Maalot
S&P Global Ratings

Aroundtown S.A.

.....

21 בדצמבר, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

תמצית 2
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 4
תרחיש הבסיס 4
הנחות עיקריות 4
נתונים עיקריים 5
תיאור החברה 5
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 9
חלויות חוב 10
נזילות 11
ניתוח התניות 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 עיקריות	סיכונים עיקריים
• תיק נכסים גדול של כ-29 מיליארד אירו (כולל איחוד מלא של Grand City Properties SA - GCP) המפוזר בין כמה סגמנטים, כולל משרדים, מגורים ומלונאות. • 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 7.8 שנים. • נזילות חזקה וגישה למגוון מקורות מימון, עלות חוב ממוצעת נמוכה של 1.3% ומח"מ חוב ארוך – 5.8 שנים.	• חשיפה משמעותית לנכסי מלונאות (18% מסך השווי הנכסי בסוף ספטמבר 2021). סגמנט נכסים זה הוא עדיין בין המושפעים ביותר מהאמצעים שננקטו נגד מגפת הקורונה, וטרם ידוע מתי ואיך יתאושש. • מינוף ומדיניות פיננסית מתונים עם יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי הצפוי להישאר בין 46% ל-48%. • ריכוזיות גיאוגרפית בשוק הגרמני, אך עם חשיפה מסוימת להולנד וללונדון. • למרות איחוד GCP, שיעור גבוה (כ-72%) של נכסים מסחריים (משרדים, מלונות, נכסים לוגיסטיים ונכסים קמעונאיים), הרגישים יותר לזעזועים מנכסי מגורים. • שיעור תפוסה של כ-89.5% בתיק המשרדים וכ-94.7% בתיק נכסי המגורים נכון לספטמבר 2021, מעט נמוך בהשוואה לחברות אחרות המדורגות בדירוג השקעה גלובלי.

אנו צופים שהגיוון הסגמנטלי של Aroundtown ימשיך למתן את השפעות מגפת הקורונה. ההגבלות על נסיעות והניידות המשיכו השנה, ושוב השפיעו קשות על מגזר נכסי המלונאות. סביבה מאתגרת זו עבור מפעילי מלונות השתקפה בשיעורי גביית דמי שכירות של 34% בתיק המלונות של Aroundtown במחצית הראשונה של שנת הכספים שהסתיימה ב-31 בדצמבר 2021 ושל 60% ברבעון השלישי של השנה (לעומת 60% ב-2020). עם זאת, הביצועים של נכסיה האחרים של Aroundtown, המהווים 82% מסך שווי הנכסים שלה, ממשיכים להיות טובים ובהתאם לציפיות שלנו, מה שממתן חלקית את הפגיעה בנכסי המלונאות. החברה דיווחה על גידול של 1.2% בהכנסות משכירות בנכסים זהים נכון ל-30 בספטמבר 2021, ועל שיעורי תפוסה יציבים למדי בכל תיק הנכסים. בהתחשב בביצועים החלשים יותר בתיק המלונאות בהשוואה ל-2020, אנו צופים שה-EBITDA של Aroundtown יישאר דומה השנה (כולל הפרשות לדמי שכירות שלא נגבו), מעט מתחת ל-851.4 מיליון אירו שהושג ב-2020. לאחר מכן, אנו מניחים שנכסי המלונות של Aroundtown

יתאוששו בהדרגה בשנים 2022-2023. ההתאוששות בנכסי המלונאות, יחד עם ביצועים תפעוליים יציבים יחסית בנכסי המשרדים, המגורים, הקמעונאות והלוגיסטיקה, צפויים לתמוך בצמיחת ההכנסות משכירות ובמדדי האשראי ב-24 החודשים הקרובים.

היחסים הפיננסיים של Aroundtown צפויים להמשיך להלום את הדירוג הנוכחי. אנו מעריכים שהוצאות הוניות (capex), רכישות נכסים ורכישות עצמיות אפשריות של מניות ימומנו באמצעות תזרים המזומנים, מכירת נכסים ותמהיל מימון ההולם את מדיניותה הפיננסית של החברה ואת דירוגה הנוכחי. אנו צופים שהיחס חוב לחוב והון עצמי יישאר בטווח של 46%-48% ב-12-24 החודשים הבאים (ב-30 בספטמבר 2021 הוא עמד על 47.5%), בהנחה שנכסי המשרדים והמגורים יפצו על ירידה אפשרית נוספת בשוויים של נכסי המלונאות (4.8% ב-2020). בסוף ספטמבר 2021 דיווחה Aroundtown על שיערוכים חיוביים בשיעור של 0.8% בנכסים זהים בהשוואה לסוף 2020. מח"מ החוב של החברה ארוך (5.8 שנים), עלות החוב שלה נמוכה (1.3% נכון ל-30 בספטמבר 2021, לעומת 1.6% בתקופה המקבילה אשתקד) ו-97% מהחוב שלה הוא בריבית קבועה או מגודר. גורמים אלה ימשיכו לתמוך ביחס EBITDA להוצאות מימון של מעל 3x (3.2x ב-30 בספטמבר 2021). זאת למרות שגם השנה ימשיכו ההפרשות לדמי שכירות דחויים בתיק המלונאות להשפיע על ה-EBITDA. אנו מצפים שיחס החוב ל-EBITDA יתאושש ל-15x-16x בשנה הבאה ול-13x-14x ב-2023 (לעומת 15.4x ב-30 ביוני 2021 ו-19.1x ב-30 בספטמבר 2021 עקב איחוד GCP).

אנו סבורים כי האיחוד החשבונאי של גרנד סיטי פרופרטיז לא משפיע על איכות האשראי הכוללת של Aroundtown. החברה החליטה לאחד את GCP החל מהרבעון השלישי של 2021, בשל הגידול בהחזקותיה (45% בסוף ספטמבר 2021) ושליטתה בפועל ב-GCP. אנו סבורים שהיקף החזקתה של Aroundtown ב-GCP והימצאותם של כמה מבכירי Aroundtown בגופי הניהול העיקריים של GCP, מעניקים ל-Aroundtown את היכולת להשפיע על האסטרטגיה של GCP ועל הקצאת תזרים המזומנים שלה. יתרה מכך, אנו מציינים את היעדרו של בעל מניות מיעוט חזק, שעשוי היה למתן את השפעתה של Aroundtown על GCP. משום כך התחלנו ליישם על שתי החברות את המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה, ולאחד את GCP באופן מלא במסגרת הניתוח שלנו. אנו רואים ב-GCP חברת בת עם חשיבות אסטרטגית גבוהה ל-Aroundtown S.A. עם זאת, הדירוגים שלנו כבר מתחשבים בחשיפה של Aroundtown לשוק המגורים הגרמני העמיד באמצעות החזקתה המשמעותית ב-GCP, ובעבר כבר חישבנו את מדדי האשראי של Aroundtown תוך איחוד יחסי של GCP. לפיכך אנו סבורים שההחלטה לאחד את GCP במלואה, יחד עם הגידול בהחזקה בה (45% ב-30 בספטמבר 2021 לעומת 40% בתקופה המקבילה אשתקד), אינם מהווים לעת עתה שינוי משמעותי באיכות האשראי הכוללת של Aroundtown.

אנו סבורים שוואריאנט אומיקרון החדש הוא תזכורת ברורה לכך שמגפת הקורונה עדיין רחוקה מלהסתיים. עדיין קיימת אי ודאות לגבי יכולת ההדבקה שלו, חומרת המחלה שהוא מחולל ויעילותם של החיסונים הקיימים נגדו. נתונים ראשוניים מצביעים על הדבקה מהירה יותר, והובילו מדינות רבות להטיל שוב אמצעי ריחוק חברתי

והגבלות על תנועת הנוסעים הבינלאומית. בשבועות הקרובים אנו מצפים שנתונים ובדיקות נוספים יבהירו את מידת הסכנה ויאפשרו לנו לבצע הערכה מושכלת יותר של סיכוני האשראי הרלוונטיים. אנו סבורים שהופעת וריאנט אומירקון מדגימה שוב את הצורך במאמצים מתואמים ונחרצים לחסן את אוכלוסיית העולם על מנת למנוע את הופעתם של וריאנטים חדשים ומסוכנים יותר.

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

נשקול הורדת דירוג אם, לאורך זמן, יחס החוב לחוב והון עצמי יעלה ל-50% ומעלה או שיחס החוב ל-EBITDA יחרוג מהותית מהתחזית שלנו. נשקול הורדת דירוג גם אם החברה תגדיל באופן ניכר את רכישות הנכסים, מה שיגדיל את התנודתיות של תזרימי המזומנים, או ששיעורי התפוסה בתיק הנכסים המסחריים יפחת ל-90% ומטה, כולל רכישות חדשות

התרחיש החיובי

נשקול העלאת דירוג אם, לאורך זמן, יחס החוב לחוב והון עצמי ישתפר לקרוב ל-40%, יחס ה-EBITDA להוצאות מימון יהיה 4x ומעלה, יחס החוב ל-EBITDA יפחת מתחת ל-13x, והשיפור ביחסים הפיננסיים יישמר כחלק ממדיניות פיננסית שמרנית יותר. תנאי נוסף להעלאת דירוג הוא שהחברה תשמור על תיק נכסים מניב גדול עם פיזור טוב בדומה לחברות עם דירוג גבוה יותר, ועל ממשל תאגידי חזק.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה ריאלית של 2.7% בתמ"ג של גרמניה ב-2021, של 4.3% ב-2022 ושל 2.5% ב-2023. עלייה של 2.9% במדד המחירים לצרכן בגרמניה ב-2021, של 2.2% ב-2022 ושל 1.7% ב-2023.
- EBITDA, כולל הפרשות, של כ-800-900 מיליון אירו ב-2021. אנו מניחים צמיחה כוללת של 2.5%-5.0% בהכנסות נטו משכירות בנכסים זהים בשנתיים הקרובות, בהתחשב בהתאוששות הדרגתית בנכסי המלונאות.
- שיעור תפוסה כולל של כ-92%-93% ב-12-24 החודשים הבאים.
- תיק נכסים של כ-29 מיליארד אירו ב-2021. אנו מניחים באופן שמרני שיערוכים חיוביים של כ-1.0%-2.0% בשנה בנכסים זהים בשנים הבאות, בעיקר בזכות נכסי המגורים.
- הוצאות הוניות (capex) כוללות של כ-500 מיליון אירו לשנה, בעיקר בפעילות חידוש ומודרניזציה בנכסים קיימים.

- שיעורי EBITDA יציבים של כ-60% בשנים הקרובות.
- מכירות נטו ב-2021 בהיקף של כ-2.5 מיליארד אירו. לאחר מכן, אנו מניחים איזון בין רכישות ומכירות נכסים ורכישות עצמיות פוטנציאליות נוספות של מניות שימומנו באמצעות תמהיל מימון התואם את הדירוג הנוכחי.
- מדיניות דיבידנדים יציבה של חלוקת 75% מה-FFO (funds from operations) המדווח.
- עלות חוב ממוצעת יציבה, כ-1.3%.

נתונים עיקריים

	2019a	2020a	2021e	2022f	2023f
EBITDA (מיליון $)	762.1	851.4	900-800	1,100-900	1,250-1,000
שיעור EBITDA §	68.3%	60.8%	60%-58%	כ-60%	כ-60%
דיבידנדים (מיליון $)	209.4	21.9	כ-300	450-350	550-450
חוב (מיליון $)	9,934.0	11,906.1	כ-15,000	15,000-16,000	15,000-16,000
חוב/EBITDA	13.0x	14.0x	†18x-16x	16x-15x	14x-13x
EBITDA/הוצאות מימון	3.9x	3.1x	3.5x-3.0x	4.0x-3.0x	4.5x-3.5x
חוב לחוב והון עצמי	44.3%	45.1%	48%-46%	48%-46%	48%-46%

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 לעיל משקפים איחוד מלא של GCP החל מהרבעון השלישי של 2021. לפני כן, הם היו על בסיס איחוד יחסי.

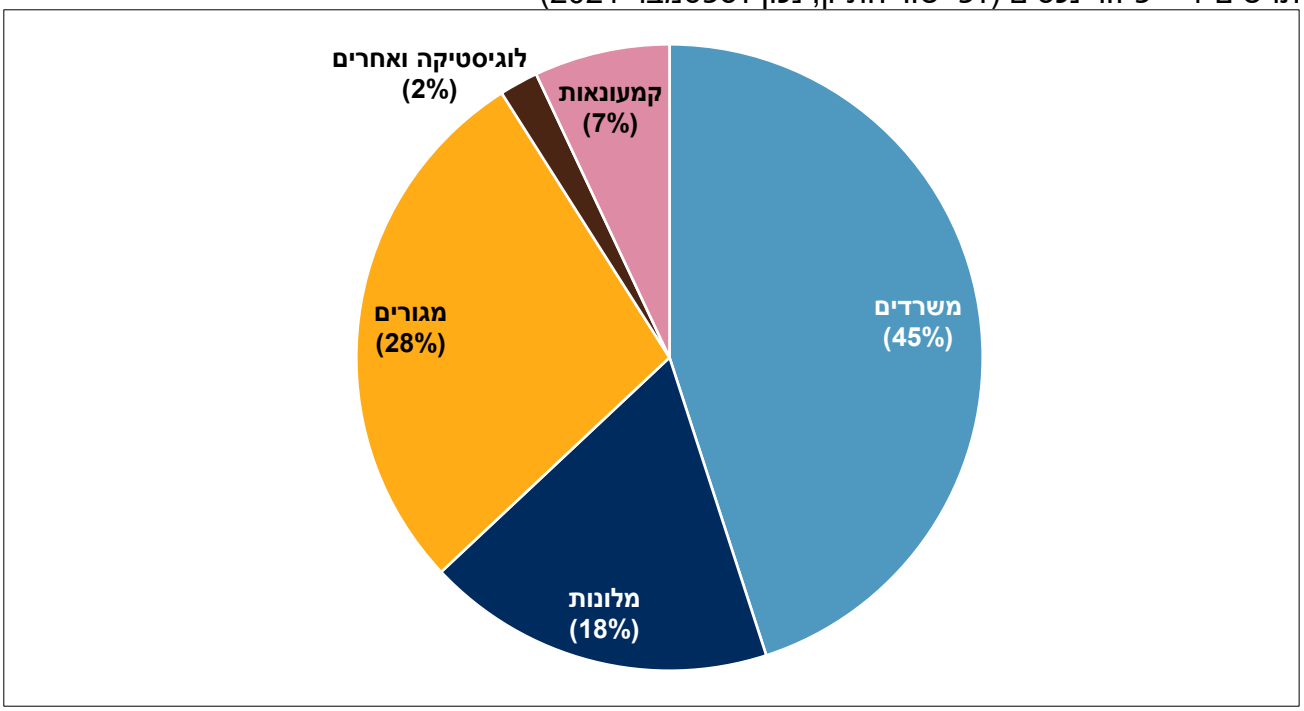
תיאור החברה

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

ב-30 בספטמבר, 2021, היה שווי תיק הנכסים הכולל של החברה 28.9 מיליארד אירו, מתוכם 45% נכסי משרדים, 28% נכסי מגורים, 18% מלונאות, 7% נכסים קמעונאיים ו-2% נכסים לוגיסטיים/אחרים. Aroundtown משקיעה בנכסי מגורים באמצעות אחזקתה של 45% ב-GCP (47% לא כולל מניות ש-GCP מחזיקה באוצר).

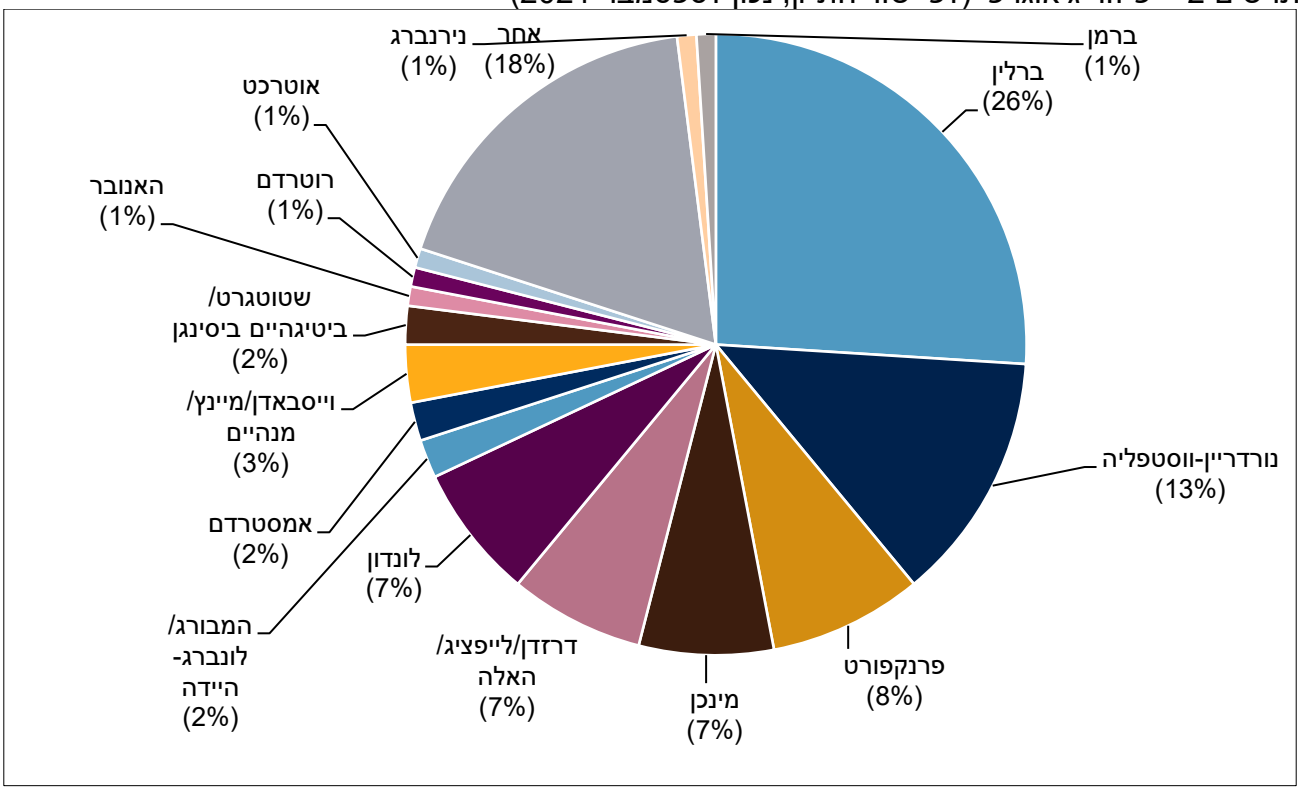
Aroundtown התאגדה בלוקסמבורג ורשומה במדד Prime בבורסה לניירות ערך בפרנקפורט. נכון ל-30 בספטמבר, 2021, בעל המניות הגדול ביותר של החברה הוא מייסד החברה, יקיר גבאי, באמצעות Avisco Group Plc (10%). החברה מחזיקה 28% ממניותיה (12% מוחזקים באמצעות TLG), וה-62% הנותרים מוחזקים בידי הציבור.

תרשים 1 – פיזור נכסים (לפי שווי התיק, נכון לספטמבר 2021)



מקור: דוח החברה.

תרשים 2 – פיזור גיאוגרפי (לפי שווי התיק, נכון לספטמבר 2021)



מקור: דוח החברה.

הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של Aroundtown נתמכת בגודלו של תיק הנכסים שלה, המפוזר בין כמה סוגי נכסים, כולל נכסים מסחריים (72% משווי התיק) ונכסי מגורים (28%), ושוויו הכולל עמד בספטמבר 2021 על כ-28.9 מיליארד אירו. Aroundtown משקיעה בנכסי מגורים באמצעות החזקה של 45% ב-GCP (47% לא כולל מניות ש-GCP מחזיקה באוצר). בסוף ספטמבר 2021 החזיקה GCP 64,939 יחידות דיור, בעיקר בגרמניה, בשווי כולל של 8.9 מיליארד אירו. אנו מאחדים את GCP באופן מלא בניתוח של Aroundtown החל מהרבעון השלישי של 2021, לאחר שבעבר ביצענו איחוד יחסי בלבד. תיק הנכסים בבעלותה המלאה של הקבוצה כולל יותר מ-500 נכסים מסחריים ו-168 מלונות (בהיקף כולל של כ-6.9 מיליון מ"ר). החברה מזגה לתוכה לחלוטין את TLG Immobilien AG ומחזיקה במניות מיעוט (30.3%) ב-Globalworth Real Estate Investments Ltd (BBB-/Stable) באמצעות קונסורציום עם CPI Property Group S.A. (BBB/Negative). Globalworth היא חברת נדל"ן למשרדים המתמקדת ברומניה ובפולין עם תיק נכסים בשווי של כ-3 מיליארד אירו.

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 (13%), פרנקפורט (8%) ומינכן (7%) – נהנים מסביבה כלכלית יציבה, כולל שיעורי אבטלה נמוכים וביקוש והיצע איתנים. לחברה חשיפה מסוימת גם לשוק ההולנדי (כ-8% משווי התיק, בעיקר נכסי משרדים) הנמצאים בעיקר באזור רנסטאד, הכולל את שלוש הערים הגדולות בהולנד (אמסטרדם, רוטרדם ואוטרכט) ולשוק הלונדוני (7% 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 7.8 שנים, בנכסי המשרדים 4.6 שנים ובנכסי המלונאות מעל 15.6 שנים, עם מבנה חוזים קבוע בלבד. אף שאין תקופת שכירות קבועה בחוזי השכירות בתחום המגורים בגרמניה, משך השכירות הממוצע ארוך מאד, יותר מ-10 שנים.

בסיס השוכרים בתחומי המסחר והמלונאות הוא 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 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 מעט בהשוואה לחברות אחרות עם דירוג דומה, כ-89.5% בנכסי המשרדים נכון

ל-30 בספטמבר 2021, בעיקר כתוצאה מרכישות חדשות ומאסטרטגיית ההשבחה. נציין גם שלמרות חוזי השכירות הקבועים, מגפת הקורונה משפיעה משמעותית על נכסי המלונאות, ושיעורי גביית דמי השכירות עמדו על 34% במחצית הראשונה של השנה ועל 60% ברבעון השלישי של השנה (לעומת 60% בשנת 2020).

אנו מביאים בחשבון גם את התמקדותה של Aroundtown בשתי מדינות (גרמניה והולנד), בהשוואה למתחרות עם פיזור גיאוגרפי נרחב יותר. עם זאת, נציין כי ל-Aroundtown פיזור גיאוגרפי בתוך מדינות אלו, שהן בין הכלכלות החזקות ביותר באירופה. 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.

Table 1.
Aroundtown S.A.--Peer Comparison – Operating Metrics
Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Aroundtown S.A.	Gecina	Covivio	Icade S.A.
Portfolio value (bil. €)	45% Office; 28% Residential; 18% Hotel; 7% Retail; 2% Logistics/Other	81% offices, 17% traditional residential, 2% student residences	33% France offices, 16% Italy offices, 9% German offices, 27% residential Germany, 15% hotels in Europe	70% Office, 30% Healthcare
Asset diversity	Mainly Germany (26% Berlin, 13% NRW, 8% Frankfurt, 7% Munich),5% Netherlands, 7% London	59% Paris, 37% Paris region, 5% Other French regions/international	39% France, 39% Germany, 16% Italy, 6% Europe	100% France
Geographic diversity	92.3	91.6	94.6	90.2% Office; 100% Healthcare
Occupancy (%)	Total: 7.8 (Office: 4.6; Hotel: 15.6; Logistics/Other: 5.0, Retail: 4.7)	~4.6§	8.2	4.2 offices, 7.2 health care
WALT (years)	45% Office; 28% Residential; 18% Hotel; 7% Retail; 2% Logistics/Other	81% offices, 17% traditional residential, 2% student residences	33% France offices, 16% Italy offices, 9% German offices, 27% residential Germany, 15% hotels in Europe	70% Office, 30% Healthcare
Top-10 tenants	Mainly Germany (26% Berlin, 13% NRW, 8% Frankfurt, 7% Munich),5% Netherlands, 7% London	59% Paris, 37% Paris region, 5% Other French regions/international	39% France, 39% Germany, 16% Italy, 6% Europe	100% France

WALT--Weighted average lease term. *For Aroundtown S.A. data refers to Sept. 30, 2021. For Gecina, Covivio, and Icade S.A. data refers to June 30, 2021. §As of year-end 2020.

Table 2.
Aroundtown S.A.--Peer Comparison – Financial Metrics (Mil. €)
Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Aroundtown S.A.	Gecina	Covivio	Icade
Period	RTM	RTM	Annual	RTM
Period ending	30/09/2021	30/06/2021	31/12/2020	30/06/2021
Revenue	1,395.2	639.4	637.7	1,652.5
EBITDA	796.9	495.8	493.5	627.9
Funds from operations (FFO)	420.5	383.5	359.8	495.1
Interest expense	252.3	97.9	139.3	121.8
Cash flow from operations	376.8	393.1	214.5	588.4
Capital expenditure	568.6	260.2	486.1	644.3
Dividends paid	318.5	379.9	74.1	394.5
Cash and short-term investments	3,268.6	584.8	1,134.0	886.4
Debt	15,212.9	7,154.1	7,861.0	6,659.7
Equity	16,797.0	12,501.3	8,582.0	8,406.6
Valuation of investment property	30,570.7	17,586.7	17,105.0	14,796.9
Adjusted ratios				
EBITDA margin (%)	57.1*	77.5	77.4	38
EBITDA interest coverage (x)	3.2	5.1	3.5	5.2
Debt/EBITDA (x)	19.1	14.4	15.9	10.6
Debt/debt and equity (%)	47.5	36.4	47.8	44.2

*Margin is based on gross revenues

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 מעריכים שהוצאות הוניות, רכישות נכסים ורכישות עצמיות אפשריות של מניות ימומנו באמצעות תזרים המזומנים, מכירת נכסים ותמהיל מימון ההולם את מדיניותה הפיננסית של החברה ואת דירוגה הנוכחי.

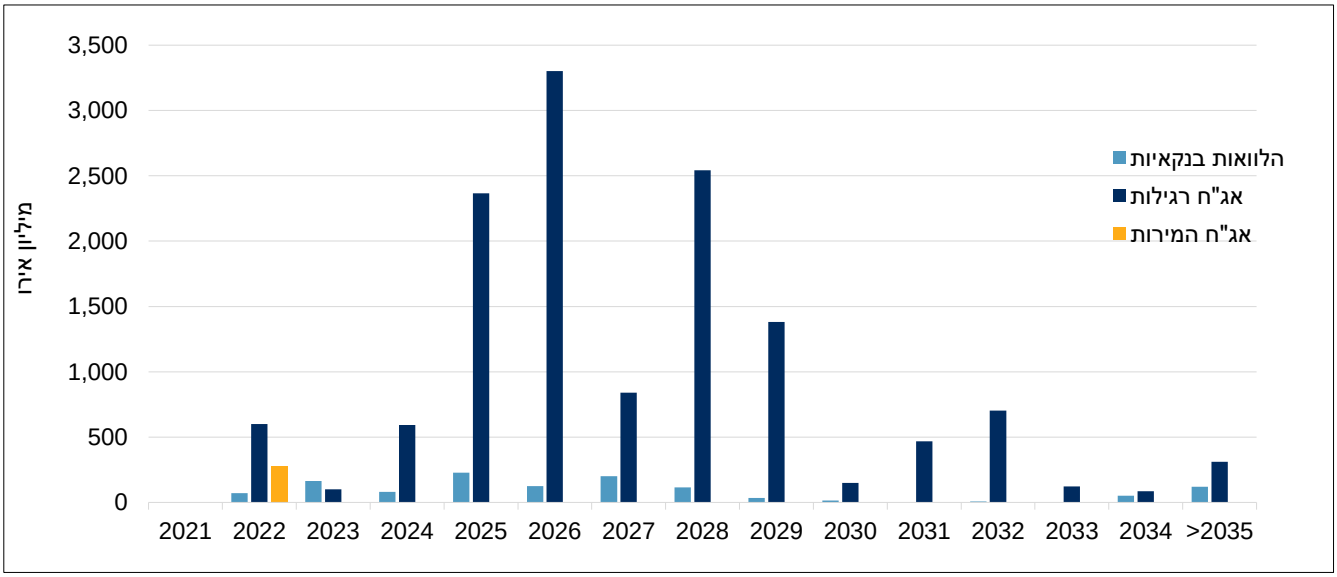
אנו צופים שהיחס חוב לחוב והון עצמי יישאר בטווח של 46%-48% ב-12-24 החודשים הבאים (ב-30 בספטמבר 2021 הוא עמד על 47.5%), בהנחה שנכסי המשרדים והמגורים יפצו על ירידות אפשריות נוספות בשוויים של נכסי המלונאות (4.8% ב-2020). מח"מ החוב הארוך ועלות החוב הנמוכה של החברה צפויים גם הם לתמוך ביחס EBITDA להוצאות מימון של מעל 3x (3.2x ב-30 בספטמבר 2021), למרות שגם השנה ימשיכו ההפרשות לדמי שכירות דחויים בתיק המלונאות להשפיע על ה-EBITDA. אנו מצפים שיחס החוב ל-EBITDA יתאושש ל-15x-16x בשנה הבאה ול-13x-14x ב-2023 (לעומת 15.4x ב-30 ביוני 2021 ו-19.1x ב-30 בספטמבר 2021 בעקבות איחוד GCP).

ל-Aroundtown מח"מ חוב ארוך של 5.8 שנים ועלות חוב נמוכה של 1.3% נכון ל-30 בספטמבר 2021. לחברה מגוון מקורות מימון ונגישות מוכחת לשוקי מניות ואג"ח כפי שראינו בשנתיים האחרונות. שיעור הנכסים הלא משועבדים של Aroundtown גבוה יחסית – 82% מסך דמי השכירות, או 23.5 מיליארד אירו.

אנו מאחדים כעת באופן מלא את תוצאות חברת Grand City Properties, 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 ל-Aroundtown.

חלויות חוב

נכון לספטמבר 2021



מקור: דוח החברה.

Table 3.

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

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

12 months ending	Sep. 2021	June 2021	March 2021	Dec. 2020	Sep. 2020
Revenues	394.4	321.6	328.8	350.5	355.5
EBITDA	233.0	176.5	193.7	193.7	203.1
Funds from operations (FFO)	124.6	111.1	77.0	107.9	103.9
Interest expense	64.4	54.7	58.8	74.4	69.5
Cash flow from operations	101.5	90.0	55.9	129.5	119.8
Capital expenditure	182.2	48.2	87.6	250.6	5.9
Cash and short-term investments	3,268.6	3,241.0	3,057.6	3,260.7	2,497.0
Debt	15,212.9	11,813.1	11,997.3	11,906.1	12,276.7
Equity	16,797.0	14,473.9	14,701.8	14,497.2	15,375.6
Valuation of investment property	30,570.7	24,911.2	25,274.0	24,602.3	26,531.7

12 months ending	Sep. 2021	June 2021	March 2021	Dec. 2020	Sep. 2020
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)*	57.1	56.5	57.6	60.8	64.6
EBITDA interest coverage (x)	3.2	3.0	2.9	3.1	3.5
Debt/EBITDA (x)	19.1	15.4	14.9	14.0	14.1
Debt/debt and equity (%)	47.5	44.9	44.9	45.1	44.4

*Margin is based on gross revenues

נזילות

אנו מעריכים את רמת 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, 2021:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-3,272 מיליון אירו. • FFO במזומן של כ-500-600 מיליון אירו, להערכתנו, ב-12 החודשים הקרובים. • מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של 425 מיליון אירו חתומות לתקופה של מעל 12 חודשים. • מכירות נכסים שנחתמו בהיקף של כ-1,000 מיליון אירו.	• חלויות חוב ז"ק של כ-1,650 מיליון אירו, כולל אמורטיזציה. • הוצאות הוניות (capex) של 500 מיליון אירו, להערכתנו, שרובן אינן מחויבות. • דיבידנדים חזויים של כ-350-450 מיליון אירו (כולל בשטרות צמיתים) שאנו מניחים באופן שמרני שיחולקו במזומן. • רכישה עצמית של מניות בהיקף של כ-275 מיליון אירו, בהנחה שתושלם תוכנית הרכישה הקיימת.

ניתוח התניות

נכון ל-30 בספטמבר, 2021, 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

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

ב-30 בספטמבר, 2021, 82% 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 (55%)
- איגרות חוב (42%)
- חוב בנקאי (3%)

מסקנות אנליטיות

ב-30 בספטמבר, 2021, 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 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 €) for the 12 months ended Sep. 30, 2021

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Aroundtown S.A. reported amounts	15,683.7	15,252.9	1,225.7	1,231.1	1,223.9	179.8	796.9	574.1
S&P Global Ratings adjustments								
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	--	(91.3)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	--	(203.0)	--
Reported lease liabilities	105.9	--	--	--	--	--	--	--

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Operating income	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Intermediate hybrids reported as equity	2,365.0	(2,365.0)	--	--	--	49.7	(47.9)	(47.9)
Accessible cash and liquid investments	(2,941.7)	--	--	--	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	--	--	4.6	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	--	28.1	--	--	--	--
Deconsolidation/consolidation	--	--	169.5	95.6	93.8	22.8	(34.2)	53.6
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	(207.0)	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	--	(203.0)
Noncontrolling interest/minority interest	--	3,909.1	--	--	--	--	--	--
EBITDA: Gain/(loss) on disposals of PP&E	--	--	--	(57.8)	(57.8)	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	--	(297.7)	(297.7)	--	--	--
Total adjustments	**(470.8)**	**1,544.1**	**169.5**	**(434.2)**	**(261.7)**	**72.5**	**(376.4)**	**(197.3)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	EBIT	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**15,212.9**	**16,797.0**	**1,395.2**	**796.9**	**962.2**	**252.3**	**420.5**	**376.8**

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
- 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	14/12/2020
טווח ארוך	ilAA+\Stable	08/12/2015	14/12/2020
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה D	ilAA+	16/06/2016	14/12/2020
סדרה E	ilAA+	18/07/2016	14/12/2020
סדרה F	ilAA+	07/12/2016	14/12/2020
סדרה I	ilAA+	13/07/2017	14/12/2020
סדרה 32	ilAA+	17/07/2019	14/12/2020
סדרה 33	ilAA+	17/07/2019	14/12/2020
חוב נחות			
אגח היברדית אירו 2.875%	ilAA-	17/07/2019	14/12/2020
אגח היברידית לישט 3%	ilAA-	25/06/2019	14/12/2020
אגרות חוב היברידיות	ilAA-	11/01/2018	14/12/2020
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	17:32 21/12/2021		
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	17:32 21/12/2021		
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.