



קבוצת עזריאלי בע"מ

נייר ערך מסחרי

דו"ח פעולת דירוג ו יוני 2013

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

קבוצת עזריאלי בע"מ

היקף נע"מ המדורג: עד 200 מיליון ₪	דירוג: P-1	דירוג ניירות ערך מסחריים
-----------------------------------	------------	--------------------------

כללי

קבוצת עזריאלי בע"מ¹ (להלן: "קבוצת עזריאלי" או "החברה"), עוסקת כ-30 שנה, הן בעצמה והן באמצעות חברות בנות וחברות מוחזקות שלה, בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל, כאשר מרבית פעילותה העסקית של הקבוצה הינה בתחום מרכזי המסחר והקניונים בישראל ובתחום שטחי השכרה למשרדים בישראל.

קבוצת עזריאלי (לרבות נכסים בחברת הבת קניית השלום) מחזיקה בשלושה עשר קניונים ומרכזי מסחר, הפרוסים ברחבי ישראל וכוללים שטחים להשכרה של כ-257 אלף מ"ר, המושכרים בשיעור תפוסה הקרוב לתפוסה מלאה. כמו כן, החברה מחזיקה במספר מבני משרדים בישראל, בשטח להשכרה של כ-293 אלף מ"ר, המושכרים גם כן בשיעור תפוסה הקרוב לתפוסה מלאה. חלק ממתחמי החברה כוללים הן שטחי משרדים והן שטחי מסחר. העיקרי מבין אלו הינו מרכז עזריאלי ת"א, הכולל קניון, שלושה מגדלי משרדים וחניון, בשטח כולל להשכרה של כ-180 אלף מ"ר. בנוסף, לחברה החזקות בנכסים בארה"ב ואנגליה בשטח להשכרה של כ-168 אלפי מ"ר, כך שלחברה נכסים בשטח להשכרה כולל של כ-718 אלף מ"ר (758 אלף מ"ר, כולל החלק הראשון של שלב א' במתחם משרדים בחולון אשר בנייתו צפויה להסתיים בחודשים הקרובים). שווי סך הנדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה ליום 31.03.13 עומד על כ-16 מיליארד ₪ וכולל, בנוסף לאמור לעיל, קרקעות ופרויקטים לבניית שטח להשכרה בהיקף של כ-470 אלף מ"ר מסחר ומשרדים בישראל, וכן, עתודת קרקע של כ-19.7 דונם בצומת הצ'ק פוסט בחיפה.

חלק מנכסי החברה מוחזקים באמצעות חברת קניית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קניית השלום"), המוחזקת ע"י החברה בשיעור של 99.1% ומדורגת בדירוג Aa2 באופק יציב. בנוסף, קניית השלום מחזיקה בחברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ (100%), אשר הינה חברת אחזקות, הפועלת באמצעות חברות בנות בתחומי תזקי נפט, צבע, גמר בניה, מים ועוד.

במאי 2008 רכשה החברה 20% מהון מניותיה של חברת לאומי קארד בע"מ. באפריל 2009 רכשה החברה כ-4.8% מהון המניות המונפק והנפרע של בנק לאומי לישראל בע"מ.

החברה מעוניינת להאריך את תוקף הדירוג הקודם, שניתן בחודש יוני 2012 ועד ליום 30.06.2013, לגבי הנפקתם של ניירות ערך מסחריים (להלן: "נע"מ"), בהיקף של כ-200 מיליון ₪, אשר הונפקו על מנת לגוון את מקורות האשראי של החברה. הנע"מ הונפקו לתקופה של 90 יום ויתחדשו לתקופות נוספות בנות 90 יום, בכפוף לדירוג P-1 בתוקף. הארכת תוקף דירוג זה הינה עד ליום 30.6.2014 (להלן: "תקופת הדירוג").

2

¹ מר יוסף זינגר אשר הינו מנכ"ל חברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ אשר נמצאת בשליטת הקבוצה (100%), הינו בעל מניות ומכהן כדירקטור במידרוג. מר יוסף זינגר אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.



החברה התחייבה לשמור על יתרת מזומנים נזילות ו/או מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות ו/או אחזקות פיננסיות נזילות אחרות, בהיקף כולל של לפחות 200 מיליון ₪.

גורמי תמיכה עיקריים

- קבוצת עזריאלי פועלת בישראל מזה כ-30 שנה בייזום והקמה של נדל"ן מסחרי מניב ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים ובפרט - נכסים מסחריים.
- יציבות ואף צמיחה בהכנסות החברה מהשכרת נכסיה המניבים.
- יציבות בשיעורי התפוסה הגבוהים בנכסי החברה (שיעורי התפוסה בישראל הינם קרובים לתפוסה מלאה).
- ליום 31.03.2013, לחברה יתרת נזילות, העומדת על כ-400 מיליון ₪ (מזומנים וני"ע - ללא אחזקות החברה במניות בנק לאומי).
- גמישות פיננסית טובה של החברה, המתבטאת, בין היתר, על פי תחשיבי מדרוג, בשיעורי LTV נמוכים מאוד של חלק מהנכסים המשועבדים; נכסי נדל"ן מניבים לא משועבדים בהיקף של יותר מ-6 מיליארד ₪, לצד קרקעות ונכסים בבנייה בשווי של כ-1.3 מיליארד ₪, מניות סחירות לא משועבדות בהיקף של כ-0.9 מיליארד ₪ ליום 19.06.13 וכן מניות לא סחירות, הרשומות בספרים ליום 31 במרס 2013 לפי שווי של כ-1.7 מיליארד ₪.
- איתנות פיננסית גבוהה ויציבה לאורך שנים.
- יחסי כיסוי בולטים לטובה ותזרים FFO מפעילות נדל"ן (ללא גרנית הכרמל), המגלם קצב שנתי של כ-730 מיליון ₪, בהתאם לנתוני הרבעון הראשון של שנת 2013. להערכת מידרוג, ה-FFO אף צפוי לגדול לאור הנבה שנתי מלאה של נכסים חדשים, רכישת נכסים נוספים, קיטון בשיעור הריבית בגין מימון מחדש של חלק מההלוואות והשלמת נכסים בבנייה (האמור הינו ללא דיבידנדים מהחזקות במניות בנק לאומי, גרנית הכרמל ולאומי קארד).

גורמי סיכון עיקריים

- חשיפת החברה לשינויים מהותיים בשווי נכסיה המניבים.
- קיטון משמעותי בתזרים השנתי הצפוי מהשכרת נכסיה המניבים.
- השקעות מהותיות נוספות וכן הוצאות תזרימיות משמעותיות אחרות, אשר לא נלקחו בהערכות החברה, אשר יהיה בהן כדי להשפיע באופן מהותי על מצב נזילות החברה.

הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, $Aa2$ באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר, ניתוח פעילות החברה, המזומנים מפעילותה השוטפת, השקעות צפויות ועוד. כל אלה מעידים על רמת נזילות החברה ועל יכולתה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות.

החברה התחייבה לשמור על יתרת מזומנים נזילות ו/או מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות ו/או אחזקות פיננסיות נזילות אחרות בהיקף כולל של לפחות 200 מיליון ₪.

ניתוח הנזילות של החברה

בניתוח הנזילות של החברה² נבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים: מזומנים, הכנסות מדמי שכירות, הוצאות תפעוליות שוטפות, השקעות צפויות וכדומה, כמפורט להלן:

מקורות לתקופה:

- נכון ליום 31.03.2013, לחברה מזומנים בקופה בהיקף של כ- 400 מיליון ₪. בנוסף, נבחנו הגמישות בגין המניות הסחירות, כאשר נבחן ע"י מידרוג גם תרחיש בו לא ניתן לממש את מרבית אחזקות החברה במניות גרנית הכרמל.
- נבחנו נתוני NOI מנכסיה המניבים של החברה, ברמת הסולו המורחב. בחישוב הנזילות נבחנו תרחישים לירידה של כללית ב-NOI. כמו כן, בניתוח הרגישות, נבחנו הכנסות החברה בשנים הקודמות ויציבות בשיעורי התפוסה.
- נבחנו נתוני הכנסות נטו מדידינדים מחברות מוחזקות, הכנסות מימון ואחרות. בחישוב הנזילות נבחנו תרחישים לאי קבלת דידינדים ממוחזקות בתקופת הדירוג וכן כי הכנסות המימון בגין יתרת הנזילות של החברה יקטנו.
- נבחן מימון מחדש של הלוואה בגין מרכז עזריאלי אשר מועד פירעונה הינו באוגוסט 2013 כאשר להערכת מידרוג, ביכולת החברה להגדיל את היקף ההלוואה בגין הנכס במידת הצורך לאור ה-LTV של 21% בלבד. וכן תחול ירידה משמעותית בשיעור הריבית בגין הלוואה זו.
- קיטון צפוי בהוצאות המימון בהיקף של עשרות מיליוני שקלים עקב הירידה הצפויה בריבית לאחר המימון מחדש של ההלוואות כנגד מרכז עזריאלי. וגידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים.

הערכות בדבר שימושים בתקופה:

- הוצאות מימון תזרימיות, לרבות החזרי קרן הלוואות והוצאות תפעול שוטפות, בהתאם לנתוני החברה.
- השקעותיה הצפויות של החברה בתקופת הדירוג, בהתאם לתוכניות החברה, כפי שדווחו, הן לבניית הנכסים בהקמה בישראל והן לרכישת נכסים מניבים בישראל ובחו"ל, לרבות קבלת הלוואות למימון חלק מההשקעות

² ברמת הסולו המורחב- כולל קניית השלום אך בנטרול גרנית הכרמל



הנ"ל. יש לציין כי במידת הצורך החברה יכולה להאט השקעות מסוימות או לממן את בניית הנכסים באמצעות הלוואות ליווי בנייה.

- דיבידנד לבעלי מניות החברה: הונחה חלוקת דיבידנד בהיקף דומה לשנים קודמות.

סיכום

מודל הנזילות מתייחס לשלוש רמות - *Good*, *Excellent* ו-*Adequate*, בהתחשב בדירוג החברה לזמן ארוך ומניתוח הנזילות של החברה עולה, כי רמת נזילות החברה עומדת ברמת נזילות *Excellent*. בדירוג לזמן קצר *P-1*.

אופק דירוג

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירת יתרות נזילות מתאימות
- ירידה משמעותית בדירוג המנפיק של החברה
- שינויים בהסכמים ובאמות המידה הפיננסיות של החברה עם הבנקים
- צורכי השקעה מהותיים נוספים ו/או הוצאות תזרימיות מהותיות אחרות, מעבר לאלו שהוערכו על ידי החברה

מחקרים מתודולוגיים

- [ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.
- [חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.
- [ניירות ערך מסחריים - Commercial Papers](#) - מתודולוגיה, 2008
- המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il
- דוח קודם: דוח פעולת דירוג יוני 2012
- תאריך דוח: 25 ביוני 2013

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-*Aa* ועד *Caa*. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

הדירוגים לזמן קצר של *Moody's* מתארים את יכולת המנפיק לעמוד בהתחייבויות הפיננסיות לזמן קצר. את הדירוגים ניתן להחיל על מנפיקים, הנפקות ספציפיות ומכשירים פיננסיים. ככלל, התחייבויות לזמן קצר הן התחייבויות לתקופה שאינה עולה על 13 חודשים, אלא אם כן יצוין אחרת.

הגדרה	סמל
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג <i>P-1</i> הם בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	Prime - 1
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג <i>P-2</i> הם בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	Prime - 2
מנפיקים (או מוסדות תומכים) המדרגים בדירוג <i>P-3</i> הם בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר.	Prime - 3
מנפיקים אשר אינם משתייכים לאף אחת מהקטגוריות שלעיל.	N - P

Short- term vs. Long term Ratings

Long Term	Short Term
Investment Grade <i>Aaa</i> <i>Aa1</i> <i>Aa2</i> <i>Aa3</i> <i>A1</i> <i>A2</i> <i>A3</i> <i>Baa1</i> <i>Baa2</i> <i>Baa3</i>	<i>Prime - 1</i> <i>Prime - 2</i> <i>Prime - 3</i>
Speculative Grade <i>Ba1</i> <i>Ba2</i> <i>Ba3</i> <i>B1</i> <i>B2</i> <i>B3</i> <i>Caa1</i> <i>Caa2</i> <i>Caa3</i> <i>Ca</i> <i>C</i>	 <i>Not Prime</i>



דו"ח מספר: CRKM100613200M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.