

ברוקלנד אפריל לימיטד

26 ביוני, 2018

עדכון דירוג

הורדת דירוג ל-'BBB' בעקבות היחלשות בביצועים התפעוליים ושחיקה ביחסים הפיננסיים; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736, dima.postirnak@spglobal.com

איש קשר נוסף:

אייל עברון, 972-3-7539723, eyal.evron@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

התאמות לדירוג

ניתוח שיקום חוב

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

עדכון דירוג

הורדת דירוג ל-'ilBBB' בעקבות היחלשות בביצועים התפעוליים ושחיקה ביחסים הפיננסיים; התחזית יציבה

תמצית

- ביצועים תפעוליים חלשים של ברוקלנד אפריל לימיטד ברבעונים האחרונים, ביניהם דחייה מהותית במסירת הפרויקטים ורווחיות נמוכה יחסית של יחידות דיור שנמסרו, הובילו לשחיקה ביחסים הפיננסיים שכתת חורגים מהיחסים ההולמים את הדירוג הקודם.
- שיפור מסוים ביחסים הפיננסיים עשוי לחול בשנתיים הקרובות לאור צפי לסיום מספר פרויקטים גבוה יחסית, אך אנו מעריכים כי החברה עדיין תציג מינוף מאזני גבוה עם חשיפה לתנודתיות ביחסים הפיננסיים, בשל בסיס EBITDA מצומצם ועיכובים אפשריים בביצוע ובמכירות הפרויקטים.
- אנו מורידים את הדירוג של ברוקלנד אפריל לימיטד לדירוג 'ilBBB' מדירוג 'ilBBB+'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תציג החברה ביצועים התפעוליים התואמים את תרחיש הבסיס שלנו יחס חוב לחוב והון עצמי של כ-70%, בשל הערכתנו לביקוש ומחירים יציבים בברוקלין ובהתאם למדיניות הפיננסית שהוצגה לנו. לדעתנו, יחס המינוף תלוי בקצב ההשקעות, בחלוקת הדיבידנד, במידת השתתפות המיעוט בפרויקטים ובקצב סיום הפרויקטים, ובהתאם לכך באפשרותה של החברה לעמוד בו.

פעולת הדירוג

ב-26 ביוני, 2018, הורידה S&P מעלות את הדירוג של ברוקלנד אפריל לימיטד, הפועלת בייזום דירות למגורים, בעיקר בברוקלין, ניו-יורק, לדירוג 'ilBBB' מדירוג 'ilBBB+'. תחזית הדירוג יציבה. כמו כן קבעה S&P מעלות דירוג 'ilBBB' לסדרות האג"ח 'א' ו'ב' של ברוקלנד אפריל לימיטד בעקבות יישום לראשונה של מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג לחברת ברוקלנד אפריל לימיטד משקפת ביצועים תפעוליים חלשים ברבעונים האחרונים, ביניהם דחייה מהותית במסירת הפרויקטים ורווחיות נמוכה יחסית של יחידות דיור שנמסרו, אשר הובילו לשחיקה ביחסים הפיננסיים שכתת חורגים מהיחסים ההולמים את הדירוג הקודם. אנו מעריכים כי החברה תציג שיפור מסוים בהיקף מסירות הפרויקטים בשנים 2019-2020, שיוביל לשיפור מסוים ביחסים הפיננסיים בעיקר החל מ-2019, אך סבורים כי החברה עדיין תציג מינוף מאזני גבוה עם חשיפה לתנודתיות ביחסים הפיננסיים, בשל בסיס EBITDA מצומצם ועיכובים אפשריים בביצוע ובמכירות הפרויקטים.

ב-2017 הציגה החברה שחיקה בביצועים התפעוליים, שכללה עיכובים מהותיים בסיום הפרויקטים שבביצוע. מינוף החברה עלה לכ-70% בסוף 2017 וברבעון הראשון של 2018 מכ-54% בסוף 2016 ושיעור הרווח הגולמי ירד לכ-9% לעומת 30%-35% בשנים 2015-2016. הירידה ברווחיות והעלייה המהותית במינוף מיוחסות בעיקר להתארכות הפרויקטים מעבר למצופה, בין היתר בגלל מעבר לפרויקטים בהיקפים גבוהים יותר בשנתיים האחרונות, וכתוצאה מכך לעלייה משמעותית בהיקף ההוצאות. בעקבות השחיקה בביצועים התפעוליים, חלה שחיקה גם ביחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון, שעמד ב-2017 על כ-0.2x בהשוואה לכ-1.6x ב-2016.

הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי מוגבלת בשל היקף פעילות מצומצם המוביל לתנודתיות גבוהה בביצועים התפעוליים ולחשיפה גבוהה לעיכובים בפרויקטים; פיזור גיאוגרפי נמוך; שיעורי החזקה לא גבוהים ברוב הפרויקטים; סיכונים מובנים בפעילות הייזום למגורים בניו יורק, כגון התחלת שיווק הפרויקט רק בשלבים סופיים של הבנייה; וחוסר יכולת להשתמש במקדמות מלקוחות כמקור תזרימי וכתוצאה מכך חשיפה לסיכון של ירידת מחירים משמעותית. גורמי הסיכון הללו מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי מיקוד בברוקלין שיש בה ביקוש

גבוה לדיור ברמות המחירים שבהם מתמקדת החברה; על ידי קוטנם של הפרויקטים, שמחזורי הבנייה שלהם אמורים להיות קצרים יחסית, דבר המצמצם חלקית, להערכתנו, את החשיפה לתנודות השוק; ועל ידי שליטה מלאה של החברה בכל הפרויקטים. נציין כי בשנה אחרונה השתנה מבנה הבעלות של החברה, וכיום מחזיק בועז גלעד ב-100% ממניותיה. איננו סבורים שיש לשינוי זה השפעה על דירוג החברה.

תרחיש הבסיס שלנו מתבסס על ההנחות המרכזיות שלהלן:

- פרויקטים שהסתיימו או שקרובים לשלבי הסיום יימסרו ויוכרו בדוחות לשנת 2018.
- יתר הפרויקטים יוכרו בשנים 2019-2021, בהתאם לשלבי הפרויקט.
- שיעור הרווח הגולמי ב-2018 יהיה 15%-20%, בעיקר בשל רווחיות נמוכה בפרויקט 550 4th Ave וההפסד הצפוי בפרויקט Cooper 189. שיעור רווח גולמי של 20%-30% בפרויקטים הצפויים להסתיים בשנים 2019-2020.
- בהתאם למדיניות שהוצגה בפנינו, פרויקטים חדשים ימומנו על ידי הזרמת הון של בעלי מניות המיעוט, לצד חוב חיצוני חדש. מודל זה אמור למתן את קצב העלייה במינוף ברמת הדוח המאוחד.
- המיעוט ימשוך את כל חלקו בפרויקטים שמסתיימים ובעלי השליטה ימשכו עד כ-50% מחלקם בעודפי הפרויקטים כדיבידנד.
- עלות החוב תעלה בהדרגה בשל ציפיותינו להמשך עליית הריבית בארה"ב.

תחת תרחיש הבסיס שלנו, היחסים הפיננסיים חזויים להיות כדלקמן:

- יחס חוב לחוב והון העצמי של כ-70% ב-2018 וכ-65% ב-2019-2020;
- יחס EBITDA להוצאות המימון נמוך מ-1.0x ב-2018 ושיפור מהותי ל-1.5x-3.0x ב-2019-2020.

נזילות

אנו מעריכים את נזילותה של ברוקלנד אפריל לימיטד על בסיס סולו מורחב, כולל הכנסות מנכסים המניבים וחלק החברה בתזרימים מפרויקטי ייזום, כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים ב-12 החודשים הקרובים יעלה על 1.2x. כמו כן, אנו צופים כי יהיה עודף מקורות על שימושים גם במקרה של ירידה של כ-30% ב-EBITDA.

בהתאם למדיניותה הפיננסית של החברה כפי שנמסרה לנו, היא התחייבה לשמור על כרית מזומנים בגובה החלות השוטפת של אג"ח א' שנה לפני הפירעון. יצוין כי החוב לגופים המממנים את הפרויקטים נפרע כנגד מכירות, מאחר שמדובר במסגרות ליווי סגורות, ולכן התשלום לגופים אלה אינו נכלל בבחינת הנזילות.

לחברה מספר התניות בגין איגרות החוב. להבנתנו, החברה עומדת בהן עם מרווח מספק.

בתרחיש הבסיס אנו מניחים כי המקורות העיקריים של החברה מה-1 באפריל, 2018, ועד ה-31 במרץ, 2019, הם כדלקמן:

- NOI (net operating income) מנכסים מניבים בהיקף של כ-1 מיליון דולר;
- משיכת רווחים והון עצמי מפרויקטים של כ-5-9 מיליון דולר (חלק החברה). הערכה זו מתבססת, בין היתר, על הנחתנו כי חלק מההון העצמי שישוחרר מפרויקטים שיתיימו יושקע מחדש בהתחלות פרויקטים חדשים;
- קבלת הלוואה בנקאית בפרויקט Cooper 189 בהיקף של כ-4.6 מיליון דולר (בוצע).

ההנחות שלנו לגבי השימושים של החברה לאותה תקופה הן:

- חלויות אג"ח שוטפות ואמורטיזציה של הלוואות נדל"ן מניב בהיקף של כ-4 מיליון דולר;
- הוצאות ריבית בגין האג"ח והוצאות הנהלה וכלליות של כ-6 מיליון דולר.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תציג החברה ביצועים התפעוליים התואמים את תרחיש הבסיס שלנו ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-70%, בשל הערכתנו לביקוש ומחירים יציבים בברוקלין ובהתאם למדיניות הפיננסית שהוצגה לנו. לדעתנו, יחס המינוף תלוי בקצב ההשקעות, בחלוקת הדיבידנד, במידת השתתפות המיעוט בפרויקטים ובקצב סיום הפרויקטים, ובהתאם כך באפשרותה של החברה לעמוד בו. כמו כן נשענת התחזית על מדיניותה של ההנהלה לשמור על כרית מזומנים בהיקף של תשלום הקרן השנתי של סדרת אג"ח א' כשנה לפני מועד התשלום.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג יחס חוב לחוב והון העצמי נמוך מ-60% לאורך זמן, תוך הפחתת התנודתיות ביחסים הפיננסיים ויצירת תזרימי מזומנים חיוביים (חלק החברה). תרחיש כזה עשוי להתקיים, להערכתנו, אם החברה תגדיל באופן מהותי את בסיס ה-EBITDA ואת חלקה בפרויקטים.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם מינוף החברה יעלה על 75%, או אם תחול הרעה בפרופיל העסקי שלה, למשל אם קצב המכירות יהיה נמוך משמעותית מתרחיש הבסיס שלנו, אם מחירי המכירה ירדו באופן חד, או אם יהיו עיכובים בפרויקטים הרבה מעבר להנחות המוצא שלנו בתחזית, שיביאו לפגיעה בנזילות החברה לצורכי שירות האג"ח.

התאמות לדירוג

פיזור ענפי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- בעקבות יישום לראשונה של מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי.
- אנו קובעים לסדרות האג"ח של ברוקלנד אפריל לימיטד (סדרות א' ו-ב') דירוג 'BBB+', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות האג"ח הוא '4' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%. סדרות אלו מובטחות בשעבוד על מניות של מספר חברות LLC בארה"ב, שאנו רואים כחלש יותר מאשר שעבוד ישיר על נכסים.
- ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס תמהיל והיקף החוב הנוכחיים. שינוי בשיעור החוב המובטח או גידול בחוב עשויים להשפיע על ניתוח שיקום החוב.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2020
- מיתון עמוק בכלכלת ארה"ב ומשבר בענף המגורים בברוקלין יובילו לצמצום משמעותי בביקוש לדירות חדשות. אנו מניחים כי גורמים אלו יובילו לירידה משמעותית בהיקף המכירות ובמחירי הדירות בפרויקטים של החברה, ובעקבות כך תחול פגיעה מהותית בתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות קרן וריבית.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים ובאיכות הנכסים.
- ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס סולו מורחב, כאשר רק הפרויקטים הממומנים באג"ח בלבד ונכסי הנדל"ן המניב נלקחו על בסיס מאוחד.
- שווי הנכסים המניבים של החברה יקטן בכ-40% ושווי הפרויקטים בביצוע שממומנים באג"ח יקטן בכ-45%. הערכתנו מבוססת על מיקום ואיכות הנכסים.
- חלק החברה בהון העצמי של חברות הפרויקטים שממומנים יחד עם משקיעי המיעוט יקטן בכ-85% בשל רמת המינוף בחברות אלו.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-20 מיליון \$
 - עלויות אדמיניסטרטיביות ותפעול: 7%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-18.6 מיליון \$
 - סך חוב בנקאי מובטח: כ-3.9 מיליון \$ (משויך לנדל"ן המניב)
 - שווי פנוי לכיסוי חוב של סדרות האג"ח: כ-15 מיליון \$
 - סך חוב של סדרות האג"ח א' ו-ב': כ-43 מיליון \$
 - הערכת שיעור שיקום חוב סדרות האג"ח א' ו-ב': 30%-50%
 - דירוג שיקום חוב לסדרות האג"ח א' ו-ב' (1 עד 6): 4
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

הערכת שיקום חוב באחוזים	תיאור	ציון הערכת שיקום חוב	דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק
100%	צפי להחזר מלא	1+	3+ נוצ'ים
100%-90%	שיקום חוב גבוה מאד	1	2+ נוצ'ים
90%-70%	שיקום חוב גבוה	2	1+ נוצ'
70%-50%	שיקום חוב משמעותי	3	0 נוצ'ים
50%-30%	שיקום חוב ממוצע	4	0 נוצ'ים
30%-10%	שיקום חוב צנוע	5	1- נוצ'
10%-0%	שיקום חוב זניח	6	2- נוצ'ים

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 98-90 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: עיתוי התשלומים, תקופות גרייס, ערבויות, והשימוש בדירוגים 'D' \(כשל פירעון\) ו-'SD' \(כשל פירעון סלקטיבי\)](#), 24 באוקטובר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוג קבוצות חברות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: דירוגי חברות - יחסים פיננסיים והתאמות](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידיים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג יזמי נדל"ן](#), 3 בפברואר, 2014
- [סולמות דירוג והגדרות: דירוג אשראי בסולמות מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה ליישום דירוגי שיקום חוב בדירוגי הנפקה בסולמות דירוג מקומיים](#), 22 בספטמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידיים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידיים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [סולמות דירוג והגדרות: טבלאות ההמרה של S&P בין דירוגים בסולם הגלובלי לדירוגים בסולמות מקומיים](#), 14 באוגוסט, 2017
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 19 באפריל, 2018

	ברוקלנד אפריל לימיטד
	דירוג(י) המנפיק
ilBBB\Stable	סווח ארוך
	דירוג(י) הנפקה
	חוב בכיר מובטח
ilBBB	סדרה א,ב
	היסטוריית דירוג המנפיק
	סווח ארוך
ilBBB\Stable	יוני 26, 2018
ilBBB+\Stable	מאי 13, 2014
	פרטים נוספים
17:22 26/06/2018	זמן בו התרחש האירוע
17:22 26/06/2018	זמן בו נודע לראשונה על האירוע
החברה המדורגת	יזם 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 הנתנים 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 מהחמתים 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.