

## ספנסר אקוייטי גרופ לימיטד

10 בספטמבר, 2019

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'A+' להנפקת סדרת איגרות חוב חדשה  
מובטחת, סדרה ד', בהיקף של עד 240 מיליון ₪ ע.ג.

אנליסט אשראי ראשי:

אייל עברון, 972-3-7539723 [eyal.evron@spglobal.com](mailto:eyal.evron@spglobal.com)

איש קשר נוסף:

דימה פוסטירנק, 972-3-7539736 [dima.postirnak@spglobal.com](mailto:dima.postirnak@spglobal.com)

### תוכן עניינים

2	פעולת הדירוג
2	ניתוח שיקום חוב
2	שיקולים עיקריים
3	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
3	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
4	מתודולוגיה ומאמרים קשורים
5	רשימת דירוגים

## הנפקה חדשה

# מתן דירוג 'iA+' להנפקת סדרת איגרות חוב חדשה מובטחת, סדרה ד', בהיקף של עד 240 מיליון ₪ ע.ג.

### פעולת הדירוג

S&P מעלות מודיעה בזאת על מתן דירוג 'iA+' לאיגרות חוב בהיקף של עד 240 מיליון ₪ ע.ג. המובטחות במלואן ובשעבוד ראשון על נכס נדל"ן מניב בברוקלין, שיונפקו על ידי חברת ספנסר אקויטי גרופ לימיטד (iA/Stable) באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה, סדרה ד'. התמורה מהנפקת איגרות החוב מיועדת בעיקר להחלפת חוב פיננסי קיים. דירוג סדרת אג"ח ד' גבוה ברמת דירוג (נוץ) אחד מדירוג המנפיק בשל הערכתנו כי שיעור שיקום החוב של סדרת האג"ח המובטחת בעת תרחיש כשל פירעון היפותטי יהיה 70%-90%.

לפרטים נוספים אודות דירוג החברה ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו [דוח דירוג מיום 13 בספטמבר, 2018](#).

### ניתוח שיקום חוב

#### שיקולים עיקריים

- אנו קובעים לסדרת אג"ח ד' של חברת ספנסר אקויטי גרופ לימיטד המובטחת במלואה ובשעבוד ראשון על הנכס The North Flats דירוג 'iA+', רמת דירוג (נוץ) אחת מעל דירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי ובהתחשב בשווי הבטוחה, בניין מגורים להשכרה בברוקלין, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%. דירוג שיקום החוב של סדרה ד' המובטחת מושפע מהריכוזיות בנכס בודד, מהזמן הדרוש עד לקבלת האישור לאכלוסו של הנכס ומגבלת המינוף על הנכס.
- דירוג סדרת אג"ח ג' של חברת ספנסר אקויטי גרופ לימיטד המובטחת במלואה ובשעבוד ראשון על הנכס Albee Square נשאר ללא שינוי, 'iA+', רמת דירוג (נוץ) אחת מעל לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי ובהתחשב בשווי הבטוחה, בניין מגורים להשכרה בברוקלין, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%. דירוג שיקום החוב של הסדרה המובטחת מושפע מהריכוזיות בנכס בודד ומגבלת המינוף על הנכס.
- דירוג סדרות אג"ח א' וב' הבלתי מובטחות של חברת ספנסר אקויטי גרופ לימיטד נותר ללא שינוי, 'iA', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%. דירוג שיקום החוב של סדרות האג"ח הלא מובטחות מושפע מרמת המינוף הנוכחית של החברה ומהשיעור הגבוה של חוב מובטח במבנה החוב של החברה.

## הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2023
- מיתון עמוק בכלכלת ארה"ב יחד עם שינויים גולטוריים שיובילו לקיצוץ היקפי הסבסוד לתכניות הדיור הציבורי (HUD) יקשו על שוכרי החברה ויובילו לירידה בשיעורי התפוסה בנכסים, וכתוצאה מכך לקיצוץ עמוק בהכנסות משכירות של החברה ולגידול בעלויות התפעול. שווי נכסי המגורים להשכרה של החברה יפחת ב-35%, שווי הנכס The North Flats יפחת ב-45% ושווי הקרקעות יפחת ב-50%, בשל פיזור נמוך יחסית בתחומי הפעילות ובמיקום הנכסים.
- ההלוואות למימון נדל"ן יפחת ב-60% בשל מימוש מהיר.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- היקף ומבנה החוב בשנת אירוע כשל הפירעון ההיפותטי יהיו דומים להיום (כולל ההנפקה הצפויה של סדרה ד').
- במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי, החוב הבנקאי וסדרות האג"ח ג' ו-ד' ייפרעו לפני החזר האג"ח הלא מובטחות. כמו כן, במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי החברה תשתמש ביתרת המזומנים העודפת, למעט חלק מהמזומן המוגבל המיועד לסדרות האג"ח.
- בהתאם לתרחיש כשל הפירעון, אנו מניחים כי מחזיקי סדרות אג"ח ג' ו-ד' יקבלו, בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, גם חלק מהשווי הפנוי שיישאר לכיסוי החוב הבלתי מובטח, פארי פאסו עם סדרות אג"ח הלא מובטחות.
- החברה תוותר על נכסים הממומנים בהלוואות ללא זכות חזרה ששוויים תחת הנחות התרחיש יהיה נמוך מגובה ההלוואות בזמן אירוע כשל הפירעון ההיפותטי.

## מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: 555 מיליון \$
- עלויות אדמיניסטרטיביות ותפעול: 7%
- שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח: 516 מיליון \$
- סך חוב מובטח (חוב בנקאי וסדרות ג' ו-ד' עד השווי המופחת של הבטוחות הספציפיות): 408 מיליון \$
- שווי פנוי לכיסוי חוב בלתי מובטח: 108 מיליון \$
- סך חוב לא מובטח (סדרות א' ו-ב' ויתרת סדרות אג"ח ג' ו-ד' שלא כוסתה על ידי הבטוחות הספציפיות): 284 מיליון \$
- הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח אג"ח א' ו-ב': 30%-50%.
- דירוג שיקום חוב לחוב בלתי מובטח אג"ח א' ו-ב' (1 עד 6): 4
- הערכת שיעור שיקום חוב מובטח סדרות אג"ח ג' ו-ד': 70%-90%

- דירוג שיקום חוב לחוב מובטח אג"ח ג' ו-ד' (1 עד 6): 2 נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

## 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: 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
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולם הדירוג](#), 5 ביולי, 2019
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

**רשימת דירוגים**

**פרטים כלליים (נכון ל-10 בספטמבר, 2019)**

	<b>ספנסר אקויטי גרופ לימיטד</b>
ilA\Stable	<b>דירוג(י) המנפיק</b> טווח ארוך
	<b>דירוג(י) הנפקה</b>
	<b>חוב בכיר מובטח</b>
ilA+	סדרה ג
ilA+	סדרה ד
	<b>חוב בכיר בלתי מובטח</b>
ilA	סדרה א,ב
	<b>היסטוריית דירוג המנפיק</b>
ilA\Stable	טווח ארוך אוקטובר 29, 2014
	<b>פרטים נוספים</b>
13:33 10/09/2019	זמן בו התרחש האירוע
13:33 10/09/2019	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](http://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, "(ה)צדדים (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 האיכות 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](http://www.maalot.co.il) ובאתר S&P, בכתובת [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), ויכולים גם להופיע בפרסומים אחרים של S&P ושל צדדים שלישיים.