



# קבוצת עזריאלי בע"מ

מעקב | יולי 2016

1

**אנשי קשר**

אילון גרפונקל, ראש צוות בכיר - מעריך דירוג ראשי

[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

רן גולדשטיין סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## קבוצת עזריאלי בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1.il	דירוג סדרות (Issue)
------------------	--------	---------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1.il באופק יציב לסדרה א' וסדרה ד' אותן הנפיקה קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן: "החברה" או "קבוצת עזריאלי").

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	תאריך פירעון סופי
א	לא סחיר	Aa1.il	יציב	31/03/2017
ד	1138650	Aa1.il	יציב	05/07/2030

\*\* בנוסף, לחברה סדרות ב' ו-ג' שאינן מדורגות ע"י מידרוג (סדרה ב' בהיקף של כ-1.2 מיליארד ש"ח וסדרה ג' בהיקף של כ-1 מיליארד ש"ח).

**הדירוג נתמך**, בין היתר, במצבת הנכסים המניבים האיכותית, הכוללת קניונים ומגדלי משרדים, מהבולטים בישראל. החברה שומרת על שיעורי תפוסה גבוהים מאוד בנכסים, תוך הפקת NOI משמעותי לשירות החוב; בצמיחה משמעותית בהיקף הפעילות בשנים האחרונות, בשל רכישת והקמת נכסים בעיקר בישראל אך במידה מסוימת גם בחו"ל, באופן התורם לפרופיל הסיכון. כך למשל, מאז דוח הדירוג האחרון בנובמבר 2015, החברה השלימה את רכישת בית ידיעות אחרונות ברבעון הראשון של 2016, התקדמה בתהליכי האכלוס של מתחם משרדים בחולון, קניון ברמלה, קומה נוספת בקניון איילון ברמת גן וכן השלימה רכישת שני מתחמי דיור מוגן בת"א ורעננה (ברעננה באמצעות רכישת מניות ולאחר מכן הודעה בדבר פידיון האג"ח של החברה המחזיקה בנכס). כמו כן, החברה התקדמה בתהליכי השכרות והבנייה של בניין המשרדים עזריאלי שרונה (קרוב ל-50% משטחי המשרדים בבניין שבנייתו צפויה להסתיים במחצית השנייה של שנת 2017 הושכרו עד כה) ולאחרונה אף השכירה מראש כ-26 אלף מ"ר מתוך כ-50 אלף מ"ר שטחי משרדים בפרויקט "עזריאלי Town" וזאת בטרם לקבלת חזקה על הקרקע. נכסים אלו בנוסף לאכלוס הצפוי של קניון ראשונים במהלך הרבעון הראשון של שנת 2017 (הכולל גם 30 אלף מ"ר של שטחי משרדים שבנייתם צפויה להסתיים לקראת סוף שנת 2016 אולם רק כשליש מהם הושכרו עד כה), צפויים להניב תזרים שנתי (לפני הוצאות מימון ומס) בהיקף משמעותי באופן שיתמוך במגמת הצמיחה ב-NOI וב-FFO. יתרה מכך, בשנים האחרונות החברה נהנת מגיוסי חוב ונטילת הלוואות (לעיתים באמצעות אג"ח ציבורי ולעיתים באמצעות הלוואות פרטיות מגופים מוסדיים) בריביות נמוכות באופן משמעותי מהריביות של החוב הנפרע בשנים אלו, באופן התומך גם כן בתזרים לשירות החוב. כך למשל בחודש יולי 2016 החברה השלימה גיוס של כ-2.2 מיליארד ש"ח במח"מ של כ-7.5 שנים בריבית של כ-1.34% צמודה למדד המחירים לצרכן; ביחסי כיסוי בולטים לטובה ביחס לענף והיקף תזרים פרמננטי משמעותי (FFO) מפעילות הנדל"ן המניב, אשר על פי הנתונים שפרסמה החברה, עומד על קצב של מעל 900 מיליון ש"ח לשנה<sup>1</sup>. על בסיס מצבת הנכסים וההתחייבויות הפיננסיות כיום, היקף התזרים צפוי, להערכת מדרוג, אף להמשיך ולצמוח כבר בטווח הקצר-בינוני, בין היתר בשל הנבה שנתי מלאה של נכסים שבנייתם הושלמה או צפויה להסתיים וזאת על אף נטילת הלוואות פרטיות לאחר תאריך המאזן ועל אף גיוס אג"ח ד' (חלק מסכומי הגיוס של סדרה ד' צפויים לשמש להחלפת חובות קיימים); בוותק וניסיון של החברה והנהלתה, הפועלת בישראל מעל ל-30 שנה בניהול, ייזום והקמה של נדל"ן מסחרי ושטחי

<sup>1</sup> למעט כאשר נאמר אחרת, החברה נבחנת על בסיס הסולו המורחב, כפי שפורסם בדוחות הכספיים, אשר כולל הצגת החברות הבנות המוחזקות בהתאם לכללי ה-IFRS, למעט גרנית הכרמל, אשר אינה פועלת בתחום הנדל"ן, בה השקעה מוצגת לפי שיטת השווי המאזני.

משרדים מניבים, ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים, ובפרט נכסים מסחריים וכן ביעילות תפעולית גבוהה ביחס לענף; בנגישות בולטת למקורות מימון וגמישות פיננסית גבוהה מאוד, הכוללת היקף נכסים לא משועבדים בהיקף קרוב לכ-18 מיליארד ₪ (מתוכם, כ-15 מיליארד ₪ מיוחסים לנכסים בתחום הנדל"ן והיתר לנכסים אחרים כגון מניות בנק לאומי, לאומי קארד וכדומה). בנוסף, לחברה נכסים מניבים משועבדים בהם שיעורי ה-LTV הינם סבירים עד נמוכים. מידרוג מציינת לחיוב את פעולות החברה למימוש האחזקות שאינן בתחום הנדל"ן. החברה מימשה חלק מהחברות המוחזקות ע"י גרנית, לרבות השלמת מכירת חברת "טמבור" בכ-500 מיליון ₪, מימוש מתקני ההתפלה בפלמחים תמורת כ-430 מיליון ₪ ומכירת הפעילות הסולארית של חברת "סופרגז" בכ-175 מיליון ₪. כמו כן, החברה התקשרה בהסכם למימוש חברת סונול בסכום של כ-495 מיליון ₪ (חלק מהסכום כולל הלוואת מוכר, תשלומים נדחים ומימוש צפוי של קרקע במתחם פי גלילות); ברמת המינוף של החברה, הנחשבת רמת מינוף מהנמוכות בענף ונתמכת ע"י מדיניות פיננסית וחלוקת דיבדנדים שמרנית. בנוסף, היקף ההון העצמי הינו בולט לענף ואף הציג גידול בשנה האחרונה; ברמת נזילות טובה ביחס לחלויות החוב ולהיקף התזרים של החברה.

מנגד, להערכת מדרוג, הפיזור הנכסי של החברה הינו בינוני בשל החשיפה מסוימת, למתחמים משמעותיים. כך למשל, מרכז עזריאלי ת"א (מגדלי המשרדים והקניון יחדיו) מהווה נכס מרכזי בפורטפוליו, אשר אחראי על כ-28% מה-NOI השנתי שהחברה צפויה לייצר (ללא הנכסים הנוספים המצויים בתהליכי הקמה)<sup>2</sup>. יצוין כי לחברה כ-2,500 הסכמי שכירות, כאשר אין שוכרים להם קיימת חשיפה של מעל 10% מהכנסות החברה, באופן התורם לפיזור הסיכון בפעילותה; החברה עלולה להיות חשופה לשינוי בשווי החזקתה ב"בנק לאומי" (כ-4.6%), אשר הסתכם בספרי החברה בכ-950 מיליון ₪, נכון ליום 31.03.2016. כמו כן, להערכת מדרוג, בדומה לדוחות קודמים, החברה עשויה להיות חשופה במידה מסוימת להאטה משמעותית בצריכה הפרטית במשק הישראלי, ו/או בפגיעה משמעותית בתחום הקניונים, בשל פתיחתם של מרכזים מתחרים נוספים ו/או בשל שינויים בתמורות בטעמי האוכלוסיה ובאופן צריכתם, כגון מעבר לרכישות מוצרים באמצעות האינטרנט וכן בשל הרעה במצב הבטחוני, אף על פי שבשנים האחרונות אלה לא השפיעו לרעה על תוצאות החברה למעט בקניונים בבאר שבע וקריית אתא; כמו כן, לחברה קרקעות להקמת מספר פרויקטים משמעותיים בתחום המסחר, המשרדים ואף שטחים מסוימים למגורים, על ציר מנחם בגין ת"א, אשר הצלחת אכלוסם תלויה, בין היתר, במגמות היצע וביקוש בשוק המשרדים בת"א וזאת בהתחשב בצפי לגידול ניכר בשטחים להשכרה באזור. אולם, היקף ההשכרות מראש של חלק מהפרויקטים הנ"ל וכן, איתנות החברה, היקף התזרים והצלחתה בעבר באכלוס נכסים משמעותיים בישראל ממתנים את הסיכונים הנ"ל.

**תרחיש הבסיס של מידרוג** לוקח בחשבון שמירה על שיעורי התפוסה הממוצעים בנכסים הקיימים של החברה בשנים האחרונות, כאשר יתכנו סטיות לא מהותיות מהממוצע לאור תהליכי החלפת שוכרים שמתבצעים באופן שוטף. כמו כן, תרחיש הבסיס מניח צמיחה ב-NOI בשל השלמת ייזום הנכסים המצויים בבנייה עם תרחישי רגישות למועד והיקף ה-NOI. מבחינת סך חובות החברה, מידרוג לוקחת בחשבון מחזור חובות באופן שוטף, בדגש על הלוואות שלהן מרכיב "בולט" ואף גידול מסוים בהיקף החוב לצורך המשך ההשקעות בנכסי נדל"ן להשקעה ודירוג מוגן. אף על פי כן, לאור התזרים השוטף המשמעותי שהחברה מייצרת, תרחיש הבסיס מניח שהחברה תמשיך להציג יחסי איתנות בולטים ביחס לחברות מדורגות שינועו סביב ה-33%-29% חוב נטו ל-CAP נטו. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח כי בטווח הקצר-בינוני יחסי הכיסוי של החברה צפויים להיוותר מהירים לדירוג (חוב נטו ל-FFO של 6-8 שנים) והיקף ה-FFO צפוי לעמוד על מעל 900 מיליון ₪ לשנה

2 על בסיס חישובי מידרוג, בהנחת מכפלת תוצאות NOI הרבעון הראשון לשנת 2016 בארבעה רבעונים.

ולצמוח כאשר קניין ראשוני, בית הדיור המוגן ברעננה ונכסים נוספים יחלו להניב הכנסה שנתית מלאה בנוסף לקיטון בשיעור הריבית בחובות שהחברה גייסה לעומת החובות העומדים לפירעון בשנה הקרובה. מידרוג התחשבה בתרחישי רגישות להיקף ה-NOI, בין היתר, כתוצאה מהתגברות התחרות בתחומי המסחר והמשרדים בישראל. אולם יחסים אלו עדיין צפויים להלוו את הדירוג.

#### **פירוט גורמי מפתח לדירוג**

#### **מצבת נכסים מניבים בהיקף משמעותי המצויה בצמיחה וכוללת נכסים מובילים באזורי ביקוש, תורמת ליצירת תזרים פרמנטני גבוה ויציב**

פורטפוליו הנכסים המניבים כולל כ-946 אלף מ"ר להשכרת שטחי מסחר ומשרדים ודיור מוגן, בשווי כולל של כ-18 מיליארד ₪. הנכסים מושכרים בתפוסה גבוהה בישראל (כ-98%) ואילו הנכסים בחו"ל מושכרים בתפוסה של כ-82% (לאור סיום חוזה עם שוכר שהשכיר כ-10% משטחי החברה בארה"ב ובהתאם לדוחות החברה היא מצויה במו"מ להשכרת השטחים שהתפנו בשכ"ד גבוה יותר; כשליש מהשטח כבר הושכר לשוכר משמעותי, שאר השטחים טרם הושכרו). החברה הציגה צמיחה בהיקף ה-NOI בשנים האחרונות בשל רכישת נכסים מניבים, פיתוח ואכלוס נכסים מניבים בייזום וכן בשל גידול אורגני ב-NOI מנכסים קיימים, הנובע בעיקר מעדכון חוזים לשוכרים קיימים ושיפור תנאי חוזים בהחלפת שוכרים. מעבר לצמיחה המשתקפת בדוחות (גידול של כ-3% בין נתוני ה-31.03.16 בגילום שנתי לבין שנת 2015), צפויה, להערכת מדרוג, צמיחה משמעותית נוספת (בעיקר בשנים 2017-2018) בשל נכסים שטרם הניבו הכנסה המשקפת את חוזי השכירות הנוכחיים למשך שנה מלאה וכן בגין נכסים המצויים בשלבי ייזום ופיתוח, ככל שהחברה תצליח באכלוסם, כגון השלמת אכלוס מתחם קניין ומשרדים בראשון לציון והמשך השכרת השטחים בפרייקט עזריאלי שרונה. בנוסף, החברה השלימה לאחר תאריך המאזן רכישת בית דיור מוגן, פעיל, ברעננה אשר צפוי לתרום גם כן ל-FFO השנתי. לאחר השלמת כל האמור לעיל וללא רכישת נכסים נוספים, ה-NOI מנכסים מניבים והתזרים מדיור מוגן יחד צפויים לגדול (וזאת בטרם השלמת עזריאלי שרונה). בנוסף, בטווח הארוך, החברה צפויה להקים מתחמים משמעותיים על ציר מנחם בגין בת"א, (מרבית השטחים להשכרה מיוחסים לשטחי משרדים, אולם ישנם גם שטחי מסחר ומגורים). יצוין כי אושרה הפקדתה של התב"ע בכפוף לתנאים של הועדה המחוזית להגדלת אחד ממתחמים אלו בכ-70 אלף מ"ר נוספים. כמו כן, לחברה עתודות קרקע בחולון הכוללות זכויות בנייה משמעותיות ביעוד מסחר ומשרדים. קרקעות אלו מצויות בקרבה למתחם שהחברה סיימה את בנייתו בשנתיים האחרונות ומצוי בשלב אכלוס מתקדם. המצבת היזמית של החברה כוללת פרויקטים בהיקף השקעות ניכר מאוד, ואשר חשופים למגמות היצע והביקוש באזור. יחד עם זאת, איתנות החברה, היקף התזרים הניכר שמצבת נכסיה המניבים מייצרת, יכולותיה המוכחות להשלים אכלוס של פרויקטים מורכבים בישראל בעבר והעובדה שכנגד הקרקעות הנ"ל אין חוב פיננסי, כל אלו ממתנים את הסיכון הנובע מפרוייקטים אלו. בנוסף, החברה רכשה קרקעות נוספות ומצויה בשלבים התחלתיים בבניית נכסים בתחום הדיור המוגן בעיר מודיעין, כמו גם בראשון לציון ולהבים, שם טרם החלה החברה בעבודות בניה.

אף על פי שלחברה מספר נכסים מניבים בחו"ל ומתחמי משרדים משמעותיים בישראל, מעל 50% משווי נדל"ן להשקעה וה-NOI שהחברה מייצרת מיוחסים לשטחים להשכרה לשימוש מסחרי ובעיקר לקניונים בישראל. המשך הבנייה והרחבה משמעותית של קניונים ומרכזים מסחריים בישראל (דוגמת הגידול בהיקף שטחי המסחר בבאר שבע ובקריות) וכן שינויים משמעותיים בהרגלי הצריכה, עלולים להערכת מדרוג, לעורר לחצים להקטנת דמי השכירות על מנת להקל על עומס

השוכרים (שיעור דמי השכירות מפידין החנויות). יש לציין כי עומס השוכרים לנכסי החברה הינו יציב יחסית ועומד על כ- 12% בממוצע (ללא הכללת דמי הניהול המשולמים בגין השכרת השטחים) בעשור האחרון.

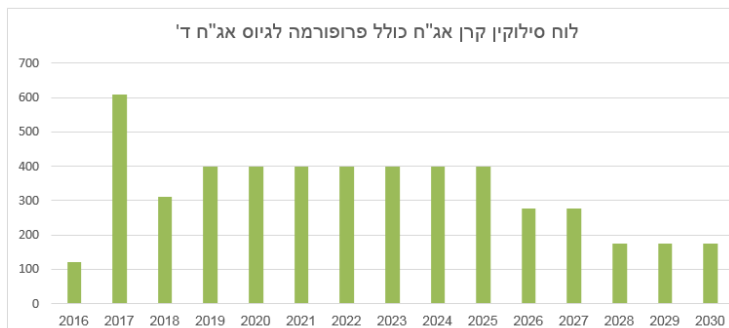
מעבר לגידול בהיקף הפעילות, הצמיחה האמורה תורמת לפיזור הנכסי של החברה, כך שהתרומה של מרכז עזריאלי ת"א (3 מגדלי המשרדים, הקניון והחנוין יחדיו) לסך ה-NOI מצויה במגמת ירידה בשנים האחרונות, אף על פי שהנכס עדיין אחראי על חלק משמעותי מה-NOI בנכסי קבוצת עזריאלי. ככל שהחברה תצליח באכלוס הנכסים המניבים הקיימים בבנייה, השיעור צפוי להמשיך ולרדת (למעט הגידול הצפוי ב-NOI מהמתחם בטווח הארוך ככל שהמתחם יורחב). אף על פי כן, המתחם ממוצב ברמה גבוהה ומושכר בתפוסה מלאה לאורך זמן למספר רב של שוכרים. כמו כן, המיצוב הגבוה של הנכסים והפיזור הגבוה של הסכמי השכירות משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה.

**נזילות טובה מאוד בהתחשב בהיקף החלויות, בנגישות למקורות מימון ובתזרים השוטף שהחברה מייצרת; גמישות פיננסית בולטת לחיוב**

נכון ליום 31.03.16, לקבוצה יתרת נזילות בהיקף של כ-576 מיליון ₪. אולם, לאחר תאריך המאזן החברה השלימה את רכישתם של מספר נכסים וקרקעות, לרבות קרקע בחולון, פעילות אי קומרס - "Buy 2", בית דיור מוגן ברעננה (לרבות פדין מוקדם של האג"ח), חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-400 מיליון ₪ (הסכום משתקף במאזן כהתחייבות ליום 31.03.2016) וכן צפויה להשלים את רכישת הקרקע במתחם קופת חולים כללית ("עזריאלי Town"). עסקאות אלו, מומנו, בין היתר, מיתרת הנזילות הקיימת וכן מגיוס הלוואות פרטיות מגופים מוסדיים. כפי שדיווחה, החברה משקיעה וצפויה להמשיך ולהשקיע סכומים מהותיים בבניית נכסים מניבים חדשים ופיתוח נכסים מניבים קיימים אשר, למועד הדוח, נעשו ממקורות עצמיים. השקעות אלו התבצעו באמצעות הון עצמי וכתוצאה מכך הנכסים הני"ל אינם משועבדים. האמור תורם משמעותית לגמישות הפיננסית של החברה ומסייע לשמירה על יחסי כיסוי מהירים.

כמו-כן, לאחר תאריך המאזן גייסה החברה אג"ח בדרך של הנפקת סדרה ד' (בגובה 2.2 מיליארד ₪) באופן התומך בהיקף הנזילות. היקף פירעון קרן האג"ח השנתי של החברה עומד על כ-607 מיליון ₪ בשנת 2017, כ-318 מיליון ₪ בשנת 2018, כ-399 מיליון ₪ לשנה בשנים 2019-2025 וסכום נמוך יותר בשנים 2026-2030. יצוין כי, בשנתיים הקרובות ישנן מספר הלוואות בנקאיות בנוסף לאג"ח הבאים לפירעון ולפיכך גיוס החוב שבוצע מהווה כרית נזילות ביחס לפירעונות אלו. מעבר לאמור, נזילות החברה תושפע לחיוב מהשלמת עסקת סונול ככל שהעסקה תושלם בהתאם למתווה שפורסם.

לקבוצה גמישות פיננסית טובה מאוד, הנובעת מנכסי נדל"ן ומניות לא משועבדות בשווי של כ-18 מיליארד ₪, למועד דוח דירוג זה. בנוסף, נכסי הנדל"ן המשועבדים של החברה משועבדים ב-LTV סביר עפ"י הערכת מידרוג. בהתחשב בנזילות, בנגישות למקורות מימון, בגמישות הפיננסית הבולטת לטובה והיקף התזרים הפרמננטי מפעילות, מידרוג מעריכה כי נזילות החברה הינה טובה מאוד ביחס ללוח הסיכון.



\* כולל הן את אג"ח החברה המדורג והן את סדרות ב' ו-ג'

**יחסי כיסוי ואיתנות בולטים לטובה ביחס לענף לאורך זמן למרות הגידול בהיקף הפעילות**

יחסי הכיסוי והאיתנות של החברה הינם בולטים לטובה ביחס לענף לאורך זמן, ולפי תחשיבי מידרוג, צפויים להמשיך ולבלוט לטובה גם בשנים הקרובות. יתרה מכך, ישנן מספר מגמות אשר צפויות לתמוך בשיפור בהיקף התזרים הפרמננטי, בטווח הקצר-בינוני: ראשית, חלק מחובות החברה הבאים לפירעון בשנים הקרובות נלקחו בשיעורי ריבית גבוהים משמעותית מהריבית שהחברה מקבלת כיום על חובות חדשים (חובות שנלקחו לפני מספר שנים). שנית, גיוסי האג"ח והלוואות פרטיות מגופים מוסדיים בשנים האחרונות קיבעו ריבית נמוכה יחסית גם בטווח הבינוני-ארוך. בנוסף, כפי שצוין, החברה צפויה להשלים מספר נכסים בבנייה בשנים הקרובות אשר בנייתם עד כה מומנה מהון עצמי.

**קבוצת עזריאלי בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים (סולו מורחב)**

31/12/2013	31/12/2014	31/03/2015	31/12/2015	31/03/2016	נתונים ויחסים פיננסיים עיקריים
אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	
1,105,000	1,134,000	298,000	1,238,000	319,000	*** NOI
427,899	36,701	-12,929	179,071	357,011	רווח (הפסד) מהתאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
<b>1,023,946</b>	<b>1,069,541</b>	<b>276,775</b>	<b>1,164,494</b>	<b>312,792</b>	<b>EBITDA בנטרול שערוכים</b>
<b>943,802</b>	<b>859,539</b>	<b>191,193</b>	<b>827,665</b>	<b>674,381</b>	<b>רווח נקי</b>
17,190,757	18,763,462	19,151,144	20,516,134	21,469,356	נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה
1,375,581	1,238,572	1,218,428	1,046,109	1,072,329	השקעות והלוואות למוחזקות
5,059,259	5,310,977	5,903,790	6,815,643	7,049,301	חוב פיננסי ****
377,653	110,886	507,943	861,124	576,330	יתרות נזילות
4,681,606	5,200,091	5,395,847	5,954,519	6,472,971	חוב פיננסי נטו
20,398,047	21,387,554	22,009,223	23,683,687	24,074,161	CAP
20,020,394	21,276,668	21,501,280	22,822,563	23,497,831	CAP נטו
<b>12,712,933</b>	<b>13,342,831</b>	<b>13,300,691</b>	<b>13,867,566</b>	<b>14,067,495</b>	<b>הון עצמי וזכויות מיעוט</b>
20,706,404	21,840,144	22,712,018	24,310,226	25,088,891	סך מאזן
<b>61.4%</b>	<b>61.1%</b>	<b>58.6%</b>	<b>57.0%</b>	<b>56.1%</b>	<b>הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי</b>
24.8%	24.8%	26.8%	28.8%	29.3%	חוב ל-CAP
<b>23.4%</b>	<b>24.4%</b>	<b>25.1%</b>	<b>26.1%</b>	<b>27.5%</b>	<b>חוב נטו ל-CAP נטו</b>
<b>770,000</b>	<b>797,000</b>	<b>205,000</b>	<b>884,000</b>	<b>232,000</b>	<b>FFO לפי תחשיב חברה + הכנסות ריבית ודיבידנדים *</b>
<b>759,000</b>	<b>787,000</b>	<b>205,000</b>	<b>874,000</b>	<b>242,000</b>	<b>FFO לפי תחשיב חברה ללא הכ' ריבית ודיבידנדים **</b>
6.6	6.7		7.7		חוב פיננסי ל-FFO **
<b>6.1</b>	<b>6.5</b>		<b>6.7</b>		<b>חוב פיננסי נטו ל-FFO **</b>

על פי חישובי מידרוג שהתבססו על נתונים שפורסמו בדוחות החברה\* מכיון שהחברה לא מפרסמת דוח תזרים מזומנים ברמת הסולו המורחב, ה-FFO המותאם חושב על בסיס תחשיב החברה ל-FFO מפעילות נדל"ן, בתוספת להכנסות ריבית ודיבידנדים מנכסים פיננסיים, המוחזקים למסחר ומחברות מוחזקות \*\* FFO מותאם מפעילות נדל"ן בלבד מנטרל הכנסות מדיבידנדים ונכסים פיננסיים שאינם בתחום הנדל"ן. \*\* ה-NOI חושב על-ידי מידרוג על בסיס תחשיב החברה כפי שמוצג בדוח הדירקטוריון \*\*\*\* החוב הפיננסי כולל פיקדונות מלקוחות דיור מוגן אשר עומדים על כ-297 מיליון ₪ וכ-295 מיליון ₪ ליום 31.03.2016 וליום 31.12.2015 בהתאמה, כפי שפרסמה החברה בדוחותיה האחרונים. מכיון שבשלב זה מדובר בסכומים שאינם מהותיים ליחסים הפיננסיים לא הוצגו היחסים בנטרול פיקדונות אלו.

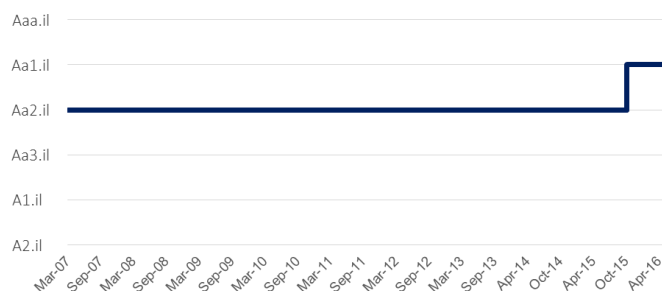
**גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג**

- גידול משמעותי בהיקפי פעילות החברה באופן התורם לפיזור, תוך שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי, בהתאם לרמתם הנוכחית

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה ואופק הדירוג**

- ירידה משמעותית בגמישות הפיננסית, במקביל לירידה משמעותית בנכסים חופשיים משעבוד
- יישום מדיניות דיבידנד חריגה אשר תשפיע מהותית על האיתנות הפיננסית ועל נתוני הנזילות
- שינויים משמעותיים בליבת העסקים ובמאפיינים הפיננסיים, אם תיכנס החברה להשקעות מהותיות חדשות
- שינוי מהותי בתמהיל הפעילות בין פעילות ייזום לבין בעלות ותפעול נכסים מניבים, באופן אשר יעלה את הסיכון העסקי

**היסטוריית דירוג**



**פרופיל החברה**

קבוצת עזריאלי בע"מ עוסקת, 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 ואחרים בישראל. החברה הוקמה בשנת 1983 על ידי מר דוד עזריאלי ז"ל, אשר נפטר ביולי 2014. כמו כן, מחזיקה קבוצת עזריאלי ב-100% בחברת "גרנית הכרמל" (אשר הייתה חברה ציבורית עד לספטמבר 2012 ומאז נמכרו חלק מהחברות והפעילויות שתחתיה). במאי 2008 רכשה החברה כ-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".



---

**דוחות קשורים:**

[קבוצת עזריאלי בע"מ - עדכון לפעולת דירוג - יולי 2016](#)  
[קבוצת עזריאלי בע"מ - פעולת דירוג - יוני 2016](#)  
[דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)  
[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)  
הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

---

**מידע כללי:**

20/07/2016	תאריך דוח הדירוג:
05/07/2016	תאריך דוח קודם:
01/03/2007	תאריך מתן דירוג ראשוני:
קבוצת עזריאלי בע"מ	שם יוזם הדירוג:
קבוצת עזריאלי בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

---

**מידע מן המנפיק**

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

**סולם דירוג מקומי לזמן ארוך**

<b>Aaa.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>Aaa.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
<b>Aa.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>Aa.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
<b>A.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>A.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
<b>Baa.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>Baa.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
<b>Ba.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>Ba.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
<b>B.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>B.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
<b>Caa.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>Caa.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
<b>Ca.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>Ca.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
<b>C.il</b>	מנפיקים או הנפקות המדורגים <b>C.il</b> מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- **Aa.il** ועד **Caa.il** 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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

**אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.**

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעונן, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון. הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או פרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, אשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודד או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il> כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.