

# בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

12 בספטמבר 2023

עדכון דירוג

הוצאת דירוגי החברה מרשימת מעקב עם השלכות שליליות ואשרור דירוג המנפיק 'BBB-' ; תחזית הדירוג שלילית

אנליסט אשראי ראשי:

יאיר דיק, 972-3-7539739 [yair.dyk@spglobal.com](mailto:yair.dyk@spglobal.com)

אנשי קשר נוספים:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733 [evgeni.silishtian@spglobal.com](mailto:evgeni.silishtian@spglobal.com)

גיל אברהמי, 972-3-7539711 [gil.avrahami@spglobal.com](mailto:gil.avrahami@spglobal.com)

## תוכן עניינים

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

**בראק קפיטל פרופרטיז א.וי.**

- 9..... מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
- 10..... גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי
- 10..... מתודולוגיה ומאמרים קשורים
- 11..... רשימת דירוגים

## הוצאת דירוגי החברה מרשימת מעקב עם השלכות שליליות ואשרור דירוג המנפיק 'ilBBB'; תחזית הדירוג שלילית

### תמצית פעולת הדירוג

- בשנה האחרונה השלימה בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי (להלן "החברה" או "בראק קפיטל") שלושה מימונים מחדש להלוואות בנקאיות מהותיות. כמו כן, בחודש אוגוסט השלימה החברה הצעת רכש חליפין לאג"ח מסדרה ב' וכן האריכה את מועד התשלום למחצית מהלוואות הבעלים ואת מחציתה פרעה. אנו סבורים כי מהלכים אלה שיפרו את מצב נזילות החברה ואנו מעריכים אותה כעת כפחות מהולמת.
- בשנתיים וחצי האחרונות חלה שחיקה מתמשכת ביחס כיסוי הריבית המתואם, ובמחצית הראשונה של 2023 הוא הסתכם בכ-0.8x. כמו כן, בשנת 2022 ובמחצית הראשונה של 2023 הציגה החברה תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת (כולל ריבית תזרימית ששולמה). לכן, ולאור הערכתנו כי יחס כיסוי הריבית יוותר נמוך מ-1.0x בשנים 2023-2024 וציפיותינו כי תזרים המזומנים יהיה חיובי רק ב-2024, אנו סבורים כי חלה שחיקה בפרופיל הסיכון הפיננסי.
- בהינתן המינוף של החברה שעמד על כ-40.3% בתום המחצית הראשונה של 2023 סוג נכסי הנדל"ן שבבעלותה ותמהיל החוב הקיים, אנו מעריכים כי ציון הערכת שיקום החוב נותר '1' ומשקף את הערכתנו כי שיעור שיקום החוב צפוי להיות גבוה מ-90%.
- ב-12 בספטמבר 2023 הוצאנו את דירוגי בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי מרשימת מעקב עם השלכות שליליות, אשררנו את דירוג המנפיק שלה 'ilBBB' ואת דירוגי סדרות האג"ח שלה (סדרות ב' ו-ג') 'ilBBB+'.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון כי דירוג החברה עשוי להיות מושפע לשלילה מאיכות האשראי של קבוצת אדלר גם על רקע תחזית הדירוג השלילית של הקבוצה. כמו כן, תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון כי תחול התדרדרות בפרופיל הנזילות של החברה בהינתן היקף חלויות משמעותי בשנים 2025-2024 והתלות במימושי נכסים או מימונים מחדש בתנאי השוק המאתגרים.

### שיקולים עיקריים לפעולת הדירוג

הוצאת דירוגי החברה מרשימת מעקב (CreditWatch) עם השלכות שליליות נובעת בעיקר מהערכתנו לירידה מסוימת בסיכון הנזילות ב-12 החודשים שהחלו ב-1.7.2023. החל מדצמבר 2022 השלימה החברה שלושה מימונים מחדש להלוואות בנקאיות מהותיות המובטחות בנדל"ן לתקופה של שנתיים-שלוש ובהיקף כולל של כ-158 מיליון אירו, לא כולל סכום כולל של כ-23 מיליון אירו אשר שולם ממקורותיה העצמאיים של החברה. בנוסף, באוגוסט 2023 השלימה החברה הצעת רכש חליפין לסדרת אג"ח ב', במסגרתה פרעה החברה כ-390

## בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

מיליון ש"ח ע.ג. מסך איגרות החוב (מסדרה ב') המהווים כ-92% מהיקף הסדרה, בתמורה לכ-226 מיליון ש"ח במזומן ולכ-214 מיליון ש"ח ע.ג. מהרחבת סדרה ג'. כמו כן, בהתאם להסכמות עם חברת האם Adler Real Estate AG (CCC+/Negative) פרעה החברה סכום של 75 מיליון אירו, המהווה מחצית מקו האשראי שמשכה החברה מאדלר, בעוד שהיתרה, בגובה 75 מיליון אירו, הוארכה עד לסוף 2024. להערכתנו, מהלכים אלה הובילו לשיפור מח"מ החוב של החברה ומשקפים שיפור בנגישות החברה למקורות מימון. אנו סבורים כי החברה הצליחה להפחית את סיכוני הנזילות במידה מסוימת, גם לאור השלמת מכירת נכסים כחלק מאסטרטגית מימוש הנכסים עליה הכריזה החברה בספטמבר 2022. בין היתר, בתחילת 2023, השלימה החברה מכירת נכסי מגורים בעיר לייפציג שהיוו כ-13% מסך תיק הנכסים של החברה ובגינה קיבלה תזרים נטו בסך כ-126 מיליון אירו. עם זאת, אנו סבורים כי פרופיל הנזילות של החברה תלוי ביכולתה להמשיך ולממש נכסים, לממן מחדש הלוואות במערכת הבנקאית בגרמניה ובנגישותה לשוק ההון.

**ירידה ב-NOI ובשווי תיק הנכסים הנכסים.** בשנה האחרונה חלה ירידה בשווי תיק הנכסים המניבים והוא עמד על כ-1 מיליארד אירו ב-30 יוני 2023 בהשוואה לכ-1.36 מיליארד אירו ב-30 יוני 2022. הירידה נבעה בעיקר בשל מימוש נכסים וכן בשל עלייה בשיעורי ההיוון. בין היתר, בשנת 2022 החברה רשמה ירידת שווי נכסים של כ-159 מיליון אירו ושל כ-58 מיליון אירו במחצית הראשונה של 2023. כתוצאה ממכירת הנכסים בעיר לייפציג ומכירת הנכסים המסחריים במהלך 2022 ה-NOI ברבעון השני של 2023 ירד לכ-10.4 מיליון אירו לעומת כ-12.4 מיליון אירו ברבעון המקביל אשתקד. שיעור התפוסה הממוצע נותר גבוה ויציב והסתכם בכ-96% בסוף המחצית הראשונה של 2023. אנו סבורים כי היקף הפעילות והביצועים התפעוליים הולמים את פרופיל הסיכון העסקי הנוכחי, אולם ירידה מתמשכת בשווי תיק הנכסים ובהיקף ה-NOI עשויים להפעיל לחץ שלילי על הדירוג, גם על רקע סביבת הריבית הנוכחית.

**השחיקה המתמשכת ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון ותזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת מעידים להערכתנו על החלשות בפרופיל הסיכון הפיננסי.** במחצית הראשונה של 2023 חלה שחיקה נוספת ביחס כיסוי הריבית והוא הסתכם לכ-0.8x לעומת כ-1.7x בשנת 2022 וכ-3.0x ב-2021. כמו כן, בשנת 2022 ובמחצית הראשונה של 2023 הציגה החברה תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת. השחיקה ביחס הכיסוי ובתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, הושפעה בעיקר מהעלייה בסביבת הריבית, לרבות השפעת השחיקה באיכות האשראי של החברה, לאור עליית האינפלציה בישראל (היות ואיגרות החוב של החברה צמודות למדד), ובשל היקף מהותי של קרקעות ויתרות מזומן שמומנו באמצעות חוב ושאינו מניבות. בהינתן תחזיות המאקרו של S&P Global Ratings, כולל תחזיות הצמיחה לכלכלת גרמניה וציפיות האינפלציה בישראל, אנו מעריכים כי בשנים 2023-2024 יחס הכיסוי יוותר חלש ויהיה נמוך מ-1.0x, ותזרים המזומנים עשוי להיות חיובי רק ב-2024. תרחיש הבסיס שלנו כולל המשך מימושים של נכסי נדל"ן שיובילו לקיטון בבסיס ה-EBITDA, בעוד שמימוש הקרקעות שאינן מניבות והפחתת החוב בגיבן יעשה על פני זמן, כך שהירידה

## בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

בהוצאות המימון תיהיה הדרגתית יותר. שחיקה מתמשכת ביחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון יחד עם תזרים מזומנים שלילי מתמשך מפעילות שוטפת משקפים להערכתנו פרופיל סיכון פיננסי חלש יותר.

**עליה מתונה במינוף, אולם הוא נותר נמוך יחסית.** יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי עלה לכ-40.3% בסוף המחצית הראשונה של 2023, בהשוואה לכ-37.6% בסוף 2022. העלייה נבעה בעיקר לאור הירידה בבסיס ההון מכ-734 מיליון אירו בסוף 2022 לכ-637 מיליון אירו בסוף המחצית הראשונה של 2023 וזאת על אף הירידה בחוב הפיננסי המתואם מכ-442 מיליון אירו בסוף 2022 לכ-430 מיליון אירו. הירידה בהון העצמי נבעה בעיקר בשל שערוכי שווי שלילים של הנדל"ן והפחתת שווי מלאי, בעוד שבירידה המתונה בחוב נבעה בעיקר מהשלמת מימוש נכסים. בראיה קדימה, יחס המינוף עשוי להיות מושפע מהותית מהיקף השיערוכים והיקף מימושי הנכסים, מחירי המימוש ביחס לשווי בספרים, עיתוי השלמת העסקאות ויעוד השימוש בתמורות.

**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 ובדירקטוריון של בראק קפיטל ובחברות בקבוצה. כמו כן, ביוני 2023 ערכו חוקרים בהוראת רשויות החקירה הגרמניות חיפוש במשרדי החברה על רקע עסקאות מסחריות הנוגעות לפרויקט "גרשהיים" שביצעה בעלת השליטה בשנים 2019-2020. העובדה שהמנכ"ל הנוכחי משמש גם כמנכ"ל משותף בקבוצת אדלר, וכך גם המנכ"ל שקדם לו 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 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.

### תחזית הדירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון כי דירוג החברה עשוי להיות מושפע לשלילה מאיכות האשראי של קבוצת אדלר גם על רקע תחזית הדירוג השלילית של הקבוצה. כמו כן, תחזית הדירוג השלילית משקפת את הסיכון כי תחול התדרדרות בפרופיל הנזילות של החברה בהינתן היקף חלויות משמעותי בשנים 2024-2025 והתלות במימושי נכסים או מימונים מחדש בתנאי השוק המאתגרים.

### התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט בפעולת דירוג שלילית אם נעריך כי לאיכות האשראי של קבוצת אדלר השפעה שלילית על איכות האשראי של החברה, שתתבטא בין היתר, בפגיעה בנגישות החברה למקורות מימון ובעלייה בסיכוני הנזילות. תזרים מזומנים חלש מהפעילות השוטפת, עלייה במינוף מעבר לתרחיש הבסיס שלנו או התדרדרות

## בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

ביחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון, כך שישקפו מבנה חוב והון שאינו בר קיימא לטווח הארוך עשויים להוביל לפעולת דירוג שלילית.

### התרחיש החיובי

נשקול לשנות את תחזית הדירוג ליציבה ככל ונעריך כי חל שיפור מתמשך באיכות האשראי של קבוצת אדלר או אם נעריך כי ההשפעה השלילית של הקבוצה על החברה פחתה משמעותית. פעולת דירוג חיובית תלויה בשמירה על ביצועים תפעוליים יציבים ויציבות בפרופיל הנזילות.

### תיאור החברה

בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי. היא חברת נדל"ן מניב הפועלת בגרמניה. ב-30 ביוני 2023 עמד שווי של תיק הנכסים המניבים של החברה על כ-1 מיליארד אירו, והוא כלל כ-9,600 יחידות דיר, ונכסים מניבים למסחר הכוללים שטח של כ-16 אלף מ"ר להשכרה. כמו כן, החברה עוסקת בפיתוח מתחמי מגורים ובהשבחת קרקעות בערים בדיסלדורף ואאכן, אולם לחברה אין כיום פרויקטים בביצוע או בשיווק.

החברה מוחזקת בשיעור של כ-63% על ידי Adler Real Estate AG, כ-35.7% מוחזקים על ידי LEG Immobilien SE והיתרה על ידי הציבור.

### תרחיש הבסיס

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

- בשנת S&P Global Ratings 2023 צופה כי גרמניה תציג התכווצות של כ-0.1% בתמ"ג, אינפלציה של כ-6.5% ושיעור אבטלה של כ-3.1%. בשנת 2024 התמ"ג צפוי לצמוח בשיעור של כ-0.8%, האינפלציה תתמתן לכ-2.9% ושיעור האבטלה יעמוד על כ-3.2%.
- בישראל, S&P Global Ratings צופה אינפלציה של כ-3.8% בשנת 2023 ושל כ-2.5% בשנת 2024 (סדרות האג"ח של החברה נסחרות בישראל והן צמודות למדד).
- יציבות בדמי השכירות ובשיעור התפוסה, בעיקר בהתבסס על נוכחות החברה בערים עם נתונים דמוגרפיים טובים וביקוש יציב לדיר להשכרה.
- NOI שנתי מתחום הנדל"ן המניב של כ-35-40 מיליון אירו ב-2023-2024, בהינתן שיעור התפוסה הנוכחי, צמיחה מתונה בנכסי המגורים הקיימים וללא רווחים ממגזר הייזום למגורים.
- מימוש נכסים בהתאם לאסטרטגיית החברה.
- שיערוכים שליליים בשיעור חד סיפרתי בשנים 2023-2024, בהינתן הלחצים על שיעורי ההיוון בהינתן סביבת הריבית הגבוהה יחסית ומימוש נכסים בשוק מאתגר.
- תשלום מס בהיקף של כ-16 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-0.8x-1.0 בשנים 2023-2024.
- יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-35%-40% בשנים 2023-2024.

### נזילות

להערכתנו, ב-12 החודשים שהחלו ב-30 ביוני 2023 היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה גבוה מ-1.2x. על אף הערכתנו כי חל שיפור במצב נזילותה של החברה, אנו סבורים כי היא נותרה פחות מהולמת, היות שאין לנו ידע מספק על שמירה של נזילות הולמת לאורך זמן כחלק ממדיניות. בשלב זה, אנו מעריכים כי נזילותה תלויה ביכולתה לממש נכסים ובנגישות הולמת ולאורך זמן למקורות מימון, לרבות המערכת הבנקאית בגרמניה ושוק ההון בישראל.

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

2023 הם:

- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-211 מיליון אירו.

### ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:

- אשראי לזמן קצר, תשלום חלויות חוב ז"א כולל תשלום רכיב המזומן במסגרת הצעת רכש חליפין של אג"ח סדרה ב' ופירעון מחצית הלוואת הבעלים בסך כולל של כ-145 מיליון אירו.
- FFO (funds from operation) שלילי במזומן של כ-3-5 מיליון אירו (הערכה שלנו).
- השקעות שוטפות בנכסים קיימים (capex) בהיקף של כ-10 מיליון אירו.

### ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות נכון ל-30 ביוני 2023.

### השפעת הקבוצה

אנו סבורים כי איכות האשראי של החברה מושפעת לשלילה מאיכות 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 (וביחד "קבוצת אדלר" או "הקבוצה").

ב-27 באפריל 2023 העלתה S&P Global Ratings את דירוגיהן של שתי חברות אלו, לנוכח השלמת הסדר חוב במסגרתו השלימה בעלת השליטה גיוס של חוב מובטח בהיקף של כ-937.5 מיליון אירו שישמש בעיקר לתשלומי האג"ח ברמת Adler Real Estate בשנים 2023-2024. על אף השיפור המידי בנזילות הקבוצה, אנו

## בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

סבורים כי קבוצת אדלר עדיין תלויה במימוש נכסים על מנת לשמור על מרווח נזילות מספק ועל המבנה ההוני החדש שלה, והיא תיוותר חשופה לסיכונים ליטיגציה ב-24 החודשים הקרובים. להערכתנו מימוש נכסים בסביבה המאקרו כלכלית הנוכחית עשוי להתארך מעבר למתוכנן מה שעשוי להגביר את סיכונים הנזילות ב-18-24 החודשים הקרובים.

התחזית השלילית בחברת האם ובבעלת השליטה משקפת את הסיכון שקבוצת אדלר לא תצליח למכור נכסים כמתוכנן על רקע מצב השוק הנוכחי ומרווח הנזילות יצטמצם. בנוסף, ממצאים פוטנציאליים בדוח הכספי המבוקר, שנעריך כי הם מהותיים לאיכות האשראי של הקבוצה או התממשות סיכונים משפטיים, יובילו לפעולת דירוג שלילית.

אנו מעריכים כי לאיכות 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, בעיקר את העובדה שבראק קפיטל פועלת כישות נפרדת ועצמאית ואיננו צופים התערבות שלילית יוצאת דופן מצד הקבוצה בטווח הקצר-בינוני. הערכתנו זו בהרכב 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-35.7%) 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.

### התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: חלש

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי



## ניתוח שיקום חוב

### שיקולים עיקריים

- אנו מוציאים את דירוגי סדרות האג"ח של בראק קפיטל פרופרטיז מרשימת מעקב עם השלכות שליליות ומאשררים את הדירוג 'ilBBB+', שתי רמות דירוג (נוצ'ים) מעל דירוג המנפיק. ציון שיקום החוב לסדרות אלו הוא '1' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה גבוה מ-90%.
- על אף המוצג במפל התשלומים, הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת היות וסדרות האג"ח אינן מובטחות בנדל"ן.
- הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת על רמת המינוף הנמוכה יחסית של החברה, על 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: 2025
- 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 בפזור 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 ובסטטוס היתרי הבנייה.

### מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-743 מיליון אירו
- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-706 מיליון אירו
- סך חוב בכיר מובטח: כ-494 מיליון אירו (כולל ניצול מסגרות אשראי)
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-212 מיליון אירו
- סך חוב לא מובטח (סדרות ב' ו-ג'): כ-100 מיליון אירו
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 90%-100% (מוגבלת כפי שצוין לעיל).

**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).

**גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי**

גורמי ממשל תאגידי מהווים שיקול שלילי מאד בניתוח דירוג האשראי של בראק קפיטל פרופרטיז א.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 ובדירקטוריון 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 תומכת בהערכה זו.

**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

## בראק קפיטל פרופרטיז אן.וי.

- [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
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 8 ביוני, 2023
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 9 ביוני, 2023
- [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
08/09/2022	01/04/2012	ilBBB-\Negative	<b>דירוג(י) המנפיק</b> טווח ארוך
			<b>דירוג(י) הנפקה</b> <u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>
08/09/2022	03/04/2013	ilBBB+	סדרה ב
08/09/2022	23/06/2014	ilBBB+	סדרה ג
			<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b>
			טווח ארוך
		ilBBB-\Negative	ספטמבר 12, 2023
		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
		ilA\Stable	אפריל 01, 2012
			<b>פרטים נוספים</b>
		16:00 12/09/2023	זמן בו התרחש האירוע
		16:00 12/09/2023	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](http://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](http://www.maalot.co.il) או באתר S&P בכתובת [www.spqglobal.com/ratings](http://www.spqglobal.com/ratings), ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.