Maalot
S&P Global Ratings

Aroundtown S.A.

.....

.

15 בדצמבר 2022

אנליסטית אשראי ראשית:

Nicole Reinhardt, פרנקפורט, 49-693-399-9303 nicole.reinhardt@spglobal.com

איש קשר נוסף:

גיל אברהמי, רמת גן, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 5
התרחיש השלילי 6
התרחיש החיובי 6
תרחיש הבסיס 6
הנחות עיקריות 6
נתונים עיקריים 7
תיאור החברה 8
ניתוח השוואתי 9
הפרופיל העסקי 10
הפרופיל הפיננסי 12
נזילות 14
ניתוח התניות 14
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 14
אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי 14
התאמות לדירוג 15
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 15
הרכב ההון 15
מסקנות אנליטיות 15
התאמות לדיווח הכספי 16

רשימת דירוגים 18

Aroundtown S.A.

אשרור דירוג המנפיק	ilAA+/Stable/ilA-1+

תמצית

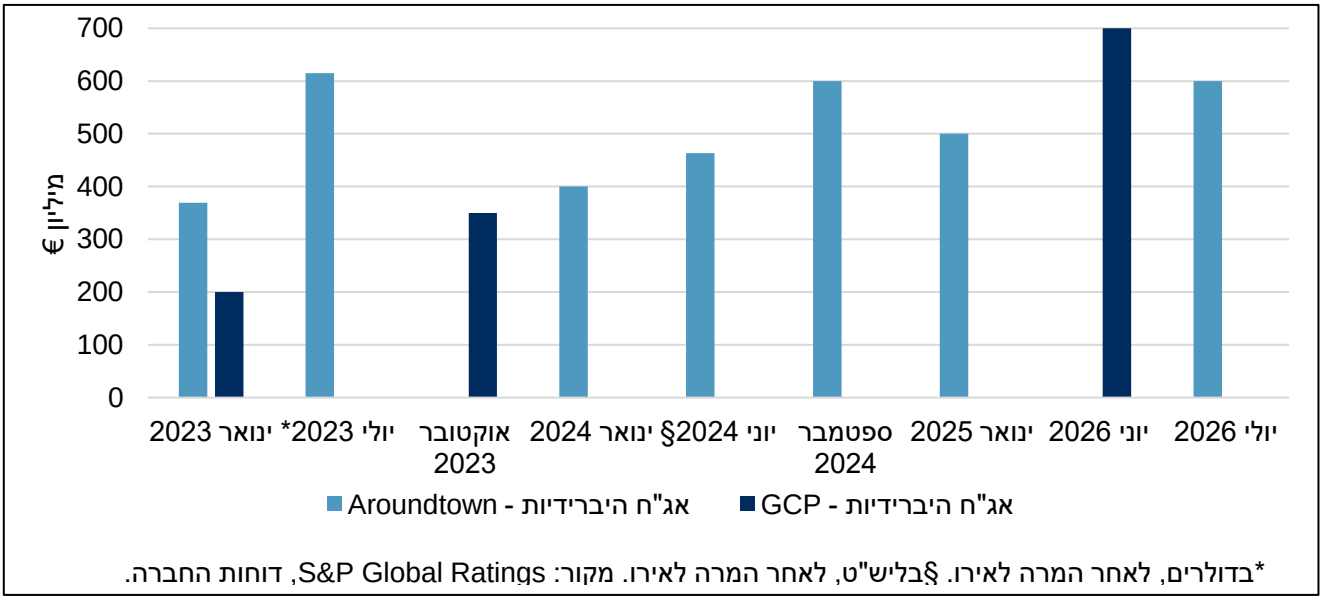
חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק נכסים גדול של כ-30 מיליארד אירו (כולל איחוד מלא של Grand City Properties S.A. - GCP) המפוזר בין כמה סגמנטים, כולל נכסי משרדים, נכסי מגורים ומלונות. • התמקדות בעיקר באזורי מטרופולינים וערים בגרמניה עם תנאי שוק נוחים. • יכולת מוכחת לפתח את תיק הנכסים ולייצר צמיחה חיובית בהכנסות משכירות מנכסים זהים. • פיזור שוכרים נאות, כשעשרת השוכרים הגדולים ביותר מהווים פחות מ-20% מדמי השכירות השנתיים, פיזור ענפי נאות ומשך חוזה ממוצע ארוך של 7.5 שנים. • נזילות חזקה וגישה למגוון מקורות מימון, עלות חוב ממוצעת נמוכה של 1.3% ומח"מ חוב ארוך – 5.3 שנים.	• מינוף ומדיניות פיננסית מתונים: היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי צפוי להישאר בין 48% ל-50%, קרוב לסף העליון של הטווח ההולם את הדירוג. • העלאות ריבית והרעה בתנאים הכלכליים הצפויות לגרום לעלייה בשיעורי ההיוון ולשיערוכים שליליים. • למרות איחוד GCP, שיעור גבוה (כ-69%) של נכסים מסחריים (משרדים, מלונות, נכסים לוגיסטיים ונכסים קמעונאיים), הרגישים יותר לזעזועים מנכסי מגורים. • שיעור תפוסה של כ-89.1% בתיק המשרדים וכ-95.6% בתיק נכסי המגורים נכון לספטמבר 2022, נמוך מעט בהשוואה לחברות דומות המדורגות בדירוג השקעה גלובלי.

פיזור הנכסים של Aroundtown בין מגזרים וצורכי מימון מחדש נמוכים יסייעו להתמודד עם אי הוודאות בשוק וסיכונים כלכליים. ההרעה בתנאים הפיננסיים ובפעילות הכלכלית צפויות להשפיע לרעה על שווי הנכסים ולהגביל את הגישה של חברות נדל"ן לשוקי החוב. בהקשר זה אנו רואים בתיק הנכסים המגוון מאד של Aroundtown ובמבנה ההון המנוהל באופן פעיל גורמים התומכים בהתמודדות עם תנאי השוק המאתגרים. יתרה מזאת, מכירות הנכסים באופן שוטף, לוח הסילוקין ארוך הטווח ואסטרטגיית הגידור ההולמת מספקים מרחב פעולה מספק כדי לעמוד בהרעה משמעותית ביחסי האשראי שלה בטווח התחזית, לדעתנו. החברה דיווחה על צמיחה של 3.4% בהכנסות שכירות מנכסים זהים, לא כולל מלונות, נכון ל-30 בספטמבר 2022 (2.6% כולל מלונות), ועל שיעורי תפוסה יציבים למדי בכל תיק הנכסים. אנו מצפים שצמיחת ה-EBITDA של החברה תהיה מוגבלת, בעיקר בשל צמצום בסיס ה-EBITDA שלה כתוצאה ממכירות נכסים. ה-EBITDA נתמך בהצמדת דמי השכירות ובשמירה על שיעורי תפוסה יציבים.

תרחיש הבסיס המעודכן שלנו כולל את הודעתה האחרונה של הקבוצה שלא תפרע את איגרות החוב ההיברידיות שלה בסך 569 מיליון אירו בתאריכי הקריאה הראשונים בינואר 2023. ב-30 בספטמבר 2022

היו ל-Aroundtown אג"ח היברידיות בהיקף כולל של כ-4.7 מיליארד אירו, המייצג שיעור של 15%. תאריך הקריאה הראשון של אג"ח בהיקף 1.4 מיליארד אירו מתוכן יחול ב-2023. תאריכי הקריאה הראשונים של איגרות החוב ההיברידיות בהיקף של 200 מיליון אירו שהנפיקה GCP ושל איגרות החוב ההיברידיות בהיקף של 369 אירו שהנפיקה ATF Netherlands B.V. חלים בינואר 2023, ותאריך הפירעון הסופי האפקטיבי שלהן חל פחות מ-20 שנה לאחר תאריך זה. לפיכך, לאחר תאריכי הקריאה הראשונים שלהן הן לא יעמדו עוד בדרישת הפירעון הסופי האפקטיבי שלנו לשמירה על רכיב הוני בינוני לפי המתודולוגיה שלנו לדירוג הון היברידי, ואנו נסווג אותם כ-100% חוב. שינוי זה ברכיב ההוני יגרום להיחלשות קלה ביחסים הפיננסיים העיקריים של החברה, אך הוא אינו מבוסס על החלטת החברה שלא לפרוע את האג"ח ההיברידיות. בנוסף, אפילו מכשירים היברידיים שאנו מסווגים רק כחוב עדיין מספקים יתרון איכותי בניתוח הדירוג שלנו. שני המכשירים מוסיפים למאזן חוב נחות וארוך טווח יחסית, ותכונות המאפשרות לחברה לשמור על יתרות מזומנים במידת הצורך. אנו מביאים זאת בחשבון בהערכת איכות האשראי הכוללת של Aroundtown. בנוסף, בהוצאות הריבית החזויות הבאנו בחשבון שינוי של שיעור הריבית ל-3.637% ול-4.375%, בהתאמה, בתוספת ריבית אמצע בעסקאות החלף לחמש שנים, על האג"ח ההיברידיות בהיקף של 200 מיליון אירו ו-369 מיליון אירו. בשלב זה הנחנו שהחברה תחליף את איגרות החוב ההיברידיות בהיקף של 641.5 מיליון אירו עם תאריך קריאה ראשון ביולי 2023, ואת איגרות החוב ההיברידיות בהיקף של 350 מיליון אירו עם תאריך קריאה ראשון באוקטובר 2023 (שהנפיקה GCP), במכשיר דמוי-הון דומה (עם מרכיב הוני של 50%) בקופון של לפחות 8%. ההשפעה החשבונאית על יחס החוב לחוב והון עצמי של Aroundtown היא 1%-1.5%. נמשיך לעקוב אחר הודעות החברה בנוגע לתאריכי הקריאה הראשונים של המכשירים ההיברידיים ואחר שינויים בסביבת השוק, ונעדכן את הניתוח שלנו ובהתאם.

תרשים 1: תאריכי קריאה ראשונים (כולל GCP)



*בדולרים, לאחר המרה לאירו. §בליש"ט, לאחר המרה לאירו. מקור: S&P Global Ratings, דוחות החברה.

היחסים הפיננסיים של Aroundtown צפויים להמשיך להלום את הדירוג, אך במרווח קטן יותר. יתר על כן, אנו מעריכים שהחברה תממן את ההוצאות ההוניות (capex) וחלויות החוב המצומצמות שלה באמצעות יתרת המזומנים הגדולה שלה, מכירת נכסים נוספים ותמהיל מימון ההולם את מדיניותה הפיננסית ואת הדירוג הנוכחי. אנו צופים שהיחס חוב לחוב והון עצמי יישאר בטווח של 48%-49% ב-12-24 החודשים הבאים (ב-30 בספטמבר 2022 הוא עמד על 47.5%). בסוף ספטמבר 2022 דיווחה Aroundtown על שיערוכים חיוביים בשיעור של 1.3% בנכסים זהים בהשוואה לשנה קודם לכן. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון צפוי להיות כ-3x (ב-30 בספטמבר 2022 הוא עמד על 3.7x), ולהיתמך על ידי:

- מח"מ החוב הארוך (5.3 שנים),
- עלות החוב הנמוכה (1.3% נכון ל-30 בספטמבר 2022, לעומת 1.2% בתקופה המקבילה אשתקד)
- ושימוש בריבית קבועה או גידור (98%).

ההשפעה העיקרית על יחס הכיסוי נובעת מההערכה מחדש של ההון ההיברידי לאחר תאריך הקריאה הראשון שלו - אנו מניחים כי האג"ח ההיברידי שתאריך הקריאה הראשון שלהן בינואר 2023 לא ייפרעו בתאריך זה ומחשיבים 100% מתשלומי הקופון עליהן כהוצאות ריבית לפי שיעור הריבית החדש, וכי האג"ח ההיברידי שתאריכי הקריאה הראשונים שלהן חלים ב-2023 וב-2024 יוחלפו. ההשפעה על יחס הכיסוי תהיה חזקה יותר אם החברה תחליט לא לפרוע אג"ח היברידיות אחרות בתאריך הקריאה הראשון שלהן, או אם עלויות ההחלפה יהיו גבוהות משמעותית מהנחותינו הנוכחיות.

אנו צופים שיחס החוב ל-EBITDA יפחת בהדרגה ל-15x בשנים הקרובות – מ-16.2x בסוף ספטמבר 2022 ו-17.7x בסוף 2021 – בזכות האיחוד המלא של GCP. יתרה מזאת, הבחנו ש-Aroundtown מעניקה יותר הלוואות לרוכשי נכסים, כדי לזרז את תהליך המכירה. נכון ל-30 בספטמבר 2022, היו לה הלוואות תלויות לרוכשים בהיקף כולל של כ-500 מיליון אירו. השימוש בהלוואות לרוכשים מעלה חששות, אך להבנתנו חשיפה זו אינה צפויה לגדול משמעותית בעתיד.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג מבטאת את ציפייתנו לצמיחה בהכנסות השכירות מנכסים זהים של Aroundtown על רקע חוזי השכירות המסחריים שלה הצמודים למדד והיציבות בשיעורי התפוסה, שתתמוך בתזרימי מזומנים יציבים וניתנים לחיזוי.

למרות התנאים הכלכליים המאתגרים, שהגבירו את הלחץ על שווי הנכסים, אנו סבורים שהחברה תנקוט צעדים מספקים כדי לשמור על המדיניות הפיננסית הזהירה יחסית.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים גם שגישת החברה לתאריכי הקריאה של ההון ההיברידי הם כמתואר להלן.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג אם, לאורך זמן:

- יחס החוב לחוב והון עצמי יעלה ל-50% ומעלה,
- יחס החוב ל-EBITDA יחרוג מהותית מהתחזית שלנו,
- יחס ה-EBITDA להוצאות מימון יפחת לכ-2.4x, או
- שתחול הרעה משמעותית בסביבה התפעולית של החברה שתוביל לירידה משמעותית בשיעורי התפוסה בתיק הנכסים המסחריים שלה או לשיערוכים שליליים חדים יותר בבסיס הנכסים משאנו צופים כעת.

התרחיש החיובי

אנו עשויים להעלות את הדירוג אם Aroundtown תתחייב למדיניות פיננסית שמרנית יותר הכוללת שיפור היחסים הפיננסיים ושמירה עליהם ברמות הבאות:

- יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-40%,
- יחס EBITDA של 3.8x ומעלה,
- ויחס חוב ל-EBITDA שנתית של פחות מ-13x.

העלאת דירוג תלויה גם בשמירה על תיק נכסים מניב גדול עם פיזור טוב בדומה לחברות עם דירוג גבוה יותר, ועל ממשל תאגידי איתן.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- ירידה של 0.5% בתמ"ג הריאלי בגרמניה ב-2023 וצמיחה של 1.0% ב-2024, אינפלציה של 7.3% ב-2023 ושל 3.0% ב-2024.
- ירידה של 1.0% בתמ"ג הריאלי בבריטניה ב-2023 וצמיחה של 1.3% ב-2024, אינפלציה של 7.0% ב-2023 ושל 0.9% ב-2024.
- צמיחה כוללת של 1.5%-2% בהכנסות שכירות מנכסים זהים בשנתיים הקרובות, בהתחשב בהתאוששות הדרגתית בנכסי המלונאות ובתמיכת האינפלציה בחוזים המסחריים הצמודים למדד.
- שיעור תפוסה כולל של כ-92%-93% ב-12-24 החודשים הבאים. עם זאת, אנו סבורים שרמות התפוסה בנכסי המשרדים והנדל"ן המסחרי של Aroundtown עשויות לרדת קלות ב-1%-2% בטווח התחזית.
- צפי שב-2022 לא ירשמו שיערוכים משמעותיים בנכסי החברה, ב-2023 אנו צופים שיערוך שלילי של 4%-5% וב-2024 שיערוך שלילי נוסף של 2%-3%.
- הוצאות הוניות (capex) כוללות של כ-500-550 מיליון אירו בשנתיים הקרובות, בעיקר בפעילות חידוש ומודרניזציה בנכסים קיימים.

- שיעורי EBITDA גולמיים של כ-56%-58%, עם השפעה מינורית בלבד על הגידול בעלויות שלא ניתן לגלגל על השוכרים.
- עודף מכירות על רכישות ב-2022 ו-2023 (מתחילת השנה חתמה החברה על מכירות בהיקף של כ-1.1 מיליארד אירו). אנו צופים שהמכירות ב-2023 יסתכמו בכ-500-800 מיליון אירו.
- היעדר גידול משמעותי בהלוואות לרוכשי נכסים.
- היעדר רכישות חוזרות משמעותיות נוספות של מניות.
- היעדר הנפקות משמעותיות של חוב חדש, לא כולל חוב היברידי.
- אי פירעון של האג"ח ההיברידיות שתאריך הקריאה הראשון שלהן חל בינואר 2023, והחלפה של שאר האג"ח ההיברידיות שתאריכי הקריאה הראשונים שלהן חלים ביולי ואוקטובר 2023 במכשירים שווי ערך שייחשבו כבעלי רכיב הוני של לפחות 50%.
- מדיניות דיבידנדים יציבה של חלוקת 75% מה-FFO (funds from operations) המדווח.
- עלות חוב ממוצעת של פחות מ-2%, לפחות עד סוף 2024, הודות לצורכי מחזור חוב מוגבלים (לא כולל תשלומי קופון של אג"ח היברידיות).

נתונים עיקריים

	2020A	2021A	2022E	2023F	2024F
EBITDA (מיליון €)	851.4	840.8	1,000-900	950-900	950-900
שיעור EBITDA (%) §	60.8	58.7	59-58	57-56	57-56
דיבידנדים במזומן (מיליון €)	21.9	329.4	כ-360	כ-450	כ-400
חוב (מיליון €)	11,906.1	14,862.6	כ-15,000	15,000-14,000	15,000-14,000
חוב/EBITDA	14.0	†17.7	כ-16	כ-15.5	15.5-15.0
EBITDA/הוצאות מימון	3.1	3.5	4-3.5	כ-3	כ-3
חוב לחוב והון עצמי	45.1	47	48-47	49-48	כ-49

כל הנתונים הם לאחר התאמות של S&P Global Ratings. § מבוסס על הכנסות ברוטו. † מושפע בתקופה זו מאיחוד GCP. A - בפועל. E-צפוי. F - חזוי.

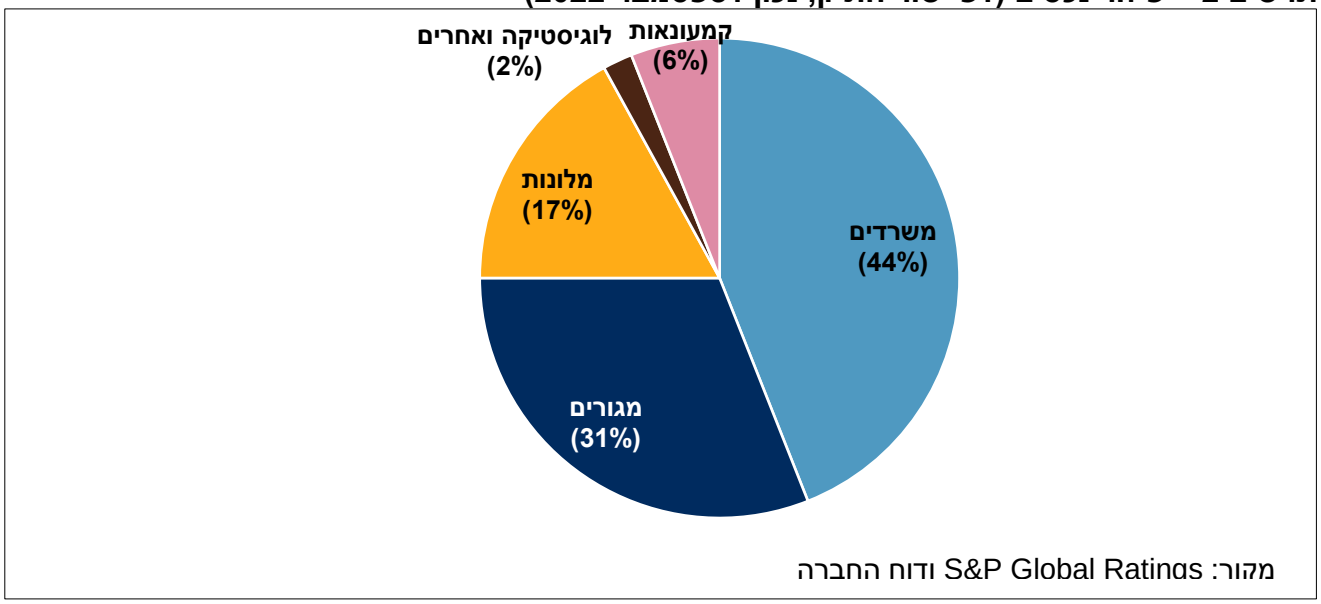
היחסים הפיננסיים משקפים את האיחוד המלא של GCP החל ברבעון השלישי של 2021. לפני כן, איחדנו את GCP באופן יחסי.

תיאור החברה

Aroundtown היא חברת הנדל"ן המסחרי הגדולה ביותר בגרמניה, ומתמקדת בהשקעה בנכסים מניבים להשכרה, בעיקר בגרמניה. Aroundtown משקיעה בנכסי מגורים באמצעות החזקה של 59% ב-GCP.

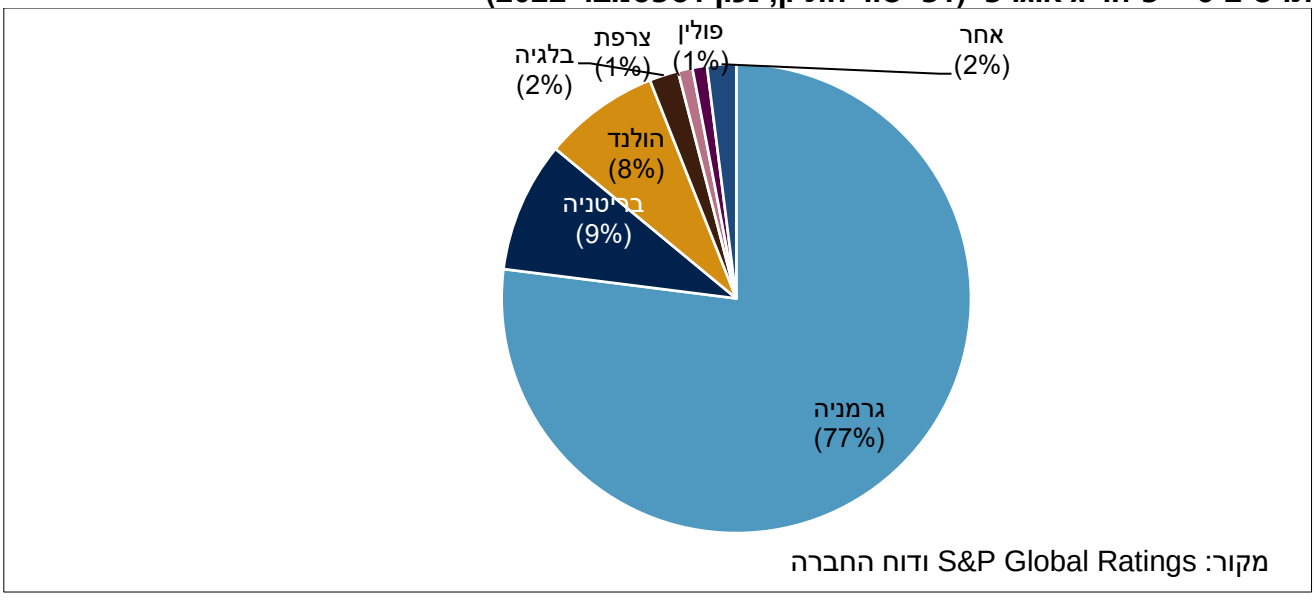
Aroundtown התאגדה בלוקסמבורג ורשומה בסגמנט ה-Prime Standard בבורסה לניירות ערך בפרנקפורט. נכון ל-30 בספטמבר 2022, בעל המניות הגדול ביותר של החברה הוא מייסד החברה, יקיר גבאי, המחזיק ב-15% מהמניות באמצעות Avisco Group PLC ו-Vergepoint. החברה מחזיקה 30% ממניותיה (כולל 12% המוחזקים באמצעות TLG Immobilien AG), וה-55% הנותרים מוחזקים בידי הציבור.

תרשים 2 – פיזור נכסים (לפי שווי התיק, נכון לספטמבר 2022)



מקור: S&P Global Ratings ודוח החברה

תרשים 3 – פיזור גיאוגרפי (לפי שווי התיק, נכון לספטמבר 2022)



מקור: S&P Global Ratings ודוח החברה

ניתוח השוואתי

Aroundtown S.A.--Peer Comparison – Operating Metrics

Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Aroundtown S.A.	Vonovia SE	Icade S.A.	Covivio	Heimstaden Bostad AB
Portfolio value (bil. €)	29	95	12.2*	17.8*	~31.0
Geographic diversity	Mainly Germany (26% Berlin, 14% North Rhine-Westphalia, 7% Frankfurt, 7% Munich), 8% Netherlands, 8% London	89% Germany, 8% Sweden, 3% Austria	Offices: France 100% Health care: France 85%, Outside (Italy, Spain, Portugal) 15%*	France: 32%, Italy: 15%, Germany: 38%, Other European countries: 15%*	30% Sweden, 25% Germany, 22% Denmark, 9% Netherlands, 7% Czech Republic, 6% Norway, 2% (Finland, U.K., Poland)
Asset diversity	44% office, 31% residential, 17% hotel, 8% logistics, retail and other	100% Residential	Offices: 67%, health care: 33%*	Offices: 54.8%, German residential: 30.2%, hotels: 14.8%*	93% residential, 7% commercial.
Top-10 tenants (% of rental income)	<20%	N.A.	~34.1% (offices) §	~32% §	N.A.
WALT	7.4 years	N.A.	Office: 3.9 years Health care: 7.9 years	7 years	N.A.

WALT – אורך חוזה ממוצע משוקלל. .N.A – לא זמין. כל הנתונים מעודכנים לספטמבר 2022. *נכון ליוני 2022. § נכון לדצמבר 2021.

Aroundtown S.A.--Peer Comparison – Financial Metrics (Mil. €)
Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Aroundtown S.A.	Vonovia SE	Icade S.A.	Covivio	Heimstaden Bostad AB
Period	Quarterly	Quarterly	Semiannual	Annual	Quarterly
Period ending	30/09/2022	30/09/2022	30/06/2022	31/12/2021	30/09/2022
Revenue	1,588	3,926	1,708	637	1,173
EBITDA	927	2,364	615	542	590
Funds from operations (FFO)	563	1,621	507	385	313
Interest expense	250.1	532.3	94.2	--	220.4
Operating cash flow (OCF)	526	1,731	286	366	399
Capital expenditure	442	2,248	945	463	781
Dividends paid	282.0	1725.5	254.6	--	340.9
Cash and short-term investments	2,318	1,245	1,097	929	429
Debt	14,991	45,859	6,883	7,799	16,386
Equity	16,593	37,425	8,860	9,194	15,073
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	58.3	60.2	36.0	85.0	50.3
EBITDA interest coverage (x)	3.7	4.4	6.5	3.8	2.7
FFO cash interest coverage (x)	3.1	3.8	6.1	4.2	2.6
Debt/EBITDA (x)	16.2	19.4	11.2	14.4	27.8
Debt/debt and equity (%)	47.5	55.1	43.7	45.9	52.1

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של Aroundtown נתמכת בגודלו של תיק הנכסים שלה, המפוזר בין כמה סוגי נכסים, כולל נכסים מסחריים (69% משווי התיק) ונכסי מגורים (31%), ושוויו הכולל עמד בספטמבר 2022 על כ-29.3 מיליארד אירו. Aroundtown משקיעה בנכסי מגורים באמצעות החזקה של 59% ב-GCP. בסוף ספטמבר 2022 היו בידי GCP 65,088 יחידות דיור, בעיקר בגרמניה, בשווי כולל של 9.7 מיליארד אירו. אנו מאחדים את GCP באופן מלא בניתוח של Aroundtown החל מהרבעון השלישי של 2021, לאחר שבעבר ביצענו איחוד יחסי בלבד. תיק הנכסים של הקבוצה כולל יותר מ-500 נכסים מסחריים ו-152 מלונות, בהיקף כולל של כ-10 מיליון מ"ר (כולל נכסי מגורים). החברה מיזגה לתוכה לחלוטין את TLG Immobilien AG ומחזיקה במניות מיעוט (30.3%) ב-Globalworth Real Estate Investments Ltd (BBB-/Negative) באמצעות קונסורציום עם CPI Property Group S.A. (BBB-/Stable). Globalworth היא חברת נדל"ן למשרדים המתמקדת ברומניה ובפולין עם תיק נכסים בשווי של כ-3.2 מיליארד אירו (כולל פרויקטי ייזום).

תיק הנכסים הגדול של Aroundtown מפוזר היטב על פני סוגי נכסים ואזורים בגרמניה, בעיקר באזורים מטרופולינים ובקרבתם. אנו מעריכים שהאזורים ש-Aroundtown חשופה אליהם ביותר – ברלין (26% משווי התיק), נורדריין-וסטפליה (14%), פרנקפורט (7%) ומינכן (7%) – נהנים מסביבה כלכלית תומכת, כולל שיעורי אבטלה נמוכים וביקוש והיצע איתנים. לחברה חשיפה מסוימת גם לשוק ההולנדי (כ-8% משווי התיק, בעיקר דרך נכסי משרדים הנמצאים בעיקר באזור רנסטאד, הכולל את שלוש הערים הגדולות בהולנד (אמסטרדם, רוטרדם ואוטרכט) ולשוק הלונדוני (8% משווי התיק, בעיקר נכסי מגורים ומלונות).

ב-2022 מימשה Aroundtown את תוכניתה למכור נכסים בשלים ונכסים שאינם בתחום הליבה שלה במטרה לחזק את איכות תיק הנכסים שלה. התמורה יועדה להחזרי חוב עתידיים ולמימון רכישות חוזרות של מניות. החברה חתמה על מכירות בהיקף של 1.1 מיליארד אירו בתשעת החודשים הראשונים של 2022. היא סגרה עסקאות מכירה בהיקף של כ-1.3 מיליארד אירו, כולל מכירות שנחתמו ב-2021 בהיקף של כ-470 מיליון אירו. המכירות, שבוצעו ברובן לפי השווי בספרים, כוללות בעיקר נכסי משרדים (30%), אתרי פיתוח וקרקעות (32%), נכסים קמעונאיים (20%) ומלונאות (14%).

הפרופיל העסקי נתמך גם על ידי מבנה החוזים הארוך בתיק. נכון להיום, האורך הממוצע המשוקלל של חוזי השכירות הוא 7.4 שנים בנכסים המסחריים, 4.3 שנים בנכסי המשרדים ואף 14.8 בנכסי המלונאות, שבהם מבנה החוזים הוא קבוע. אף שבגרמניה אין תקופת שכירות קבועה בחוזי השכירות למגורים, משך השכירות הממוצע ארוך מאד, יותר מ-10 שנים.

בסיס השוכרים בתחומי המסחר והמלונאות יציב ומפוזר יחסית בין ענפים שונים, עם כ-3,500 שוכרים. שתי השוכרות הגדולות ביותר הן עדיין Group Pierre & Vacances Center Parcs (לא מדורגת) ו-Siemens AG (A-/Stable/A-1+), שחוזי השכירות איתן מניבים כ-6% ו-3%, בהתאמה, מההכנסה השנתית הכוללת משכירות. אין לחברה תלות בשוכרים אחרים, ועשרת השוכרים הגדולים ביותר בתחומי המסחר והמלונאות מהווים פחות מ-20% מההכנסה הכוללת משכירות.

הערכת הפרופיל העסקי מביאה בחשבון את היסטוריית הביצועים החזקה של החברה, הכוללת צמיחה של 3%-4% בהכנסות משכירות מנכסים זהים בשנים האחרונות, הנתמכת בעלייה בשיעורי התפוסה של נכסים קיימים ובהעלאות דמי שכירות בחוזים קיימים וחדשים. אולם שיעורי התפוסה הכוללים של התיק המסחרי של החברה עדיין נמוכים בהשוואה לחברות אחרות עם דירוג דומה, כ-89.1% בנכסי המשרדים נכון ל-30 בספטמבר 2022, בעיקר כתוצאה מרכישות ומאסטרטגיית ההשבחה בעבר. לתיק המלונות לוקח זמן רב מהצפוי להתאושש מהמגיפה - גביית דמי השכירות עדיין נמוכה מאד בשל ההגבלות שהוטלו ברבעון הראשון של 2022.

הערכתנו כוללת גם את חשיפתה של Aroundtown לכלכלה הגרמנית, בשל ריכוזיות הנכסים בה. עם זאת, אנו מכירים בכך שתיק הנכסים התרחב בשנים האחרונות גם להולנד ולבריטניה, שהנכסים בהן מהווים כיום 17%

מהתיק. אנו סבורים שהנכסים המסחריים רגישים יותר מנכסי מגורים, בעיקר בשווקים עם רגולציה כמו גרמניה, אך רגישות זו מתמתנת בזכות העובדה שחוזי שכירות ניתנים להצמדה חלקית למדד המחירים לצרכן.

הפרופיל הפיננסי

הערכת הפרופיל הפיננסי של Aroundtown משקפת את המדיניות הפיננסית המתונה של החברה ואת מחויבותה לשמור על יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-50% לאורך זמן (או על יחס LTV מדווח הנמוך מ-45%). אנו מעריכים שההוצאות ההוניות ימומנו באמצעות מכירת נכסים, ושתמהיל המימון ימשיך להלום את מדיניותה הפיננסית של החברה ואת דירוגה הנוכחי.

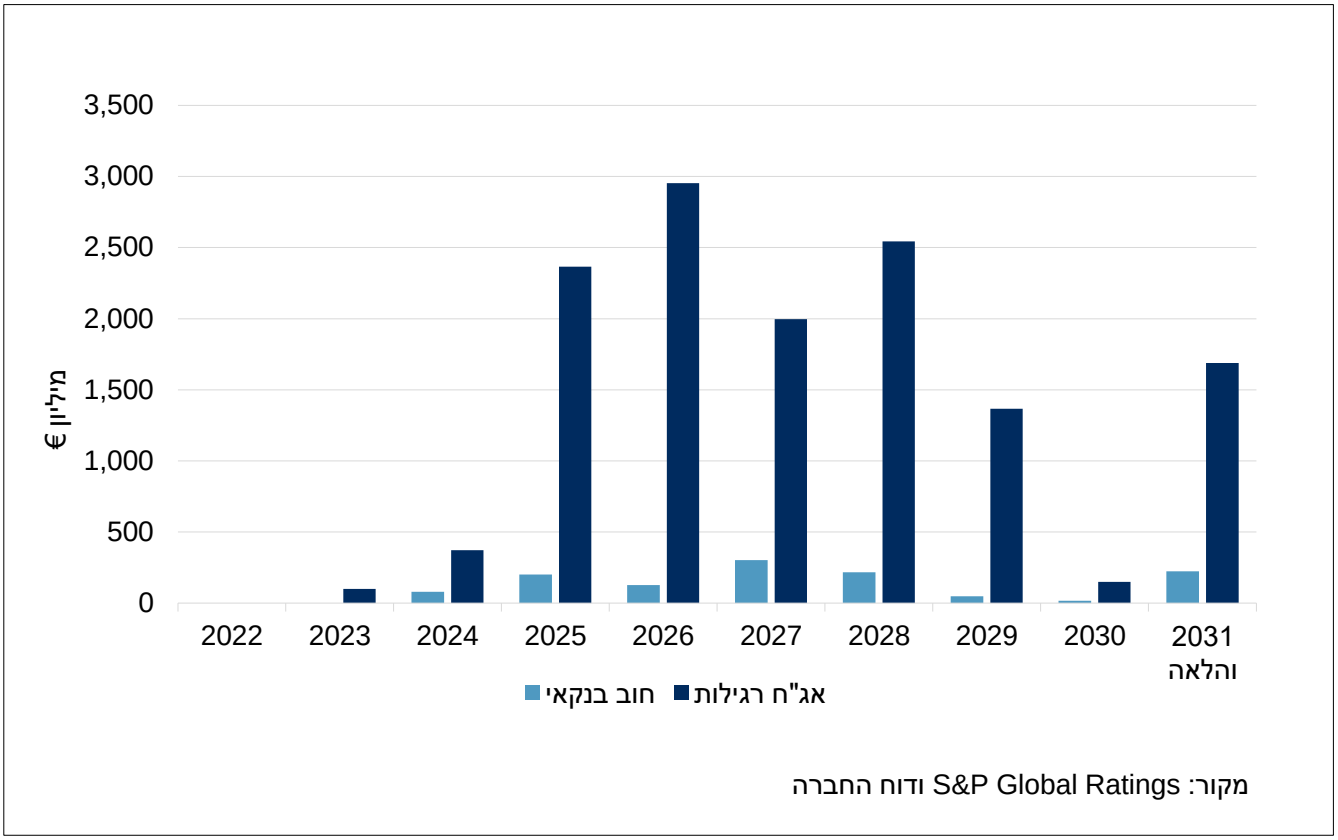
אנו צופים שהיחס חוב לחוב והון עצמי יישאר בטווח של 48%-50%, ב-12-24 החודשים הבאים (ב-30 בספטמבר 2022 הוא עמד על 47.5%), בעיקר לאור הנחותינו לגבי תאריכי הקריאה הראשונים של האג"ח ההיברידיות בינואר 2023, ומשום שאנו צופים שיערוכים שליליים של 4%-5% בתיק הנכסים ב-12 החודשים הקרובים. איננו צופים רכישות חוזרות של מניות בהיקף מהותי. מח"ם החוב הארוך של החברה (5.3 שנים נכון ל-30 בספטמבר 2022) ועלות החוב הנמוכה שלה (1.3%) צפויים לתמוך ביחס כיסוי EBITDA להוצאות מימון גבוה משמעותית מ-2.4x ב-24 החודשים הבאים (ב-30 בספטמבר 2022 עמד יחס זה על 3.7x). עם זאת, יחס הכיסוי צפוי לפחות מהרמה החזויה בסוף 2022, 3.8x, בעיקר בשל עלייה משמעותית בתשלומי הקופון על אג"ח היברידיות עם תאריכי פירעון ראשונים ב-2023 ו-2024. בשל סביבת הריבית העולה ועלות חוב ממוצעת היסטורית נמוכה, אנו צופים כי ירידה הזו תימשך גם אחרי 2024, היות שהחברה תזדקק למחזר את חובה וככל הנראה תחזור לשוק ההון להנפקות ראשוניות ותגדיל את המימון הבנקאי שלה. לעת עתה, המרווח מהסף התחתון של יחס הכיסוי ההולם את הדירוג, 2.4x, עדיין משמעותי. אנו צופים שיחס החוב ל-EBITDA יפחת בהדרגה ל-15x-16x בשנים הקרובות (מ-16.2x בסוף ספטמבר 2022 ו-17.7x בסוף 2021), בזכות האיחוד המלא של GCP.

לחברה מגוון מקורות מימון, כולל יחסים טובים עם המערכת הבנקאית, ונגישות מוכחת לשוקי מניות ואג"ח כפי שראינו בשנתיים האחרונות. שיעור הנכסים הלא משועבדים של Aroundtown גבוה יחסית – 83% מסך דמי השכירות, שהם 23.5 מיליארד אירו.

אנו מאחדים כעת באופן מלא את תוצאות חברת GCP, היות שאנו סבורים שאיחוד זה משקף נכון יותר את הקשרים העסקיים והפיננסיים בין החברות, ומעריכים שהאסטרטגיה ארוכת הטווח של Aroundtown היא להישאר בעלת מניות מרכזית ב-GCP. אנו מיישמים על שתי החברות את המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה, וסבורים ש-GCP היא חברת בת עם חשיבות אסטרטגית גבוהה של Aroundtown.

חלויות חוב

נכון לספטמבר 2022



מקור: S&P Global Ratings ודוח החברה

Aroundtown S.A.--Financial Summary (Mil. €)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2021	2020	2019	2018	2017
Revenues	1,432	1,400	1,115	958	713
EBITDA	841	851	762	617	462
Funds from operations (FFO)	472	475	478	411	325
Interest expense	243	274	195	161	104
Operating cash flow (OCF)	401	433	503	417	347
Capital expenditure	447	351	269	184	110
Dividends paid	329	22	209	226	155
Cash and short-term investments	3,240	3,261	3,039	1,600	842
Debt	14,863	11,906	9,934	8,036	5,973
Common equity	16,791	14,497	12,506	9,501	6,914
Valuation of investment property	29,272	24,602	21,443	17,023	12,275
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	58.7	60.8	68.3	64.4	64.7
EBITDA interest coverage (x)	3.5	3.1	3.9	3.8	4.5
Debt/EBITDA (x)	17.7	14.0	13.0	13.0	12.9
Debt/debt and equity (%)	47.0	45.1	44.3	45.8	46.3

נזילות

אנו מעריכים את הנזילות של Aroundtown כחזקה, משום שאנו צופים שהיחס בין מקורות הנזילות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.5x ב-12 החודשים הקרובים ועל 1x ב-12 החודשים שלאחר מכן.

לחברה אין חלויות חוב גדולות בשלוש השנים הקרובות, ויש לה יתרת מזומנים גדולה ושיעור גבוה של נכסים נזילים וזמינים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר 2022:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-2,318 מיליון אירו. • FFO במזומן של כ-600-650 מיליון אירו, להערכתנו, ב-12 החודשים הקרובים. • מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של 975 מיליון אירו חתומות לתקופה של מעל 12 חודשים. • תמורה של כ-300 מיליון אירו ממכירות נכסים שנחתמו.	• חלויות חוב ז"ק בהיקף של כ-108 מיליון אירו, כולל אמורטיזציה. • הוצאות הוניות (capex) של 500-550 מיליון אירו, להערכתנו, שרובן אינן מחויבות. • חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-400-450 מיליון אירו (לא כולל שטרות צמיתים) שאנו מניחים באופן שמרני שיחולקו במזומן. • רכישות עצמיות של מניות בהיקף של כ-70 מיליון אירו, שהושלמו לפני תאריך הדיווח.

ניתוח התניות

נכון ל-30 בספטמבר 2022, Aroundtown עומדת בכל התניותיה הפיננסיות. אנו צופים כי Aroundtown תשמור על מרווח משמעותי (30% ויותר) על כל התניותיה הפיננסיות ברבעונים הבאים.

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של Aroundtown. החברה מתייחסת לגורמים אלו באסטרטגיה שלה, אולם רק לחלק מצומצם מהנכסים בתיק שלה יש אישורי בניינים ירוקים, כ-5% מהתיק המסחרי נכון לסוף ספטמבר 2022, שיעור נמוך בהשוואה לחברות דומות באירופה. עם זאת, Aroundtown משקיעה בקביעות בחידוש הנכסים שלה על מנת לעמוד בסטנדרטים סביבתיים גבוהים. היא המשיכה בפרויקט הפיילוט שלה בהולנד, שמטרתו לקבל אישורי בניינים ירוקים לנכסיה שם. עד 30 בספטמבר 2022, 30% מהם קיבלו אישור לפי תקני BREEAM. לחברה יש גם תוכנית השקעה באנרגיה, להתקנת תשתיות המפחיתות את פליטת גזי החממה בנכסיה באמצעות יצירה ואחסון של אנרגיה ירוקה (פוטו-וולטאית; רכבים חשמליים; שילוב של חימום וחשמל; ושילוב של קירור, חימום וחשמל). החברה שמה לה למטרה להפחית את פליטות הפחמן שלה ב-40% בין 2018 ל-2030.

אינדיקטור ESG	E-2	S-2	G-2
גורם ESG	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי

אינדיקטורי ESG בדירוג אשראי מספקים גילוי ושקיפות נוספים ברמת המנפיק ומשקפים את הערכתנו 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.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

ב-30 בספטמבר 2022, 84% מנכסיה של Aroundtown (לפי דמי שכירות) לא היו משועבדים, והרכב ההון המדווח היה כדלהלן:

- הון עצמי, כולל אג"ח צמיתות ואיגרות חוב להמרה כפויה בהחלטת התאגיד המנפיק (56%)
- איגרות חוב (40%)
- חוב בנקאי (4%)

מסקנות אנליטיות

ב-30 בספטמבר 2022 עמד היחס בין החוב המובטח של Aroundtown לסך נכסיה על כ-3%, נמוך משמעותית מתנאי הסף, 40%, להפחתת רמת דירוג (נוץ') בדירוגי ההנפקות. אי לכך, אנו ממשיכים להשוות את דירוג החוב הבכיר הלא מובטח לדירוג המנפיק, 'ilAA+'.

באשר לאיגרות החוב ההיברידיות הנחותות, אנו מייחסים להן רכיב הון "בינוני" (50% הון ו-50% חוב) ומפחיתים שתי רמות דירוג בהשוואה לדירוג המנפיק, אחת בשל נחיתות ואחת בשל נדחות. דירוג סדרות אלו הוא, אם כן, 'ilAA-'. אנו מבינים שהחברה רואה בשלב זה סבירות נמוכה מאוד לדחיית תשלומי הקופון על האג"ח ההיברידיות שלה. אם הסבירות לדחיית תשלומי קופונים תגדל, נבחן מחדש את הדירוגים.

אנו מייחסים לאיגרות החוב בהמרה כפויה של Aroundtown שמועד פירעונן ב-2023, בהיקף של 250 מיליון דולר, רכיב הון גבוה (100% הון). אנו מייחסים לאיגרות החוב בהמרה כפויה של Aroundtown שמועד פירעונן ב-2023, בהיקף של 250 מיליון דולר, רכיב הון גבוה (100% הון).

התאמות לדיווח הכספי

Aroundtown S.A.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil €) for the 12 months ended Sep. 30, 2022

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Aroundtown S.A. reported amounts	14,776.2	15,339.0	1,867.3	1,843.1	191.1	926.6	792.2
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(97.4)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(207.5)	--
Lease liabilities	167.9	--	--	--	--	--	--
Intermediate hybrids (equity)	2,365.0	(2,365.0)	--	--	59.0	(59.0)	(59.0)
Accessible cash and liquid investments	(2,318.3)	--	--	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	--	5.6	--	--	--	--
Dividends from equity investments	--	--	37.7	--	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(87.1)	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(207.5)
Noncontrolling interest/minority interest	--	3,618.7	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	--	(65.6)	(65.6)	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	(831.3)	(831.3)	--	--	--
Total adjustments	**214.6**	**1,253.7**	**(940.7)**	**(896.9)**	**59.0**	**(363.9)**	**(266.5)**
Adjusted	**14,990.8**	**16,592.7**	**926.6**	**946.2**	**250.1**	**562.7**	**525.7**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- 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 - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- 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 סביבה, חברה וממשל תאגידי ESG, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג הון היברידי, 2 במרץ, 2022
- 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

Aroundtown S.A.	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1+	21/12/2016	21/12/2021
טווח ארוך	ilAA+\Stable	08/12/2015	21/12/2021
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה E	ilAA+	18/07/2016	21/12/2021
סדרה F	ilAA+	07/12/2016	21/12/2021
סדרה I	ilAA+	13/07/2017	21/12/2021
סדרה 32	ilAA+	17/07/2019	21/12/2021
סדרה 33	ilAA+	17/07/2019	21/12/2021
חוב נחות			
אגח היברדית אירו 2.875%	ilAA-	17/07/2019	21/12/2021
אגח היברידית לישט 3%	ilAA-	25/06/2019	21/12/2021
אגרות חוב היברידיות	ilAA-	11/01/2018	21/12/2021
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
דצמבר 07, 2017	ilAA+\Stable		
יוני 16, 2016	ilAA\Stable		
דצמבר 08, 2015	ilAA-\Stable		
טווח קצר			
דצמבר 21, 2016	ilA-1+		
פרטים נוספים			
זמן בו התרחש האירוע	09:53 15/12/2022		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	09:53 15/12/2022		
יוזם הדירוג	החברה המדורגת		

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 ישמש 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 מהחתמים 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.