

סאות'רן פרופרטיס קפיטל לטד

9 בפברואר, 2021

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

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

סאות'רן פרופרטיס קפיטל לטד

ilA-/Stable

אשרור דירוג המנפיק

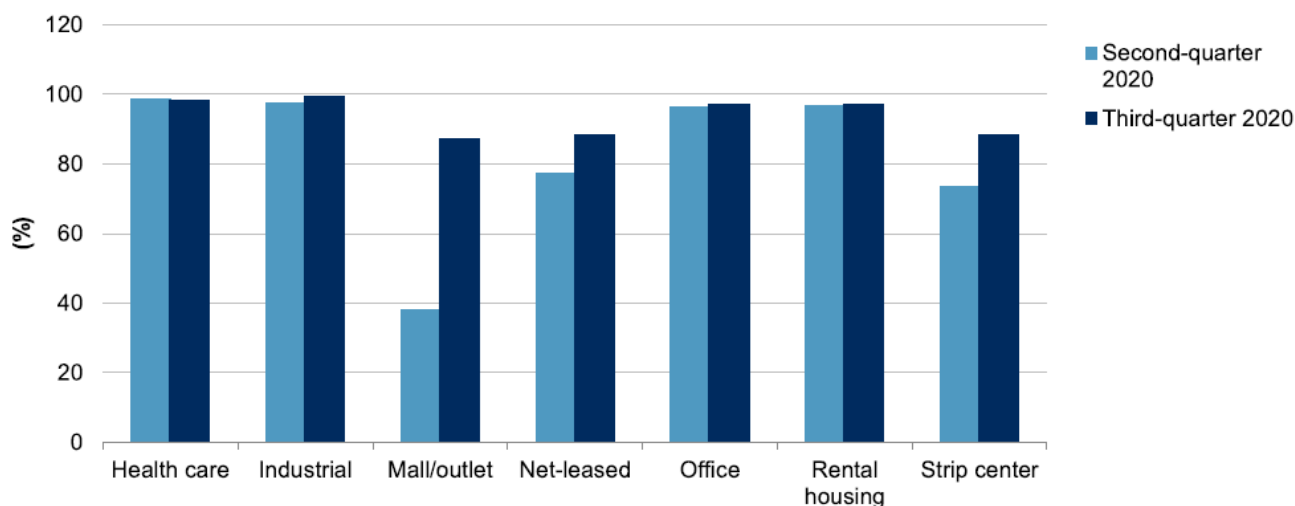
תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> • מיקוד הפעילות בתחום הדירות להשכרה שאנו מעריכים כיציב בהשוואה לענפי נדל"ן מניב אחרים. • פיזור גיאוגרפי על פני 12 מדינות בארה"ב, ופיזור הולם מבחינת מספר הנכסים ומספר השוכרים. • נראות טובה של תזרימי מזומנים בשל אופי הפעילות והביצועים היציבים של רוב נכסי החברה, גם בזמן ההגבלות שהוטלו בשל מגפת הקורונה. • מינוף יציב והולם את הדירוג, בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה. 	<ul style="list-style-type: none"> • שיעור החזקה של כ-50% ברוב הנכסים וללא שליטה מלאה, המגביל להערכתנו את הגמישות התפעולית של החברה. • יחס כיסוי חלש יחסית, אך עם צפי לשיפור הדרגתי כבר משנת 2020 בעיקר בשל התייצבות נכסי multi-family מניבים לאחר השלמת הפיתוח. • שיעור גבוה של נכסים משועבדים המצמצם, להערכתנו, את הגמישות הפיננסית של החברה.

סאות'רן פרופרטיס קפיטל לטד ("החברה") המשיכה להתמקד בשנה האחרונה בנכסי השכרה למגורים, עם גיוון מסוים לתחום המשרדים, והציגה גידול ב-EBITDA. ה-EBITDA המתואם של החברה (כולל איחוד חלקי של נכסי חברה כלולה Victory Abode Apartments LLC, "השותפות") בתשעת החודשים הראשונים של 2020 עמד על כ-44 מיליון דולר, בהשוואה לכ-36 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר בעקבות מכירת המגרשים בפרויקט Windmill Farms והמשך התייצבות הנכסים המניבים לאחר השלמת פיתוחם. אנו צופים כי רוב הצמיחה העתידית של החברה תנבע מהרחבת תיק נכסי המגורים המניבים שלה, באמצעות פיתוח עצמי של נכסים חדשים ומימוש האופציות לרכישת נכסים מיוצבים מיזמים חיצוניים.

מגפת הקורונה השפיעה לרעה על דמי השכירות ושיעורי התפוסה של חברות מגורים להשכרה בארה"ב, אך שיעורי הגבייה נותרו טובים יחסית. התנודתיות במגזר המגורים להשכרה נמוכה אמנם מברוב מגזרי הנדל"ן האחרים בחלק מהאזורים בארה"ב, אך הוא נוטה להיות מושפע באופן מהיר יותר ממיתון, בשל תנאי השכירות הקצרים יחסית של השוכרים (כ-12 חודשים). יתר על כן, במהלך המיתון שפרץ בעקבות מגפת הקורונה, ניתנו צווי הקפאת פינוי שהובילו למספר מצומצם של דיירים ברחבי ארה"ב שלא שילמו דמי שכירות גם אם היו להם האמצעים לכך. עם זאת, שיעורי גביית דמי השכירות נותרו גבוהים יחסית בחברות מגורים להשכרה, וממוצע הגבייה ברבעון השלישי של 2020 בקרב החברות המדורגות בארה"ב עמד על כ-97.5%. החברה הציגה שיעורי גבייה דומים: שיעור גבייה יציב הגבוה מ-97% בנכסי המשרדים, וירידה קלה בתחום המגורים ל-95%-96% לעומת כ-98% לפני המשבר.

תרשים 1 – שיעור גביית שכר דירה ממוצע לפי סקטורים בקרנות REIT מדורגות בארה"ב



Sources: S&P Global Market Intelligence and company filings for REITs rated by S&P Global Ratings.
Copyright © 2020 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

שיעורי התפוסה בחברות הנדל"ן המניב למגורים המדורגות בארה"ב ירדו משיעורי שיא שנקבעו ברבעון הרביעי 2019 (96.5%) לכ-94.9% נכון ל-30 בספטמבר 2020, אך להערכתנו עדיין מדובר בשיעור תפוסה בריא. שיעורי התפוסה בנכסי המגורים והמשרדים של החברה נשארו יציבים ועמדו במהלך התקופה על כ-93% וכ-85%, בהתאמה.

אנו צופים המשך לחץ מסוים על דמי השכירות ושיעורי התפוסה של חברות נדל"ן מניב למגורים בארה"ב ברבעונים הקרובים כתוצאה מהמיתון, עם עלייה מסוימת בשיעור השוכרים שאינם משלמים שכר דירה על רקע צווי הקפאת פינוי. עם זאת אנו מעריכים בשלב זה כי צפויה התאוששות מסוימת במהלך 2021 המונעת על ידי צפי לצמיחה כלכלית ולשיפור במגמות התעסוקה בארה"ב. התחזית שלנו על הכלכלה ועל התעשייה כוללת הנחה כי החיסון נגד קורונה יהיה זמין באופן נרחב לקראת אמצע 2021.

במקביל להתקדמות במבצעי החיסונים בישראל ובמדינות אחרות, אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. עמידות נרחבת לנגיף, שחלק מהמדינות עשויות להשיג עד אמצע השנה, תעזור לסלול את הדרך לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אנו נשענים על הנחה זו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תמשיך החברה להציג מיצוב עסקי ופיננסי דומים לאלו המאפיינים אותה כיום. אנו צופים כי החברה תצמח בהדרגתיות באמצעות רכישה ופיתוח נכסי מגורים להשכרה, בשליטתה המלאה ודרך השותפות, וללא עלייה מהותית בסיכוני הייזום. אנו מצפים כי היקף הנכסים שבפיתוח לא יעלה על 15% מסך הנכסים של החברה. היחסים הפיננסיים ההולמים את הדירוג, כולל איחוד חלקי יחסי של השותפות, הם יחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-1.3x ויחס חוב לחוב והון עצמי של 60%-65% לאורך זמן.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תשמור על היחסים הפיננסיים שצוינו לעיל לאורך זמן או אם תחול הרעה בנזילותה. להערכתנו, תרחישים אלה ייתכנו אם החברה תחרוג מהותית מתקציב ההשקעות שלה, דבר שישפיע לרעה על הפרופיל הפיננסי, או אם תחול הרעה בשוקי המגורים והמשרדים בהם היא פועלת, כולל עיכובים מהותיים בהתייצבות של הנכסים החדשים, בין היתר כתוצאה מהתגברות השפעות מגפת הקורונה על פעילותה השוטפת.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תגדיל את שיעור הנכסים המניבים שבשליטתה המלאה או אם יחול גידול מהותי בתיק ובפיזור הנכסים הכולל של החברה, בשני המקרים תוך שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים ועל יחסים פיננסיים מתואמים EBITDA להוצאות מימון מעל 1.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-60%.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- התכווצות של כ-3.9% בתמ"ג של ארה"ב ב-2020 וצמיחה של כ-4.2% ב-2021 ושל כ-3.0% בשנת 2022.
- אף שהמיתון מפעיל לחץ מסוים על דמי השכירות ועל שיעורי התפוסה והגבייה, אנו צופים כי מרבית נכסי המגורים להשכרה המיוצבים של החברה יישארו עמידים יותר להשפעות המגפה בהשוואה לרוב סוגי הנדל"ן המניב.
- אנו מעריכים בשלב זה כי צפויה התאוששות מסוימת בענף המגורים להשכרה במהלך 2021, המונעת על ידי צפי לצמיחה כלכלית ולשיפור במגמות התעסוקה בארה"ב, ועל ידי המשך התחסנות האוכלוסייה.
- צפי לגידול מהותי ב-NOI (net operating income) על בסיס איחוד חלקי יחסי של השותפות) בשנים 2020-2022, בעיקר בעקבות התייצבות של נכסים שפיתוחם הסתיים לאחרונה ומימוש האופציות לרכישת נכסים מיוצבים מיזמים חיצוניים.

- השקעות של כ-170-210 מיליון דולר (על בסיס איחוד חלקי יחסי) בחברה ובשותפות בשנים 2020-2022, כולל השקעה בנכסים קיימים ובפיתוח ומימוש אופציות לרכישת נכסים חדשים (מחיר המימוש ואיחוד החוב הקיים על הנכס).
- תזרים של כ-8-12 מיליון דולר בשנה בשנים 2020-2022 בגין מכירת מגרשים בפרויקט Windmill Farms.
- מכירת המגרשים בנכס Mercer Crossing תמורת כ-30 מיליון דולר בשנים 2020-2022.
- מכירת נכסים מניבים של כ-80-100 מיליון בשנים 2020-2022, כולל מכירת נכסים לשותפות.
- יציבות יחסית בשווי הנכס החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2019A	2020E	2021E
EBITDA/הוצאות מימון	1.1x	כ-1.3x	1.3x-1.5x
חוב/חוב והון עצמי	61.3%	61%-63%	60%-65%
חוב/EBITDA	13.6x	13x-15x	12x-16x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

שיפור הדרגתי ביחס הכיסוי ושמירה על מינוף ההולם את הדירוג

יחס ה-EBITDA להוצאות המימון צפוי לעמוד ב-2020 על כ-1.3x, לעומת כ-1.1x ב-2019. בשנים 2021-2022 אנו צופים שיפור נוסף ביחס זה לכ-1.4x-1.6x בעקבות המשך התייצבות של נכסים שפיתוחם הסתיים לאחרונה, ומימון מחדש של חלק מההלוואות היקרות על הנכסים המניבים בריביות נמוכות יותר. מינוף החברה, המתבטא ביחס החוב לחוב והון העצמי, צפוי לעמוד על 60%-65%, רמה ההולמת את הדירוג הנוכחי של החברה, בהתבסס על קצב ההשקעות הצפוי של החברה ועל מדיניות הפיננסית.

תיאור החברה

סאות'רן פרופרטיס קפיטל לטד ("החברה"), פועלת בתחום רכישה, השכרה, פיתוח והשבחה של נכסי multi-family בשכירות חופשית בעיקר בדרום ארה"ב, בעיקר במדינת טקסס, ובעיקר עם מימון מגובה HUD. החברה מחזיקה במאוחד בעשרה נכסי מגורים עם כ-1,640 יחידות דיור, בארבעה נכסי משרדים ובנכסים בפיתוח וקרקעות, בשווי כולל של כ-520 מיליון דולר. כמו כן, החברה מחזיקה 50% בהון ללא שליטה מלאה בשותפות, שבבעלותה 51 נכסי multi-family (רובם מיוצבים, חלקם בשלבי השכרה מתקדמים), עם כ-10,100 יחידות דיור, בשווי כולל של כ-1.38 מיליארד דולר. נכסי החברה ממוקמים ב-12 מדינות שונות בארה"ב.

החברה מוחזקת על ידי חברת Transcontinental Realty Investors Inc. ("TCI"), חברת בת של ARL, שתיהן חברות ציבוריות בארה"ב. הקבוצה פועלת למעלה מ-30 שנה בעיקר בהחזקה, השכרה ותפעול של נכסים מניבים מגוונים ובייזום נדל"ן, בדרום ובדרום מזרח ארה"ב. כיום, החברה מחזיקה ברוב נכסי הקבוצה, ו-TCI נשארה עם היקף נכסים לא משמעותי.

הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בתיק נכסים מניבים מיוצבים בעיקר במגזר ההשכרה למגורים, שאנו מעריכים כיציב יחסית גם במיתון הנוכחי בהשוואה למגזרי נדל"ן מניב אחרים, ומקנה נראות טובה של הכנסות. מאז סוף 2019 החברה סיימה פיתוח של מספר נכסים מניבים, כך שנוכח לספטמבר 2020, היא מחזיקה בעשרה נכסי מגורים בשליטה מלאה וב-51 נכסים דרך השותפות Victory Abode Apartments, המוחזקת יחד עם Macquarie Group (BBB+/Stable/A-2) (לכל אחת מהחברות 49% מהזכות להשתתפות ברווחים ו-50% מזכויות ההון וההצבעה), בשווי כולל של כ-1.56 מיליארד דולר (חלקה של החברה – כ-870 מיליון דולר). זאת בנוסף לארבעה נכסי משרדים, לנכסים בפיתוח ולקרקעות, בבעלות מלאה, בשווי של כ-350 מיליון דולר. בשנתיים האחרונות סיימה החברה לפתח מספר נכסים מהותיים, מה שהקטין את סיכויי היזמות שלה, כך ששיעור הנכסים בפיתוח (על בסיס איחוד חלקי של השותפות) נמוך כיום מ-5%. אנו צופים כי ה-EBITDA של החברה יעמוד בשנת 2020 על כ-58 מיליון דולר (כולל איחוד יחסי של נכסי השותפות), לעומת כ-50 מיליון דולר ב-2019. נתון זה גבוה ביחס לקבוצת ההשוואה ותומך בפרופיל הסיכון העסקי של החברה. בהתאם לאסטרטגיית העסקית של החברה, אנו מעריכים כי הצמיחה תימשך גם בשנים הקרובות, גם בנכסים בשליטה המלאה של החברה וגם בנכסי שותפות.

למגפת הקורונה הייתה השפעה מוגבלת על נכסי החברה. שיעורי התפוסה והגבייה נותרו יציבים יחסית גם בנכסי המגורים וגם במשרדים, והחברה הצליחה למכור מגרשים בפרויקטים Windmill Farms ו-Mercer Crossing בהיקף של כ-25 מיליון דולר במהלך 2020. יש לציין כי ברבעון הרביעי של 2020 חתמה החברה על הסכם לסיום הסכם השכירות עם שוכר מהותי (שוכר כ-23.7% מהשטחים ברי ההשכרה בנכס) בנכס המשרדים Browning Place, המשועבד לטובת אג"ח ג', בתמורה לתשלום לחברה של עמלת יציאה של כ-5.9 מיליון דולר. במקביל, החברה חתמה על חוזה שכירות עם שוכר חדש על מלוא השטחים של השוכר הקודם, לתקופה של כ-10 שנים החל ממרץ 2021, בדמי שכירות שנתיים גבוהים בכ-0.3 מיליון דולר בהשוואה לחוזה הקודם.

מאידך, הפרופיל העסקי והדירוג מוגבלים, לדעתנו, בשל ריחוק מהנכסים, מאחר שכ-60% משווי הנכסים ומה-NOI על בסיס איחוד חלקי יחסי שייכים לשותפות, שלחברה אין שליטה מוחלטת בקבלת ההחלטות שלה.

הפרופיל העסקי מושפע לשלילה גם מריכוזיות גיאוגרפית מסוימת של הנכסים במדינת טקסס (כ-60% מה-NOI ומשווי הנכסים על בסיס איחוד יחסי של השותפות). אנו מעריכים כי הריכוזיות הגיאוגרפית מתקזזת חלקית מול המאפיינים הכלכליים החיוביים באזור זה.

נציין כי בשנה האחרונה מונה אריק ל. ג'ונסון לתפקיד נשיא החברה במקומו של דניאל ג'יי מוס. להערכתנו, אין לשינוי השפעה על דירוג החברה בשלב זה.

הפרופיל הפיננסי

אנו מנתחים את הפרופיל הפיננסי של החברה על בסיס איחוד חלקי יחסי של נכסי השותפות. אף שנכסים אלו אינם בשליטת החברה על פי ההגדרה החשבונאית, אנו מעריכים את חשיבותם לחברה כגבוהה, בעיקר בשל היקפם ותרומתם הגדולה לתזרים החופשי של החברה.

אנו צופים כי ב-2020 תציג החברה יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-1.3x, לעומת כ-1.1x ב-2019. בשנים 2021-2022 אנו צופים שיפור נוסף ביחס זה לכ-1.4x-1.6x בעקבות התייצבות הדרגתית של נכסים שפיתוחם הסתיים לאחרונה, מימון מחדש של הלוואות בנייה יקרות יחסית על חלק מהנכסים אלו (בעיקר בנכס Terra Lago שהושלם ב-2020 ו-Abode Red Rocks שהשלמתו צפויה ב-2021), מימוש אופציות על נכסים חדשים נוספים והמשך מכירת מגרשים בפרויקט Windmill Farms.

מינוף החברה, המתבטא ביחס החוב לחוב והון עצמי, נשאר יציב יחסית ועמד על כ-61.6% בספטמבר 2020, לעומת כ-61.3% בסוף 2019 וכ-60.8% בסוף 2018. אנו צופים כי מינוף החברה יהיה בטווח של 60%-65% בשנים 2020-2022, בהתחשב בצפי להמשך רכישת נכסים חדשים (בעיקר במסגרת מימוש אופציות על נכסים), שתקוזז בזכות התזרים הצומח מהנכסים המניבים והתקבולים בגין מכירת מגרשים, קרקעות ונכסים מסוימים (בין היתר לשותפות). יחס זה צפוי להמשיך להלום את הדירוג הנוכחי, בהתאם למדיניות הפיננסית של החברה לשמור על רמת מינוף של עד 65%.

מרבית הלוואות החברה המגובות בנכסי המגורים להשכרה הן הלוואות עם ביטוח משכנתא של מחלקת השיכון והפיתוח העירוני של ארצות הברית (HUD), המאפשר לחברה לקבל מימון בריבית קבועה ונמוכה יחסית במח"מ ארוך, דבר התומך בנראות הפרופיל הפיננסי.

להערכתנו, לחברה גמישות פיננסית מוגבלת, שכן רוב הנכסים של החברה משועבדים ואינם נמצאים בשליטתה המלאה. עם זאת, חלק מההחזקה בשותפות היא דרך הלוואת בעלים סחירה מסוג מזנין, אשר תורמת לגמישות הפיננסית.

Table 1

Southern Properties Capital Ltd. – Financial Summary (Mil. \$)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

Fiscal Year	2019	2018	2017	2016	2015
Revenue	102.6	76.0	61.1	50.6	39.2
EBITDA	50.1	40.1	34.9	26.9	20.2
Funds from operations (FFO)	8.4	8.8	13.1	9.5	9.0
Interest expense	47.1	35.7	31.0	18.4	16.4
Cash interest paid	41.7	31.3	21.9	17.4	11.2

Fiscal Year	2019	2018	2017	2016	2015
Cash flow from operations	5.9	14.5	8.2	11.3	7.0
Cash and short-term investments	64.2	49.5	23.0	6.2	4.2
Debt	789.5	732.9	529.9	326.6	289.2
Equity	497.4	472.2	285.0	254.2	221.4
Valuation of investment property	1,122.2	1,073.7	711.9	562.6	490.7
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	48.8	52.7	57.2	53.1	51.6
EBITDA interest coverage (x)	1.1	1.1	1.1	1.5	1.2
Debt/EBITDA (x)	15.8	18.3	15.2	12.1	14.3
FFO/debt (%)	1.1	1.2	2.5	2.9	3.1
Cash flow from operations/debt (%)	0.7	2.0	1.5	3.5	2.4
Debt/debt and equity (%)	61.3	60.8	65.0	56.2	56.6

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של סאות'רן פרופרטיס קפיטל לטד כ"הולמת". אנו צופים כי היחס בין המקורות של החברה לשימושים יעלה בשנה הקרובה על 1.2x. הערכה זו מתבססת בעיקר על הנראות הטובה של תזרימי המזומנים מתיק הנכסים המניבים ועל יתרת המזומנים הקיימת בקופת החברה, מול היקף החלויות השוטפות בכל שנה. אנו מעריכים שהחברה תשמור על עודף מקורות על שימושים ועל עמידה באמות המידה הפיננסיות גם בתרחיש של ירידה של 10% ב-EBITDA. להערכתנו, לחברה נגישות טובה למערכת הבנקאות בארה"ב. כמו כן, חלק מהמדיניות הפיננסית של החברה, כפי שנמסרה לנו, הוא לשמור לאורך זמן על כרית מזומנים שתשמש לפירעון החוב השוטף. בנוסף, מרבית הלוואות החברה המגובות בנכסי המגורים להשכרה הן הלוואות HUD, הנפרעות במלואן לאחר שנת 2050, כלומר לא צפוי מימון מחדש של ההלוואות במהלך תקופת התחזית. להערכתנו, המקורות והשימושים ברמת ודאות גבוהה של החברה, החל מה-1 באוקטובר, 2020, ועד ל-30 בספטמבר, 2021, הם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-21 מיליון דולר. תזרים שוטף של כ-15-12 מיליון דולר (הערכה שלנו, כולל חלק החברה בתזרים השותפות). תזרים ממכירת מגרשים, נכס לשותפות ואחרים בסכום של כ-15 מיליון דולר (בפועל). תמורה מהרחבת סדרת אג"ח א' בהיקף של כ-20 מיליון דולר. שחרור פיקדון מוגבל בהיקף של כ-9 מיליון דולר. 	<ul style="list-style-type: none"> חלויות שוטפות של הלוואות ואג"ח בהיקף של כ-50 מיליון דולר. השקעה בנכסים קיימים, כולל הוצאות פיתוח תשתיות של כ-10 מיליון דולר.

במסגרת בחינת הנזילות לא כללנו מכירות נכסים שהשלמתן אינה וודאית, ולא כללנו השקעות פיתוח תשתיות נוספות מכיוון שאינן מחויבות.

השימושים אינם כוללים תשלומים חד פעמיים ("בולט") של הלוואות בנקאיות ללא זכות חזרה, בהתבסס על הערכתנו כי הלוואות אלו ימוחזרו.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניות הפיננסיות בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: שלילי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח השונות בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על ירידה בשווי בטוחות בדרך לכשל פירעון היפותטי ועל מפל התשלומים בהינתן סדר קדימות הנשייה.
- אנו מאשררים לסדרות אג"ח א' וב' הלא מובטחות דירוג 'ilA', זהה לדירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '3', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 50%-70%.
- אנו מאשררים לסדרת אג"ח ג' המובטחת בשעבוד ראשון על נכס משרדים מניב, Browning Place, דירוג 'ilA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי, בהתחשב בשווי והסוג הבטוחה, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלה האמריקאית יוביל לירידה בשיעורי התפוסה של הנכסים ולירידה משמעותית בשווי הנכסים.
- שווי נכסי הנדל"ן המניבים ברוטו של החברה יקטן בכ-35%-40% ושווי הקרקעות והנכסים בפיתוח יקטן בכ-50%. הערכה זו מביאה בחשבון את סוג, פיזור ומיקום הנכסים.
- 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.
- במהלך ההתדרדרות ההיפותטית במצב החברה, החברה תשתמש ברוב ביתרת המזומנים העודפת (כולל מזומנים מוגבלים), למעט בפיקדונות המוגבלים המובטחים לטובת סדרות איגרות החוב.
- סדרת אג"ח ג' תקבל, בנוסף לשווי הבטוחה הספציפית, גם חלק מהשווי הפנוי שיישאר לכיסוי החוב הבלתי מובטח, פארי פאסו עם סדרות אג"ח א' ו-ב'.
- החברה תוותר על נכסים הממומנים בהלוואות ללא זכות חזרה ששוויים תחת הנחות התרחיש יהיה נמוך מגובה ההלוואות בזמן אירוע כשל הפירעון ההיפותטי.
- ניתוח שיקום החוב של החברה נעשה על בסיס איחוד חלקי יחסי לפי חלק החברה בנכסי השותפות.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-491 מיליון \$
 - עלויות אדמיניסטרטיביות: 7%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב בנקאי מובטח: כ-398 מיליון \$
 - סך חוב בנקאי מובטח: כ-305 מיליון \$
 - שווי פנוי לכיסוי כלל החוב הבלתי מובטח: כ-94 מיליון \$
 - שווי פנוי לכיסוי חוב מובטח סדרת אג"ח ג', בהתחשב בשווי הבטוחה הספציפית והשתתפות לפי חלקה בשווי הפנוי לכיסוי החוב הבלתי מובטח: כ-74 מיליון \$
 - סך חוב מובטח סדרת אג"ח ג': כ-87 מיליון \$
 - הערכת שיעור שיקום חוב מובטח אג"ח ג': 70%-90%
 - סך חוב לא מובטח (סדרות א' ו-ב' ויתרת אג"ח ג' שלא כוסתה על ידי הבטוחה הספציפית): כ-169 מיליון \$
 - הערכת שיעור שיקום חוב בלתי מובטח (סדרות א' ו-ב'): 50%-70%
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה של החוב הבנקאי.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

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

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. ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של סאות'רן פרופרטיס קפיטל לטד לשנת 2019 הן:

- קיזוז עודפי מזומנים ושווי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- איחוד יחסי של נכסי השותפות שאינם מאוחדים בדוח הכספי ושאונו מעריכים שחשיבותם לחברה גבוהה, בעיקר בשל היקפם ותרומתם הגדולה להכנסות ולתזרימים החופשיים.

Table 2.

Southern Properties Capital Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. \$) For the Fiscal Year Ended Dec. 31, 2019
Southern Properties Capital Ltd. reported amounts

	Debt	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	437.4	44.9	47.0	35.8	50.1	30.2
S&P Global Ratings adjustments						
Cash interest paid	--	--	--	--	(24.3)	--
Accessible cash and liquid investments	(64.2)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	1.6	--	--
Deconsolidation/consolidation	416.4	57.7	27.4	18.2	(17.4)	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	(39.0)	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(24.3)
EBITDA: Other	--	--	14.6	--	--	--

	Debt	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Interest expense: Other	--	--	--	(8.5)	--	--
Total adjustments	352.2	57.7	3.1	11.3	(41.7)	(24.3)
S&P Global Ratings adjusted amounts						
	Debt	Revenue	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	789.5	102.6	50.1	47.1	8.4	5.9

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים](#), 13 בנובמבר, 2012
- [מתודולוגיה: סיכון ענפי](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה](#), 19 בנובמבר, 2013
- [מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים](#), 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
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 5 בינואר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

סאות'רן פרופרטיס קפיטל לטד	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק טווח ארוך	ilA-\Stable	23/04/2017	02/02/2020
דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u> סדרה ג	ilA	02/07/2019	02/02/2020
<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה א	ilA-	23/04/2017	02/02/2020
סדרה ב	ilA-	29/01/2018	02/02/2020
היסטוריית דירוג המנפיק דירוג מקדמי פברואר 01, 2017 ינואר 19, 2017 נובמבר 20, 2016	ilBBB+\Stable NR ilA\Stable		
טווח ארוך פברואר 02, 2020 אפריל 23, 2017	ilA-\Stable ilBBB+\Stable		
פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יזם הדירוג	12:10 09/02/2021 12:10 09/02/2021 החברה המדורגת		

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 לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא יישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האכזות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמנים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות 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 מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי 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. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.