

26 בינואר 2010

## בי.סי.אייץ' - בראק קפיטל הולדינגס

# הורדת דירוג ל-'IBB' בשל אסטרטגיית פעילות אופורטוניסטית ופרופיל פיננסי חלש; תחזית הדירוג שלילית

אנליסט אשראי ראשי: עמרי שטרן [omri\\_stern@standardandpoors.com](mailto:omri_stern@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני: אלעד רגב [elad\\_regev@standardandpoors.com](mailto:elad_regev@standardandpoors.com)

### תמצית

- התרחבותה של פעילות הייזום למדינות בעלות מאפייני סיכון גבוהים וכניסת החברה לתחומי פעילות חדשים אשר אינם בליבת פעילותה יוצרים להערכתנו אסטרטגיית פעילות אופורטוניסטית ובעלת רמות סיכון גבוהות.
- הפרופיל הפיננסי החלש של החברה, אשר מאופיין בעלייה ברמת המינוף, יחסי כסוי חוב נמוכים ותזרימי מזומנים שליליים לאורך זמן, משפיעים לשלילה על הדירוג.
- אנו מורידים את דירוג אגרות החוב של בי.סי.אייץ' - בראק קפיטל הולדינגס בע"מ, הפועלת בתחום ההשקעות והנדל"ן, ל-'IBB' מ-'ilA' ובאותה עת מוציאים אותו מ-CreditWatch.
- תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששותינו הנובעים מאסטרטגיית הפעילות האגרסיבית של החברה, אשר הובילה לכניסה לפעילויות ושווקים חדשים ומסוכנים יותר ועשויה להמשיך ולהביא לכך גם בעתיד.

### פעולת הדירוג

ביום 26 לינואר, 2010 הורידה Standard & Poor's Maalot את דירוג אגרות החוב של בי.סי.אייץ' - בראק קפיטל הולדינגס בע"מ, חברת הנדל"ן וההשקעות הפועלת בתחומים של ייזום נדל"ן, אחזקת נדל"ן מניב וניהול פרויקטי ונכסי נדל"ן בעיקר בארה"ב, גרמניה ורוסיה, ל-'IBB' מ-'ilA' ובאותה עת הוצא הדירוג מ-CreditWatch עם השלכות שליליות. תחזית הדירוג הינה שלילית.

### שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג של אגרות החוב של בראק קפיטל הולדינגס בע"מ משקפת בעיקרה את דעתנו בדבר העלייה ברמות הסיכון של החברה מבחינה עסקית ופיננסית. אסטרטגיית הפעילות של החברה בשנים האחרונות הייתה אגרסיבית, הן בניסיון ההתרחבות לשווקים חדשים והן בכניסתה לפעילויות חדשות אשר אינן בתחום הליבה שלה (ביניהם התפלת מים והפקת נפט). אסטרטגיה זו מהווה גורם שלילי על הדירוג.

בשנים האחרונות, הרחיבה החברה את פעילות ייזום הנדל"ן שלה למדינות מתפתחות כגון רוסיה והודו, אשר להערכתנו הינן בעלות מאפייני סיכון גבוהים יותר. אמנם פעילות זו טרם הבשילה לכדי היקף מהותי לפעילות החברה, אך לאור המצב בשוק הרוסי והקשיים בפיתוח פרויקטים בשוק ההודי, אנו מעריכים שתעבור תקופה בטרם רמת הסיכון מפעילות זו תרד. כניסתה של החברה לפעילות בתחומים חדשים אשר אינם בליבת הפעילות, ביניהם תחום התפלת המים וחיפוש הנפט, נצפים על ידינו בשלב זה כאופורטוניסטים, על אף שלהערכת החברה יתרמו רבות לרווחיותה בעתיד. להערכתנו, פעילות הנפט הינה פעילות הדורשת השקעה כספית גבוהה הן לצורך פיתוחה והן לצורך התפעול השוטף, ועל כן הדבר יצריך השקעות כספיים בהיקפים גבוהים, אשר מרביתם יגיעו ככל הנראה מגידול ברמות החוב, ללא תזרים שוטף עד לסיום ההקמה. כמו כן, מוערכת פעילות זו על ידינו כבעלת תנודתיות רבה ורמות סיכון גבוהות יותר מאשר פעילות הנדל"ן המהווה את פעילות הליבה עליה הסתמך הדירוג בעבר.

הפרופיל הפיננסי של החברה ממשיך להיות חלש מהמצופה ומהווה אף הוא גורם משמעותי בהורדת הדירוג, כאשר בשנים האחרונות נצפתה עלייה בהיקף החוב וברמות המינוף. תזרים המזומנים השוטף של החברה וה-FFO הינם שליליים לאורך זמן ויחסי כיסוי החוב ממשיכים אף הם להיות חלשים. בשל המשבר בשוק הנדל"ן באזורי הפעילות, אנו מעריכים כי החברה תמשיך להציג פרופיל פיננסי חלש גם בשנתיים הקרובות, כאשר שיפור ביחסי הכיסוי צפוי רק לאחר מימוש חלק מהפרויקטים שהסתיימו (בעיקר במנהטן) וכן אם פעילות הנפט תבשיל לכדי שלב בו ההכנסות יעלו על היקף ההשקעות הגבוה. היות ואין אנו צופים כי הדבר יקרה בתקופה הקרובה אנו מעריכים שהפרופיל הפיננסי יישאר ברמת הסיכון הנוכחית בשנתיים הקרובות לפחות.

איחור במסירת חומרים והעדר שקיפות מלאה ברמות הדיווח לחברת הדירוג בהשוואה לחברות אחרות, מהוות אף הן גורם שלילי בדירוג. רמות הדיווח הנ"ל מחלישות את יכולתנו לעקוב אחר הדירוג ומייצרות סיכון הקשור לאי-קבלת מידע. אנו מצפים לשיפור מיידי בקבלת המידע, הן מבחינת זמן והן מבחינת איכות החומר המועבר לצורך המשך המעקב על הדירוג בעתיד.

## נזילות

אנו מעריכים את מצב נזילותה של החברה כטוב, לאחר שבחודש האחרון השלימה הנפקת זכויות בהיקף של כ-20 מיליון דולר. לאחר הנפקה זו, בקופתה של החברה כ-80 מיליון \$, אשר מכסים במלואם את החוב לזמן קצר שעל החברה לפרוע בשנת 2010 וכן את היקף החלויות לשנתיים הקרובות. בנוסף, מעריכים בחברה כי בשנתיים הקרובות יבצעו מספר הנפקות זכויות נוספות, אשר אמורות לתרום לחיזוק הנזילות ושיפור יכולת ההחזר גם בשנים שלאחר מכן. כמו כן, אנו רואים לחיוב את העובדה כי חוב החברה פרוס בצורה טובה על פני שנים רבות, ללא עלייה משמעותית בהיקף החלויות בשנה ספציפית.

## תחזית דירוג

תחזית הדירוג השלילית משקפת את חששותינו הנובעים מאסטרטגיית הפעילות האגרסיבית של החברה, אשר הובילה לכניסה לפעילויות ושווקים חדשים ומסוכנים יותר ועשויה להמשיך ולהביא לכך גם בעתיד. כמו כן, להערכתנו פעילות הנפט הינה פעילות אשר מצריכה השקעות הוניות גבוהות, אשר אינן צפויות לתרום לתזרים המזומנים בשנים הראשונות. השקעות אלו צפויות להביא לגידול בהיקף החוב וברמות המינוף, ובהתאמה להחלשת הפרופיל הפיננסי. לאור כל האמור לעיל, בכוונתנו לבחון בצורה מחודשת את הדירוג עם פרסום הדוחות השנתיים של 2009.

## רשימת אגרות חוב

הורדת דירוג/שינוי תחזית:

מדיירוג קודם	דירוג נוכחי	
ilA-/Watch Negative	ilBB/Negative	סדרה ב'
ilA-/Watch Negative	ilBB/Negative	סדרה ד'

דירוגי Standard & Poor's Maalot (להלן: "S&P Maalot") מבוססים על מידע שנתקבל מהחברה וממקורות אחרים אשר S&P Maalot מאמינה כי הנם מהימנים. S&P Maalot אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו.

מובהר בזאת כי דירוג S&P Maalot אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל, של איזו מן ההתחייבויות הכלולות במסמכי האג"ח ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים הכלולים במסמכי הקשורים להנפקת האג"ח נשוא דירוג זה, דוח S&P Maalot או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו S&P Maalot כתנאי לקבלת הדירוג, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

הדירוגים עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל, או מסיבות אחרות. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה לגבי מחיר ניירות הערך בשוק הראשוני או המשני. אין לראות בדירוג משום הבעת דעה על כדאיות קניה, מכירה או החזקה בנייר ערך כלשהו.

© כל הזכויות שמורות ל S&P Maalot. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי. בתמצית זו ללא הסכמת S&P Maalot, למעט מתן העתק מן הדוח במלואו תוך ציון המקור למשקיעים פוטנציאליים באגרת החוב נשוא דוח דירוג זה לצורך קבלת החלטה בדבר רכישת אגרת החוב האמורה.