Aroundtown S.A.

.....

14 בדצמבר, 2020

אנליסט אשראי ראשי:

Carlos Garcia Bayon, מדריד, 34-91-423-3195 carlos.garcia.bayon@spglobal.com

איש קשר נוסף:

גיל אברהמי, רמת גן, 972-3-7539712, gil.avrahami@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג 3
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
יחסים עיקריים 5
תחזיות תרחיש הבסיס 5
תיאור פעילות החברה 5
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 10
חלויות חוב 11
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 11
התאמות לדירוג 11
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 12
הרכב ההון 12
מסקנות אנליטיות 12
התאמות לדיווח הכספי 12
מתודולוגיה ומאמרים קשורים 13
רשימת דירוגים 14

Aroundtown S.A.

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

תמצית

חוזקות	חולשות
• התמקדות במטרופולינים וערים בגרמניה עם תנאי שוק נוחים. • תיק נכסים גדול של כ-25 מיליארד אירו המפוזר בין כמה סגמנטים, כולל נכסי משרדים, מלונות ונכסי מגורים. • יכולת מוכחת לפתח את תיק הנכסים ולייצר צמיחה בהכנסות משכירות מנכסים זהים. • פיזור שוכרים נאות, כשעשרת השוכרים הגדולים ביותר מהווים רק 18% מדמי השכירות השנתיים, פיזור ענפי נאה ומשך חוזה ממוצע ארוך של 8.8 שנים בנכסים המסחריים. • נזילות חזקה וגישה למגוון מקורות מימון, עלות חוב ממוצעת נמוכה של 1.6% ומח"מ חוב ארוך – 6.2 שנים.	• חשיפה משמעותית לנכסי מלונאות (24% מסך השווי הנכסי בסוף ספטמבר 2020). סגמנט נכסים זה הוא בין הנפגעים ביותר מהאמצעים שננקטו נגד מגפת הקורונה, ועדיין לא ידוע מתי ואיך יתאושש. • רמת מינוף בינונית, עם יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי הצפוי להישאר כ-47%. • ריכוזיות גיאוגרפית בשוק הגרמני, עם חשיפה מסוימת גם לשוק ההולנדי. • שיעור גבוה (כ-87%) של נכסים מסחריים (משרדים, מלונות, נכסים לוגיסטיים ונכסים קמעונאיים), הרגישים יותר לזעזועים מנכסי מגורים, במיוחד מלונות ונכסים קמעונאיים כפי שהוכח במגפה הנוכחית. • שיעור תפוסה של כ-92% בתיק הנכסים המסחריים וכ-94% בתיק נכסי המגורים נכון לספטמבר 2020, נמוך בהשוואה לחברות אחרות המדורגות בדירוג השקעה גלובלי.

אנו צופים ש-Aroundtown תעמוד בהשפעות מגפת הקורונה בזכות הגיוון הסגמנטלי שלה. אף שתיק המלונות של החברה צפוי להיפגע מהשפעותיה השליליות של המגפה, הוא מהווה רק 24% מהשווי הנכסי הגולמי של החברה נכון לסוף ספטמבר 2020. החברה גבתה כ-60% מדמי השכירות בסגמנט המלונות בתשעת החודשים הראשונים של השנה (כולל 21% ברבעון השני בלבד), ולהבנתנו דמי השכירות שלא נגבו נדחו ולא בוטלו, אם כי החברה עדיין מנהלת משאים ומתנים בנושא ואף ביצעה הפרשות לחלק מהם. בשלב זה אנו מניחים שהביצועים החלשים של נכסי המלונות עשויים להוביל לירידה של עד 7.5% בהכנסות החברה, כולל הפרשות, ב-2020.

אמצעי הסגר הממשלתיים שננקטו על מנת לעצור את התפשטות המגפה הובילו לסגירת רוב נכסי המלונות של Aroundtown ברבעון השני של השנה. גם לאחר פתיחתם מחדש נמשך השיבוש בביצועיהם התפעוליים של המלונות בשל המגבלות המתמשכות על תנועה ונסיעות.

מאידך, שאר תיק הנכסים (נכסי משרדים ומגורים המהווים 65% מהתיק) לא הושפע באופן דומה, ו-Aroundtown גבתה 96% מדמי השכירות של שלושת הרבעונים הראשונים של 2020. גם נכסי הקמעונאות שלה (7% מסך השווי הנכסי הגולמי) המשיכו להפגין ביצועים תפעוליים טובים יחסית, בין השאר בשל השיעור הגבוה יחסית של חנויות חיוניות (40% מהתיק הקמעונאי). אנו סבורים ש-Aroundtown תוכל לייצר צמיחה מתונה אך חיובית בהכנסות מדמי שכירות מנכסים זהים בנכסי המשרדים והמגורים שלה, שתעזור לאזן את ההשפעה שאנו צופים בנכסי המלונות.

תכנית רכישת המניות של Aroundtown צפויה לשמור על המינוף שלה. החברה ביצעה רכישה עצמית של מניות בהיקף של כמעט מיליארד אירו, ותגיע לסכום המקסימלי המותר על פי תכניתה הנוכחית. אנו סבורים שהרכישה העצמית לא תשפיע על היחסים הפיננסיים, משום שהיא תמומן בעיקר על די מכירת נכסים. מתחילת 2020 ועד סוף ספטמבר, החברה חתמה על מכירת נכסים בהיקף של 2.1 מיליארד אירו, מתוכם 770 מיליון אירו בעסקאות שנסגרו עד 30 בספטמבר, 2020. אנו צופים שמכירות נכסים אלו יכסו את צורכי המימון של הרכישה העצמית, היות שהחברה רכשה השנה נכסים בהיקף של כ-200 מיליון אירו. רכישת TLG Immobilien AG (TLG), שהושלמה בפברואר 2020, מומנה באמצעות החלפת מניות.

היחסים הפיננסיים של Aroundtown צפויים להמשיך להלום את הדירוג. אנו מעריכים שהוצאות הוניות (capex) ורכישות ימומנו באמצעות תזרים המזומנים של החברה ותמהיל מימון ההולם את מדיניותה הפיננסית. אנו צופים שהיחס חוב לחוב והון עצמי, שעמד על 44.4% ב-30 בספטמבר, 2020, יישאר כ-47% ב-12-24 החודשים הבאים, משום שבתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים שנכסי המשרדים והמגורים יפצו על המשך הירידות בשוויים של נכסי המלונאות. בסוף ספטמבר 2020 דיווחה Aroundtown על שיערוכים חיוביים בשיעור של 3.6% בנכסים זהים, למרות שיערוכים שליליים בשיעור של 4.7% בנכסי המלונאות. מח"מ החוב של החברה ארוך (6.2 שנים), עלות החוב שלה נמוכה (1.6% נכון ל-30 בספטמבר 2020) ו-96% מהחוב שלה הוא בריבית קבועה או מגודר. גורמים אלה ימשיכו לתמוך ביחס EBITDA להוצאות מימון של מעל 3x, למרות הירידה הצפויה ב-EBITDA ב-2020 בשל הפרשות בגין דמי שכירות שנדחו. אנו צופים שיחס החוב ל-EBITDA יעלה ל-14x-15x ב-2020 וישוב וירד לכ-13x בשנים הבאות.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג משקפת את הערכתנו ש-Aroundtown תעמוד בהשפעות מגפת הקורונה. הגיוון הסגמנטלי צפוי לסייע לחברה לאזן את השפעת המגפה על תיק המלונות שלה. התחזית נתמכת במדיניות הפיננסית הזהירה יחסית של החברה.

התרחיש השלילי

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם יחס החוב לחוב והון עצמי של Aroundtown יעלה ל-50% ומעלה לאורך זמן, או אם החברה תגדיל משמעותית את רכישות הנכסים, דבר שעשוי לפגוע ביציבות תזרימי המזומנים.

גם ירידה בשיעור התפוסה הממוצע בתיק המסחרי ל-90% ומטה, כולל רכישות חדשות, תפעיל לחץ שלילי על הדירוג.

התרחיש החיובי

אנו עשויים להעלות את הדירוג אם היחסים הפיננסיים של Aroundtown ישתפרו כחלק ממדיניות פיננסית שמרנית יותר, כולל יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-40%, יחס EBITDA להוצאות מימון של 4x ומעלה ויחס חוב ל-EBITDA נמוך מ-13x.

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

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- התכווצות של 5.6% בתמ"ג הריאלי בגרמניה ב-2020, והתאוששות לצמיחה של 3.7% ב-2021. עלייה של 0.3% במדד המחירים לצרכן בגרמניה ב-2020 ושל 1.4% ב-2021.
- ירידה של עד 7.5% בכלל ההכנסות מדמי שכירות, כולל הפרשות, ב-2020, בעיקר בהשפעת נכסי המלונאות. אנו מניחים כי ההכנסות מנכסים זהים יצמחו ב-2%-4% בשנים הבאות.
- שיעור תפוסה כולל בנכסים המסחריים של כ-92% ב-12-24 החודשים הבאים.
- תיק נכסים של כ-25.5 מיליארד אירו בסוף 2020. אנו מניחים באופן שמרני כי בשנים הקרובות יבוצעו שיערוכים של 1.5%-2.0% בנכסים הקיימים, כולל תיקוני ערך בנכסי המלונאות וייתכן שגם בנכסים הקמעונאיים.
- הוצאות הוניות (capex) של כ-300-350 מיליון אירו לשנה, בעיקר בפעילות חידוש ומודרניזציה בנכסים קיימים.
- שיעורי EBITDA מתואמים יציבים של כ-67%-68% בשנים הקרובות, הודות לבסיס עלויות יציב.
- מכירת נכסים בהיקף כולל של כ-2.1 מיליארד אירו ב-2020-2021, שתכסה את רוב דרישות המימון כתוצאה מרכישה עצמית של מניות ב-2020 והמשך צמיחה ב-2021. לאחר מכן אנו מניחים רכישות נטו בהיקף של כ-0.5 מיליארד אירו לשנה.
- מדיניות דיבידנדים יציבה של חלוקת 65% מה-FFO (funds from operations) המדווח.
- עלות חוב ממוצעת יציבה של כ-1.6%.

יחסים עיקריים

	2018A	2019A	2020E	2021F	2022F
הוצאות מימון/EBITDA	3.8x	3.9x	כ-3x	כ-3.5x	3.7x-3.5x
חוב/חוב והון עצמי	45.8%	44.3%	כ-47%	כ-47%	כ-47%
חוב/EBITDA	13x	13x	15x-14x	15x-14x	14x-13x

A-בפועל. E-צפוי. F-חזוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

רכישת TLG תגדיל את ה-EBITDA של החברה ב-2020.

Aroundtown השלימה את רכישת TLG בפברואר 2020. זהו אחד הגורמים העיקריים לגידול בבסיס ה-EBITDA של החברה ב-2020.

Aroundtown אישרה חלוקת דיבידנד של כ-166 מיליון אירו ב-2020, אולם אנו צופים חלוקות דיבידנד גדולות יותר בשנים הבאות.

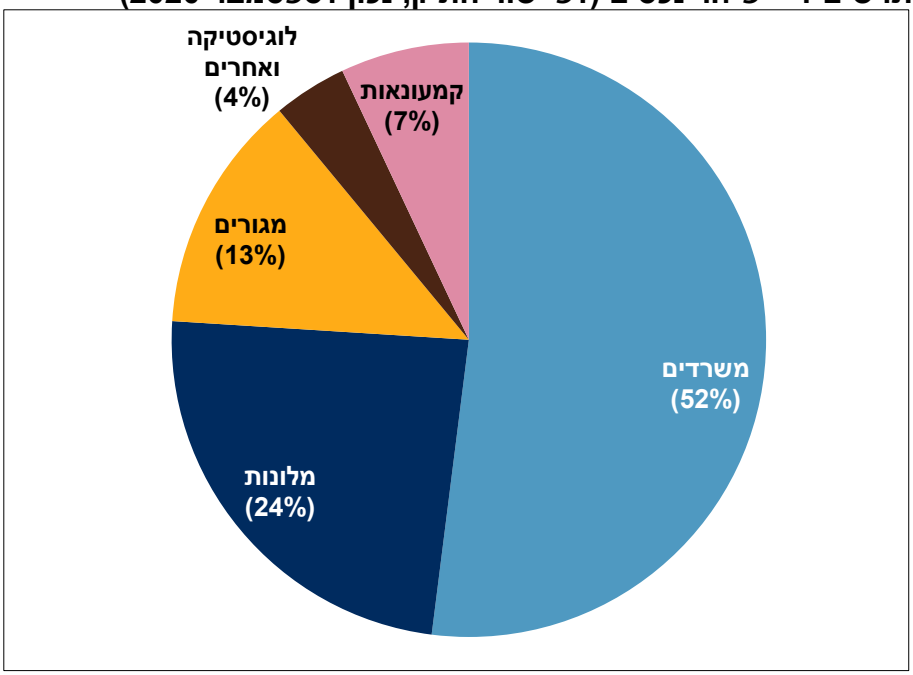
החברה אישרה ב-2020 חלוקת דיבידנדים של 0.14 אירו למניה, כלומר סך של כ-166 מיליון אירו. אנו צופים שהחברה תגדיל את חלוקת הדיבידנדים שלה בעתיד עם התייצבות הסביבה המקרו-כלכלית.

תיאור פעילות החברה

Aroundtown SA היא חברת הנדל"ן המסחרי הגדולה ביותר בגרמניה, ומתמקדת בהשקעה בנכסים מניבים להשכרה, בעיקר בגרמניה.

ב-30 בספטמבר, 2020, היה שווי תיק הנכסים הכולל של החברה 26.5 מיליארד אירו, מתוכם 52% נכסי משרדים, 24% מלונות, 13% נכסי מגורים, 4% נכסים לוגיסטיים/אחרים ו-7% נכסים קמעונאיים. ההשקעות בנכסי מגורים מבוצעות באמצעות החזקה של 40% בחברת גרנד סיטי פרופרטיז S.A.

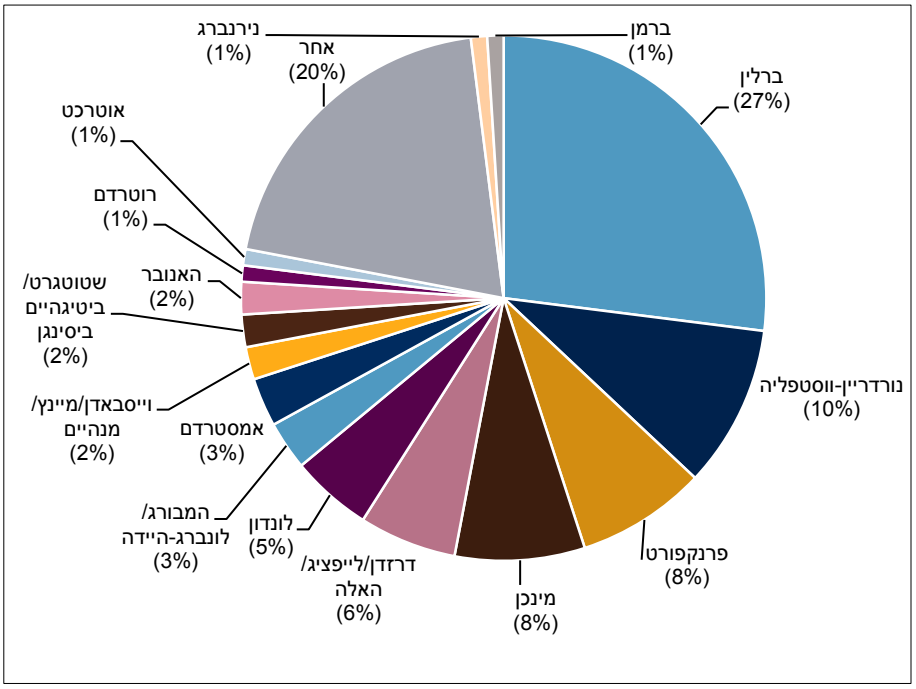
תרשים 1 – פיזור נכסים (לפי שווי התיק, נכון לספטמבר 2020)



מקור: דוח החברה

כל הזכויות שמורות © Standard & Poor's Financial Services LLC.2020

תרשים 2 – פיזור גיאוגרפי (לפי שווי התיק, נכון לספטמבר 2020)



מקור: דוח החברה

כל הזכויות שמורות © Standard & Poor's Financial Services LLC.2020

Aroundtown התאגדה בלוקסמבורג ורשומה בבורסה לניירות ערך בפרנקפורט. נכון ל-30 בספטמבר, 2020, בעל המניות העיקרי של החברה הוא מייסד החברה, יקיר גבאי, באמצעות Avisco Group Plc (10%). החברה מחזיקה 25% ממניותיה (12% מוחזקים באמצעות TLG), וה-65% הנותרים מוחזקים בידי הציבור.

Table 1.
Aroundtown S.A. -- Peer Comparison
Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	Aroundtown S.A.	Covivio	Gecina SA	Icade S.A.
Portfolio value (bil €)	26.5	16.9 (group share)	20.04	11.6
Asset diversity*	52% Office, 24% Hotels, 13% Residential, 7% Retail, 4% Logistics/Other	35% France Offices, 17% Italy Offices, 8% German Offices, 24% Residential Germany, 14% Hotels in Europe	82% Offices, 16% traditional residential, 2% student residences	Office: 73%, Health Care: 27%
Geographic diversity*	Mainly Germany (26% Berlin, 10% NRW, 8% Frankfurt, 8% Munich), 11% Netherlands, 5% London	40% France, 36% Germany, 18% Italy, 6% Europe	56% Paris, 39% Paris region, 5% Other French regions/international	92% Greater Paris region, 8% rest of France
Occupancy (%)	91.7 (commercial portfolio)	96.1	93.4	Offices: 92.1, Health Care: 100
WALT (Years)	Total: 8.8 (Office: 4.6; Hotel: 17.1; Logistics/Other: 5.7, Retail: 5)	7	~5.8§	Offices: 4.3, Health Care: 7.3
Top 10 tenants	<18% of rental income	35% of rental income	32% of the rental base	30% of annualized rental income
EBITDA interest coverage (x)*	3.4	3.4	4.4	5.3
Debt/EBITDA (x)*	14.5	11.7	13.7	10.8
Debt/debt and equity (%)*	44.4	44.6	36.3	43.5

Data for portfolio value, occupancy, WALT and top 10 tenants based on latest available reports. WALT--Weighted average lease term. *For Aroundtown S.A. data refers to Sept. 30, 2019 - Sept. 30, 2020. For Covivio data refers to fiscal year 2019. For Gecina and Icade S.A. data refers to June 30, 2019 - June 30, 2020. §As of year-end 2019..

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של Aroundtown נתמכת בשוויו הגדול של תיק הנכסים שלה, כ-26.5 מיליארד אירו נכון לספטמבר 2020, ובפיזורו על פני סוגי נכסים מגוונים, כולל נכסים מסחריים (87% משווי התיק) ונכסי מגורים (13%). אנו מביאים בחשבון את האיחוד החלקי של החזקתה של Aroundtown ב-40% מחברת גרנד סיטי פרופרטיז S.A. (63,223 יחידות דיור, בעיקר בגרמניה, בשווי כולל של 7.9 מיליארד אירו נכון ל-30 בספטמבר, 2020). בשנים האחרונות הגדילה הקבוצה את שווי תיק הנכסים באופן משמעותי באמצעות

רכישות והשבחת נכסים. תיק הנכסים בבעלותה המלאה של הקבוצה כולל יותר מ-500 נכסים מסחריים ויותר מ-175 מלונות (סך הכול כ-7.5 מיליון מ"ר). החברה השלימה בהצלחה את רכישת 77.8% ממניות TLG Immobilien AG (BBB+/Stable), ושומרת על מניות מיעוט (22% נכון ל-30 בספטמבר, 2020) בחברת Globalworth Real Estate Investmet Ltd. (BBB-/Stable), חברת נכסי משרדים הפועלת בעיקר ברומניה ובפולין. בסוף ספטמבר 2020 החזיקו TLG ו-Globalworth תיקי נכסים בשווי של כ-4.5 מיליארד אירו ו-3.0 מיליארד אירו, בהתאמה.

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 (27% משווי התיק), נורדריין-וסטפליה (10%), פרנקפורט (8%) ומינכן (8%) – נהנים מסביבה כלכלית יציבה, כולל שיעורי אבטלה נמוכים וביקוש והיצע איתנים. לחברה חשיפה מסוימת גם לשוק ההולנדי (כ-11% משווי התיק, בעיקר נכסי משרדים באזור רנסטאד, הכולל את שלוש הערים הגדולות בהולנד - אמסטרדם, רוטרדם ואוטרכט) ולשוק הלונדוני (5% משווי התיק, בעיקר נכסי מגורים ומלונות).

הפרופיל העסקי נתמך גם על ידי מבנה החוזים הארוך בתיק. נכון להיום, האורך הממוצע המשוקלל של חוזי השכירות בנכסים המסחריים הוא 8.8 שנים, בנכסי המשרדים 4.6 שנים ובנכסי המלונאות 17.1 שנים. אף שחוזי השכירות בתחום המגורים קצרים יותר, תקופת השכירות הממוצעת ארוכה מאד, יותר מ-10 שנים.

בסיס השוכרים בתחומי המסחר והמלונאות הוא יציב ומפוזר יחסית בין ענפים שונים, עם יותר מ-4,000 שוכרים. שתי השוכרות הגדולות ביותר הן Group Pierre & Vacances Center Parcs (לא מדורגת) ו-Siemens AG (A+/Negative/A-1+) שחוזי השכירות איתן מניבים כ-5% ו-4%, בהתאמה, מההכנסה השנתית הכוללת משכירות. אין לחברה תלות בשוכרים אחרים, ועשרת השוכרים הגדולים ביותר בתחומי המסחר והמלונאות מהווים פחות מ-18% מההכנסה הכוללת משכירות.

הערכת הפרופיל העסקי מביאה בחשבון את היסטוריית הביצועים החזקה של החברה, הכוללת צמיחה מתמשכת בהכנסות משכירות מנכסים זהים, כ-4% בשנים האחרונות, הנתמכת בעלייה בשיעורי התפוסה של נכסים קיימים ובהעלאות דמי שכירות בחוזים קיימים וחדשים. אולם שיעורי התפוסה הכוללים של התיק המסחרי של החברה נמוכים בהשוואה לחברות אחרות עם דירוג דומה, כ-91.7% נכון לספטמבר 2020, בעיקר כתוצאה מרכישות חדשות ומאסטרטגיית ההשבחה.

אנו מביאים בחשבון גם את התמקדותה של Aroundtown בשתי מדינות (גרמניה והולנד), בהשוואה למתחרות עם פיזור גיאוגרפי נרחב יותר. אנו סבורים גם שהנכסים המסחריים רגישים יותר מנכסי מגורים, בעיקר בשווקים עם רגולציה כמו גרמניה. כך היה השנה, כאשר השפעותיה השליליות של מגפת הקורונה הכבידו על ביצועי מגזר הנדל"ן המסחרי, בעיקר נכסים קמעונאיים ומלונות. להבנתנו, נכסי המלונאות של Aroundtown הם רובם מלונות ארבעה כוכבים, שצפויים למשוך לקוחות פנאי ועסקים כאחד. על אף זאת, אנו זהירים

בהערכותינו לגבי התאוששות ענף המלונאות. בה בעת, נמשיך לעקוב אחר השפעת המגמה של מעבר לעבודה מהבית על מגזר המשרדים בגרמניה, ואחר ביצועי נכסי הקמעונאות בהינתן האתגרים שהמגזר עומד בפניהם ושאף הוחמרו בשל המגפה.

הפרופיל הפיננסי

הערכת הפרופיל הפיננסי של Aroundtown משקפת את המדיניות הפיננסית השמרנית של החברה ואת מחויבותה לשמור על יחס חוב לחוב והון עצמי של פחות מ-50% לאורך זמן. אנו צופים ש-Aroundtown תמשיך להרחיב את תיק הנכסים שלה באמצעות רכישות הדרגתיות, אם כי בקצב איטי יותר מבשנים קודמות. אם זאת, איננו חוזים התדרדרות מהותית ביחסים הפיננסיים, היות שאנו צופים שהרכישות ימומנו באמצעות תמהיל של תזרים מזומנים חופשי, מכירת נכסים וחוב, בהתאם למדיניות הפיננסית הנוכחית של החברה.

ל-Aroundtown מח"מ חוב ארוך של 6.2 שנים ועלות חוב נמוכה של 1.6% נכון ל-30 בספטמבר, 2020. לחברה מגוון מקורות מימון ונגישות מוכחת לשוקי מניות ואג"ח כפי שראינו בשנתיים האחרונות. שיעור הנכסים הלא משועבדים של Aroundtown הוא גבוה יחסית - 74% מסך דמי השכירות, שהם 15.4 מיליארד אירו.

אנו מאחדים באופן יחסי את תוצאות חברת Grand City Properties, שהחברה מחזיקה ב-40% ממניותיה, 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-Grand City Properties. למרות זאת, איננו משווים בין הדירוגים של Aroundtown ו-Grand City Properties וסבורים כי זו האחרונה הוכיחה שהיא פועלת כחברה ציבורית עצמאית. אנו עשויים להעריך מחדש את הקשר בין שתי החברות אם Aroundtown תשיג החזקת רוב ב-Grand City Properties.

Table 2.

Aroundtown S.A. – Financial Summary – Rolling 12 Months (Mil. €)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	September 2020	June 2020	March 2020	December 2019	September 2019
Revenue	355.5	362.8	331.0	299.3	285.3
EBITDA	203.1	213.8	240.6	213.1	191.3
Funds from operations (FFO)	103.9	143.9	119.2	147.9	107.3
Interest expense	69.5	70.1	59.9	48.8	49.1
Cash flow from operations	119.8	83.6	99.9	131.9	168.1
Capital expenditure	5.9	13.7	80.7	201.9	(9.0)
Cash and short-term investments	2,497.0	2,709.9	3,037.9	3,038.6	3,137.8
Debt	12,276.7	12,838.0	12,799.8	9,934.0	9,840.2
Equity	15,375.6	15,280.0	15,074.5	12,505.6	12,159.0

	September 2020	June 2020	March 2020	December 2019	September 2019
Valuation of investment property	26,531.7	26,697.6	26,511.0	21,443.1	21,104.2
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	64.6	67.2	69.7	68.3	66.3
EBITDA interest coverage (x)	3.5	3.8	4.1	4.0	3.8
Debt/EBITDA (x)	14.1	14.9	15.5	13.1	13.8
Debt/debt and equity (%)	44.4	45.7	45.9	44.3	44.7

נזילות

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

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

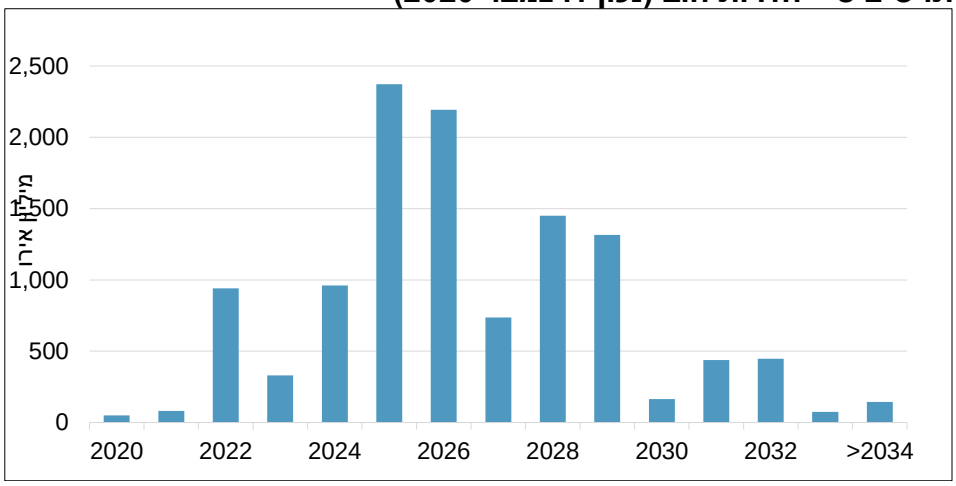
להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ל-12 החודשים שהחלו ב-30 בספטמבר, 2020:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-2,500 מיליון אירו. • FFO במזומן של כ-550 מיליון אירו, להערכתנו, ב-12 החודשים הקרובים. • מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של 150 מיליון אירו חתומות לתקופה של מעל 12 חודשים. • מכירות נכסים שנחתמו בהיקף של כ-1,800 מיליון אירו.	• חלויות חוב ז"ק של כ-130 מיליון אירו, כולל אמורטיזציה. • הוצאות הוניות (capex) של 300-350 מיליון אירו, להערכתנו, שרובן אינן מחויבות. • רכישות נכסים שנחתמו בהיקף של כ-200 מיליון אירו. • דיבידנדים מתוכננים של כ-550-575 מיליון אירו (כולל השטרות הצמיתים) שאנו מניחים באופן שמרני שיחולקו במלואם במזומן. • רכישה עצמית של מניות בהיקף של כ-700 מיליון אירו.

נכון ל-30 בספטמבר, 2020, Aroundtown עומדת בכל התניותיה הפיננסיות שלה. אנו צופים כי Aroundtown תשמור על מרווח משמעותי (15% ויותר) על כל התניותיה הפיננסיות ברבעונים הבאים.

חלויות חוב

תרשים 3 – חלויות חוב (נכון לדצמבר 2020)



מקור: דוח החברה

כל הזכויות שמורות © Standard & Poor's Financial Services LLC.2020

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

אנו סבורים ש-Aroundtown חשופה לגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG) בדומה לענף הרחב שבו היא פועלת. החברה מתייחסת לגורמים אלו באסטרטגיה שלה, אולם רק לחלק מצומצם מהנכסים בתיק שלה יש אישורי בניינים ירוקים, משום שרוב הנכסים היו קיימים בעת רכישתם. עם זאת, Aroundtown משקיעה בקביעות בחידוש הנכסים שלה על מנת לעמוד בסטנדרטים סביבתיים גבוהים. החברה גם שמה לה למטרה להפחית את פליטות הפחמן הדו חמצני שלה ב-40% עד שנת 2030. Aroundtown חשופה בעקיפין לנכסי מגורים בגרמניה דרך השקעתה ב-Grand City Properties (40%). אנו סבורים שלחצים חברתיים על העלאות דמי שכירות עשויים להשפיע על ביצועי הנכסים הללו, אך סבורים שהשפעתם על ביצועיה הכוללים של Aroundtown תהיה מוגבלת. מגמת המעבר לעבודה מהבית עשויה להשפיע על תיק נכסי המשרדים של החברה בטווח הבינוני עד ארוך, אם הדיירים יצמצמו את שטח המשרדים שלהם.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

נזילות: חזקה (ניטרלי)

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

ב-30 בספטמבר, 2020, 74% מנכסיה של Aroundtown לא היו משועבדים, והרכב ההון המדווח היה כדלהלן:

- 59% הון עצמי, כולל שטרות צמיתים ואיגרות חוב להמרה כפויה בהחלטת התאגיד המנפיק
- 35% איגרות חוב
- 6% חוב בנקאי

מסקנות אנליטיות

ב-30 בספטמבר, 2020, עמד היחס בין החוב המובטח של Aroundtown לסך נכסיה על כ-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, 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 מייחסים לאיגרות החוב בהמרה כפויה של Aroundtown שמועד פירעונן ב-2023, בהיקף של 250 מיליון דולר, רכיב הון גבוה (100% הון).

התאמות לדיווח הכספי

Table 3.

Aroundtown S.A.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. €) – Rolling Twelve Months Ended Sep. 30, 2020

Aroundtown S.A. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Reported	11,428.7	14,380.9	1,134.5	1,823.0	1,819.7	186.7	870.7	610.3	272.7
S&P Global Ratings adjustments									
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	--	(85.1)	--	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	--	(207.3)	--	--
Reported lease liabilities	119.0	--	--	--	--	--	--	--	--
Intermediate hybrids reported as equity	1,555.0	(1,555.0)	--	--	--	40.4	(32.5)	(32.5)	--
Accessible cash and liquid investments	(2,247.3)	--	--	--	--	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	--	--	4.0	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	--	16.4	--	--	--	--	--

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations	Capital expenditure
Deconsolidation/ consolidation	1,421.3	419.2	214.2	117.9	116.2	19.5	(30.9)	71.8	29.1
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	(203.6)	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	--	(207.3)	--
Noncontrolling interest/minority interest	--	2,130.5	--	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	--	--	(13.8)	(13.8)	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	--	(873.2)	(873.2)	--	--	--	--
Dividends: Other	--	--	--	--	--	--	--	--	--
Total adjustments	**848.0**	**994.7**	**214.2**	**(952.3)**	**(770.8)**	**59.9**	**(355.8)**	**(167.9)**	**29.1**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations	Capital expenditure
Adjusted	12,276.7	15,375.6	1,348.7	870.7	1,048.9	246.6	514.9	442.4	301.8

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- 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 הון היברידי, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 7 בדצמבר, 2020
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים

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	17/12/2019
טווח ארוך	ilAA+\Stable	08/12/2015	17/12/2019
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה D	ilAA+	16/06/2016	17/12/2019
סדרה E	ilAA+	18/07/2016	17/12/2019
סדרה F	ilAA+	07/12/2016	17/12/2019
סדרה I	ilAA+	13/07/2017	17/12/2019
סדרה 32	ilAA+	17/07/2019	17/12/2019
סדרה 33	ilAA+	17/07/2019	17/12/2019
חוב נחות			
אגח היברדית אירו 2.875%	ilAA-	17/07/2019	17/12/2019
אגח היברידית לישט 3%	ilAA-	25/06/2019	17/12/2019
אגרות חוב היברידיות	ilAA-	11/01/2018	17/12/2019
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	14/12/2020 16:55		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	14/12/2020 16:55		
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.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

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