Maalot
S&P Global Ratings

Aroundtown S.A.

14 בדצמבר 2023

אנליסט אשראי ראשי:

Manish Kejriwal, דבלין, 353-0-1-568-0609 manish.kejriwal@spglobal.com

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 6
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 11
נזילות 13
ניתוח התניות 13
דרישות 13
התאמות לדירוג 13
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 14
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 14
הרכב ההון 14
מסקנות אנליטיות 14
התאמות לדיווח הכספי 15
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 16

רשימת דירוגים 17

Aroundtown S.A.

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

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק נכסים גדול של כ-26 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, התומכים בצמיחה חזקה של הכנסות 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 7.2 שנים. • נזילות חזקה ויתרת מזומנים ושווה מזומנים בהיקף של 2.8 מיליארד אירו נכון ל-30 בספטמבר 2023, המכסה את חלויות החוב לפחות עד הרבעון השני של 2026.	• יחס מינוף מתואם חוב לחוב והון עצמי שיישאר קרוב ל-51% ב-2024 (52% נכון ל-30 בספטמבר 2023), מעט גבוה מ-50% שהוא סף התרחיש השלילי עבור דירוג החברה. • אי ודאות מקרו-כלכלית ועלייה בריבית שעשויות להפעיל לחץ נוסף על שווי התיק ב-12 החודשים הבאים. • למרות איחוד מלא של GCP, שיעור גבוה (כ-68%) של נכסים מסחריים (משרדים, מלונות, נכסים לוגיסטיים ונכסים קמעונאיים), הרגישים יותר לזעזועים מנכסי מגורים.

אנו צופים שיחס החוב לחוב והון עצמי של Aroundtown S.A. ("Aroundtown" או "החברה") יישאר מעט מעל רף התרחיש השלילי שלנו, 50%, אך להבנתנו החברה צפויה לנקוט צעדים כדי להוריד אותו מתחת ל-50% במהלך 18-12 החודשים הבאים. יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי של Aroundtown יישאר קרוב ל-51% ב-2024 (52% נכון ל-30 בספטמבר 2023). יחס זה משקף בעיקר את שינוי הערכתנו לסדרות האג"ח ההיברידיות הצמיתות שלא נפרעו כחוב ללא רכיב הוני ואת ההנחות שלנו לגבי שיערוכים שליליים של כ-7%-8% בנכסים זהים ב-2023 (לעומת 6% בתשעת החודשים הראשונים של 2023) ושל 2% נוספים ב-2024.

להבנתנו, החברה לא ביצעה תהליך הערכת שווי ברבעון השלישי, אך תכלול הערכה מעודכנת בתוצאות סוף השנה. אנו צופים כי יחס החוב לחוב והון עצמי של החברה ירד מתחת ל-50% בשנת 2025, בעיקר בזכות מחויבותה למדיניות פיננסית של שמירה על שיעור LTV (loan to value) של 45% ומטה. הפער בין המדיניות הפיננסית המדווחת המוצהרת של החברה לבין יחס החוב לחוב והון עצמי שאנו מחשבים ממשיך להתרחב בשל הדרך בה אנו מעריכים את רכיב ההון במכשירים ההיברידיים. עם זאת, אנו צופים שהחברה תנקוט צעדים מספיקים כדי שהיחס יהלום את הדירוג.

ההנחות שלנו כוללות השעיית דיבידנדים ב-2023, רכישה עצמית של אג"ח בכירות בהיקף של כ-1.3 מיליארד אירו מתחילת השנה בדיסקאונט של 20% בממוצע, ותוכניות להגברת קצב מימוש הנכסים. אנו מניחים שב-2023 תממש Aroundtown נכסים בכ-900 מיליון אירו (710 מיליון אירו מומשו עד סוף הרבעון השלישי של השנה) ושב-2024 תממש נכסים ב-500 מיליון אירו נוספים.

למרות העלייה בעלויות המימון של המגזר, אנו ממשיכים לחזות כי יחס ה-EBITDA להוצאות המימון של החברה יישאר ב-24 החודשים הבאים מעל 2.4x, שהוא סף התרחיש השלילי, אם כי במרווח דחוק. מח"מ החוב הארוך של החברה (4.6 שנים), השיעור הגבוה יחסית (אך הולך ופוחת) של חוב בריבית קבועה או מגודרת (83%) ועלות החוב הנמוכה ימשיכו לתמוך ביחס EBITDA להוצאות מימון של 2.8x ב-2023 (2.9x ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר). עם זאת, יחס הכיסוי ירד לכ-2.5x ב-2024 וב-2025, בעיקר בשל השפעת העלייה המשמעותית בתשלומי הקופון על האג"ח ההיברידיות (שאנו מגדירים כעת כריבית במלואם) בתאריכי הפירעון הראשונים שלהן ב-2023 ועלות החוב הגבוהה יותר (Euribor + 1.4% לשלושה חודשים) על הלוואות בנקאיות חדשות שנחתמו השנה בהיקף של 1.0 מיליארד אירו, מתוכן משכה החברה כ-790 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים של 2023. אנו צופים שיחס החוב ל-EBITDA של Aroundtown ישתפר ל-13.0x-13.5x ב-2024 על סמך הנחתנו לעלייה ב-EBITDA כתוצאה מעלייה משמעותית בדמי שכירות מנכסים זהים ולירידה קלה בחוב, שיקוזזו חלקית על ידי מימוש נכסים.

Aroundtown שומרת על נזילות חזקה המשקפת יתרה גבוהה של מזומנים ושווה מזומנים, המכסים את חלויות החוב עד למחצית הראשונה של 2026. לחברה מזומנים לא מוגבלים במאזן בהיקף של כ-2.8 מיליארד אירו נכון ל-30 בספטמבר 2023, והיא עתידה לקבל 300 מיליון אירו נוספים ממכירת נכסים (לא כולל הלוואות מוכר) לאחר תאריך הדיווח. מקורות אלה יספיקו כדי לכסות את חלויות החוב עד אמצע 2026. בנוסף, החברה ביצעה לאחרונה רכישה עצמית של אג"ח בכירות לא מובטחות בסך של כ-1.3 מיליארד אירו בדיסקאונט ממוצע של 20%, ובכך פרעה חוב מעבר לטווח התחזית של הערכת הנזילות החזקה. להבנתנו, ל-Aroundtown מרווח איתן מהתניותיה הפיננסיות, הגבוה בהרבה מ-15%.

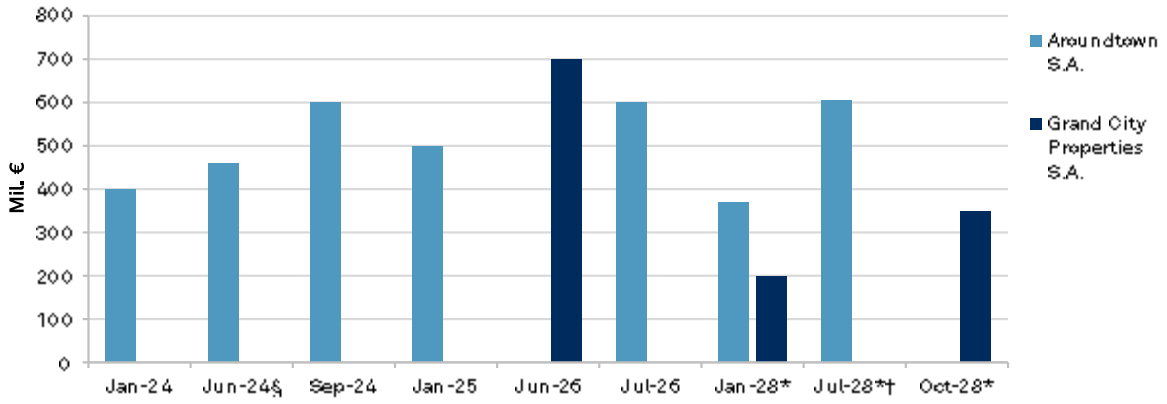
אנו מניחים ש-Aroundtown לא תפרע את השטרות ההיברידיים במועד של ינואר 2024, אך עדיין מניחים שהיא תחליף את השטרות ההיברידיים שתאריך הפירעון הראשון שלהם הוא בהמשך 2024. לאחר שהסדרות ההיברידיות שמועד הפירעון הראשון שלהן היה ב-2023 לא נפרעו, ושינוי הערכתנו לרכיב ההון שלהן ל'נמוך' משום שמועד פירעונן הוא ב-20 השנה קרובות, גדל היקף איגרות החוב ההיברידיות של החברה שאין להן רכיב הוני לכ-1.48 מיליארד אירו מתוך היקף כולל של איגרות חוב היברידיות של 4.7 מיליארד אירו, כולל איחוד מלא של גרנד סיטי פרופרטיז. ההחלטה שלא לפרוע את ארבע הסדרות ההיברידיות השנה מובילה לעלייה של כ-2%-3% ביחס החוב לחוב והון עצמי של החברה, אף שאנו מכירים בכך שהן עדיין יכולות למלא תפקיד דמוי הון. הקבוצה ציינה כי החלטתה משקפת את תנאי השוק הנוכחיים, ואנו סבורים כי הקופון על

מכשיר היברידי חדש שיחליף את איגרות החוב ההיברידיות הקיימות יעלה משמעותית על שיעורי הריבית המעודכנים החלים בתנאים שלהן, מה שיכביד על עלויות המימון של החברה.

אנו סבורים שאיגרות החוב ההיברידיות ממשיכות לתמוך באיכות האשראי של הקבוצה. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שהאג"ח ההיברידיות של החברה בסך 400 מיליון אירו שתאריך הפירעון הראשון שלהן בינואר 2024 לא ייפרעו במועד זה, אך אנו עדיין מניחים שאג"ח היברידיות אחרות עם מועדי פירעון ראשונים מאוחרים יותר יוחלפו, אם כי בריבית גבוהה מהותית של כ-10%. נמשיך לעקוב אחר הודעות החברה בנוגע לתאריכי הקריאה הראשונים של המכשירים ההיברידיים ואחר שינויים בסביבת השוק, ונעדכן את הניתוח שלנו ובהתאם.

Aroundtown S.A. hybrid next call dates (including Grand City Properties S.A.)

As of Sept. 30, 2023



*Not called in 2023, next reset date in 2028. §In sterling, converted to euros. †In U.S. dollars, converted to euros.
Source: S&P Global Ratings, company reports.

הביצועים התפעוליים של Aroundtown נותרו יציבים, למרות אי הוודאות בסביבה המקרו-כלכלית.

Aroundtown רשמה צמיחה איתנה של 3.5% בהכנסות מדמי שכירות מנכסים זהים ברבעון השלישי של 2023. זאת בעיקר בזכות צמיחה של 4.8% בהכנסות מדמי שכירות מנכסים זהים בנכסי המשרדים שלה, שחלק מדמי השכירות בהם צמודים לאינפלציה. משך השכירות הממוצע בנכסי המשרדים של החברה עמד על 4.2 שנים, בדומה לממוצע בענף. נכון ל-30 בספטמבר 2023, רק 2% מחוזי השכירות יסתיימו ב-2023 וכ-8% יסתיימו ב-2024. עם זאת, תחום המלונות של החברה עדיין לא התאושש ממשבר הקורונה, וב-2023 צפויים בו שיעורי גבייה של 85%-90% בלבד (לעומת 69% ב-31 בדצמבר 2022), אף שאנו צופים שאלה ישתפרו ל-100% ב-2024. אף שאנו צופים ששיעורי התפוסה של החברה יישארו יציבים למדי ברמה של 91.5%-92.0% (לעומת 92.1% נכון לרבעון השלישי של 2023), בעיקר בתמיכת הביקוש האיתן לנכסי המגורים שלה, אנו סבורים שתיתכן ירידה של 1%-2% בשיעורי התפוסה בנכסי המשרדים כתוצאה מאי ודאות מקרו-כלכלית ושוכרים המצמצמים את שטחי המשרדים שלהם לשם חיסכון בעלויות.

תחזית הדירוג

התחזית השלילית משקפת סבירות של אחד לשלוש שנוריד את דירוג החברה במהלך 12-18 החודשים הבאים אם מדדי האשראי של החברה יורעו מעבר להנחות תרחיש הבסיס, דהיינו שיחס החוב לחוב והון עצמי יישאר גבוה מ-50% ויחס ה-EBITDA להוצאות מימון יפחת מתחת ל-2.4x לאורך זמן. תרחיש כזה ייתכן כתוצאה משערוך שלילי גבוה משמעותית של הנכסים לעומת ציפיותינו הנוכחיות, היחלשות בביצועים התפעוליים שיכלול ירידה חדה בשיעורי התפוסה, או עיכוב נוסף בהתאוששות המלאה של נכסי המלונאות.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג אם, לאורך זמן:

- יחס החוב לחוב והון עצמי יישאר גבוה מ-50%,
- יחס החוב ל-EBITDA יחרוג מהותית מהתחזית שלנו,
- יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של ירד מתחת ל-2.4x, או
- תחול הרעה משמעותית בסביבה התפעולית של החברה שתוביל לירידה משמעותית בשיעורי התפוסה בתיק הנכסים המסחריים שלה או לשיערוכים שליליים חדים יותר של תיק הנכסים משאנו צופים כעת.

התרחיש החיובי

נשנה את התחזית ליציבה אם נעריך שהחברה תשמור לאורך זמן על:

- יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מ-50%;
- יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-2.4x;
- יחס חוב ל-EBITDA העולה בקנה אחד עם תחזיותינו,
- וסביבה תפעולית איתנה עם שיעורי תפוסה יציבים, צמיחה בהכנסות משכירות מנכסים זהים ונראות גבוהה יותר של שווי הנכסים בעתיד.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של 0.6% בתמ"ג הריאלי בגרמניה ב-2024 ושל 1.4% ב-2025. עלייה של 2.8% במדד המחירים לצרכן בגרמניה ב-2024 ושל 2.0% ב-2025.
- התכווצות של 0.5% בתמ"ג הריאלי בבריטניה ב-2023 וצמיחה של 1.5% ב-2024. אינפלציה של 6.0% ב-2023 ושל 1.5% ב-2024.
- צמיחה שנתית של 3.0%-3.5% בהכנסות משכירות בנכסים זהים ב-2023 ושל 2.5%-3.0% ב-2024, בתמיכת החוזים הצמודים למדד בנכסים המסחריים של החברה, ביקוש איתן לנכסי מגורים והתאוששות נוספת בנכסי המלונאות.

- שיעור תפוסה כולל יציב למדי של כ-92%-93% ב-12-24 החודשים הבאים. עם זאת, אנו סבורים ששיעורי התפוסה בתחום הנדל"ן המסחרי עשויים לפחות מעט ב-1%-2% ב-12-18 החודשים הקרובים.
- שערוכים שליליים של 7%-8% בתיק הנכסים ב-2023 ושל 2% נוספים ב-2024.
- הוצאות הוניות (capex) כוללות של כ-300-400 מיליון אירו בשנתיים הקרובות, בעיקר בפעילות חידוש ומודרניזציה בנכסים קיימים.
- אנו צופים כי מימוש נכסים יסתכם ב-900 מיליון אירו ב-2023 (מימושים בהיקף של 710 מיליון אירו כבר נחתמו מתחילת השנה) ועוד 400-500 מיליון אירו ב-2024.
- היעדר גידול משמעותי נוסף בהלוואות לרוכשים בנכסים המיועדים למכירה. אנו מניחים באופן שמרני שמחצית מהלוואות הרוכשים הקיימות ייפרעו ב-2024 והמחצית השנייה ב-2025, אך להבנתנו החברה צופה שכולן ייפרעו עד סוף 2024.
- הנפקות מוגבלות של חוב חדש, והימנעות מרכישה עצמית של מניות.
- אנו מתייחסים לכל האג"ח ההיברידיות עם תאריכי פירעון ראשונים ב-2023 כחוב. אנו מניחים שהאג"ח ההיברידיות עם תאריכי פירעון ראשונים בינואר 2024 לא ייפרעו, וששאר האג"ח ההיברידיות עם תאריכי פירעון ראשונים ב-2024 ואילך יוחלפו במכשיר דמוי הון בעלות של כ-10%.
- הימנעות מחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות ב-2023, לפי הכרזת החברה. החל מ-2024 - חלוקה של 75% מה-FFO (funds from operations) המדווח, לפי מדיניות הדיבידנדים הנוכחית.
- עלות חוב ממוצעת שתישאר כ-2.2%-2.3% ב-12 החודשים הבאים (לא כולל תשלומי קופון של אג"ח היברידיות), הודות לצורכי מחזור חוב מוגבלים ולשיעור גבוה של חוב בריבית קבועה או מגודרת.

נתונים עיקריים

שנה	2019a	2020a	2021a	2022a	2023e	2024f	2025f	2026f
הכנסות (מיליון €)	1,115	1,400	1,432	1,610	1,630	1,671	1,710	1,756
רווח גולמי (מיליון €)	889	1,111	1,040	936	1,024	1,069	1,095	1,124
EBITDA (מיליון €)	762	851	841	914	969	1,013	1,047	1,079
הוצאות מימון (מיליון €)	195	274	243	258	340	413	431	451
חוב (מיליון €)	9,934	11,906	14,863	14,709	14,233	13,560	13,120	12,960
הון עצמי (מיליון €)	12,506	14,497	16,791	15,349	13,322	13,120	13,500	13,920
שיעור EBITDA*	68.3%	60.8%	58.7%	56.8%	59.5%	60.6%	61.2%	61.4%
חוב/EBITDA	13.0x	14.0x	17.7x	16.1x	14.7x	13.4x	12.5x	12.0x
EBITDA/הוצאות מימון	3.9x	3.1x	3.5x	3.5x	2.8x	2.5x	כ-2.5x	כ-2.5x

שנה	2019a	2020a	2021a	2022a	2023e	2024f	2025f	2026f
חוב לחוב והון עצמי כולל אי פירעון אג"ח היברידי בינואר 2024	44.3%	45.1%	47.0%	48.9%	51.7%	50.8%	49.3%	48.2%
חוב לחוב והון עצמי כולל אי פירעון אג"ח היברידי בכל שנת 2024	44.3%	45.1%	47.0%	48.9%	51.7%	52.8%	51.3%	50.2%

כל הנתונים הם לאחר התאמות של S&P Global Ratings אלא אם כן צוין אחרת. a - בפועל. e-צפוי. f - חזוי.
*מבוסס על הכנסה משכירות ברוטו.

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 63% ב-GCP נכון ל-30 בספטמבר 2023.

Aroundtown התאגדה בלוקסמבורג ורשומה בסגמנט ה-Prime Standard בבורסה לניירות ערך בפרנקפורט. נכון ל-30 בספטמבר 2023, בעל המניות הגדול ביותר הוא מייסד החברה יקיר גבאי, המחזיק ב-15% מהמניות באמצעות Avisco Group PLC ו-Vergepoint. Stumpf Capital GmbH מחזיקה כ-10% ממניות החברה. החברה מחזיקה בעצמה 29% ממניותיה (כולל 12% המוחזקים באמצעות TLG Immobilien AG), וה-46% הנותרים מוחזקים בידי הציבור.

נציין כי Stumpf Capital GmbH, שבשליטת גיאורג שטומפף האוסטרי, רכשה לאחרונה 10% בחברה, מה שהפחית את הון המניות המוחזק בידי הציבור מ-56% ל-46%. להבנתנו, אין לשטומפף מושב בדירקטוריון.

ניתוח השוואתי

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

	Aroundtown S.A.	Vonovia SE	Icade S.A.	Covivio	Heimstaden Bostad AB
Portfolio Value (bil. €)	26	95	7.4*	16.4*	~29.3
Geographic diversity	Mainly Germany (25% Berlin, 14% North Rhine-Westphalia, 7% Frankfurt, 7% Munich), 7% London, 9% Netherlands	89% Germany, 8% Sweden, 3% Austria	100% France	France: 36%, Italy: 16%, Germany: 42%, other European countries: 6%*	27% Sweden, 25% Germany, 22% Denmark, 8% Netherlands, 7.5% Czech Republic, 5% Norway, 5% (Iceland, Finland, U.K., Poland)
Asset diversity	41% office, 32% residential, 20% hotel, 7% logistics, retail and other	100% residential	Offices: 73%, business park: 24%, others: 3%*	Offices: 54%, residential: 30%, hotels: 16%*	100% residential
Occupancy (%)	92.1	97.9	87	95.8	98.1
Top-10 tenants (% of rental income)	<20	N.A.	~34 §	~30 §	N.A.
WALT	7.2 years	N.A.	3.7 years	7 years	N.A.

כל הנתונים מעודכנים לספטמבר 2023. *מעודכן ליוני 2023. § מעודכן לדצמבר 2022. .N.A – לא זמין.
WALT – מח"מ חוזים.

Aroundtown S.A. -- Peer Comparison (Mil. €)

Company	Aroundtown S.A.	Vonovia SE	Icade S.A.	Covivio	Heimstaden Bostad AB
Period (Rolling twelve Months)	Quarterly	Quarterly	Semiannual	Annual	Quarterly
Period ending	2023-09-30	2023-09-30	2023-06-30	2022-12-31	2023-09-30
Revenue	1,619	3,328	1,728	630	1,406
EBITDA	917	2,197	478	533	861
Funds from operations (FFO)	526	1,400	332	410	352
Interest expense	311.6	736.5	109.6	135	457.4
Capital expenditure	390	1,146	472	377	745
Dividends paid	32.6	414.6	410.2	353	411.5
Cash and short-term investments	2,799	747	667	343	588

Company	Aroundtown S.A.	Vonovia SE	Icade S.A.	Covivio	Heimstaden Bostad AB
Debt	14,462	44,450	4,804	7,729	16,997
Equity	13,371	31,400	7,812	9,443	12,712
Valuation of investment property	26,033	86,141	7,418	17,394	28,810
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	*56.7	66.0	27.6	84.7	61.2
EBITDA interest coverage (x)	2.9	3.0	4.4	3.9	1.9
Debt/EBITDA (x)	15.8	20.2	10.1	14.5	19.7
Debt/debt and equity (%)	52.0	58.6	38.1	45.0	57.2

* מבוסס על הכנסות משכירות ברוטו.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של Aroundtown נתמכת בגודלו של תיק הנכסים שלה, המפוזר בין כמה סוגי נכסים, כולל נכסים מסחריים (68% משווי התיק) ונכסי מגורים (32%), ששוויו הכולל עמד ב-30 ספטמבר 2023 על כ-26 מיליארד אירו.

Aroundtown משקיעה בנכסי מגורים באמצעות החזקה של 63% ב-GCP. בסוף ספטמבר 2023 היו בידי GCP 63,418 יחידות דיור, בעיקר בגרמניה, בשווי כולל של 8.9 מיליארד אירו. תיק הנכסים של הקבוצה כולל יותר מ-500 נכסים מסחריים ו-150 מלונות, בהיקף כולל של כ-9.5 מיליון מ"ר (כולל נכסי מגורים). לחברה מניות מיעוט (30.3%) ב-Globalworth Real Estate Investments Ltd. (BB+/Negative) במסגרת קונסורציום עם CPI Property Group S.A. (BBB-/Stable). Globalworth היא חברת נדל"ן למשרדים המתמקדת ברומניה ובפולין עם תיק נכסים בשווי של כ-3.1 מיליארד אירו (כולל פרויקטי ייזום).

תיק הנכסים הגדול של Aroundtown מפוזר היטב בגרמניה, בעיקר באזורים מטרופולינים ובקרבתם. אנו מעריכים שהאזורים ש-Aroundtown חשופה אליהם ביותר – ברלין (25% משווי התיק), נורדריין-וסטפליה (14%), פרנקפורט (7%) ומינכן (7%) – נהנים מסביבה כלכלית תומכת, כולל שיעורי אבטלה נמוכים ומאפייני היצע איתנים. לחברה חשיפה מסוימת גם לשוק ההולנדי (כ-9% משווי התיק, בעיקר דרך נכסי משרדים הנמצאים בעיקר באזור רנסטאד, הכולל את שלוש הערים הגדולות בהולנד - אמסטרדם, רוטרדם ואוטרכט) ולשוק הלונדוני (כ-7% משווי התיק, בעיקר נכסי מגורים ומלונות).

החברה המשיכה לממש נכסים ב-2023 והשתמשה בתמורה לחיזוק עמדת הנזילות שלה ולהורדת המינוף נטו. החברה חתמה על מכירות נכסים בהיקף של 710 מיליארד אירו בתשעת החודשים הראשונים של 2023 וסגרה עסקאות בהיקף של כ-960 מיליון אירו, כולל כ-530 מיליון אירו מעסקאות שנחתמו ב-2022. המכירות, שבוצעו ברובן לפי השווי בספרים, כלו בעיקר נכסי משרדים (33%), נכסי מגורים (20%), אתרי פיתוח וקרקעות (15%), נכסים קמעונאיים (21%) ומלונות (10%).

הפרופיל העסקי נתמך גם במבנה החוזים הארוך בתיק. נכון להיום, האורך הממוצע המשוקלל של חוזי השכירות הוא 7.2 שנים בנכסים המסחריים, 4.2 שנים בנכסי המשרדים ו-13.9 שנים בנכסי המלונאות, עם מבנה חוזים קבוע בלבד. 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-3,000 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-87.8% בנכסי המשרדים נכון ל-30 בספטמבר 2023, בעיקר כתוצאה מרכישות חדשות ומאסטרטגיית ההשבחה. לתיק המלונות לוקח זמן רב מהצפוי להתאושש ממשבר הקורונה, והתאוששות מלאה צפויה רק ב-2024.

הערכתנו כוללת גם את חשיפתה של Aroundtown לכלכלה הגרמנית, בשל ריכוזיות הנכסים בה. עם זאת, תיק הנכסים התרחב בשנים האחרונות גם להולנד ולבריטניה, שהנכסים בהן מהווים כיום כ-7% מהתיק. אנו סבורים שהנכסים המסחריים רגישים יותר מנכסי מגורים, בעיקר בשווקים עם רגולציה כמו גרמניה, אם כי האפשרות להצמיד חלקית את החוזים למדד המחירים לצרכן מגינה עליהם במידת מה.

הפרופיל הפיננסי

הערכת הפרופיל הפיננסי של Aroundtown משקפת את המדיניות הפיננסית המתונה של החברה ואת מחויבותה לשמור על שיעור LTV מדווח הנמוך מ-45% (ב-30 בספטמבר 2023 עמד שיעור זה על 41%). 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 קרוב ל-51%, ב-12-18 החודשים הבאים (ב-30 בספטמבר 2023 הוא עמד על 52%), בעיקר לאור הנחותינו לגבי תאריכי הפירעון הראשונים של האג"ח ההיברידיות בינואר 2024, ומשום שאנו צופים שיערוכים שליליים של 7%-8% בתיק הנכסים ב-2023 ושל כ-2% ב-2024. מח"מ החוב הארוך של החברה (4.6 שנים נכון ל-30 בספטמבר 2023) ועלות החוב הנמוכה שלה (2.2%) צפויים לתמוך ביחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מעט מ-2.4x ב-24 החודשים הבאים (ב-30 בספטמבר 2023 עמד יחס זה על 2.9x). עם זאת, יחס הכיסוי צפוי לרדת מתחת ל-2.8x בסוף 2023, בעיקר בגלל

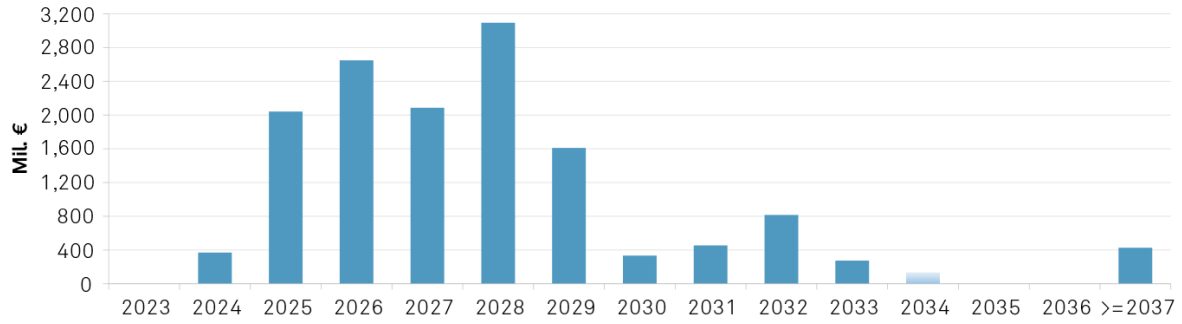
העלייה המשמעותית בתשלומי הקופון על האג"ח ההיברידיות בתאריכי הפירעון הראשונים שלהן ועל התייחסותנו לתשלומי הקופון של אג"ח היברידיות שלא נפרעו כחוב. בשל סביבת הריבית העולה ועלות חוב ממוצעת היסטורית נמוכה, אנו צופים כי ירידה זו תימשך כאשר החברה תעמוד בפני עלייה בצורכי מחזור חוב, וסבורים כי היא ככל הנראה תחזור לשוק ההון להנפקות ראשוניות ותגדיל את המימון הבנקאי שלה.

אנו צופים כי המרווח מיחס EBITDA להוצאות מימון של 2.4x יצטמצם ב-12-24 החודשים הבאים אך ימשיך להלום את ציפיות הדירוג שלנו. בנוסף אנו סבורים שיחס החוב ל-EBITDA ירד ל-13x-13.5x ב-2024 (מ-15.8x ב-30 בספטמבר 2023), בזכות גידול ב-EBITDA כתוצאה מעלייה בדמי השכירות מנכסים זהים, שתקוזז חלקית על ידי מימוש נכסים.

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 – 75% מסך תיק הנכסים, שהם 19.1 מיליארד אירו.

חלויות חוב

Debt maturity profile
As of Sept. 30, 2023



Source:Companyreport.

Aroundtown S.A. Ltd. – Financial Summary (Mil. €)

Quarter ending	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23
Revenues	396	411	409	403	413	394
EBITDA	245	221	225	223	233	237
Funds from operations (FFO)	177	116	147	97	147	140
Interest expense	62	62	72	77	78	90
Operating cash flow (OCF)	168	111	150	85	130	129
Capital expenditure	134	94	120	89	97	84
Dividends paid	8	230	7	5	4	17
Cash and short-term investments	2,198	2,318	2,709	3,034	2,520	2,799
Debt	15,282	14,991	14,709	14,683	14,310	14,462
Common equity	16,495	16,593	15,350	15,102	13,785	13,371

Quarter ending	Jun-22	Sep-22	Dec-22	Mar-23	Jun-23	Sep-23
Valuation of investment property	29,568	29,251	28,117	27,864	26,270	26,033
Adjusted ratios*						
EBITDA margin (%)§	59.8	58.3	56.8	56.4	55.1	56.7
EBITDA interest coverage (x)	3.7	3.7	3.5	3.4	3.2	2.9
Debt/EBITDA (x)	16.3	16.2	16.1	16.1	15.9	15.8
Debt/debt and equity (%)	48.1	47.5	48.9	49.3	50.9	52.0

* מבוסס על 12 החודשים האחרונים. **§** מבוסס על הכנסות ברוטו.

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 ב-12 החודשים הקרובים, ויש לה יתרת מזומנים גדולה ושיעור גבוה של נכסים נזילים וזמינים.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה החל ב-1 באוקטובר 2023:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-2,799 מיליון אירו. • FFO במזומן של כ-630-680 מיליון אירו, להערכתנו, ב-12-24 החודשים הקרובים. • מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של 650 מיליון אירו חתומות לתקופה של מעל 12 חודשים. • תמורה במזומן של כ-300 מיליון אירו ממכירות נכסים שנחתמו.	• חלויות חוב ז"ק בהיקף של כ-385 מיליון אירו, כולל אמורטיזציה. • הוצאות הוניות (capex) של 300-400 מיליון אירו, להערכתנו, שרובן אינן מחויבות להבנתנו. • הימנעות מחלוקת דיבידנדים במזומן ב-12 החודשים הבאים וחלוקת דיבידנדים במזומן בהיקף של 250 מיליון אירו ב-12 החודשים שלאחר מכן.

ניתוח התניות

דרישות

נכון ל-30 בספטמבר 2023, Aroundtown עומדת בכל התניותיה הפיננסיות. אנו צופים כי Aroundtown תשמור על מרווח משמעותי (30% ויותר) על כל התניותיה הפיננסיות ברבעונים הבאים.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

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-17% מהתיק המסחרי נכון ל-30 בספטמבר 2023, 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 2023, 100% מנכסי המשרדים של החברה בהולנד קיבלו אישור על עמידה בתקנים של לתקנים של שיטת ההערכה הסביבתית של ה-Building Research Establishment. להבנתנו, החברה התחילה בתהליך לקבלת אישורים ירוקים גם בגרמניה. 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.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

ב-30 בספטמבר 2023, 75% מנכסיה של Aroundtown (לפי דמי שכירות) לא היו משועבדים, והרכב ההון המדווח היה כדלהלן:

- 54% הון עצמי, כולל אג"ח צמיתות ואיגרות חוב להמרה כפויה בהחלטת התאגיד המנפיק
- איגרות חוב (39%)
- חוב בנקאי (7%).

מסקנות אנליטיות

ב-30 בספטמבר 2023 עמד היחס בין החוב המובטח של Aroundtown לסך נכסיה על פחות מ-5%, 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, איננו מיחסים רכיב הון לאלה מביניהן שמועד פירעונן הראשון חל ב-2023 ומייחסים רכיב הון "בינוני" (50% הון ו-50% חוב) לכל השאר, 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.

התאמות לדיווח הכספי

Reconciliation Of Aroundtown S.A. Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. €) for the 12 Months Ended September 30, 2023

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Operating Income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Operating cash flow
Reported Amounts	14,084	13,283	805	(2,458)	220	917	778
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(100)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(207)	--
Lease liabilities	248	--	--	--	--	--	--
Debt-like hybrids	1,130	(1,130)	--	--	46	(38)	(38)
Intermediate hybrids (equity)	1,799	(1,799)	--	--	46	(47)	(47)
Accessible cash and liquid investments	(2,799)	--	--	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	--	5	--	--	--	--
Dividends from equity investments	--	--	20	--	--	--	--
Income (expense) of unconsolid. cos.	--	--	131	--	--	--	--
Nonoperating income (expense	--	--	--	11	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(207)
Noncontrolling/ minority interest	--	3,017	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/ (loss) on disposals of PP&E	--	--	(43)	(43)	--	--	--
D&A: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	940	--	--	--
D&A: Impairment charges/ (reversals)	--	--	--	404	--	--	--
Total adjustments	**378**	**88**	**113**	**1,313**	**92**	**(392)**	**(291)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from Operation	Operating cash flow
Adjusted	**14,462**	**13,371**	**917**	**(1,145)**	**312**	**526**	**487**

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: 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, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג הון היברידי, 2 במרץ, 2022
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023

רשימת דירוגים

Aroundtown S.A.	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח ארוך	ilAA+\Negative	08/12/2015	22/06/2023
טווח קצר	ilA-1+	21/12/2016	22/06/2023
דירוג(י) הנפקה			
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>			
סדרה I	ilAA+	13/07/2017	22/06/2023
סדרה 32	ilAA+	17/07/2019	22/06/2023
סדרה 33	ilAA+	17/07/2019	22/06/2023
<u>חוב נחות</u>			
אגח היברדית אירו 2.875%	ilAA-	17/07/2019	22/06/2023
אגח היברידית לישט 3%	ilAA-	25/06/2019	22/06/2023
אגרות חוב היברידיות	ilAA-	11/01/2018	22/06/2023
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
יוני 22, 2023	ilAA+\Negative		
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	14/12/2023 13:51
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14/12/2023 13:51
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.