון אירו והפסד בגין נגזרים פיננסיים להגנת מטבע והשפעת הפרשי שער בהיקף של כולל של כ-20 מיליון אירו. ההפסד קוזז על ידי עליית ערך נדל"ן להשקעה בהיקף של כ-12 מיליון אירו ו-NOI (net operating income) בהיקף של כ-25 מיליון אירו בגין המחצית הראשונה של השנה.

תרשים 1: התפתחות תיק הנכסים והמינוף



אנו מעריכים כי בשנים 2023-2022 המינוף יעלה במתינות, כך שהיחס המתואם חוב לחוב והון עצמי יהיה בטווח של כ-43%-45%. הערכתנו משקפת בעיקר צפי לעליה בחוב המתואם כתוצאה מעליה בתשלומי הריבית, תשלום המס לאור רכישת מניות החברה על ידי LEG כאמור וביצוע השקעות הוניות בנכסים הקיימים ובפרויקטים היזמיים, בקיזוז התמורה הצפויה עם השלמת מימוש הנכסים המסחריים המסווגים למכירה והתזרים מזומנים ממגזר הנדל"ן המניב למגורים.

אנו סבורים כי אסטרטגיית וניהול החברה נשענים, בין היתר, על אסטרטגיית הקבוצה. ברמת הקבוצה, מסגרת הממשל התאגידי אינה ברורה ושקופה באופן מספק, עם שינויים תכופים באסטרטגיה ובמבנה ההחזקות שהגבילו את יכולתה לעמוד ביעדיה התפעוליים והפיננסיים. כמו כן, בשנים האחרונות חלה תחלופה גבוהה בהנהלה הבכירה של בראק קפיטל ובחברות בקבוצה, כולל התפטרות של ארבעה דירקטורים ומנכ"ל משותף באדלר בעקבות ממצאי החקירה שביצע רואה החשבון המבקר הקודם של אדלר, KPMG, לפיה התגלו אי סדרים בנושאי ממשל תאגידי וציות. להערכתנו קיימת חולשה בממשל התאגידי של בראק קפיטל, בין היתר, כתוצאה מהחולשה בממשל התאגידי של החברות בקבוצת אדלר. העובדה שהמנכ"ל הנוכחי משמש גם כמנכ"ל

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

משותף בקבוצת אדלר, וכך גם המנכ"ל שקדם לו, והוא משמש גם כדירקטור בחברה, תומכת בהערכתנו זו. יחד עם זאת, יש להדגיש כי הדוחות הכספיים של החברה אינם כוללים הסתייגות של רואה החשבון המבקר שלה, KPMG ישראל (סומך חייקין) ומבקרת הפנימית של החברה הינה שותפה בפירמת ראיית החשבון Deloitte ישראל. בנוסף, נציין כי במהלך השנה מונו שני דירקטורים, האחד דירקטור חיצוני והשנייה דירקטורית בלתי תלויה. כתוצאה מכך, הרכב הדירקטוריון הנוכחי כולל שבעה דירקטורים מהם ארבעה דירקטורים בלתי תלויים וחיצוניים. בין היתר, לכן אנו מעריכים כי קיימת הצדקה להפרדה מסוימת בין דירוגי החברה לבין דירוגי קבוצת אדלר.

רשימת מעקב

הותרת דירוגי החברה ברשימת מעקב עם השלכות שליליות משקפת בעיקר את הערכתנו למצב הנזילות של בראק קפיטל, שכן לדעתנו, יש השענות מהותית על מסגרת האשראי שניתנה על ידי חברת האם המאופיינת באיכות אשראי נמוכה והינה חשופה לחדלות פירעון. כמו כן, אנו רוצים להמשיך ולבחון את ההשפעה השלילית של קבוצת אדלר על מאפייני הדירוג של החברה.

בכוונתנו להוציא את דירוגי החברה מרשימת מעקב בחודשים הקרובים, כאשר תהיה לנו ודאות גבוהה יותר לגבי נגישות החברה למקורות מימון מגוונים.

אנו עשויים להוריד את דירוג החברה ברמת דירוג (נוץ') אחת או יותר אם נעריך כי חלה התדרדרות נוספת במצב הנזילות של החברה ובנגישותה למקורות מימון מגוונים.

תיאור החברה

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי. היא חברת נדל"ן מניב הפועלת בגרמניה. ב-30 ביוני 2022 עמד שווי של תיק הנכסים המניבים של החברה על כ-1.37 מיליארד אירו, והוא כלל 12,158 יחידות דיור, וחמישה נכסים מניבים למסחר עם שטח כולל של כ-720 אלף מ"ר להשכרה. כמו כן החברה עוסקת בפיתוח מתחמי מגורים ובהשבת קרקעות בערים בדיסלדורף ואאכן. לחברה אין כיום פרויקטים בשיווק.

החברה מוחזקת בשיעור של כ-63% על ידי קבוצת אדלר, כ-35.7% מוחזקים על ידי LEG והיתרה על ידי הציבור.

תרחיש הבסיס

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- פגיעה קשה בכלכלה באירופה בעקבות קונפליקט רוסיה - אוקראינה ותגובת המערב. בשנת 2022 S&P Global Ratings צופה כי גרמניה תציג צמיחה של כ-1.9% בתמ"ג, אינפלציה של כ-7.6% ושיעור אבטלה של כ-3.0%.

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

- בישראל, S&P Global Ratings צופה אינפלציה של כ-3.8% בשנת 2022 (סדרות האג"ח של החברה נסחרות בישראל והן צמודות למדד).
- שיעור תפוסה גבוה ויציב של כ-95% ויציבות בדמי השכירות, בעיקר בהתבסס על נוכחות החברה בערים עם נתונים דמוגרפים טובים וביקוש יציב לדיור להשכרה.
- NOI שנתי מתחום הנדל"ן המניב של כ-45-50 מיליון אירו ב-2022-2023, בהינתן תרומה משלב ט' בפרויקט גרפנטל שבנייתו הושלמה, צמיחה מתונה בנכסים הקיימים וללא רווחים ממגזר הייזום למגורים.
- השלמת מימוש נכסים מסחריים המסווגים כמיועדים למכירה בשנת 2023, בהיקף כולל של כ-14 מיליון אירו.
- השקעות בהיקף שנתי של כ-45-55 מיליון אירו בשנים 2022-2023, בעיקר הוצאות הוניות (capex) בנכסים הקיימים והשקעות בפיתוח נכסים חדשים.
- תשלום מס בהיקף של עד 30 מיליון אירו כתוצאה מרכישת מניות החברה על ידי LEG, בהתאם לדיני המס בגרמניה.
- הימנעות מחלוקת דיבידנדים.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי הכיסוי והמינוף חזויים להיות כדלקמן:

- יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.2x-1.4x בשנים 2022-2023
- יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-43%-45% בשנים 2022-2023.

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של בראק קפיטל כחלשה, בין היתר, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה נמוך מהותית מ-1.0x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2022. המקורות בחישוב שלנו אינם כוללים את היתרה לניצול של קו האשראי מקבוצת אדלר, בהתחשב באיכות האשראי הנמוכה של הקבוצה. כמו כן, האינדיקציות כי נגישות החברה למערכת הבנקאית בגרמניה נפגעה בשל השתייכות לקבוצת אדלר משפיעה לשלילה על הערכתנו לנזילות. בנוסף, היותם של מרבית נכסי החברה משועבדים משפיעה לשלילה על הערכת הגמישות הפיננסית. עם זאת, העובדה כי החוב הבנקאי הינו ללא זכות חזרה ושיעור ה-LTV (loan to value) הממוצע כנגד הנכסים המשועבדים עמד בסוף המחצית השנייה 2022 על שיעור נמוך יחסית של כ-38%, עשויים לתמוך ביכולת המימון של החברה.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות העומדים לרשות החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 ביולי 2022 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-130 מיליון אירו.

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- אשראי לזמן קצר ותשלום חלויות חוב בהיקף כולל של כ-253 מיליון אירו (כולל שלושה תשלומי בולט בהלוואות ללא זכות חזרה בגין פורטפוליו של נכסי מגורים מניבים בספטמבר ונובמבר השנה וביוני 2023, ובהיקף כולל של כ-184 מיליון אירו, וחלות אג"ח בהיקף של כ-63 מיליון אירו בסוף השנה).
- FFO (funds from operation) שלילי במזומן של כ-2-4 מיליון אירו (הערכה שלנו).
- השקעות שוטפות בנכסים קיימים (capex) בהיקף של כ-15-25 מיליון אירו.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות נכון ל-30 ביוני 2022.

השפעת הקבוצה

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, 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 למימון צורכי ההון החוזר 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. בנוסף, הדוחות הכספיים השנתיים של קבוצת אדלר כללו הסתייגות של רואה החשבון המבקר שלה, KPMG, לפיה אין ביכולתו 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, במידה והקבוצה לא תצליח לפתור את הסתייגות רואה החשבון המבקר בהקדם האפשרי, לצבור מזומנים ולמצוא פתרונות מימון ב-12 החודשים הקרובים.

אנו מעריכים כי להיחלשות באיכות האשראי של קבוצת אדלר השפעה שלילית על דירוג החברה, אולם בשלב זה אנו מעריכים כי קיימת הצדקה להפרדה 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

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

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 (כ-34.5%) שהשקיעה כ-320 מיליון אירו במצטבר במניות החברה. להערכתנו, נוכחותם של בעלי מניות מיעוט משמעותיים בעלי אינטרס כלכלי, יכולה ליצור מגבלות משמעותיות על יכולת הקבוצה להשפיע על החברה באופן שלא יטיב עם כלל בעלי מניותיה.

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.

עם זאת, בחודשים הקרובים נבחן אם חלה התדרדרות נוספת באיכות האשראי של הקבוצה, ואם יש לכך השפעה מהותית על פעילותה של בראק קפיטל, ובפרט על יכולות המימון שלה. ככל שתחול החלשות נוספת בדירוגי קבוצת אדלר, יתכן כי ייווצר לחץ שלילי נוסף על דירוג החברה.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: שלילי

נזילות: חלשה

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: חלש

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מורידים את הדירוג לסדרות האג"ח של בראק קפיטל פרופרטיז (סדרות ב' ו-ג') לדירוג 'ilBBB+', שתי רמות דירוג (נוצ'ים) מעל דירוג המנפיק, מדירוג 'ilA'. אנו מעלים את ציון שיקום החוב לסדרות אלו ל-'1' מ-'2', מה שמסקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה גבוה מ-90%.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת על רמת המינוף הנמוכה יחסית של החברה, את תמהיל החוב הקיים והצפוי, כולל היחס בין היקף החוב המובטח והלא מובטח ועל סוג נכסי הנדל"ן שבבעלותה. שינויים במינוף ובתמהיל החוב עשויים להשפיע על הערכת שיקום החוב ועל דירוג סדרות האג"ח.

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, מה שיקשה מהותית על יכולתה של החברה לעמוד בהחזרי החוב.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה ובביצועים תפעוליים הולמים.
- 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 ובמספר הנכסים הגדול יחסית.
- שווי המלאי בהקמה למכירה ועתודות הקרקע שבידי החברה יקטן ב-70% בהתחשב במיקומים, בשיעורי ההשלמה ההנדסית, בשיעורי השיווק, במצב התכנוני ובסטוס היתרי הבנייה.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1,049 מיליון אירו
 - עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-996 מיליון אירו
 - סך חוב בכיר מובטח: כ-500 מיליון אירו (כולל ניצול מסגרות אשראי)
 - שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-497 מיליון אירו
 - סך חוב לא מובטח (סדרות ב' ו-ג'): כ-345 מיליון אירו
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: מעל 90%
- 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 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי

גורמי ממשל תאגידי מהווים שיקול שלילי מאד בניתוח דירוג האשראי של בראק קפיטל פרופרטיז אן וי. זאת בעיקר משום שהאסטרטגיה שלה נשענת בחלקה על האסטרטגיה הרחבה של Adler Group ומסגרת הממשל התאגידי של הקבוצה אינה שקופה מספיק. שינויים תכופים באסטרטגיה ובמבנה ההחזקות של הקבוצה מגבילים לדעתנו את יכולתה לעמוד ביעדים התפעוליים והפיננסיים שלה. אנו סבורים שהתחלופה הגבוהה בהנהלה הבכירה של בראק קפיטל פרופרטיז ושל חברות אחרות בקבוצה מעידה על חולשה בממשל התאגידי של בראק קפיטל פרופרטיז. העובדה שמנכ"ל החברה משמש גם כמנכ"ל משותף בקבוצה וכדירקטור בחברה תומכת בהערכה זו.

G-5	S-2	E-2	אינדיקטור ESG
מבנה ממשל תאגידי; ניהול סיכונים, תרבות ופיקוח; גורמי ממשל תאגידי אחרים	לא רלוונטי	לא רלוונטי	גורם ESG

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי מספקים גילוי וסקיפות נוספים ברמת המנפיק ומשקפים את הערכת S&P Global Ratings לגבי ההשפעה של גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי על ניתוח דירוג האשראי שלנו. אינדיקטורי ESG אינם בבחינת דירוג אשראי, דירוג קיימות או הערכת ESG. מידת ההשפעה של גורמים אלה מבוטאת בסולם של 1 עד 5, כאשר 1 = השפעה חיובית, 2 = היעדר השפעה, 3 = השפעה שלילית מתונה, 4 = השפעה שלילית, ו-5 = השפעה שלילית מאד. למידע נוסף ראו [אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי – הגדרות ויישום](#), מ-13 באוקטובר 2021.

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P](#), 16 בפברואר, 2011
- [מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לשימוש בדירוגים בקבוצת ה-CC וה-CCC](#), 1 באוקטובר, 2012
- [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

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי ESG, 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 שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	בראק קפיטל פרופרטיז אן וי
16/05/2022	01/04/2012	ilBBB-Watch Neg	דירוג(י) המנפיק טווח ארוך
16/05/2022	03/04/2013	ilBBB+Watch Neg	דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
16/05/2022	23/06/2014	ilBBB+Watch Neg	סדרה ב
			סדרה ג
			היסטוריית דירוג המנפיק
			טווח ארוך
		ilBBB-Watch Neg	ספטמבר 08, 2022
		ilA-Watch Neg	מאי 16, 2022
		ilAA-Watch Neg	פברואר 15, 2022
		ilAA-Negative	דצמבר 09, 2021
		ilAA-Watch Neg	אוקטובר 14, 2021
		ilAA-Stable	מרץ 15, 2016
		ilA+Stable	אפריל 03, 2013
		ilAStable	אפריל 01, 2012
			פרטים נוספים
		16:41 08/09/2022	זמן בו התרחש האירוע
		16:41 08/09/2022	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
		החברה המדורגת	יוזם הדירוג

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.spqglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.