Maalot
S&P Global Ratings

Aroundtown S.A.

18 בדצמבר 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA+', התחזית שלילית

אנליסט אשראי ראשי:

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

אנשי קשר נוספים:

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

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

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 5
התרחיש השלילי 5
התרחיש החיובי 5
תיאור החברה 6
תרחיש הבסיס 6
הנחות עיקריות 6
נתונים עיקריים 7
ניתוח השוואתי 9
הפרופיל העסקי 10
הפרופיל הפיננסי 11
חלויות חוב 12
נזילות 13
ניתוח התניות 13
התאמות לדירוג 13
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 13
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 14

הרכב ההון 14
מסקנות אנליטיות 14
התאמות לדיווח הכספי 14
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 15
רשימת דירוגים 15

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק נכסים גדול של כ-24 מיליארד אירו (כולל 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 שכירות מנכסים זהים. • פיזור שוכרים נאות, כשעשרת השוכרים הגדולים ביותר תורמים פחות מ-20% מדמי השכירות השנתיים, פיזור ענפי נאות ומשך חוזה ממוצע ארוך של 7.7 שנים. • נזילות חזקה עם יתרת מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של 3.3 מיליארד אירו (כולל 1.45 מיליארד אירו ב-GCP) נכון ל-30 בספטמבר 2024, המכסה את חלויות החוב עד הרבעון השני של 2026.	• יחס מינוף חוב לחוב והון עצמי שיישאר גבוה מ-50% (סף התרחיש השלילי) ב-2024. ב-30 בספטמבר 2024 עמד יחס זה על 53.1%. אנו צופים שיחס זה ישתפר לטווח ההולם את הדירוג ב-6-9 החודשים הקרובים. • בעקבות עליית שיעורי הריבית, יחס כיסוי החוב של Aroundtown ירד ל-2.1x ב-12 חודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2024, מ-3.4x בסוף 2022 (לא כולל הכנסות ריבית), והוא חורג זמנית מהטווח ההולם את הדירוג. • כ-39% מהתיק הם נכסי משרדים, מגזר המתמודד עם לחץ מצד הביקוש וירידה בשיעורי התפוסה (87.2% ב-30 בספטמבר 2024).

אנו צופים ש-Aroundtown SA תגביר את מאמציה להורדת המינוף ב-6-9 החודשים הבאים, על מנת להבטיח שיחס החוב לחוב והון עצמי שלה ירד מתחת ל-50% ויחזור להלום את הדירוג. יחס זה הגיע לשיא של 54.8% ב-31 בדצמבר 2023, והשתפר ל-53.1% נכון ל-30 בספטמבר 2024, בעיקר בתמיכת ההחלפה המוצלחת של איגרות החוב ההיברידיות של החברה, שכעת אנו מעריכים את רכיב ההון שלהן כבינוני (50% הון ו-50% חוב), השעיית חלוקת דיבידנדים רגילים, פירעון איגרות חוב בהנחה והשלמה חלקית של מימוש נכסים.

אנו סבורים שהיחס ירד מעט מתחת ל-50% עד אמצע 2025, בעיקר בזכות תוכנית החברה להורדת המינוף, והנחותינו הכוללות:

- האצת תוכנית מימוש הנכסים, הכוללת מימוש וקבלת תמורה של כ-1.2 מיליארד אירו בששת החודשים הקרובים (100 מיליון אירו ברבעון הרביעי של 2024 ו-1.1 מיליארד אירו בששת החודשים הראשונים של 2025);
- מימוש חלק הארי של הלוואות מוכר וחייבים אחרים (כ-300-350 מיליון אירו);
- המשך השעיית חלוקת דיבידנדים רגילים ב-2025 לכל הפחות;
- ושיערוך שלילי של 2.5%-3.0% בתיק לשנת 2024 (שיערוך של 2.4% כבר דווח במחצית הראשונה של השנה).

על רקע צעדים אלה אנו צופים גם שיחס החוב ל-EBITDA של החברה ישתפר ל-14.0x-14.5x ב-2024 ולכ-12.5x-13.0x ב-2025 (מ-16.2x בדצמבר 2023). שיפור זה ייתמך בעיקר בירידה קלה בהיקף החוב, שכן

אנו מניחים שחלק גדול מהלוואות המוכר והמכירות החתומות ימומשו וצופים התאוששות איתנה ב-EBITDA מנכסי המלונאות. להבנתנו, החברה עדיין מחויבת לתוכניתה להורדת המינוף, ואנו מניחים שאם ייווצרו חוסרים החברה עשויה לבחון אפשרויות לשיפור המינוף כגון הנפקת הון או מכשירים דמויי הון, או אמצעים אחרים, כדי להבטיח שהיחסים הפיננסיים שלה יהלמו את הדירוג באמצע 2025.

העלייה בעלויות מחזור החוב וההערכה מחדש של הקופונים ההיברידיים הכבידו על יחס ה-EBITDA להוצאות מימון של החברה, אך אנו צופים שהוא ישתפר ב-6-12 החודשים הבאים. יחס ה-EBITDA להוצאות מימון הגיע לשפל של 2.06x ביוני 2024 ואז השתפר ל-2.12x נכון לספטמבר 2024 (עדיין מתחת לסף התרחיש השלילי - 2.4x) בעקבות ההחלפה המוצלחת של אג"ח היברידיות – שחלק גדול מהן מסווג כעת כבעל רכיב הוני בינוני – וביצועים תפעוליים חזקים. עלות החוב הממוצעת הכוללת של החברה הייתה כ-2.0% ב-30 בספטמבר 2024, ואנו צופים שהיא תעלה לכ-2.5% ב-12-18 החודשים הבאים, בהנחה שחלק מחלויות החוב הקרובות ימוחזרו בריבית גבוהה יותר של כ-4.5%-5.0% ב-2024 ו-3.5%-4.0% ב-2025. להבנתנו, בכוונת החברה להשתמש ביתרת המזומנים הגדולה לפירעון חוב ולהשתמש במזומנים שיתקבלו ממימוש נכסים ומהחזר הלוואות מוכר להקטנת החוב.

פעולות אלה צפויות להקטין את הוצאות המימון הכוללות. לפיכך אנו צופים כי יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון ישתפר מ-2.1x ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30 בספטמבר 2024 לכ-2.4x באמצע 2025, ל-2.5x בשנת ולכיוון 2.6x ב-2026. בנוסף, היחס ימשיך להיתמך על ידי שיפור ביחס הגידור ל-98% מ-83% נכון למרץ 2023, תרומת EBITDA נוספת ממגזר המלונאות עקב התאוששות ושיפוצים של כמה מהנכסים, ביצועים תפעוליים חזקים ומח"ם חוב ארוך של 4 שנים. בהתאם למתודולוגיה שלנו, איננו כוללים הכנסות ריבית תזרימיות בחישוב יחס הכיסוי. עם זאת אנו מעריכים כי לניכוי הכנסות ריבית תזרימיות מהוצאות המימון עשויה להיות השפעה חיובית של כ-0.3x-0.4x על חישוב יחס הכיסוי.

אנו צופים שהביצועים התפעוליים של החברה יישארו חזקים ב-12-24 החודשים הבאים, למרות היחלשות מסוימת. Aroundtown רשמה צמיחה איתנה של 3.0% בהכנסות מדמי שכירות מנכסים זהים ברבעון השלישי. זאת בעיקר בזכות הצמדת חלק מדמי השכירות בתיק המסחרי, ובפרט בתיק המלונאות, שהתאושש משמעותית לרמות טרום מגפת הקורונה. משך השכירות הממוצע בנכסי המשרדים של החברה עמד על 4.3 שנים, בדומה לממוצע בענף. רק 3% מהחוזים צפויים להסתיים במחצית השנייה של 2024, וכ-11% צפויים להסתיים ב-2025.

אף שאנו צופים ששיעורי התפוסה של החברה יישארו יציבים למדי ברמה של 92%-92.5% (לעומת 92.4% נכון לרבעון השלישי של 2024), בעיקר בתמיכת הביקוש האיתן לנכסי המגורים והמלונאות, אנו סבורים שייתכן לחץ מסוים על שיעורי התפוסה במגזר המשרדים בשל האטה בביקוש ואתגרים מקרו-כלכליים בשוק בגרמניה, כמו גם בשל פער הולך וגדל בין נכסים במיקומים מרכזיים למיקומים משניים ותאגידים המצמצמים את שטחי המשרדים שלהם.

החברה הודיעה שלא תפרע את האג"ח ההיברידיות בדצמבר 2024 ובינואר 2025. לאחרונה, ב-28 בנובמבר 2024, הודיעה Aroundtown שלא תפרע את שתי סדרות האג"ח ההיברידיות שלה, שתאריכי הפירעון הראשונים שלהן חלים בדצמבר 2024 ובינואר 2025, בהתאמה. זאת לאחר השלמת ההחלפות והמכרזים באפריל, מאי וספטמבר 2024. כפי שנמסר בעת השקת הצעת ההחלפה, לאיגרות החוב ההיברידיות החדשות רכיב הוני בינוני. לאחרונה הודיעה Aroundtown שאין בכוונתה לפרוע את איגרות החוב ההיברידיות הקיימות שתאריכי הפירעון הראשונים שלהן הם בדצמבר 2024 (156 מיליון אירו) ובינואר 2025 (62 מיליון אירו). במועדים אלה נשנה את סיווג אג"ח אלה לחוב בלבד, מכיוון שבאותה עת מועדי הפירעון שלהן יהיו בעוד פחות מ-20 שנה. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שאיגרות החוב ההיברידיות שתאריך הפירעון הראשון שלהן בינואר 2026 והיקפן הכולל 600 מיליון אירו יוחלפו במכשיר דומה עם ריבית קופון של כ-5%-6%.

תחזית הדירוג

התחזית משקפת את הערכתנו לסבירות של אחד לשלוש להורדת דירוג ב-6-9 החודשים הבאים אם היחסים הפיננסיים של Aroundtown יתדרדרו מעבר להנחות תרחיש הבסיס, דהיינו אם יחס החוב לחוב והון עצמי יישאר גבוה מ-50% או שיחס ה-EBITDA להוצאות מימון יישאר נמוך מ-2.4x. תרחיש זה ייתכן כתוצאה מהתקדמות איטית מהצפוי במימוש נכסים, משיערוכים שליליים גבוהים בנכסים או מהיחלשות בביצועים תפעוליים הכוללים האטה בצמיחת בסיס ה-EBITDA או ירידה ברווחיות.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג ב-6-9 החודשים הבאים אם:

- יחס החוב לחוב והון עצמי של החברה יישאר גבוה מ-50%,
- יחס ה-EBITDA להוצאות מימון יישאר נמוך מ-2.4x,
- או שיחס החוב ל-EBITDA יחרוג מהותית מהתחזית שלנו.

לחץ על הדירוג עשוי לנבוע גם מהרעה משמעותית בסביבה התפעולית של Aroundtown, שתוביל לירידה נוספת בשיעורי התפוסה בתיק הנכסים המסחריים שלה או לשיערוכים שליליים חדים יותר בתיק הנכסים משאנו צופים כעת.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשנות את התחזית ליציבה אם:

- יחס החוב לחוב והון עצמי של החברה ירד מתחת ל-50%,
- יחס ה-EBITDA להוצאות מימון ישתפר למעל 2.4x,
- ויחס החוב ל-EBITDA יתקרב ל-13x.

המשך סביבה תפעולית איתנה תתמוך גם היא בשינוי התחזית ליציבה, עם שיפור בשיעורי התפוסה בכל הסגמנטים כולל בתיק המסחרי, צמיחה בהכנסות משכירות מנכסים זהים ויציבות או עלייה בשווי הנכסים.

תיאור החברה

Aroundtown היא חברת הנדל"ן המסחרי הגדולה ביותר בגרמניה, ומתמקדת בהשקעה בנכסים מניבים להשכרה, בעיקר בגרמניה. Arountown משקיעה בנכסי מגורים באמצעות החזקה של 62% ב-GCP נכון ל-30 בספטמבר 2024.

Aroundtown התאגדה בלוקסמבורג ורשומה בסגמנט ה-Prime Standard בבורסה לניירות ערך בפרנקפורט. נכון ל-30 בספטמבר 2024, 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 נמצאת בשליטת גיאורג שטומפף האוסטרי ואין לה מושב בדירקטוריון.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של 1.1% בתמ"ג הריאלי בגרמניה ב-2025 ושל 1.3% ב-2026. עלייה של 2.2% במדד המחירים לצרכן בגרמניה ב-2025 ושל פחות מ-2.0% ב-2026.
- צמיחה של 1.3% בתמ"ג הריאלי באנגליה ב-2025 ושל 1.6% ב-2026. שיעור אינפלציה של 2.0%-2.2% בשתי השנים.
- צמיחה שנתית של 2.5%-3.0% בהכנסות משכירות בנכסים זהים ב-2024 ושל 2.0%-2.5% ב--2025 2026, בתמיכת החוזים הצמודים למדד בנכסים המסחריים של החברה, ביקוש איתן לנכסי מגורים והתאוששות נוספת בנכסי המלונאות.
- שמירה על שיעורי תפוסה של 92%-93% ב-12-24 החודשים הקרובים, כולל יציבות או שיפור מסוים בשיעורי התפוסה בתיק המסחרי.
- שיערוכים שליליים של 2%-3% בנכסים זהים ב-2024, על סמך הערכתנו ליציבות במחצית השנייה של 2024 (לאחר שיערוכים שליליים של 2.4% במחצית הראשונה של 2024), ויציבות לאחר מכן.
- הוצאות הוניות (capex) בהיקף מתון של 350 אירו ב-2024 ו-300 מיליון אירו לשנה לאחר מכן.
- מימוש נכסים בהיקף של כ-500 מיליון אירו ב-2024 (440 מיליון אירו כבר נחתמו מתחילת השנה) ומימושים משמעותיים יותר בהיקף של כ-1.1 מיליארד אירו ב-2025, רובם במחצית הראשונה של השנה.
- היעדר גידול משמעותי נוסף בהלוואות מוכר בנכסים המיועדים למימוש. אנו חוזים באופן שמרני שמחצית מהלוואות המוכר הקיימות ייפרעו ב-2025 והמחצית השנייה ב-2026, אך להבנתנו התאריך הממוצע המשוקלל הוא בסוף 2025.
- אי חלוקת דיבידנדים ב-2024 לפי הודעת החברה, ואנו מניחים אי חלוקת דיבידנדים גם ב-2025 כדי לתמוך ביחסים הפיננסיים.

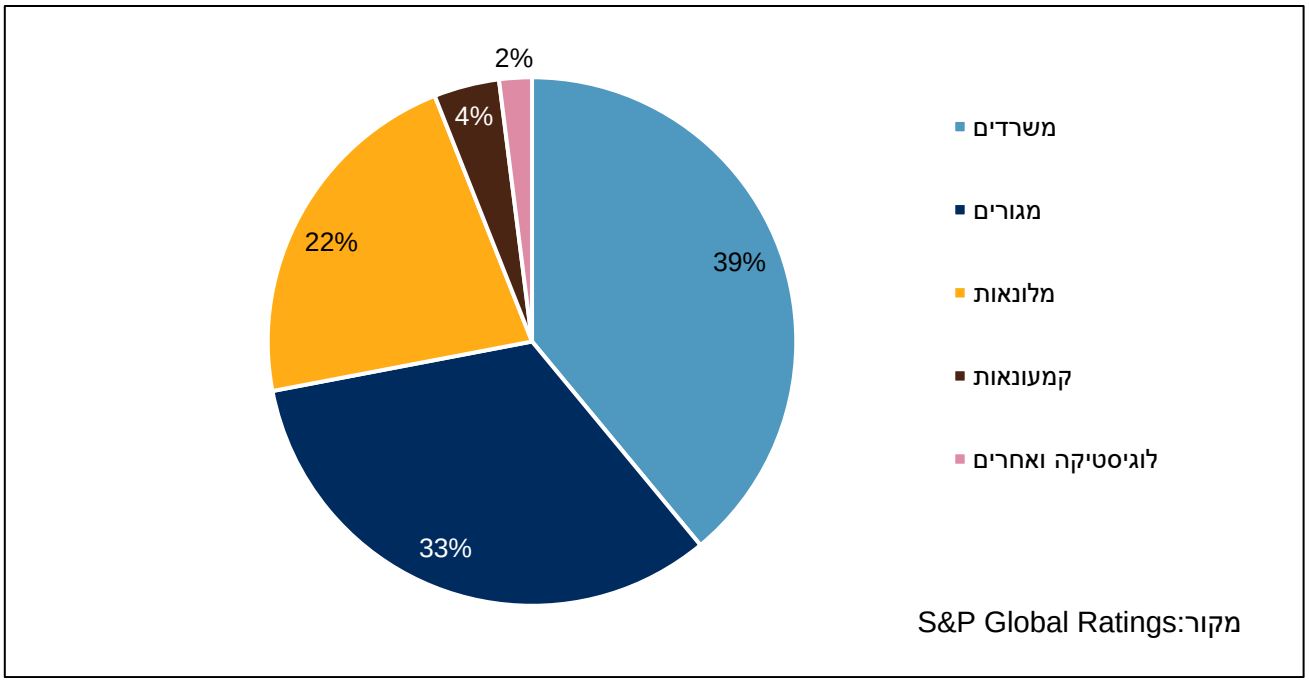
- החלפה של איגרות החוב ההיברידיות שתאריכי הפירעון הראשונים שלהן חלים ב-2026 במכשירים שווי ערך שייחשבו כבעלי רכיב הוני של לפחות 50% עם קופון של 5%-6%.
- תרחיש הבסיס שלנו אינו כולל הנפקות הון או אמצעים אחרים, אך אנו מניחים שאם ייווצרו חוסרים החברה עשויה לבחון אפשרויות לשיפור המינוף כגון הנפקת הון או מכשירים דמויי הון, או אמצעים אחרים, כדי לעמוד ביחס מינוף הולם באמצע 2025.

נתונים עיקריים

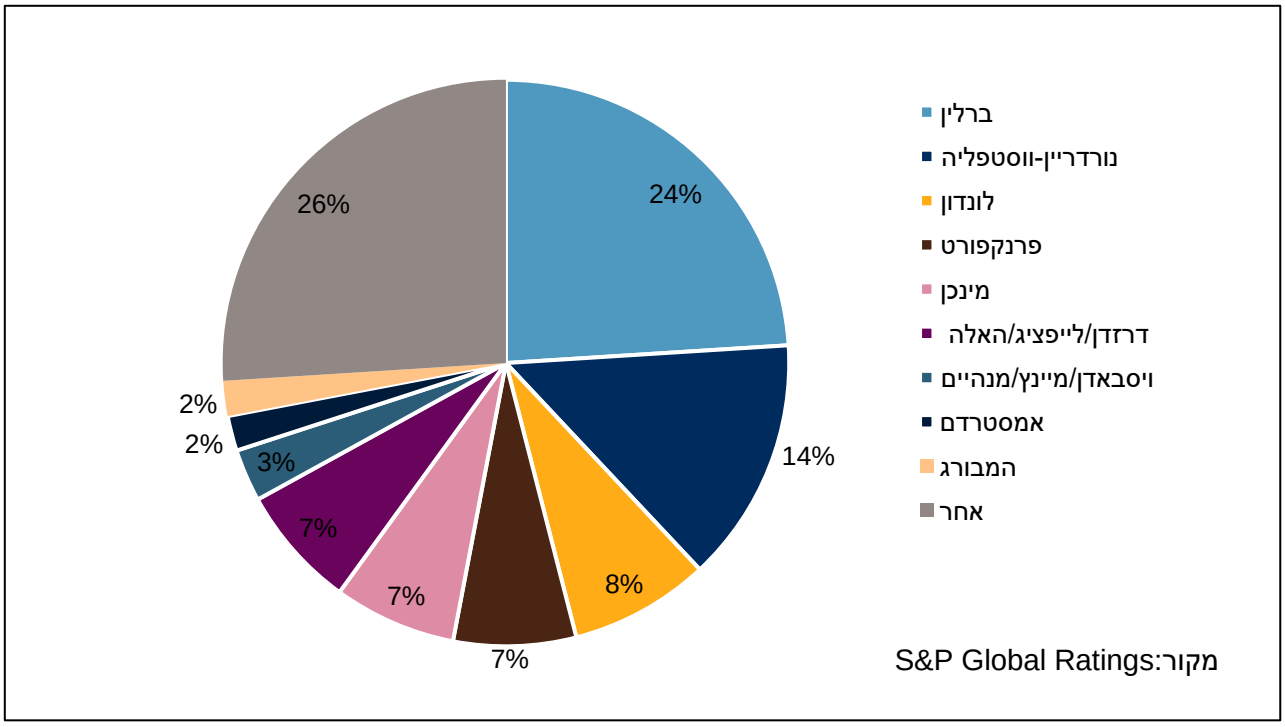
שנה	2022a	2023a	2024e	2025f	2026f
הכנסות (מיליון €)	1,568	1,564	1,579	1,595	1,639
EBITDA (מיליון €)	872	903	942	965	992
FFO (מיליון €)	510	498	486	516	545
הוצאות מימון (מיליון €)	258	392	438	390	388
תזרים מזומנים תפעולי (מיליון €)	522	478	593	622	618
הוצאות הוניות (capex) (מיליון €)	434	351	350	300	300
תזרים מזומנים תפעולי חופשי (מיליון €	88	127	243	322	318
חוב (מיליון €)	14,709	14,619	13,591	12,216	12,241
הון עצמי (מיליון €)	15,349	12,059	12,199	12,574	12,848
מזומנים ושווי מזומנים מדווחים (מיליון €)	2,709	3,026	3,808	2,882	579
שיעור EBITDA (%)	55.6	57.7	59.6	60.5	60.5
הוצאות מימון (x)/EBITDA	3.4	2.3	2.2	2.5	2.6
חוב/EBITDA (x)	16.9	16.2	14.4	12.7	12.3
חוב/חוב והון עצמי (%)	48.9	54.8	52.7	49.3	48.8

a - בפועל. e-צפוי. f-חזוי. FFO-funds from operations.

תרשים 1: פיזור מגזרי (לפי שווי, 30 בספטמבר 2024)



תרשים 2: פיזור גיאוגרפי (לפי שווי, 30 בספטמבר 2024)



ניתוח השוואתי

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

	Aroundtown S.A.	Covivio S.A.	Inmobiliaria Colonial	Merlin Properties S.A.	Icade S.A*
Portfolio Value (bil. €)	€24 bn	€15.4 bn*	€11.3 bn*	€11.4 bn	€6.6 bn
Geographic diversity	73% Germany, 8% UK,& 8% Netherlands, 11% others	42% Germany, 34% France, 17% Italy, 7% other*	66% France, 34% Spain	88% Spain, 12% Portugal	100% France
Asset diversity	39% office, 33% residential, 22% hotel, 4% retail % 2% logistics/ others	50% office, 30% residential, 20% hotel*	97% office, 3% retail/others	58% office, 19% shopping centres, 13% logistics, 5% data centers, 5% other	88% office, 11% light industrials, 6% other/land bank
Occupancy (%)	92.4	97.3	95.9	95.4	87.2
WALT	7.7 years	6.4 years	Paris- 7.6 years; Madrid- 5.7 years; Barcelona- 6.3 years*	3.1 years	3.5 years

כל הנתונים מעודכנים לספטמבר 2024. *מעודכן ליוני 2024. WALT – מח"מ חוזים.

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

Company	Aroundtown S.A.	Covivio	Inmobiliaria Colonial	Merlin	Icade S.A.
Twelve months ending	2024-Sep-30	2023-12-31	2024-06-30	2024-06-30	2024-06-30
Revenue	1,507	633	389	483	1,520
EBITDA	946	551	329	382	354
Funds from operations (FFO)	496	421	195	250	271
Interest	446	140	113	110	92
Capital expenditure	428	353	167	237	231
Dividends paid	34	73	285	98	354
Cash and short-term investments	3,258	778	425	725	1,152
Debt	13,730	6,918	4,880	4,188	3,623
Equity	12,132	8,097	5,946	6,581	4,501
Valuation of investment property	24,014	15,760	11,336	11,280	6,423
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	62.8*	87.0	82.6	79.1	82,0

Company	Aroundtown S.A.	Covivio	Inmobiliaria Colonial	Merlin	Icade S.A.
EBITDA interest coverage (x)	2.1	3.9	2.9	3.5	3.9
Debt/EBITDA (x)	14.5	12.6	14.8	11.0	10.2
Debt/debt and equity (%)	53.1	46.1	45.1	38.9	44.6

* מבוסס על הכנסות משכירות ברוטו.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של Aroundtown נתמכת בגודלו והיקפו של תיק הנכסים שלה, המפוזר בין כמה סוגי נכסים, כולל נכסים מסחריים (67% משווי התיק) ונכסי מגורים (33%), וששוויו הכולל עמד ב-30 בספטמבר 2024 על כ-24 מיליארד אירו.

Aroundtown משקיעה בנכסי מגורים באמצעות החזקה של 62% ב-GCP. בסוף ספטמבר 2024 היו בידי GCP 62,014 יחידות דיור, בעיקר בגרמניה, בשווי כולל של 8.4 מיליארד אירו.

תיק הנכסים של הקבוצה כולל יותר מ-500 נכסים מסחריים ו-150 מלונות, בהיקף כולל של כ-9.2 מיליון מ"ר (כולל נכסי מגורים). לחברה מניות מיעוט (30%) ב-Globalworth Real Estate Investments Ltd. (BB+/Negative) במסגרת קונסורציום עם CPI Property Group S.A. (BB+/Negative) (הקונסורציום כולו מחזיק מעט יותר מ-60% ב-Globalworth). Globalworth היא חברת נדל"ן למשרדים המתמקדת ברומניה ובפולין עם תיק נכסים בשווי של כ-2.7 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 (24% משווי התיק), נורדריין-וסטפליה (14%), פרנקפורט (7%) ומינכן (7%) – נהנים מסביבה כלכלית תומכת, כולל שיעורי אבטלה נמוכים ומאפייני ביקוש איתנים. לחברה חשיפה מסוימת גם לשוק ההולנדי (כ-8% משווי התיק, בעיקר נכסי משרדים), בעיקר באזור רנסטאד, הכולל את שלוש הערים הגדולות בהולנד - אמסטרדם, רוטרדם ואוטרכט, ולשוק הלונדוני (8% משווי התיק, בעיקר נכסי מגורים ומלונות).

החברה המשיכה לממש נכסים ב-2024 והשתמשה בתמורה לחיזוק עמדת הנזילות שלה ולהורדת המינוף נטו. היא חתמה על מכירות נכסים בהיקף של 630 מיליארד אירו בתשעת החודשים הראשונים של 2024 וסגרה עסקאות בהיקף של כ-440 מיליון אירו.

המכירות, שבוצעו ברובן לפי השווי בספרים, כללו בעיקר נכסי משרדים (31%), נכסי מגורים (35%), אתרי פיתוח וקרקעות (23%), נכסים קמעונאיים (8%) ומלונות (3%).

הפרופיל העסקי נתמך גם במבנה החוזים הארוך בתיק. האורך הממוצע של חוזי השכירות של החברה הוא 7.7 שנים. בנכסי המשרדים האורך הממוצע הוא 4.3 שנים ובנכסי המלונאות האורך עלה מעט ל-14.5 שנים, 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-7% 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. נציין כי התאוששות ניכרת בתחום המלונאות ב-12 החודשים האחרונים תמכה בשיפור בגביית דמי השכירות ואמורה לתמוך ב-EBITDA. לאחרונה שיפצה החברה כמה נכסים, שלהבנתנו יתרמו כ-50-60 מיליון אירו נוספים ל-EBITDA המדווח בשנתיים-שלוש הבאות.

הביצועים התפעוליים של Aroundtown ממשיכים להיות חזקים, וכוללים צמיחה של 3%-4% בהכנסות משכירות מנכסים זהים בשנים האחרונות (3% נכון ל-30 בספטמבר 2024), הנתמכת בצמיחה של דמי השכירות בחוזים קיימים וחדשים. עם זאת נציין כי שיעורי התפוסה בתיק המשרדים של החברה ירדו בשנתיים האחרונות ל-87.2% ב-30 בספטמבר 2024 מ-88.8% בסוף 2022, בגלל האטה בביקוש בשוק המשרדים הגרמני ומשום שהחברה מכרה בתקופה זו נכסים עם שיעורי תפוסה גבוהים יחסית. אנו צופים סיכון נוסף לשיעורי התפוסה בנכסי המשרדים בגרמניה בשל האטה בביקוש ותנאים מקרו-כלכליים מאתגרים. בתיק המלונאות לעומת זאת נרשמה התאוששות משמעותית והוא עתיד לגדול, עם שיעורי תפוסה גבוהים של 97.6% באותה תקופה.

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 16% 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 של עד 45% (ב-30 בספטמבר 2024 עמד שיעור זה על 44%). אנו מניחים שתמהיל המימון של החברה ימשיך להלום את מדיניותה הפיננסית של החברה ואת דירוגה הנוכחי.

אנו סבורים שהיחסים הפיננסיים של Aroundtown לשנת 2024 יהיו חלשים, וישתפרו לקראת אמצע 2025. אנו צופים שיחס החוב לחוב והון עצמי ירד מעט מתחת ל-50% באמצע 2025 ול-49.3% בסוף 2025, מ-53.1% נכון ל-30 בספטמבר 2024, בעיקר בזכות יישום צעדים יזומים של ההנהלה הכוללים מכירת נכסים (בשווי צפוי של 1.1 מיליארד אירו במחצית הראשונה של 2025) והשעיה נוספת של חלוקת דיבידנדים רגילים.

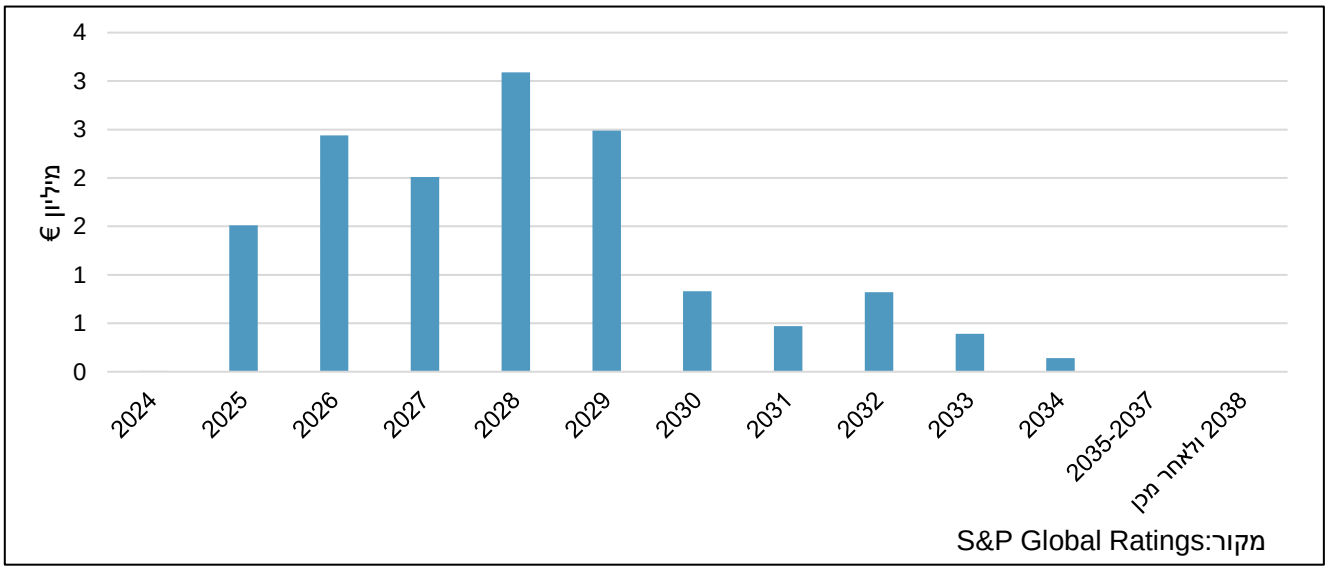
יחס ה-EBITDA להוצאות מימון ירד ל-2.1x נכון ל-30 בספטמבר 2024, על רקע סביבת הריבית העולה, עלייה בקופונים של האג"ח ההיברידיות והעובדה שכעת הן מסווגות כחוב בלבד משום שמועד הפירעון האפקטיבי שלהן הוא בעוד פחות מ-20 שנה, וצורכי מימון ניכרים. נציין שיחס זה הגיע לרמת שפל של 2.06x

Aroundtown S.A.

ביוני 2024. נציין גם כי החברה הגדילה את יחס הגידור שלה ל-98% (מ-83% ב-31 במרץ 2023) ואינה צפויה לבצע הנפקות משמעותיות בשנים הקרובות. זאת משום שבכוונתה להשתמש ביתרת המזומנים הגדולה שלה להחזרי חוב ב-12-18 החודשים הקרובים. לפיכך אנו צופים שיחס הכיסוי ישתפר ל-2.6x-2.5x ב-12-24 החודשים הבאים. מח"ם החוב הארוך של החברה (4.0 שנים נכון ל-30 בספטמבר 2024) ועלות החוב הנמוכה שלה (2.0%) צפויים לתמוך ביחס זה.

לחברה מגוון מקורות מימון, יחסים טובים עם המערכת הבנקאית ונגישות מוכחת לשוקי מניות ואג"ח כפי שראינו בשנתיים האחרונות. שיעור הנכסים הלא משועבדים של Aroundtown גבוה יחסית – 72% מסך תיק הנכסים, שהם 16.9 מיליארד אירו.

חלויות חוב



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

Twelve months ending	Jun-31-2023	Sep-30-2023	Dec-31-2023	Mar-31-2024	Jun-30-2024	Sep-30-2024
Revenues	958	1,115	1,564	1,432	1,517	1,507
EBITDA	837	845	903	917	928	946
Funds from operations (FFO)	443	459	498	469	494	496
Interest expense	303	348	392	437	450	446
Cash interest paid	120	163	214	92	133	193
Capital expenditure	400	390	351	349	345	428
Gross available cash	2,520	2,799	3,026	2,924	2,748	3,258
Debt	14,310	14,462	14,619	14,836	14,156	13,730
Common equity	13,785	13,371	12,059	11,913	11,860	24,132
Adjusted ratios						
EBITDA margin (%)	53.3	54.6	57.7	59.3	61.2	62.8
Return on capital (%)	(3.7)	(4.0)	2.9	3.1	3.3	3.6
EBITDA interest coverage (x)	2.8	2.4	2.3	2.1	2.1	2.1
Debt/EBITDA (x)	17.1	17.1	16.2	16.2	15.3	14.5
Debt/debt and equity (%)	50.9	52.0	54.8	55.5	54.4	53.1

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 2024:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-3,258 מיליון אירו. • FFO במזומן של כ-725-750 מיליון אירו, להערכתנו, ב-12-24 החודשים הקרובים. • מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של 600 מיליון אירו חתומות לתקופה של מעל 12 חודשים. • תמורה במזומן של כ-320 מיליון אירו ממכירות נכסים שנחתמו.	• חלויות חוב ז"ק של כ-1,541 מיליון אירו, כולל אמורטיזציה. • הוצאות הוניות (capex) של 300-320 מיליון אירו, להערכתנו, שרובן אינן מחויבות להבנתנו. • אי חלוקת דיבידנדים רגילים ב-12 החודשים הבאים.

ניתוח התניות

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 (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: חזקה (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלית (אין השפעה)

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-38% מהתיק המסחרי נכון ל-30 בספטמבר 2024, שיעור נמוך בהשוואה לחברות דומות באירופה. עם זאת, Aroundtown משקיעה בקביעות בחידוש הנכסים שלה על מנת לעמוד בסטנדרטים סביבתיים גבוהים. 100% מנכסי המשרדים של החברה בהולנד קיבלו אישור על עמידה בתקנים של שיטת ההערכה הסביבתית של ה-Building Research Establishment. להבנתנו, החברה החלה בתהליך קבלת אישורים ירוקים בנכסים

שלה בגרמניה ואף הרחיבה אותו לסוגי נכסים אחרים כגון בתי מלון. עד עתה 58% מהמשרדים בגרמניה ו-12% מהמלונות קיבלו אישורים. במסגרת תוכנית ההשקעה באנרגיה של החברה היא מתקינה 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 2024, 72% מנכסיה של Aroundtown לא היו משועבדים.

מסקנות אנליטיות

ב-30 בספטמבר 2024 עמד היחס בין החוב המובטח של Aroundtown לסך נכסיה על פחות מ-7.2%, 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+'.

איננו מיחסים רכיב הון לאיגרות החוב ההיברידיות הנחותות שנותרו לאחר ההחלפה ושמועד הפירעון שלהן הוא בעוד פחות מ-20 שנה (בהיקף של כ-344 מיליון אירו נכון ל-30 בספטמבר 2024). אנו מייחסים רכיב הון בינוני (50% הון ו-50% חוב) לכל השאר (4.1 מיליארד אירו), ומפחיתים שתי רמות דירוג (נוצ'ים) מדירוג המנפיק, אחת בשל נחיתות ואחת בשל נדחות. דירוג סדרות אלו הוא, אם כן, 'ilAA-'. להבנתנו, החברה רואה בשלב זה סבירות נמוכה מאוד לדחיית תשלומי הקופון על האג"ח ההיברידיות. 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, 2024

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Operating Income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Operating cash flow
Reported Amounts	14,353	11,886	1,551	834	(1,201)	313	946	823
S&P Global Ratings adjustments								-
Cash taxes paid	-	-	-	-	-	-	(111)	-
Cash interest paid	-	-	-	-	-	-	(244)	-
Lease liabilities	238	-	-	-	-	-	-	-
Debt-like hybrids	344	(344)	-	-	-	70	(61)	(61)
Intermediate hybrids (equity)	2,054	(2,054)	-	-	-	62	(35)	(35)
Accessible cash and liquid investments	(3,258)	-	-	-	-	-	-	-
Share-based compensation expense	-	-	-	5	-	-	-	-
Dividends from equity investments	-	-	-	41	-	-	-	-

Aroundtown S.A.

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Operating Income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Operating cash flow
Income (expense) of unconsolid. cos.	-	-	-	74	-	-	-	-
Nonoperating income (expense)	-	-	-	-	70	-	-	-
Reclassification of interest and dividend cash flows	-	-	-	-	-	-	-	(244)
Noncontrolling/ minority interest	-	2,644	-	-	-	-	-	-
Revenue: Finance/interest income	-	-	(44)	(44)	(44)	-	-	-
EBITDA: Gain/ (loss) on disposals of PP&E	-	-	-	36	36	-	-	-
D&A: Asset valuation gains/(losses)	-	-	-	-	1,884	-	-	-
D&A: Impairment charges/ (reversals)	-	-	-	-	137	-	-	-
EBIT: Finance /interest income	-	-	-	-	44	-	-	-
Total adjustments	**(622)**	**246**	**(44)**	**112**	**2,126**	**133**	**(450)**	**(340)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from Operation	Operating cash flow
Adjusted	**13,731**	**12,132**	**1,507**	**946**	**925**	**446**	**496**	**484**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 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
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 2 בדצמבר, 2024

- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

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	14/12/2023
טווח קצר	ilA-1+	21/12/2016	14/12/2023
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה I	ilAA+	13/07/2017	14/12/2023
סדרה 32	ilAA+	17/07/2019	14/12/2023
סדרה 33	ilAA+	17/07/2019	14/12/2023
חוב נחות			
אגח היברדית אירו 2.875%	ilAA-	17/07/2019	14/12/2023
אגח היברידית לישט 3%	ilAA-	25/06/2019	14/12/2023
אגרות חוב היברידיות	ilAA-	11/01/2018	14/12/2023
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	18/12/2024 11:08
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	18/12/2024 11:08
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

Aroundtown S.A.

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 שליישים 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 שליישים.