

Silverstein Properties Limited

5 בספטמבר, 2019

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'AA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד
230 מיליון ₪ ע.ב.

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

מתן דירוג 'ilAA' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 230 מיליון ₪ ע.ג.

S&P מעלות מודיעה בזאת על מתן דירוג 'ilAA' לאיגרות חוב בהיקף של עד 230 מיליון ₪ ע.ג. שיונפקו על ידי חברת Silverstein Properties Limited (ilAA-/Stable) באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה, סדרה ב'. התמורה מהנפקת איגרות החוב מיועדת בעיקר להשקעות שוטפות.

לפרטים נוספים אודות דירוג החברה ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו [דוח דירוג מ-30 באפריל, 2019](#).

פרטים כלליים (נכון ל-5 בספטמבר, 2019)

Silverstein Properties Limited	
דירוג(י) המנפיק	
טווח ארוך	
דירוג(י) הנפקה	
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>	
ilAA	סדרה א
ilAA	סדרה ב
היסטוריית דירוג המנפיק	
דירוג מקדמי	
יוני 27, 2018	
אפריל 22, 2018	
טווח ארוך	
יוני 27, 2018	
פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	
יוזם הדירוג	
17:35 05/09/2019	
17:35 05/09/2019	
החברה המדורגת	

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 S&P AS-IS. 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.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

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 מהחתמים 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.

Silverstein Properties Limited

30 באפריל, 2019

אנליסט אשראי ראשי:

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

איש קשר נוסף:

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

תוכן עניינים

2	תמצית
2	תחזית הדירוג: יציבה
3	התרחיש החיובי
3	התרחיש השלילי
3	תרחיש הבסיס
3	הנחות עיקריות
4	יחסים עיקריים
4	תיאור החברה
4	הפרופיל העסקי
5	הפרופיל הפיננסי
6	נזילות: הולמת
6	ניתוח התניות
6	התאמות לדירוג
7	ניתוח שיקום חוב
7	שיקולים עיקריים
7	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
8	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
8	התאמות לדיווח הכספי
10	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
11	רשימת דירוגים

Silverstein Properties Limited

ilAA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
- ריכוזיות סקטוריאלית וגיאוגרפית בענף המשרדים להשכרה במנהטן, המאופיין ביציבות יחסית בשנים האחרונות. - חשיפה לנכס מהותי "7WTC" ולשוכר עיקרי Moody's Corporation. - שיעורי החזקה לא גבוהים בחלק מהנכסים. - צפי לירידה מסוימת ביחס כיסוי הריבית בשנים הקרובות לאור החלפת שוכרים בחלק מהנכסים ועלייה בהוצאות התפעוליות, אך היחס צפוי להמשיך להלום את הדירוג.	- תיק נכסים מניב בשווי ואיכות גבוהים יחסית עם נראות הכנסות טובה ובסיס EBITDA גבוה יחסית לקבוצת ההשוואה. - מעמד תחרותי חזק של הקבוצה בשוק הפעילות. - מח"מ חוזי שכירות ארוך יחסית של כ-7 שנים עם מרכיב קבוע של עלייה בשכ"ד ברוב החוזים ופקיעת חוזים מתונה בשנים הקרובות. - מינוף מאזני יציב ונמוך ביחס לקבוצת ההשוואה, כמתבטא ביחס חוב לחוב והון העצמי צפוי של 40%-45% בשנתיים הקרובות.

בשנה האחרונה שמרה החברה על אופיו והיקפו של תיק נכסים בהשוואה לשנים הקודמות. תיק הנכסים מציג ביצועים תפעוליים יציבים כמתבטא בשיעורי תפוסה ושיעורי גבייה גבוהים, שיעור נמוך יחסית של פקיעת חוזי שכירות בשנים הקרובות ומח"מ חוזי שכירות ארוך יחסית, הכולל ברובו עלייה הדרגתית בדמי השכירות. מאידך, נמשכה החשיפה לנכס "7WTC" ולשוכר העיקרי Moody's Corporation (BBB+/Stable/A-2).

בשנתיים הקרובות אנו צופים ירידה מסוימת ביחס כיסוי הריבית ושמירה על רמת מינוף יציבה. אנו צופים כי יחס הכיסוי EBITDA להוצאות המימון יעמוד על כ-1.8x-2.0x בשנים 2019-2020, לעומת 2.0x בשנת 2018, לאור החלפת שוכרים בחלק מהנכסים המסחריים ועלייה בהוצאות התפעוליות בעיקר בנכסי המגורים להשכרה. רמת המינוף של החברה, כפי שמשתקפת ביחס החוב לחוב והון העצמי, צפויה להמשיך להיות יציבה יחסית סביב 40%-45% בהעדר צפי לרכישות משמעותיות בשנים הקרובות. להערכתנו, יחסי הכיסוי והמינוף צפויים להמשיך להלום את הדירוג.

תחזית הדירוג: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו שב-12 החודשים הקרובים ישמור תיק הנכסים המניב על היקפו, על הריכוזיות במנהטן ובענף המשרדים ועל יציבות תפעולית. תחזית הדירוג משקפת גם את הנחתנו שהחברה תשמור על היקף נכסים בפיתוח של עד 20% מסך השווי הנכסי לאורך זמן. היחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג הם יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.0x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-50%.

התרחיש החיובי

העלאת דירוג תיתכן אם החברה תגדיל משמעותית את בסיס ה-EBITDA ואת תזרים המזומנים, תקטין את הריכוזיות במספר הנכסים והשוכרים ותגדיל את הפיזור הגיאוגרפי. כמו כן, נשקול פעולת דירוג חיובית אם יחול שיפור משמעותי בביצועי תיק הנכסים ובפרופיל הסיכון הפיננסי של החברה.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם היחס המתואם EBITDA להוצאות מימון יפחת מ-1.8x לאורך זמן, אם יחס החוב לחוב והון עצמי יעלה על 55% או אם תחול הרעה במזילות החברה. להערכתנו, תרחיש זה ייתכן אם החברה תבצע פעילות ייזום בהיקף גבוה, בשיעור רווחיות נמוך יותר או בעלויות מימון גבוהות יותר מהערכתנו, או אם תחול הרעה בביצועי הנכסים המניבים של החברה בעקבות הרעה בשוק המשרדים והמגורים בעיר ניו יורק או עלייה משמעותית בעלות החוב.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחת תמ"ג ריאלי בארה"ב של כ-2.2% ב-2019 ושל 1.7% ב-2020.
- צפי לירידה מסוימת ב-NOI (net operating income) בעקבות החלפת שוכרים בחלק מהנכסים המסחריים (בעיקר בנכס 7WTC) ועלייה בהוצאות התפעוליות בעיקר בנכסי המגורים להשכרה. העלייה בהוצאות התפעוליות בנכסי המגורים נובעת בעיקר מהנכס River Place, בעקבות הקטנת ההטבות לפי התוכנית 421a, שצפויה להתקזז חלקית מול עלייה מסוימת בשכ"ד לאחר שיפוך חלק מהדירות.
- השקעות הוניות (capex) בסכום של 90-100 מיליון דולר בשלושת השנים הקרובות בעיקר בנכסים המאוחדים River Place ו-Silver Tower בעקבות שיפוץ כמה יחידות דיור במטרה להעלות את שכר הדירה (תכנית שעל פיה פועלת החברה בשנים האחרונות) וכן בהתאם לחוזי השכירות בנכסים הקיימים.
- השקעות בנכסים חדשים בהיקף כולל של כ-70 מיליון דולר בשלוש השנים הקרובות.
- צפי לירידה מסוימת בשיעורי הרווח בשנתיים הקרובות בשל הצפי לעלייה בהוצאות התפעוליות.
- יציבות יחסית בשווי הנכסים הקיימים.
- חלוקת דיבידנדים שנתיים בהיקף של כ-40 מיליון דולר.
- המשך שמירה על חשיפה בינונית-נמוכה להלוואות בריבית משתנה.
- התחלת פיתוח הקרקע ב-520 West 41 St בהתקיימות שלושת התנאים הבאים: הכנסת שותף אקוויטי, חתימת חוזה GMP (Guaranteed Maximum Price) וסגירת מימון בנקאי לפרויקט.
- שמירה על רמת מינוף, חוב לחוב והון עצמי, של עד 50%, על פי המדיניות הפיננסית שנמסרה לנו.

יחסים עיקריים

2020E	2019E	2018A	יחס פיננסי
2.0x-1.8x	2.0x-1.8x	2.0x	EBITDA/הוצאות מימון
45%-40%	45%-40%	39.5%	חוב/חוב והון עצמי
15.0x-12.5x	14.0x-12.0x	11.6x	חוב/EBITDA

A-בפועל. E-צפוי

תיאור החברה

Silverstein Properties Limited היא חברה פרטית הרשומה בא"י הבתולה הבריטיים ופועלת בעיקר בתחום המשרדים והמגורים להשכרה בעיר ניו יורק. נכון לדצמבר 2018, החברה מחזיקה בתשעה נכסים בהיקף כולל של כ-6.4 מיליארד דולר לפי 100% וכ-2.7 מיליארד דולר לפי איחוד חלקי יחסי. נכסים אלו מוחזקים בשיעורי החזקה שונים: חמישה מהם נמצאים בשליטה מלאה של החברה ומאוחדים בדוחותיה וארבעה רשומים לפי שיטת השווי המאזני. החברה היא חלק מקבוצת Silverstein שבעל השליטה בה הוא לארי א. סילברסטין, ושפועלת בתחום הנדל"ן בארה"ב ב-60 השנים האחרונות. להבנתנו, הקבוצה מחזיקה ומנהלת נכסים בהיקף כולל של כ-9 מיליארד דולר בעיקר בעיר ניו יורק ונחשבת לאחת מקבוצות הנדל"ן המובילות בעיר.

הפרופיל העסקי

אנו סבורים שפרופיל הסיכון העסקי של החברה נתמך במעמדה התחרותי הגבוה של הקבוצה בשוק הפעילות; בפעילות בתחום הנדל"ן להשכרה למשרדים ומגורים בעיר ניו יורק, המקנה נראות טובה של ההכנסות; באיכותם הגבוהה של הנכסים אשר ממוקמים באזורים מרכזיים ומבוקשים במנהטן; בהיקף תיק נכסים גבוה ביחס לקבוצת ההשוואה; בשיעורי תפוסה של כ-92% בסוף 2018 ובשיעורי גבייה גבוהים; בפיזור שוכרים הכולל כ-2,400 שוכרים שונים, אשר מתקזז חלקית לאור החשיפה לשוכר יחיד, Moody's Corporation (BBB+/Stable/A-2), האחראי לכ-28% מהכנסות החברה (לפי איחוד חלקי יחסי, חוזה השכירות עד נובמבר 2027); במח"מ חוזי שכירות גבוה יחסית של כשבע שנים; בבסיס EBITDA גבוה יחסית לקבוצת ההשוואה; בפקיעת חוזי שכירות נמוכה יחסית בשנים הקרובות (עד כ-7% מדמי השכירות השנתיים של סגמנט המשרדים עד 2021); ובעובדה שדמי השכירות הממוצעים במרבית נכסי המשרדים נמוכים מהממוצע בשוק.

מאידך, הפרופיל העסקי מוגבל בשל ריכוזיות סקטוריאלית בענף המשרדים, ריכוזיות גיאוגרפית במנהטן וריכוזיות בנכס מהותי (המהווה כ-50% מה-NOI של החברה לפי איחוד חלקי יחסי); חשיפה לענף פעילות מרכזי של השוכרים – מוסדות פיננסיים (כ-35% מסגמנט המשרדים לפי איחוד חלקי יחסי); דמי השכירות הממוצעים בנכסי

המגורים גבוהים מהממוצע בשוק; חשיפה לפעילות ייזום של מכירת דירות בפרויקט 520 West 41 St; ושיעורי החזקה לא גבוהים בחלק מהנכסים.

הפרופיל הפיננסי

בשנת 2018 עמד יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון על $2.0\times$, בעיקר בעקבות הנפקת אג"ח בישראל ושימוש בתמורת ההנפקה למחזור הלוואה של כ-100 מיליון דולר ולרכישת הנכס Galaxy בניו יורק תמורת כ-50 מיליון דולר (חלק החברה). אנו צופים כי יחס זה עשוי להיחלש מעט ולעמוד על כ- $1.8\times$ - $2.0\times$ בשנים 2019-2020 בעקבות החלפת שוברים בחלק מהנכסים המסחריים (בעיקר בנכס 7WTC) ועלייה בהוצאות התפעוליות בעיקר בנכסי המגורים להשכרה. אנו מעריכים שיחס הכיסוי הצפוי ימשיך להלום את הדירוג הנוכחי.

לחברה מינוף מאזני יציב יחסית ונמוך ביחס לקבוצת ההשוואה. אנו צופים כי יחס החוב לחוב והון העצמי בשנתיים הבאות יעמוד על כ-40%-45% בהיעדר צפי לרכישות משמעותיות בשנים הקרובות. המינוף הנוכחי נתמך במדיניות הפיננסית של החברה כפי שנמסרה לנו לשמירה על מינוף של עד 50%. אנו מעריכים כי גמישותה הפיננסית של החברה מוגבלת שכן כל נכסי החברה משועבדים.

החברה ממשיכה לשמור על מח"מ חוב ארוך יחסית של כשמונה שנים (לפי איחוד חלקי יחסי) ושיעור ניכר מהחוב שלה הוא בריבית קבועה, גורמים התומכים בהערכת הפרופיל הפיננסי של החברה.

בבחינת מבנה ההון של החברה אנו בודקים, בין היתר, את החשיפה של החברה לתנודות בשער החליפין, לנוכח העובדה כי חלק מהחוב של החברה נקוב במטבע זר (שקל חדש) ביחס למטבע הפעילות (דולר). מדיניות החברה כפי שנמסרה לנו היא לא לגדר את החשיפה המטבעית. בשלב זה החשיפה אינה משפיעה על הדירוג.

Table 1.

Silverstein Properties Ltd. – Financial Summary (Mil. \$)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

Fiscal Year	2018	2017	2016	2015
Revenues	216.6	212.4	212.7	208.6
EBITDA	120.2	119.9	123.6	118.0
FFO	60.5	54.0	60.9	60.0
Interest Expense	59.6	66.0	62.6	58.0
Net income from continuing operations	44.6	109.6	152.3	218.7
Cash flow from operations	50.3	49.4	54.0	15.8
Debt	1,402.3	1,338.1	1,397.8	1,386.5
Equity	2,145.9	2,131.7	2,060.7	1,929.7
Valuation of Investment Property	3,451.6	3,404.7	3,416.7	3,255.6
Adjusted ratios				
EBITDA margin (%)	55.5	56.5	58.1	56.6
Return on capital (%)	3.2	4.2	4.5	4.3
EBITDA interest coverage (x)	2.0	1.8	2.0	2.0
Debt/EBITDA (x)	11.7	11.2	11.3	11.8

Fiscal Year	2018	2017	2016	2015
FFO/debt (%)	4.3	4.0	4.4	4.3
Cash flow from operations/debt (%)	3.6	3.7	3.9	1.1
Debt/debt and equity (%)	39.5	38.6	40.4	41.8

נזילות: הולמת

אנו מעריכים את הנזילות של Silverstein Properties Limited כהולמת. אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים הקרובים. בחינת נזילות החברה מבוצעת על בסיס איחוד חלקי יחסי ומתבססת על היקף המזומנים והתזרים החיובי השוטף כנגד ההשקעות הצפויות. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA. לחברה הלוואות בנקאיות שכולן ללא זכות חזרה לחברה וללא ערבות צולבת. להבנתנו, החברה עומדת בכל התניות הפיננסיות עם מרווח מספק, והיא שומרת על מדיניות ניהול סיכונים זהירה כחלק מהמדיניות הפיננסית. יש לציין כי החל משנת 2021 תצטרך החברה לפרוע חלויות אג"ח, שנפרסו באופן אחיד יחסית.

להערכתנו, המקורות והשימושים ברמת ודאות גבוהה של החברה, החל מה-1 בינואר, 2019, ועד ל-31 בדצמבר, 2019, הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
- מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-69 מיליון \$. - מסגרות אשראי חתומות לצורך השקעות הוניות בנכסים בהיקף של כ-43 מיליון \$. - FFO (funds from operation) של כ-41 מיליון \$ (הערכה שלנו). - תמורה מהנפקת אג"ח של כ-50 מיליון \$ (הושלם).	- חלויות שוטפות של הלוואות בהיקף של כ-5 מיליון \$. - רכישת נכס חדש בפילדלפיה בהיקף של כ-17 מיליון דולר (חלק החברה בהון) (בוצע). - השקעות הוניות (capex) בנכסים בהיקף של כ-75-80 מיליון \$. - השקעות אחרות בנכסים של כ-20 מיליון דולר.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. נכון למועד הדוח, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו קובעים לסדרת אג"ח א' הבלתי מובטחת של Silverstein Properties Limited דירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוף) אחת מעל לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.
- אנחנו מנתחים את שיקום החוב של החברה על בסיס איחוד חלקי יחסי, לפי חלק החברה במבנה ההחזקה בנכסים. דירוג שיקום החוב של סדרת האג"ח מושפע בעיקר מרמת המינוף הנוכחית של החברה ומבנה החוב. ניתוח שיקום החוב נעשה על בסיס מבנה החוב הקיים היום, בהנחה שהחוב הבנקאי ימוחזר ולאחר ביצוע אמורטיזציה של החוב הבנקאי בטווח הקצר. הגדלה משמעותית של החוב המובטח, בין היתר אם החברה תרכוש נכסים חדשים בשיעורי מינוף גבוהים, עשויה להשפיע לשלילה על שיעור שיקום החוב של החוב הלא מובטח.
- על אף המוצג במפל התשלומים, הערכתנו לשיעור שיקום החוב מוגבלת לטווח של 70%-90% בשל הערכתנו כי החברה תגדיל את היקף החוב המובטח או הבכיר במסלול ההתדרדרות.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- מיתון עמוק בכלכלה האמריקאית יוביל לעלייה משמעותית בשיעור האבטלה ובשיעור הריבית, לירידה בשיעורי התפוסה של הנכסים ולירידה משמעותית בשווי הנכסים.
- שווי הנכסים המניבים ברוטו מסגמנט המשרדים של החברה יקטן ב-40% בהתחשב באיכות ומיקום הנכסים, בתרחיש ההיפותטי על מצב השוק, במבנה המשפטי של החברה, בחשיפה לשוכר בודד ובמספר הקטן יחסית של נכסים.
- שווי הנכסים המניבים ברוטו מסגמנט המגורים להשכרה של החברה יקטן ב-35% בהתחשב בפיזור השוכרים בסגמנט, במספרם הקטן של הנכסים ובאיכותם ומיקומם.
- שווי הקרקע ב- 520 West 41 St יקטן ב-50% בעקבות התרחיש ההיפותטי על מצב השוק.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית תשתמש החברה בירת המזומנים שברשותה.
- החברה תמשיך לפעול כעסק ח', הערכה הנתמכת במיקומים המרכזיים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- החברה תוותר על נכסים הממומנים בהלוואות ללא זכות חזרה ששוויים תחת הנחות התרחיש יהיה נמוך מגובה ההלוואות בזמן אירוע כשל הפירעון ההיפותטי.
- במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי במצב החברה, החוב הבנקאי ייפרע לפני פירעון האג"ח.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-1.41 מיליארד דולר
 - עלויות אדמיניסטרטיביות: 7%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: כ-1.31 מיליארד דולר
 - סך חוב מובטח בנכסי נדל"ן: כ-1.02 מיליארד דולר
 - שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: כ-293 מיליון דולר
 - סך חוב לא מובטח (סדרה א'): כ-234 מיליון דולר
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח: 70%-90% (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
 - דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח (1 עד 6): 2 (מוגבלת כפי שצוין לעיל)
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה של החוב הבנקאי בטווח הקצר.

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 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של Silverstein Properties Limited לשנת 2018:

- הפחתת עודפי המזומנים מהחוב הפיננסי.
- הוספת ריבית מהוונת להוצאות המימון המתואמות.
- הוספת מיצוע הכנסות שכירות להכנסות ול-EBITDA המתואמת.

Silverstein Properties Limited

Table 2.

Reconciliation Of Silverstein Properties Ltd. Reported Amounts with S&P Global Ratings Adjusted Amounts (Mil. \$) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2018

Silverstein Properties Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	Revenues	EBITDA	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	1,392.2	1,497.3	209.8	105.7	52.0	105.7	108.7
S&P Global Ratings adjustments							
Interest expense (reported)	--	--	--	--	--	(52.0)	--
Surplus cash	(75.6)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	11.0	(11.0)	--
Dividends received from equity investments	--	--	--	0.6	--	0.6	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	(58.4)
Non-controlling Interest/Minority interest	--	648.6	--	--	--	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	2.2	--	--	--	--	--	--
Debt - Derivatives	(0.8)	--	--	--	--	--	--
Debt - Fair value adjustments	84.3	--	--	--	--	--	--
Revenues - Other	--	--	6.8	6.8	--	6.8	--
EBITDA - Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	7.0	--	7.0	--
Interest expense - Amortized cost	--	--	--	--	(0.5)	0.5	--
Interest expense - Other	--	--	--	--	(2.8)	2.8	--
Total adjustments	10.1	648.6	6.8	14.5	7.7	(45.2)	(58.4)

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	Revenues	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	1,402.3	2,145.9	216.6	120.2	59.6	60.5	50.3

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה - כללי: השימוש בתחזית דירוג וב-CreditWatch](#), 14 בספטמבר, 2009
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה - כללי: 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: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים](#), 16 בדצמבר, 2014
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים](#), 7 בדצמבר, 2016
- [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
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 31 באוקטובר, 2018
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

פרטים כלליים (נכון ל-30 באפריל, 2019)

Silverstein Properties Limited	
דירוג(י) המנפיק	
ilAA-\Stable	טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה	
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u>	
ilAA	סדרה א
היסטוריית דירוג המנפיק	
דירוג מקדמי	
NR	יוני 27, 2018
ilAA- prelim\Stable	אפריל 22, 2018
טווח ארוך	
ilAA-\Stable	יוני 27, 2018
פרטים נוספים	
13:23 30/04/2019	זמן בו התרחש האירוע
13:23 30/04/2019	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, ההערות, 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 האכזריות 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.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע ואינה מתחייבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן תלויות בהכרח בפעולה של ועדת דירוג, ובכללן פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

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 מהחתימים 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.