



12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

23 לנובמבר 2011

קבוצת עזריאלי

העלאת דירוג ל- 'ilAA' מ- 'ilAA' לאור גידול צפוי בפורטפוליו לצד שמירה על פרופיל פיננסי איתן

אנליסט אשראי ראשי: הילה פרלמוטר hila_perelmutter@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני: עמרי שטרן omri_stern@standardandpoors.com

תמצית

- במהלך השנה החברה הרחיבה וחיזקה את פעילות הליבה תוך שימוש בכספי הנפקת ההון שביצעה ב-2010.
- אנו מאמינים כי החברה תמשיך בכך בטווח הקצר-בינוני תוך שמירה על מדיניות פיננסית מתונה.
- ההחזקה בחברת הבת, גרנית הכרמל השקעות בע"מ, ממשיכה להשפיע לשלילה על הדירוג בשל היותה בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חלש מזה של פעילות הנדל"ן המניב.
- אנו מעלים את דירוג קבוצת עזריאלי בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל, ל- 'ilAA' מ- 'ilAA' ובאותה עת מעדכנים את תחזית הדירוג ליציבה מחויבית.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את ציפיותינו כי במקביל להרחבת תיק הנכסים המניבים, תמשיך החברה לשמור על פרופיל פיננסי איתן ההולם את הדירוג הנוכחי.

פעולת הדירוג

ביום 23 בנובמבר 2011 העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של קבוצת עזריאלי בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל, ל- 'ilAA' מ- 'ilAA'. באותה עת עדכנה את תחזית הדירוג ליציבה מחויבית.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג משקפת את הערכתנו כי בשנים הקרובות תמשיך החברה להגדיל ולחזק את תיק נכסיה המניבים תוך שמירה על פרופיל פיננסי איתן ומעמד תחרותי מוביל בישראל.

בשנת 2011 ביצעה החברה מספר עסקאות, ביניהן זכייה במכרז דרום הקריה בתל אביב ורכישת קניון "עיר ימים" בנתניה (מותנה באישורים רגולטורים). עסקאות אלו עולות בקנה אחד עם מדיניות ההשקעות שהוצגה בפנינו, קרי, יעוד כספי ההנפקה לצורך הרחבת פעילות הליבה והעמקת האחיזה בעיקר בשוק הנדל"ן המניב המקומי (יתרת כספי ההנפקה להיום היא כ-1 מיליארד ₪, סכום אותו איננו מנכים מהחוב בניתוח שלנו).

STANDARD & POOR'S

Maalot

12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

בארבע השנים הקרובות ניצבת החברה בפני השקעות בהיקף של כ- 3 מיליארד ₪ בתקופה מאתגרת בה המשק הישראלי עומד בפני סכנת האטה. שוק מרכזי המסחר תחרותי ומפוקח רגולטורית, דבר המוביל חברה נדילה כמו עזריאלי לייזום עצמי לשם השגת צמיחה. לפיכך להערכתנו, היקף הייזום יעלה לכ- 12% מסך הפורטפוליו מכ- 7% כיום אך אנו סבורים כי, לחברה יכולת מוכחת לאתר הזדמנויות, להתמודד עם פרויקטים גדולים, לבנות ולרכוש נכסים ולהשביחם.

להערכתנו, בשנים הקרובות תשמור החברה על מעמד תחרותי, על אף האפשרות להתגברות מסוימת של התחרות בשוק, בין היתר עם מיזוג בריטיש ישראל השקעות בע"מ (ilA+/Stable) ומליסרון בע"מ (ilA-/Negative). להערכתנו, פתיחת שני הקניונים בעכו ובקרית-אתא חזקה את אחיזת החברה בצפון, ומגד בבאר שבע עלול מעמדה התחרותי להיחלש בטווח הבינוני עם השלמת הקניון החדש ע"י בריטיש.

להערכתנו, לצורך ההשקעות המתוכננות החברה תזדקק גם למימון חיצוני של כ-50% מהיקף הפרויקטים. עם זאת, להערכתנו, הפרופיל הפיננסי יישאר איתן ויאופיין במינוף נמוך ויכולת כיסוי חוב טובה, ההולמים את הדירוג הנוכחי, הן ברמה המאוחדת והן ברמת הסולו המורחב, ללא גרנית הכרמל השקעות בע"מ (ilA/Watch Negative).

להערכתנו, ברמת הסולו המורחב היחס חוב לחוב והון עצמי יכול לעלות לכ- 35% בשיא מכ- 28% ברבעון השני ב-2011, וכי יחס חוב ל- EBITDA של כ- 5x יחס EBITDA להוצאות מימון של כ- 3x הינם היחסים המייצגים של פעילות הנדל"ן בשנים אלו. פעילות הנדל"ן, המהווה כ- 83% מהרווח התפעולי, תמשיך לייצר תזרים שוטף גבוה שיעבור אף את ה- 700 מיליון ₪ לשנה עם השלמת הפרויקטים תוך חמש שנים.

איחוד גרנית מטה במידה מסוימת לשלילה את היחסים מאחר וגרנית היא חברה ממונפת. להערכתנו, ברמת המאוחדת יחס החוב לחוב והון עצמי יהיה כ- 50% בשיא, יחס חוב ל- EBITDA יהיה כ- 6.5x ו- EBITDA למימון כ- 2.5x. להערכתנו, תמיכה בגרנית, באם תידרש, לא תפגע מהותית ביכולת שירות החוב של עזריאלי לאור יתרת המזומנים הגדולה, הנגישות הטובה למקורות מימון מגוונים ופעילות הנדל"ן החזקה.

נדילות

אנו בוחנים את נדילות החברה ברמת הסולו המורחב (ללא גרנית). להערכתנו הנדילות מספקת ונתמכת בתזרים שוטף איתן מפעילות הליבה, בנגישות טובה למקורות מימון חיצוניים ובהיקף גדול של נכסים לא משועבדים (נדל"ן בהיקף של כ- 6 מיליארד ₪ ונכסים פיננסיים בהיקף של כ- 1.7 מיליארד ₪) המקנה לה גמישות פיננסית.

נכון להיום, ניתן לומר כי נדילות החברה אף חזקה, זאת בשל יתרת המזומן הגבוהה 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.

נכון ל- 30 ביוני 2011 עמדה יתרת המזומן, ברמת הסולו המורחב, על כ- 1.3 מיליארד ₪. בנוסף, אנו מצפים כי החברה תמשיך לייצר תזרים מזומנים שוטף גבוה של כ- 700 מיליון ₪ בשנה. היקף ההשקעות בשנתיים הקרובות נאמד ב- 1.4 מיליארד ₪ (כולל רכישת קניון "עיר ימים", אם תצא לפועל) ואנו צופים כי החברה תממן כ- 50%

STANDARD & POOR'S

Maalot

12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

מהסכום באמצעות מקורות חיצוניים. אנו מעריכים כי מקורות אלו ונגישותה הגבוהה של עזריאלי למקורות מימון חיצוניים יתמכו בחלויות השוטפות של חוב לז"א בסך כ- 650 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות (בהנחת אי מיחזור חוב), בצרכי ההשקעה כאמור, ובדיבידנדים של כ- 250 מיליון ₪ בשנה. להערכתנו, לחברה שימוש יחסית גבוה באשראי לז"ק, שנכון ל- 30 ביוני, 2011 נאמד בכ- 650 מיליון ₪. עם זאת, נגישותה הגבוהה למימון בנקאי, יתרת מזומן גבוהה, היקף גבוה של נכסים לא משועבדים, ובסיס הון חזק מפחיתים את הסיכון שקיים לדעתנו בחשיפה זו.

נציין כי אנו בוחנים את הנדליות גם בתרחיש קיצון בו תידרש עזריאלי לתמוך בגרנית (כ- 300 מיליון ₪). להערכתנו, יש ביכולתה של החברה לעשות זאת מבלי לפגוע משמעותית בנדליותה, זאת לאור יתרת המזומן הגבוהה ונגישותה למערכת הבנקאית.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי יחד עם הרחבת תיק הנכסים וביסוס מעמדה התחרותי, תשמור החברה על הפרופיל הפיננסי הנוכחי ההולם את רמת הדירוג, ומגלם מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב איתנים.

להערכתנו, הדירוג הנוכחי תואם את היחסים הפיננסיים הבאים ברמת הסולו המורחב: יחס EBITDA להוצאות מימון שלא יפחת מ- 2.5x בטווח הבינוני ויחס LTV (loan to value ratio) של עד 50%.

אנו צופים כי איחוד גרנית יטה את היחסים לשלילה בטווח הקרוב והבינוני ולפיכך אנו סבורים כי הדירוג הנוכחי תואם את היחסים הפיננסיים הבאים ברמת המאוחד: יחס EBITDA להוצאות מימון שלא יפחת מ- 2x ו- LTV שלא יעלה על 60% בטווח הבינוני.

הורדת דירוג תיתכן במידה והחברה לא תעמוד ביחסים הפיננסיים לעיל ו/או במידה ויבוצעו השקעות שאינן בליבת העסקים של החברה, בעיקר אם השקעות אלו יהיו בפעילויות או בשווקים המאופיינים בסיכון גבוה יותר. פעולת דירוג שלילית תיתכן גם במידה ותחול שחיקה מהותית בפרופיל העסקי של החברה, אשר תתבטא בפגיעה ביציבות תזרימי המזומנים ו/או כניסה לפרויקטים יזמיים בהיקף שישנה מהותית את תמהיל הפורטפוליו.

אנו סבורים כי העלאת דירוג מוגבלת בשלב זה, מאחר ואיחוד גרנית מגביל את הדירוג, זאת בשל אי הוודאות בסביבה הרגולטורית של גרנית שעלולה להשפיע על תזרימי המזומנים שלה.

רשימת דירוגים

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

STANDARD & POOR'S

Maalot

12 Abba Hillel Silver St.
Ramat-Gan 52506
Israel
+972 3 7539700 Tel
+972 3 7539710 Fax

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.