

Summit Germany Ltd.

15 בינואר, 2018

דירוג חדש

קביעת דירוג 'iAA-', תחזית הדירוג יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

nicole.reinhardt@spglobal.com 49-069-33-999-303, לונדון, Nicole Reinhardt

אנליסט אשראי משני:

gil.avrahami@spglobal.com 972-3-7539719, רמת גן, Gil Avrahami

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

קביעת דירוג 'ilAA', תחזית הדירוג יציבה

תמצית

- חברת הנדל"ן המסחרי Summit Germany Ltd (להלן, "סאמיט גרמניה") מחזיקה ומפעילה תיק נכסים בהיקף של כ-980 מיליון אירו, הכולל בעיקר נכסי משרדים.
- אנו סבורים שתיק הנכסים של החברה ייצר תזרימי מזומנים תפעוליים יציבים, הנתמכים במיקומי הנכסים בתוך ובסביבות ערים גדולות ובינוניות בגרמניה.
- אנו קובעים לסאמיט גרמניה דירוג מנפיק 'ilAA'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתיק הנכסים של סאמיט גרמניה, כולל שינויים עתידיים בהרכבו, ייצר תזרימי מזומנים חוזרים הולכים וגדלים, תודות לשוק היציב להשקעת משרדים במיקומים העיקריים של נכסי החברה ותנאי השוק החיוביים בגרמניה.

פעולת הדירוג

ב-15 בינואר, 2018, קבעה S&P מעלות את הדירוג 'ilAA' לחברת הנדל"ן הגרמנית Summit Germany Ltd. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

סאמיט גרמניה היא חברת נדל"ן מניב המתמקדת בנכסים מסחריים במיקומים משניים בגרמניה. החברה מחזיקה ומנהלת כיום 85 מתחמים שערכם המוערך עמד ב-30 בספטמבר, 2017, על כ-980 מיליון אירו. רוב נכסי החברה הם נכסי משרדים (76% משווי התיק), והשאר הם נכסים לוגיסטיים (17%) וקמעונאיים (7%). להבנתנו, יש לחברה גם שני פרויקטים לפיתוח נכסי מגורים, אך החשיפה לפיתוח קטנה (פחות מ-5% מהיקף תיק ההשקעות הכולל). האסטרטגיה של החברה היא להרחיב את התיק לכ-1.5 מיליארד אירו בשנים הקרובות, תוך הגדלת היקף התיק ופיזורו.

הדירוג מביא בחשבון את הגודל וההיקף הקטנים יחסית של תיק הנכסים של החברה בהשוואה לחברות נדל"ן מסחרי המתמקדות במשרדים באירופה ומדורגות בדירוג גבוה יותר, לדוגמה Alstria Office REIT-AG (BBB/Stable) ו-Beni Stabili SpA (BBB-/Stable). החברה חשופה רק לשוק הנדל"ן הגרמני, שהוא שוק מאוד מבוזר בכל הסגמנטים. אולם להבנתנו, תיק הנכסים של סאמיט גרמניה מפוזר היטב ברחבי המדינה, באזורים קרובים למטרופולינים ובערים בינוניות, עם תשתיות טובות, ליד כבישים מהירים או שדות תעופה בינלאומיים, כגון ברלין, קלן ושטוטגרט. אנו מעריכים כי התנאים המקרו-כלכליים ברוב המיקומים של סאמיט גרמניה הם טובים, עם מגמות חיוביות בביקוש לנדל"ן מסחרי, שיעורי אבטלה נמוכים, וצמיחה בתוצר. אנו סבורים שכ-20% מהנכסים בתיק ממוקמים באזורים כפריים יותר או בערים דינמיות פחות, כגון אברסוולדה, הוף ואוברנקירכן, מקומות שבהם החלפת שוכרים עוזבים עשויה לקחת זמן רב יותר מאשר באזורים מרכזיים יותר. לסאמיט גרמניה בסיס שוכרים גדול, כ-680 שוכרים שרובם חברות מקומיות. קיימת ריכוזיות שוכרים מסוימת סביב החברות פולקסווגן (BBB+/Stable/A-2) האחראית לכ-7% מסך ההכנסות משכירות, ודויטשה טלקום (BBB+/Stable/A-2) האחראית ל-6.7% מסך ההכנסות השנתיות משכירות. אולם להבנתנו, סיכון זה ממותן בשל העובדה שלסאמיט גרמניה כמה חוזי שכירות עם כל אחת מהחברות הללו.

אנו מעריכים שאיכות הנכסים של סאמיט גרמניה ממוצעת מבחינת גודל הנכסים וגיל המבנים, ודומה לזו של חברות גרמניות אחרות כגון Alstria Office REIT-AG ו-Demire AG (BB/Stable). גודלם של רוב המבנים נע בין 5,000 ל-20,000 מטרים רבועים, ואינם מצריכים הוצאות השקעה גדולות (כ-6 עד 8 מיליון אירו לשנה עבור כל תיק הנכסים, להערכתנו). עשרת הנכסים הגדולים מהווים 40% מסך ערך השוק של התיק, והנכס הגדול ביותר, בניין משרדים בברלין עם יותר מ-100 שוכרים, מהווה 8.5% מערך השוק של התיק.

תקופת השכירות הממוצעת בחוזה החברה היא 4.4 שנים, מעט מתחת לחברות מדורגות אחרות המשכירות משרדים (5 שנים ומעלה), אולם ארוך יותר מהחוזת הממוצעת בשוק הגרמני, כ-3.6 שנים. רוב חוזה השכירות של סאמיט גרמניה צמודים למדד או כוללים העלאת דמי שכירות שנתית קבועה, דבר שצפוי לספק לחברה צמיחה אורגנית בהכנסות.

ב-30 בספטמבר, 2017, עמד שיעור התפוסה הכולל של תיק הנכסים לפי ה-European Public Real Estate Association על כ-91%, לא כולל שטחים פנויים בפיתוח. אנו צופים שהחברה תגדיל את שיעור התפוסה במידה שולית ב-12-24 החודשים הבאים, כולל רכישות חדשות ושיפור מסוים כתוצאה ממכירה של נכסים מחוץ לליבת הפעילות – כשמונה בניינים בשווי 20 מיליון אירו עם שיעור תפוסה ממוצע של 50%.

סאמיט גרמניה רשומה למסחר בבורסה המשנית בלונדון ומשרדיה הראשיים של בעלת המניות העיקרית שלה, סאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ (50%) נמצאים בגרנזי, בריטניה. בין בעלות מניות המיעוט ניתן למנות את Invesco עם כ-29% ואת Fidelity עם 8%. שאר המניות (12%) נסחרות בשוק. סאמיט גרמניה מייצרת 90% מתזרים המזומנים של סאמיט אחזקות נדל"ן ומאוחדת בדוחות הקבוצה, שהיא מהווה חלק ניכר ממנה. משום כך אנו סבורים שסאמיט גרמניה משחקת תפקיד מהותי בזהותה של חברת האם ובאסטרטגיה שלה. שתי החברות גם חולקות שם ומותג, והמוניטין ופעילות ניהול הסיכונים שלהן כרוכים אלה באלה. אנו סבורים שקיימת סבירות גבוהה שסאמיט אחזקות נדל"ן תספק לסאמיט גרמניה תמיכה בכל הנסיבות האפשריות, היות שלזו האחרונה חשיבות מהותית לאסטרטגיה ולביצועים של חברת האם.

פרופיל הסיכון הפיננסי של סאמיט גרמניה נתמך ברמת מינוף בינונית, כמשתקף ביחס מתואם חוב לחוב והון עצמי של כ-45% ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ-4x. מח"מ החוב של החברה הוא 5.3 שנים, ו-95% מהחוב הוא בריבית קבועה או מגודר. האסטרטגיה של החברה היא, להבנתנו, להאריך עוד יותר את המח"מ, תוך שמירה על חשיפה מוגבלת להתחייבויות בריבית משתנה.

ביולי 2017 העמידה סאמיט אחזקות נדל"ן לסאמיט גרמניה הלוואה של 19.5 מיליון אירו בריבית של 8%. אנו כוללים הלוואה זו בחישוב החוב. להבנתנו, ההלוואה הועמדה במסגרת מימון עסקה, ותפרע בטווח הקרוב.

לפי תרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים שסאמיט גרמניה תשמור על יחסי מינוף יציבים, בין השאר יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-45%, ההולם את המדיניות הפיננסית של החברה, לשמור על יחס LTV (loan to value) של עד 50%. אנו צופים שיחס ה-EBITDA להוצאות המימון יישאר משמעותית מעל 3x, תודות לסביבת הריבית הנמוכה המתמשכת והחשיפה המועטה של החברה לחוב בריבית משתנה. אנו צופים שהחברה תממן את תכניות הצמיחה שלה באמצעות תמהיל מאוזן של חוב והון עצמי, ושערך התיק יגדל כתוצאה מכמה שערוכים חיוביים.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- צמיחה נמוכה בתמ"ג בגרמניה, 1.7% ב-2018 ו-1.6% ב-2019, עם שיעור אבטלה כולל נמוך מ-5%.
- גידול של כ-2% בהכנסות מדמי שכירות מנכסים קיימים ב-12-24 החודשים הבאים, בעיקר על סמך חוזה השכירות הקיימים, שכמחצית מהם צמודים למדד או כוללים העלאת הדרגתיות, וכן על סמך השכרות חדשות ושיפור הדרגתי בשיעור התפוסה.
- רכישות שנתיות בהיקף של כ-75-100 מיליון אירו, בהתאם לאסטרטגיית הצמיחה של החברה, במקביל למיעוט מכירות נכסים, להערכתנו.
- שערוכים בשיעור חד ספרתי בינוני-גבוה ב-2017 ובשיעור חד ספרתי בינוני ב-2018, שישקפו את מגמות הביקוש החיוביות למיקומי הנכסים בערים בינוניות ובאזורי מטרופולין וסביבם.
- עלות חוב ממוצעת יציבה של כ-3%.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, יחסי כיסוי החוב חזויים להיות כדלקמן:

- שיעור EBITDA של כ-80% ב-12-24 החודשים הבאים;
- יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-3.5x-4.0x;
- חוב לחוב והון עצמי של כ-45%.

נזילות

אנו מעריכים את הנזילות של סאמיט גרמניה כהולמת. לפי הערכתנו, היחס בין מקורות הנזילות של החברה לשימושים שלה יעלה באופן ניכר על $1.2x$ ב-12 החודשים הקרובים. לסאמיט גרמניה אין חלויות חוב משמעותיות בשנתיים שלוש הבאות, וגם ההוצאות ההוניות המחויבות שלה צפויות להיות מצומצמות.

נכון ל-30 בספטמבר, 2017, מקורות הנזילות של החברה ב-12 החודשים הבאים צפויים להיות כדלהלן:

- יתרות מזומן לא מוגבלות בהיקף של כ-25 מיליון אירו;
 - FFO (funds from operations) בהיקף של 40-45 מיליון אירו, להערכתנו.
- ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה באותה תקופה הן:
- תשלום חלויות חוב של כ-8 מיליון אירו;
 - הוצאות הוניות של 6 מיליון אירו בשנה, כולל השקעות במושכר. להבנתנו, רוב ההשקעות הללו אינן מחויבות;
 - חלוקת דיבידנדים בהיקף של כ-17 מיליון אירו, על סמך מדיניות החברה לחלק 50% מתזרים המזומנים הנקי.

רק 11% מנכסיה של סאמיט גרמניה אינם משועבדים. רוב מסגרות האשראי של החברה קשורות למשכנתאות וניתנו למטרת מימון נכסי נדל"ן. כתוצאה מכך, רוב ההלוואות מגובות בשעבודי קרקעות ובהמחאה של תשלומי שכירות, ורובן כוללות התניות פיננסיות, כגון שיעורי LTV או יחסי כיסוי שירות חוב. אנו צופים שסאמיט גרמניה תשמור בעתיד על מרווח הולם (יותר מ-10%) על כל ההתניות הפיננסיות שלה.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שתיק הנכסים של סאמיט גרמניה, כולל שינויים עתידיים בהרכבו, ייצר תזרימי מזומנים חוזרים הולכים וגדלים, תודות לשוק היציב להשכרת משרדים במיקומים העיקריים של נכסי החברה ותנאי השוק החיוביים בגרמניה. אנו צופים שהכנסות החברה משכירות בנכסים קיימים יגדלו בכ-2% ב-12 החודשים הבאים, בעיקר כתוצאה מהתנאים החיוביים בשוק הנדל"ן בגרמניה ומחוזי שכירות חדשים. רוב נכסיה של סאמיט גרמניה הנמצאים במיקומים משניים, כגון בערים בינוניות או ליד מטרופולינים ברחבי גרמניה, נהנים ממגמות ביקוש חיוביות. אנו סבורים ששיעורי התפוסה יישארו יציבים למדי, עם ירידה שולית בהיקף השטחים הריקים.

אנו צופים שיחס ה-EBITDA להוצאות ריבית יישאר גבוה משמעותית מ-3x ב-12 החודשים הקרובים, ושיחס החוב לחוב והון עצמי יעמוד על כ-45%, בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה.

התרחיש החיובי

נשקול העלאת דירוג אם סאמיט גרמניה תגדיל את היקף תיק הנכסים שלה לרמות דומות לחברות נדל"ן מסחרי המדרגות בדירוג השקעה בינלאומי, עם שיעורי תפוסה גבוהים משמעותית מ-90% כולל בנכסים חדשים, מיקומים עם תנאים מקרו-כלכליים יציבים ומבנים עם גיוון שוכרים הולם.

העלאת דירוג תצריך גם שמירה על יחסי האשראי הנוכחיים, כולל יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך משמעותית מ-50% יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-3x.

העלאת דירוג תלויה גם בהערכת האשראי של בעלת השליטה האסטרטגית, סאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ.

התרחיש השלילי

נשקול הורדת דירוג אם החברה תגדיל את המינוף שלה, כך שיחס החוב לחוב והון עצמי יעלה ל-50% ומעלה או שיחס ה-EBITDA להוצאות מימון ירד ל-2.4x ומטה. תרחיש זה ייתכן אם סאמיט גרמניה תשנה את המדיניות הפיננסית המוצהרת שלה ותבצע רכישות נכסים ממונפות.

נשקול הורדת דירוג גם אם החברה תמכור חלק מהותי מתיק הנכסים שלה, ובכך תקטין אותו ותגדיל את הריכוז בנכסים או שוברים ספציפיים, כך שערך התיק יקטן משמעותית מתחת למיליארד אירו, או שתשקיע במיקומים משניים טובים פחות ורחוקים ממרכזים מטרופוליניים.

תרחיש שלילי אפשרי גם אם הערכתנו לבעלת השליטה סאמיט אחזקות נדל"ן בע"מ תורע במידה ניכרת.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: הולמת (ניטרלי)

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [סולמות דירוג והגדרות: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה - כללי: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: התייחסות למימון באמצעות מכשירי הון שלא מן המניין, בחברות לא-פיננסיות](#), 29 באפריל, 2014
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של S&P מעלות](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה - כללי: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 14 באוגוסט, 2017
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 26 ביוני, 2017
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 25 בינואר, 2016

	Summit Germany Ltd.
	דירוג (י) המנפיק
ilAA-\Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך
	היסטוריית דירוג המנפיק
ilAA-/Stable	דירוג מקומי - טווח ארוך ינואר 15, 2018
	פרטים נוספים
13:05 15/01/2018	זמן בו התרחש האירוע
13:05 15/01/2018	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יוזם הדירוג

מעקב אחר דירוג אשראי

אנו עוקבים באופן שוטף אחר התפתחויות שעשויות להשפיע על דירוג האשראי של מנפיקים או של סדרות אג"ח ספציפיות שאנו מדרגים, מטרת המעקב היא להבטיח כי הדירוג יהיה מעודכן באופן שוטף ולזהות את הפרמטרים שיכולים להוביל לשינוי בדירוג.

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 חוזרת, לשכפל, להפיץ בכל דרך, לשנות או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות הדירוגים, האנליזות, המידע, ההערכות, התוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, יחדיו, ה"תוכן"). מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, יחדיו, "S&P"). S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים שלה, המנהלים שלה, בעלי המניות שלה, עובדיה ושלוחיה (להלן, יחדיו, "הצדדים (ה)קשורים") אינם מבקרים את התוכן ואינם מאמתים את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי-דיוקים, חוסרים, היותו מעודכן או זמין בכל עת. התוכן מסופק על בסיס AS-IS. S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, במישרין או בעקיפין, לרבות, אך לא רק, בעניין מידת האיות מספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, וכי התוכן לא יכלול טעויות ו/או שגיאות.

S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות שהיא לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג שהוא, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד עבודה ועסקים, הפסד הכנסות או רווחים, הפסד או איבוד מידע, פגיעה בשם טוב, אבדן הזדמנויות עסקיות או מוניטין), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן. גם במידה ונודע מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

אנליזות הקשורות לדירוג ואנליזות אחרות, לרבות, אך לא רק, הדירוגים, ומידע אחר הכלול בתוכן מהוות הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומן, ואינן מהוות דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך.

על מנת לשמר את העצמאות והיעדר התלות 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 שאינו פומבי המתקבל בקשר להליכים האנליטיים שהיא מבצעת. S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחנתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים, לפי העניין. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והאנליזות. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il ובאתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.