

8 לדצמבר 2010

קבוצת עזריאלי

אשרור דירוג 'ilAA'; שינוי תחזית הדירוג לחיובית

אנליסט אשראי ראשי: הילה פרלמוטר, hila_perelmutter@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני: גדי באר, Gadi_beeri@standardandpoors.com

תמצית

- אנו מעריכים כי החברה תנצל את מרבית כספי הנפקת ההון שבוצעה ביוני 2010 להרחבת וחזוק פעילות הליבה, תוך שמירה על מדיניות פיננסית מתונה המתבטאת ברמת מינוף נמוכה ויחסי כיסוי חוב טובים ביחס לקבוצת ההשוואה.
- החזקה בחברת הבת, גרנית הכרמל השקעות בע"מ (ilA/Negative) שהינה בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חלש מזה של פעילות הנדל"ן המניב, ממשיכה להגביל את הדירוג.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA' של קבוצת עזריאלי בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל.
- כמו כן אנו מעדכנים את תחזית הדירוג לחיובית מיציבה.
- תחזית הדירוג החיובית משקפת את הערכתנו כי החברה תנצל את מרבית יתרת המזומן הגבוהה להרחבת הפורטפוליו תוך מיקוד בעסקי הליבה ושמירה על מבנה הון ההולם את הפרופיל הפיננסי הנוכחי.

פעולת הדירוג

ביום 8 לדצמבר 2010 אשררה Standard & Poor's Maalot את דירוג 'ilAA' של קבוצת עזריאלי בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל. באותה עת עדכנה את תחזית הדירוג לחיובית מיציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

אשרור הדירוג של קבוצת עזריאלי בע"מ משקף את מעמדה הגבוה בענף; פורטפוליו נכסים איכותי; ופרופיל פיננסי איתן ויציב; מאידך, החשיפה לגרנית הכרמל השקעות, חברת בת ממונפת, מגבילה את הדירוג.

הפרופיל העסקי של החברה מושפע לחיוב מהיותה השחקן הגדול והמוביל בתחום הנדל"ן המניב בישראל, הבא לידי ביטוי בהיקף הפורטפוליו (כ- 11.3 מיליארד ₪), שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן, ניסיון רב שנים ומוניטין גבוה בשוק המקומי. תחום מרכזי המסחר בישראל הינו תחום פעילותה המרכזי המהווה כ-55% מהרווח התפעולי הכולל בספטמבר 2010. חלק מנכסי החברה נמנים בין מרכזי המסחר המובילים בישראל, בעלי דמי שכירות למ"ר מהגבוהים בארץ. החברה מציגה גידול מתמיד ב- NOI מנכסים קיימים ושיעורי רווחיות גבוהים ביחס לקבוצת ההשוואה.

www.maalot.co.il

עמוד 1 מתוך 3

STANDARD & POOR'S

Maalot

ביוני 2010 הושלם גיוס של כ- 2.5 מיליארד ₪ במסגרת הנפקת הון. לדברי ההנהלה, בכוננתה להשתמש בכספים בעיקר לצורך הרחבת פעילות הליבה, בדגש על השוק המקומי. עם זאת, תיתכן התרחבות לחו"ל. ע"פ ניסיון העבר, לחברה יכולת מוכחת לאתר הזדמנויות בשוק, לבנות ולרכוש נכסים ולהביא להשבחתם. להערכתנו, צפוי תיק הנכסים של החברה לגדול ולהתחזק בשנים הקרובות תוך שמירה על מעמד תחרותי מוביל, על אף התגברות מסוימת של התחרות בשוק (עסקת בריטיש-מליסרון ובניית מרכזי מסחר מתחרים בחלק מאזורי הפעילות של החברה).

מאידך, הפרופיל העסקי מוגבל בשל חשיפת החברה לחברת הבת, גרנית, המהווה כ- 19% מהרווח התפעולי הכולל, ושל הערכתנו הינה בעלת סיכון עסקי גבוה משל פעילות הליבה. אנו רואים את ההשקעה בגרנית כהחזקה שלא נמצאת בליבת העסקים של הקבוצה.

בחינת הדוחות המאוחדים ודוח סולו מורחב מצביעה על פרופיל פיננסי איתן של פעילות הנדל"ן המניב, המוגבל בשל איחוד גרנית. השלמת ההנפקה חיזקה את בסיס ההון והביאה לירידה בשיעור המינוף, הנמוך ביחס לחברות ההשוואה. להערכתנו, מרבית כספי ההנפקה מיועדים לפיתוח עסקי ולא להקטנת החוב. לפיכך אנו לא מנכים את מרביתם מהחוב.

פעילות הנדל"ן, המהווה כ- 81% מהרווח התפעולי, מניבה תזרימי מזומנים גבוהים לאורך זמן ומאופיינת בשיעורי מינוף נמוכים כמתבטא ביחס מתואם חוב ל- CAP של כ- 30% (לאחר ההנפקה) ויחסי כיסוי חוב מתואמים טובים הכוללים יחס חוב ל- EBITDA של כ- 5x-6x, יחס FFO לחוב של כ- 14% ויחס כיסוי ריבית של כ- 2x-3x.

איחוד גרנית, צרכנית כבדה של הון חוזר המניבה תזרימי מזומנים פנוי מצומצם מאוד, משפיע לשלילה על הפרופיל הפיננסי המאוחד והביא ליחס מינוף של כ- 43% (לאחר ההנפקה), יחס חוב ל- EBITDA של כ- 6.0x-7.0x ויחס FFO לחוב של כ- 10.0%. להערכתנו, תמיכה בגרנית, באם תידרש, לא תפגע מהותית ביכולת שירות החוב של החברה לאור יתרת המזומנים הגדולה ופעילות הנדל"ן החזקה.

השלמת פרויקטים בביצוע והרחבת הפורטפוליו צפויים להגדיל את התזרימים השוטף. גם אם החברה תגדיל את החוב, יחס חוב ל- CAP צפוי להגיע לכ- 50% בשיא ולהתאים לפרופיל הפיננסי הנוכחי. להערכתנו, הניהול הפיננסי השמרני ישמר כמו גם רמת LTV נמוכה יחסית (כ- 40%) בעוד שנכסי הנדל"ן ימשיכו ליצר תזרימי מזומנים הולמים לשירות החוב.

נזילות

נזילות החברה נבחנת על בסיס הסולו המורחב (ללא גרנית) ולהערכתנו הינה 'מספקת' כמשתקף בתזרימי שוטף איתן מפעילות הליבה, פריסת חוב טובה ונגישות טובה למערכת הבנקאית. לחברה היקף גדול של נכסים לא משועבדים (כ- 7 מיליארד ₪) המקנה לה גמישות פיננסית. החברה שומרת על מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות.

STANDARD & POOR'S

Maalot

נכון ליום פרסום הדוח, ניתן לומר כי נזילות החברה אף 'חזקה' בשל יתרת מזומנים גבוהה לאחר ההנפקה המורידה משמעותית את תלותה במקורות מימון חיצוניים לשם ניצול הזדמנויות עסקיות. עם זאת, אנו מעריכים כאמור, כי היתרה הגבוהה תשמש בעיקר לפיתוח עסקי בטווח הקרוב-בינוני ולא לשירות החוב. יש לציין כי גם בבחינת תרחיש קיצון בו תידרש החברה לתמוך בגרנית (כ- 200-300 מיליון ₪), להערכתנו, יש ביכולתה לעשות זאת מבלי לפגוע משמעותית בנזילותה, זאת לאור יתרת המזומנים הגבוהה ונגישותה למערכת הבנקאית.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג החיובית משקפת את הערכתנו כי ביתרת המזומנים הגדולה, החברה תעמיק את אחיזתה בשוק הנדל"ן המניב בשנים הקרובות, תוך שמירה על פרופיל פיננסי הכולל מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב הולמים. העלאת דירוג תיתכן במידה והחברה תממש את תוכניתה לרכישת נכסים תוך שימת דגש על פעילות הנדל"ן המניב ומבלי לבצע השקעות פיננסיות החורגות מפעילות הליבה.

שינוי תחזית הדירוג ליציבה ואף לשלילית יתכן במידה והחברה תשתמש בכספי ההנפקה להשקעות שאינן בליבת עסקיה, בעיקר אם השקעות אלו יהיו בפעילויות או בשווקים המאופיינים בסיכון גבוה יותר. בנוסף, הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי והמינוף עקב הרעה בפעילות החברה או החברה הבת יכולים גם הם להשפיע לשלילה על הדירוג.

רשימת דירוגים

קבוצת עזריאלי סדרה א'	דירוג נוכחי ilAA-/Positive ilAA-	מדירוג קודם ilAA-/Stable ilAA-
--------------------------	--	--------------------------------------

דירוגי 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 ל-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.