

קבוצת עזריאלי בע"מ

20 בינואר, 2015

עדכון דירוג

**העלאת הדירוג ל-'AA+ ללא צפי לשיפור הפרופיל
הפיננסי בטווח הבינוני עם התקדמות במימוש החזקות
גרנית**

אנליסט אשראי ראשי:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmutter@standardandpoors.com

אנליסט אשראי משני:

אליס קדם, 972-3-7539739 alice.kedem@standardandpoors.com

תוכן עניינים

תמצית

פעולת הדירוג

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

מחקר קשור

רשימת דירוגים

עדכון דירוג

העלאת הדירוג ל-'ilAA+' לאור צפי לשיפור הפרופיל הפיננסי בטווח הבינוני עם התקדמות במימוש החזקות גרנית

תמצית

- האסטרטגיה העסקית המוצהרת של קבוצת עזריאלי בע"מ היא התמקדות בפעילות נדל"ן מניב וכחלק מכך מכירת פעילויות גרנית. בשנה האחרונה אנו עדים למספר צעדים בכיוון, ביניהם מימוש טמבור וחתימה על הסכמים לגבי פעילויות נוספות. להערכתנו, קיימת סבירות גבוהה כי יתר החזקות גרנית יימכרו בטווח הבינוני. מימושים אלו, לכשיושלמו, צפויים להביא לשיפור ביחסי הכיסוי ולירידה במינוף ברמה המאוחדת.
- בטווח הקרוב אנו צופים שיפור ביחס כיסוי הריבית בעקבות מהלכי מחזור חוב בריביות נמוכות יותר, לצד פתיחת נכסים חדשים המושכרים מראש וצפויים להניב NOI נוסף.
- אנו מעלים את הדירוג של קבוצת עזריאלי בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום ההשקעה והפיתוח של נכסי נדל"ן מניב בישראל, לדירוג 'ilAA+' מדירוג 'ilAA'.
- תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי מיצובה התחרותי של הקבוצה בענף הנדל"ן יישמר, כמו גם הפרופיל הפיננסי האיתן והמינוף הנמוך.

פעולת הדירוג

ב-20 בינואר, 2015, העלתה Standard & Poor's Maalot את הדירוג של קבוצת עזריאלי בע"מ, הפועלת בתחום ההשקעה והפיתוח של נכסי נדל"ן מניב בישראל, לדירוג 'ilAA+' מדירוג 'ilAA'. תחזית הדירוג יציבה.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג משקפת את הערכתנו כי צפוי שיפור בפרופיל הפיננסי עם הוזלה בעלויות מימון בטווח הקרוב ועם התממשות אסטרטגיית ההנהלה למכור את פעילויות גרנית בטווח הבינוני. להערכתנו, הסבירות של מכירת החזקות גרנית היא גבוהה, בהתבסס על הצהרות ההנהלה ועל הצעדים שננקטו בשנת 2014, ביניהם מימוש טמבור וחתימה על חוזים למכירת הפעילות הסולרית של סופרגז ומתקן ההתפלה. עם זאת, אנו צופים כי השלמת כל תכנית המכירה תהיה בטווח הבינוני ולא בהכרח במהלך השנה הקרובה.

בהיבט הפיננסי, להערכתנו מימוש נכסי גרנית יש בו כדי להביא לשיפור ביחסי הכיסוי, להניב תזרים פנוי ולהביא לירידה משמעותית ביחס המינוף חוב לחוב והון עצמי בטווח הבינוני, בעיקר לאחר שתמומש סונול, הממונפת מבין אחזקות גרנית, ככל שתמומש. לדעתנו, הפרופיל הפיננסי הולם את הדירוג הנוכחי עוד לפני מימוש פעילויות גרנית, בשל ציפיותינו לקיטון משמעותי בעלויות המימון בטווח הקרוב כתוצאה מרה-ארגון של החוב שמבצעת החברה בשנתיים האחרונות, שבמסגרתו החליפה חוב היסטורי יקר בחוב חדש בריביות נמוכות משמעותית. החברה בוחנת גם אפשרות להנפיק סדרת אג"ח חדשה לצורך מחזור חוב, שתביא לירידה משמעותית נוספת בהוצאות המימון ובכך לשיפור ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון, וכן לרווח את פריסת חלויות החוב. בשנת 2015 צפויות להיפרע, בין היתר, הלוואות היסטוריות בהיקף של כ-600 מיליון ₪ הנושאות ריבית ממוצעת של כ-5%.

הדירוג נתמך גם בהערכתנו את גמישותה הפיננסית של החברה ואת נגישותה למגוון מקורות מימון כחזקות, בין היתר בהתבסס על מצבת נכסים לא משועבדים גבוהה מאוד יחסית להיקף החוב. החזקתה של החברה במניות לאומי ובמניות לאומי קארד, בשווי של כ-1.7 מיליארד ₪, תורמת גם היא לדעתנו לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה לשמור על יחס המינוף הנוכחי, אף על פי שבתרחיש הבסיס שלנו איננו מניחים מימוש החזקות אלו בטווח הקרוב.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים את היחסים המאוחדים הבאים בשנתיים הקרובות: EBITDA להוצאות מימון של כ-3.2x-3.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-43%. תרחיש הבסיס שלנו מניח EBITDA נמוך יותר מסונול, בהתבסס על שני הרבעונים האחרונים, עלייה בהיקף החוב לאור

קבוצת עזריאלי בע"מ

תכניות הפיתוח הנרחבות של החברה, ירידה משמעותית בהוצאות המימון לאור מחזור החוב בריביות נמוכות ותוספת של כ-90-100 מיליון ₪ ל-EBITDA מנכסי נדל"ן מניב שייפתחו בקרוב והושכרו מראש בשיעורים גבוהים. להערכתנו, מימוש סונול עשוי להוריד את היחס המאוחד חוב לחוב והון עצמי לכ-38%.

אנו מעריכים את הפרופיל העסקי של קבוצת עזריאלי בתחום הנדל"ן כבעל מאפייני סיכון נמוכים יותר משל גרנית. לכן, לדעתנו, עם ההתקדמות במימוש פעילויות גרנית יירד הסיכון הענפי והעסקי המשוקלל במאוחד. להערכתנו, גם אם תחול ירידה בביצועים של חלק מנכסי החברה לאור האטה במשק והתגברות התחרות, עדיין יישמר הפרופיל העסקי הגבוה, קרי יתרון תחרותי במגזר הנדל"ן המסחרי וממוצע ביצועים תפעוליים טוב.

מאידך, לחברה תכניות פיתוח בהיקפים נרחבים מאוד, כ-3.5 מיליארד ₪ בשנים 2015-2018. חלק ניכר מתכניות אלו מרוכז בתל אביב, ולדעתנו קיימים בו אלמנטים של סיכון גבוה יחסית, לאור עודף ההיצע של המשרדים באזור. עם זאת, היקף הייזום מסך שווי תיק הנכסים נותר נמוך יחסית (כ-10%-15%). לדעתנו, לאור נזילות החברה ולאור הגמישות הפיננסית הגבוהה שלה, יש בידיה לספוג עיכובים וסטיות מתכניות העבודה המקוריות בפרויקטים החדשים, אם יהיו.

נזילות

אנו בוחנים את נזילות קבוצת עזריאלי ברמת הסולו המורחב (ללא גרנית). להערכתנו, רמת הנזילות של החברה ברמת הסולו המורחב היא "הולמת" ונתמכת בתזרים שוטף איתן מפעילות הליבה, בנראות גבוהה של הכנסות ובהיקף גדול של נכסי נדל"ן מניב לא משועבדים, בשווי של כ-12 מיליארד ₪ נכון לספטמבר 2014, הצפוי לעלות לכ-13.5 מיליארד ₪ בשנת 2015 לאחר פירעון אג"ח קנית בסך כ-330 מיליון ₪, ומקנה לה גמישות פיננסית רבה.

להערכתנו, למרות עומס חלויות בשנת 2015, החברה יכולה להיערך מבעוד מועד ולפחות שלושה חודשים מראש למחזור חוב. הערכתנו מבוססת על גמישות פיננסית גבוהה ונגישות טובה מאוד למקורות מימון מגוונים.

נציין כי מדיניות ההנהלה היא להשתמש באשראי לזמן קצר, בסך כ-600-700 מיליון ₪, לשם הפחתת עלויות המימון. אנו סבורים שהתנהלות זו כרוכה בסיכונים גבוהים יותר, אולם להערכתנו, היא איננה מגבילה את פרופיל הנזילות הנוכחי לאור נקודות החוזק שצינו לעיל.

לחברה התניה פיננסית כנגד הלוואה שהתקבלה לאחרונה כנגד מרכז עזריאלי, ולהבנתנו היא שומרת בה על מרווח הולם.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות והשימושים של החברה ברמת ודאות גבוהה יחסית נכון לשנת 2015, הם כדלקמן:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• הלוואות חדשות בסך כ-1.8 מיליארד ₪ (הנחה שלנו, בהתאם לצרכיה של החברה, כולל מיחזור און-קולים וניירות ערך מסחריים ו/או קבלת הלוואות לזמן ארוך כנגד שיעבוד נכסים/הגדלת LTV ו/או הנפקת אג"ח). • תזרים מפעילות שוטפת בסך כ-800-850 מיליון ₪ (בניכוי ריבית ומס תזרימיים).	• כ-1.1 מיליארד ₪ - חלויות של אשראי לזמן ארוך (אג"ח והלוואות בנקאיות). • כ-660 מיליון ₪ אשראי לזמן קצר (און-קולים וניירות ערך מסחריים, מולם אנו מניחים מחזור). • השקעות בנכסים חדשים, כ-250 מיליון ₪ (נלקחו רק השקעות בנכסים שעומדים להיפתח בקרוב ובעלי חוזים מקדמיים; לחברה יש השקעות נוספות שאינן בתרחיש הנזילות שלנו). • חלוקת דיבידנד בסך כ-280 מיליון ₪ (הנחה שלנו).

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחסי כסיו ומינוף התואמים את הדירוג הנוכחי, לאור תרחישים שאנו רואים כבעלי סבירות גבוהה בטווח הקצר או הבינוני, קרי מחזור חוב בריביות נמוכות יותר ומימוש פעילויות גרנית. היחסים שאנו רואים כתואמים את הדירוג הנוכחי על בסיס הדוחות המאוחדים הם: יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-3.0x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-45%.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג לאורך זמן יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-4.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-25%, זאת על בסיס הדוחות המאוחדים. נציין כי איננו צופים העלאת דירוג בטווח הנראה לעין.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תעמוד ביחסים שקבענו כהולמים את הדירוג הנוכחי, או אם תחול הרעה משמעותית בפרופיל העסקי, כגון גידול מסיבי בפעילות הייזום כך שתמהיל תיק הנכסים ישתנה לרעה. כמו כן, אם החברה תחזור בה מהאסטרטגיה למכור נכסים מחוץ לפעילות הליבה, נצטרך לשקול את תמהיל הפעילויות והשפעתו על פרופיל הסיכון העסקי, דבר שעלול גם הוא להוביל לפעולת דירוג שלילית.

מחקר קשור

- "Corporate Methodology", 19 בנובמבר 2013;
 - "Key Credit Factors For The Real Estate Industry", 19 בנובמבר 2013;
 - "Methodology And Assumptions: Liquidity Descriptors For Global Corporate Issuers", 2 בינואר, 2014.
 - "Corporate Methodology: Ratios and Adjustments", 19 בנובמבר, 2013;
 - "סולם הדירוג המקומי של Standard and Poor's Maalot: מתודולוגיה לדירוגי הנפקה", נובמבר 2014.
- את המאמרים ניתן למצוא באתר S&P הגלובלי בכתובת www.standardandpoors.com או באתר של S&P Maalot בכתובת www.maalot.co.il.

רשימת דירוגים

דירוג נוכחי מדירוג קודם

ilAA/Stable/ilA-1+
ilAA
ilA-1+

ilAA+/Stable/ilA-1+
ilAA+
ilA-1+

קבוצת עזריאלי בע"מ
דירוג המנפיק
סדרה א' (עזריאלי)
ניירות ערך מסחריים

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי הנפקה; ה-RES; הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימין. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנובעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.