

קבוצת עזריאלי בע"מ

מעקב | דצמבר 2023

אנשי קשר:

תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Tamir.s@midroog.co.il

נאור סולטן

אנליסט, מעריך דירוג משני
naor.s@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן, מעריכת דירוג ראשית
i.sigal@midroog.co.il

קבוצת עזריאלי בע"מ

דירוג סדרות	Aa1.il	אופק דירוג: יציב
-------------	--------	------------------

מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa1.il לאגרות חוב (סדרות ד, ה, ו) שהנפיקה קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן: "עזריאלי" ו/או "החברה").
אופק הדירוג יציב.

אגרות החוב במחזור המדורות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	מועד פירעון סופי
ד	1138650	Aa1.il	יציב	05.07.2030
ה	1156603	Aa1.il	יציב	30.06.2028
ו	1156611	Aa1.il	יציב	31.12.2032

* לחברה סדרות נוספות של אגרות חוב (סדרות ב, ז, ח) ונע"מ שאינן מדורות על-ידי מידרוג

שיקולים עיקריים לדירוג

- עם היקף מאזן של כ- 51 מיליארד ₪, פעילות הנדל"ן המניב של החברה נפרשת על מספר מגזרי פעילות ובעיקר מגזר מרכזי מסחר וקניונים בישראל המהווים כ- 30% מסך המאזן ומגזר שטחי השכרה למשרדים בישראל המהווה כ- 33% מסך המאזן. יתר מגזרי נדל"ן מניב מהווים יחד כ- 30% נוספים מסך המאזן וכוללים בין היתר את תחום הדאטה סנטרס (12%) והדיר המוגן (6%). נכסי הנדל"ן המניב של החברה בישראל מצויים באזורי ביקוש מרכזיים, בולטים לחיוב באיכותם, ועל כן מאופיינים בשיעורי תפוסות גבוהים מאוד ויציבים על פני שנים. לחברה ריכוזיות של נכסי נדל"ן מניב ונדל"ן מניב בהקמה במגזר המשרדים והמסחר במרכז בציר מנחם בגין בתל-אביב וכן מרכיב מהותי של שוכרים בתחום ההייטק. להערכת מידרוג, מאפיינים אלו עלולים ליצור חשיפה של החברה להאטה חדה ומתמשכת בתחום ההייטק. איכות הנכסים הגבוהה של החברה והניסיון הניהולי תומכים ביציבות נכסיה לאורך זמן. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023, החברה הציגה גידול מנכסים זהים של כ- 7.5% במגזר מרכזי המסחר והקניונים בישראל וגידול של כ- 8.5% במגזר המשרדים בישראל, זאת בהשפעת המדד ועלייה בשכ"ד בחוזים חדשים.
- לאורך זמן הפעילות בענף הנדל"ן המניב בישראל מאופיינת בסביבה כלכלית חזקה ובעלת ביקושים צומחים. עם זאת, הסיכון הפוטנציאלי להאטה כלכלית עולמית בשנה הקרובה מהווה להערכת מידרוג איום על חברות הנדל"ן המניב בישראל בטווח הקצר- הבינוני, לאור חשיפה לא מבוטלת של ענף המשרדים להייטק הישראלי שתרם בחדות לעליית דמי השכירות בשנה- שנתיים האחרונות, בעיקר בריכוזי ההייטק הבולטים באזור תל אביב. להערכת מידרוג, איכות הנכסים ומיקומם יוסיפו להוות גורם מפתח בשיעור התפוסה ובגובה דמי השכירות גם במחזור כלכלי שלילי. סקטור הנדל"ן הקמעונאי מאופיין במחזוריות רבה יותר בהשוואה לענף הנדל"ן המניב בכללו בשל החשיפה למגמות בצריכה הפרטית, ובייחוד לתחומי הלבשה והאופנה, הבילוי והפנאי. תחומים אלו מאופיינים בתחרות עזה, בחסמי כניסה נמוכים ובחשיפה לטעמים המשתנה של הצרכנים. הצריכה הפרטית של מוצרים, ובפרט בתחומי הלבשה, אופנה ובית מצויה במגמה ארוכת שנים של הסטה לטובת רכישות און-ליין.
- החברה מצויה בתנופת ייזום בשנים האחרונות שצפויה להימשך בשנים הקרובות. לחברה 11 פרויקטי נדל"ן בייזום בתחומי מסחר, משרדים, מלונאות, דיור מוגן ושימושים מעורבים (ללא דאטה סנטרס) בהיקף השקעה נאמד של 6.3-6.6 מיליארד ₪ בטווח הקצר-בינוני, מכך הושקעו כ- 2.8 מיליארד ₪ עד ליום 30.09.2023. כמו כן החברה מרחיבה את פעילות הדאטה סנטרס באמצעות GM על ידי הקמת חוות שרתים עבורם במסגרת חוזים חתומים מראש ורכישת חברות.

- היקף ההשקעות הגבוה הוביל את החברה להגדיל את החוב הפיננסי ואת רמת המינוף בשנים האחרונות, עם יחס חוב נטו מותאם ל-CAP נטו של כ- 42.6% ל-30.09.2023 לעומת כ- 38.8% ליום 30.09.2022. עסקת קומפאס צפויה בטווח הקצר להוריד את יחס המינוף אולם מידרוג מעריכה כי בטווח הבינוני היחס יוותר סביב 43% בהינתן תוכנית ההשקעות של החברה וחלוקות דיבידנדים. יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO צפוי לנוע בטווח 14-15 בשנים 2024-2025 והינו חלש מעט לרמת הדירוג.
- מרבית נכסי נדל"ן להשקעה של החברה בישראל אינם משועבדים כנגד הלוואות. שיעור המינוף של נכסים המשועבדים ביחס לחוב המובטח הינו מתון. שיעור נכסי נדל"ן להשקעה לא משועבדים לסך מאזן עומד על כ- 75% ל- 30.09.2023 והוא צפוי להיוותר ברמה זו בשנים הקרובות. גורמים אלו תורמים לגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה. להערכת מידרוג, המדיניות הפיננסית של החברה יציבה ושמרנית יחסית, תוך שימור האינטרס של בעלי החוב. עם זאת, היקף הייזום הנרחב בשנים האחרונות לצד מדיניות החלוקה של החברה מעלים את מינוף החברה ומחלישים את גמישותה הפיננסית.
- דירוג אגרות החוב בפועל Aa1.il גבוה בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Aa2.il, וזאת לאור היותה מובילת שוק בתחום הנדל"ן המניב למסחר ומשרדים בישראל, מבחינת איכות נכסיה, פיזור העסקי והיקף תזרימי המזומנים, בהשוואה למנפיקים מדורגים אחרים.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח, בין היתר, יציבות בהכנסה התפעולית NOI מהנכסים המניבים בישראל וארה"ב על בסיס חוזים חתומים, עם תרחישי רגישות מסוימים, בין היתר, לגבי הכנסות מקניין מול הים באילת שפעילותו נחלשה מאז פרוץ המלחמה, גידול בהכנסה התפעולית במגזר הדאטה סנטרס, השקעה בנכסים קימים ובייזום (לרבות דאטה סנטרס) בהיקף של 6-7 מיליארד \$, תרחיש רגישות לשווי הנכסים המניבים וחלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה.

המלחמה שפרצה בישראל ב-7 באוקטובר 2023 הובילה לשורה של השלכות והגבלות הכוללות, בין היתר, סגירה חלקית או מלאה של עסקים, הגבלות על התכנסות במקומות עבודה ובמערכת החינוך וכן ירידה בהיקף כוח העבודה, הנובעת מגיוס מילואים רחב וצמצום בהיקף העובדים הזרים. צעדים אלו גורמים לצמצום הפעילות במשק ולירידה בפעילות הכלכלית. להערכת מידרוג, תקופה זו מאופיינת במידה גבוהה של אי-ודאות בנוגע להתפתחות המלחמה ולהשלכותיה הכלכליות. בשל כך, מידרוג עשויה לעדכן את תרחיש הבסיס בדירוג בהתאם להתפתחויות. להרחבה בנושא אנו מפנים לדוח מידרוג המתייחס להשלכות אפשריות ואופן בחינתן².

אופק הדירוג

אופק הדירוג נותר יציב בטווח התחזית, זאת לאור הערכת מידרוג לשמירה על ביצועים תפעוליים בנכסים ויציבות בפרמטרים הפיננסים של החברה ובהנחה כי החברה תוסיף לשמור לאורך זמן על מדיניות פיננסית שמרנית.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה נוספת מהותית לאורך זמן ביחס המינוף חוב נטו לקאפ נטו מותאם של החברה
- ירידה בגמישות הפיננסית שתבטא בגידול מהותי בהיקף הנכסים המשועבדים
- יישום מדיניות דיבידנד חריגה אשר תשפיע מהותית על האיתנות הפיננסית ועל נתוני הנזילות

¹ יחס המינוף המותאם כולל בצד החוב הפיננסי את התחייבויות הפקדונות לדיירים במגזר הדיור המוגן שיתרתם כ- 1.3 מיליארד \$ ל- 30.09.2023. כמו כן היחס אינו מנכה מהחוב הפיננסי את האחזקה במניות בנק לאומי שיתרתה כ- 1.1 מיליארד \$ ל- 30.09.2023.

² [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג – דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

קבוצת עזריאלי בע"מ (מאוחד) - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח*

31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22	30.09.23	
35,239	35,124	42,371	48,474	51,242	סך מאזן
9,534	10,185	13,509	17,211	20,582	חוב פיננסי נטו מותאם
30.1%	32.0%	34.8%	39.2%	42.6%	חוב פיננסי נטו מותאם / קאפ נטו
6.8	12.4	11.2	12.8	14.6	חוב פיננסי נטו מותאם / FFO

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים, מאי 2020"

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת פעילות כלכלית חזקה בתחום הנדל"ן המניב הנתמכת במגמת ביקושים חזקה לאורך זמן; ההאטה כלכלית בצל הריבית הגבוהה, המלחמה בישראל וההאטה במגזר ההייטק מעלים את הסיכון בענף הנדל"ן המניב

החברה פועלת בעיקר בענף הנדל"ן המניב בישראל בדגש על מסחר, משרדים ודירור מוגן, לצד גם פעילות בתחום הנדל"ן המניב למשרדים בארה"ב בעיקר בערים יוסטון ואוסטין. בנוסף, החברה פועלת בענף ה- Data Centers ("דאטה סנטרס") בעיקר בנובגיה באמצעות האחזקה בחברת Green Mountain ("GM").

על פי Moody's, פרופיל האשראי של ישראל (A1 RUR) מפגין עמידות חזקה בפני זעזועים כלכליים ולזעזועים חיצוניים. בנוסף, המשק הישראלי הציג התאוששות מהירה ופוטנציאל הצמיחה של המדינה חזק. עם זאת, בעקבות מלחמת "חרבות ברזל" Moody's הציבה את דירוג המדינה במעקב עם השלכות שליליות כדי לבחון את השפעותיה על כלכלת ישראל. בנובמבר 2023, בנק ישראל³ עדכן מטה את תחזית צמיחת התוצר בשנים 2023-2024 בשל פרוץ המלחמה, שיעור התוצר בישראל צפוי לצמוח ב-2.0% בשנת 2023 וב-2.0% בשנת 2024, חלף תחזית של 3% טרם לפרוץ המלחמה. עוד מעריך הבנק המרכזי כי האינפלציה צפויה להתמתן בשנת 2024 בשל הפגיעה בסנטימנט הצרכני ובביקוש לצריכה והריבית צפויה לעמוד על 3.75% או 4.0% ברבעון הרביעי של 2024, רמת הריבית בשנת 2024 תסייע לייצוב האינפלציה והפעילות במשק. על פי נתוני בנק ישראל, הממוצע השנתי של שיעור האבטלה בישראל בגילאי 25-64 צפוי לעמוד על כ-4.3% בשנת 2023 ולעלות לכ-4.5% בממוצע בשנת 2024.

מדו"ח Natam⁴ (נת"ם) לחציון הראשון של שנת 2023, עולה כי בתקופה זו נמשכת מגמת הירידה מרמות השיא בדמי השכירות ובמחירי המשרדים בתל אביב. ניתן לראות כי אזורי אשר הציגו עליה משמעותית במחירי השכירות בשנים 2021-2022 כעת מציגים תיקון. ההשפעה על שיעורי התפוסה, בעיקר בתל אביב ברמות גימור גבוהות, צפויה להיות שלילית בשנים 2024-2026 עם כניסתם של מגדלי משרדים חדשים לשוק. באזורי המרכזיים מחוץ לתל אביב, באזור ירושלים ובערים סביב תל אביב, ההערכה הנובעת בדו"ח Natam מלמדת על המשך יציבות מחירים ורמות אכלוס גם בחציון השני של 2023. אזורי אלה יושפעו מתחילת פעולת הרכבת הקלה, מיציאה של שוכרים פיננסיים גדולים מתל אביב לערים במעגל השני של גוש דן ומהתאמות פיזיות אשר מבצעים בעלי הנכסים על מנת למשוך שוכרים חדשים מאזורי מרכזיים יותר. כמו כן, על פי הסקירה של Cushman & Wakefield⁵ אודות שוק המשרדים בישראל במחצית הראשונה של שנת 2023, קיימים שיעורי תפוסה גבוהים של נכסי משרדים, תוך הבחנה בין תל אביב לבין המעגלים המקיפים אותה, אך למרות זאת, לאור סביבת הריבית הגבוהה והאינפלציה, החברות ממשיכות במגמת צמצום והחזרת שטחים פנויים, דבר אשר גורר המשך ירידה במחירי ההשכרה והתייצבותם לסביבת המחירים של טרום הקורונה.

³ התחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, 27 בנובמבר 2023

⁴ דו"ח נת"ם גיליון מספר 51, חציון ראשון שנת 2023

⁵ סקירת שוק המשרדים H1 2023, Cushman & Wakefield, יולי 2023

הסיכון הפוטנציאלי להאטה כלכלית עולמית בשנה הקרובה מהווה להערכת מידרוג איום על חברות הנדל"ן המניב בישראל בטווח הקצר-הבינוני, לאור חשיפה לא מבוטלת של ענף המשרדים להיטק הישראלי שתרם בחדות לעליית דמי השכירות בשנה-שנתיים האחרונות, בעיקר בריכוזי ההיטק הבולטים באזור תל אביב. ענף ההיטק מאופיין במחזוריות חדה בשל מאפייני החדשנות ועתירות השקעות, והוא חשוף מאוד להאטה עולמית בשווקי ההון. להערכת מידרוג, איכות הנכסים ומיקומם יוסיפו להוות גורם מפתח בשיעור התפוסה ובגובה שכר הדירה גם במחזור כלכלי שלילי.

סקטור הנדל"ן הקמעונאי מאופיין במחזוריות רבה יותר בהשוואה לענף הנדל"ן המניב בכלל בשל החשיפה למגמות בצריכה הפרטית, ובייחוד לתחומי הלבשה והאופנה, הבילוי והפנאי. תחומים אלו מאופיינים בתחרות עזה, בחסמי כניסה נמוכים ובחשיפה לטעמים המשתנה של הצרכנים. הצריכה הפרטית של מוצרים, ובפרט בתחומי הלבשה, אופנה ובית מצויה במגמה ארוכת שנים של הסטה לטובת רכישות און-ליין על חשבון קיטון בשטחי מכירה פיזיים וגידול בשטחי אחסון ולוגיסטיקה. מעבר לכך, הצריכה הפרטית רגישה למחזוריות הכלכלית ולאירועים אקסוגניים. גורמים אלו מעלים את רמת הסיכון בסקטור בייחוד בתקופה של האטה כלכלית ועלייה באבטלה. בשנת 2023 סקטור הנדל"ן הקמעונאי רשם ביצועים תפעוליים נאים עם שיעורי תפוסה גבוהים, כניסה של מותגים חדשים וגיוון קמעונאי, וצמיחה בפדיונות בשל המשך התאוששות ממשבר הקורונה. שיעור דמי השכירות לפדיונות נע בטווח לא נמוך של 9.5%-12% בקרב בעלי הנכסים הגדולים מבין החברות הציבוריות. עם פרוץ המלחמה בימיה הראשונים נסגרו מרכזי הקניות ברחבי הארץ למעט שירותים חיוניים. החל מהשבוע השני של המלחמה, נפתחו כלל מרכזי הקניות ותנועת הקונים הלכה וגברה ונכון לחודש נובמבר, חזרה תנועת הקונים בקניונים לכ-90% מממוצע מרמתם טרום המלחמה. בין הגורמים שתורמו לגידול בתנועה בחודש נובמבר ניתן למנות את הביקושים שנכבשו מעת פרוץ המלחמה ואת הירידה החדה בטיסות ישראלים לחו"ל. להערכת מידרוג, שנת 2024 עלולה להציג היחלשות בפדיונות של מרכזי המסחר בהשוואה לשנת 2023 בשל צמיחה ממונתת יותר, העלייה בריבית והפגיעה בהכנסה הפנייה. ייתכן כי שוכרים מסגמנטים מסוימים יקלעו לקשיים בשל ההאטה בכלכלה והכבדת דמי השכירות.

תחום הדאטה סנטרס מאופיין בשיעורי צמיחה גבוהים בשנים האחרונות, הודות לשינויים טכנולוגיים משמעותיים ולגידול נרחב בכמות המידע הדיגיטלי המיוצר. שינוי מרכזי בתחום זה הנו המעבר מאחסון מידע באופן מקומי, בשרתים בבית הלקוח, למעבר לאחסון מידע באופן מרוחק ומרוכז (מחשוב ענן). שינוי זה ומגמות נוספות, הכוללות גידול במספר משתמשי האינטרנט, הטרגנספורמציה הדיגיטלית רחבת ההיקף של עסקים, ובהמשך, התפתחות מהפכת ה-AI, מגבירים את הביקוש למרכזי דאטה סנטרס. מענה יעיל לצרכי שוק זה מתאפיין במיקום הגיאוגרפי של האתר, אשר נדרש להיות בעל רמת חיבוריות רחבה ללקוחות וכן בעל גישה לאספקת חשמל אמينة וזולה. מאפייני הלקוחות וההתקשרויות בתחום זה כוללים: השקעה הונית גבוהה מצד השוכר בציוד ובהתאמות, חוזי התקשרות ארוכי טווח והתבססות על מפעיל בעל ניסיון מקומי מוכח. לצד ההיבטים הבולטים לחיוב של התפתחות תחום זה, יש לציין את השינויים הטכנולוגיים המהירים המתפתחים בתחום זה, ואשר עשויים להגדיל את הסיכון הטמון בענף לטווח הארוך. דוגמא לשינוי זה הנו מהפכת ה-AI, אשר מצד אחד צפויה להגדיל מאוד את הביקוש לשירותי איחסון מידע נוספים, אך מנגד לצמצם את הצורך בקריבה גיאוגרפית למוקדי הלקוחות, בשל שיפור רמת הקישוריות ובשל צמצום הצורך בגישה מהירה אל המידע המאוחסן. בכך יתרון המיקום של הספקים הקיימים עשוי להצטמצם. על פי הערכות CBRE⁶, המחיר להשכרת דאטה סנטרס צפוי לעלות וזאת לאור המשאבים המוגבלים והביקושים הגבוהים שצפויים להישאר גבוהים למרות התנודות בכלכלה העולמית.

מיצוב גבוה ומוביל של הנכסים בישראל בתחומי המסחר והמשרדים עם טרק רקורד חזק ויציב

פעילות החברה נפרסת בעיקר על תחום הנדל"ן המניב למסחר (כ-30% מסך שווי הנכסים) ותחום הנדל"ן המניב למשרדים (כ-33%). מרבית חוזי השכירות של הקבוצה בישראל בתחומים אלו הם לתקופה של 3-5 שנים וכוללים לרוב אופציה לתקופות שכירות נוספות (בדר"כ 3-5 שנים נוספות), למעט הסכמים בגין היקף שטחים להשכרה גדול יחסית, אשר לרוב נחתמים לתקופות שכירות ארוכות יותר הנעות בין 8 ל-25 שנים (כולל הארכות ומימוש אופציות). בתחום נכסי המסחר החברה פועלת בעיקר בישראל, בה היא מחזיקה ב-21 נכסים הכוללים בעיקר קניונים סגורים תחת המותג "עזריאלי". נכסי המסחר של החברה מאופיינים במיקומים מרכזיים בערים מרכזיות, ובדרך כלל בקרבה לערוצי תחבורה ציבורית ראשיים והם מהמובילים באזורי פעילותם. בין נכסיה המסחריים הבולטים של

⁶ North America Data Center Trends H1 2023, CBRE, 06.09.2023

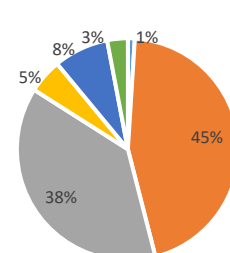
החברה נכללים קניין עזריאלי ירושלים, קניין עזריאלי איילון, קניין עזריאלי תל אביב וקניין "מול הים" באילת שנרכש על ידה במהלך שנת 2022. נכסי הקניונים תורמים כ- 45% מההכנסה התפעולית בחברה ומאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים בשיעור של כ- 99%. ה- NOI במגזר המרכזים המסחריים בתקופה ינואר-ספטמבר 2023 הסתכם בכ- 734 מיליון ₪, לעומת 638 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ- 15% שנבע מהשפעת הרכישה של מול הים בתקופה המקבילה. ה- NOI מנכסים זהים עלה בתקופה זו בשיעור 7.4% והושפע מעליית המדד ומעליות בשכ"ד בתחלופת שוכרים.

במגזר נכסי המשרדים החברה מחזיקה ומנהלת נכסי משרדים אשר חלקם מן הבולטים בישראל, כדוגמת מרכז עזריאלי ת"א ומגדל עזריאלי שרונה. נכסי החברה בישראל מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים מאוד ויציבים, כאשר נכון ל- 30.09.2023, שטחי המשרדים של קבוצת עזריאלי בישראל מושכרים לכ- 820 שוכרים שונים. שיעור התפוסה המשוקלל של החברה במגזר זה בישראל עומד על כ- 98%. החברה פעילה בארה"ב, כאשר בבעלותה מספר נכסי משרדים, המרוכזים בעיקר בערים יוסטון ואוסטין בטקסס. נכסי החברה בארה"ב מאופיינים בשיעורי תפוסה בינוניים עם כ- 66% בממוצע. ה- NOI במגזר המשרדים בישראל בתקופה ינואר-ספטמבר 2023 הסתכם בכ- 612 מיליון ₪, לעומת 571 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ- 7.2% ועלייה מנכסים זהים בשיעור של כ- 8.5% שהושפעה מעליית המדד ומעליות בשכ"ד בתחלופת שוכרים.

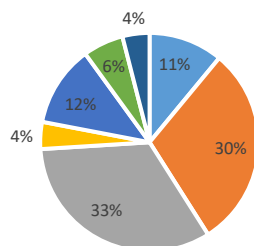
הפריסה הרחבה של פעילות החברה בתחומי הנדל"ן המניב השונים והפיזור הנכסי מהווים גורם חיובי במיצוב החברה בהיותם ממתני זעזועים. כמו כן, לחברה ריכוזיות מסוימת ברמת הנכסים לאור מספר נכסים משמעותיים, בולטים בהיקפם וגודלם ומהותיים, אשר להערכתנו מתמתנת לאור מיצוב הנכסים ומיקומם הייחודי.

היקף פעילות החברה צמח לאורך השנים בעיקר כתוצאה מפעילות ייזום של נכסים חדשים, ונכון ליום 30.09.2023 לחברה 11 נכסי נדל"ן בייזום בישראל בטווח הקצר והבינוני הינם בהיקף השקעה כולל (לרבות עלות הקרקע) בעלות נאמדת של 6.3-6.6 מיליארד ₪, מכך הושקעו עד ליום 30.09.2023 כ- 2.8 מיליארד ₪, ששווים בספרי החברה הינו כ- 3.7 מיליארד ₪. הבולט מבין הנכסים בייזום הינו מגדל הספירלה המהווה הרחבת מרכז עזריאלי תל אביב, ומשלב שימושים של מסחר, משרדים, מלונאות ומגורים להשכרה בשטח כולל של כ- 150 אלפי מ"ר בעלות נאמדת של 2.5-2.7 מיליארד ₪ שצפויה להסתיים בשנת 2027. השקעה מהותית נוספת הינה רכישה והקמה מחדש של מלון "הר ציון" בירושלים בעלות הנאמדת בכ- 0.95 מיליארד ₪ שצפויה להסתיים בשנת 2025. כמו כן החברה מקימה את קמפוס סולראדג' באזור גלילות בעלות נאמדת של 0.8 מיליארד ₪ שצפויה להסתיים בשנת 2025. קמפוס סולראדג' מושכר מראש לשוכר היחיד בחוזה ל- 15 שנה.

תרשים 1: התפלגות NOI בחלוקה בין מגזרי פעילות עיקריים



תרשים 2: התפלגות שווי נכסים בחלוקה בין מגזרי פעילות עיקריים



מקור: דוחות החברה ליום 30.09.2023 עיבוד: מידורג

מקור: דוחות החברה ליום 30.09.2023 עיבוד: מידורג

פעילות החברה בתחום הדאטה סנטרס מהווה מנוע צמיחה משמעותי עבור החברה ועיקר הפעילות במגזר זה מתבצע כיום באמצעות האחזקה (100%) ב- GM הפועלת בנורווגיה ונרכשה על ידי החברה בשנת 2021. החברה החלה בפעילותה במגזר זה בשנת 2019 באמצעות השקעה הונית בחברת קומפאס שעד לאחרונה החזיקה בה 32.5%. בחודש אוקטובר 2023 השלימה החברה עסקה למכירת אחזקותיה בקומפאס בתמורה לכ- 2.7 מיליארד ₪ נטו (לאחר מס ועלויות עסקה) כאשר הרווח הצפוי לחברה הינו כ- 0.9

מיליארד ₪. לאחר מכירת האחזקה בקומפאס, מחזיקה החברה במגזר הדאטה סנטרס באמצעות חברות בנות 4 נכסים מניבים בנורווגיה ובמזרח לונדון. נכסים אלו מאופיינים בשיעורי תפוסה ממוצעים של כ- 93%. ה- NOI במגזר זה ברבעון השלישי של שנת 2023 עמד על כ- 29 מ' ₪ בהשוואה לכ- 21 מ' ₪ ברבעון השלישי בשנת 2022 בניטרול ההכנסות מקומפאס. החברה מבצעת השקעות משמעותיות בהקמת חוות שרתים באמצעות GM, ועל פי הערכות החברה, תוספת NOI מחוזים חתומים בחוות שרתים בהקמה צפויה לעמוד על כ- 384 מ' ₪ על בסיס חוזים חתומים ובהיקף של כ- 148 מגה וואט. כמו כן מחזיקה GM 50% בשותפות בגרמניה הפועלת לפיתוח דאטה סנטרס בהיקף של כ- 54 מגה וואט.

בנוסף, החברה צפויה לפעול בתחום המלונאות באמצעות מספר נכסים הנמצאים בייזום ויחילו להניב בשנים הקרובות ביניהם מלון הר ציון בירושלים, מלון בתל-אביב במגדל הספירלה ומלון בעיר מודיעין.

פרופיל פיננסי

תנופת הפיתוח בחברה מלווה בגידול מתמשך בחוב הפיננסי וברמת המינוף, שהינה גבוהה לרמת הדירוג

החוב הפיננסי נטו המותאם של החברה הוכפל מאז 2019-2020 ועד לרמתו ליום 30.09.2023, בסך כ- 20.6 מיליארד ₪ נכון ל- 30.09.2023. הגידול בחוב נבע מהשקעות נרחבות בייזום של פרויקטי נדל"ן בישראל, רכישת מול הים ואיחודו וההשקעות בפיתוח מגזר הדאטה סנטרס ובהתבטא גם בגידול הניכר בסך הנכסים. כמו כן האינפלציה הגבוהה בשנים 2022-2023 הובילה לשערוך החוב שרובו צמוד למדד. הגידול בחוב לווה מחד בעלייה בשווי הנכסים ומאידך בחלוקת דיבידנדים.

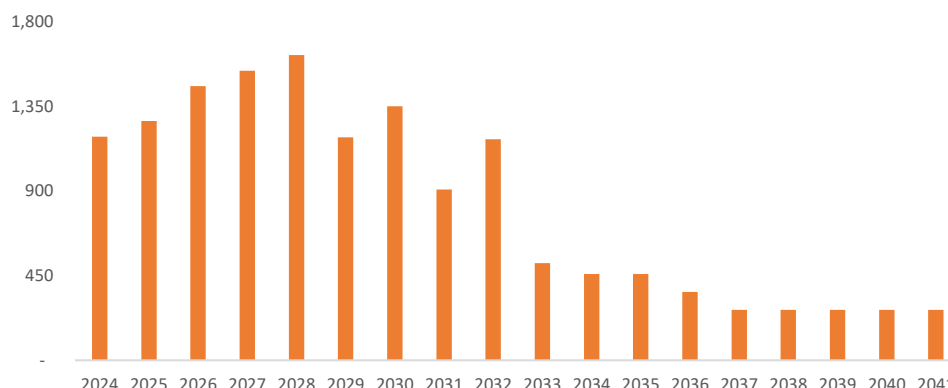
ליום 30.09.2023 עמד יחס המינוף של החברה חוב נטו מותאם ל- CAP נטו על כ- 42.6% בהשוואה לכ- 38.8% ל- 30.09.2022. עסקת קומפאס צפויה להוריד את יחס המינוף חזרה לרמה הנאמדת על ידי מידרוג בכ- 38% ליום 30.09.2023 פרפורמה לעסקה, אולם תכנית ההשקעות של החברה נמשכת ובמהלך 2024-2025, והחברה צפויה לבצע השקעות בהיקף של 6.0-7.0 מיליארד ₪. החברה מחלקת מידי שנה מחצית מ- FFO כדיבידנד לבעלי המניות. לאור זאת מינוף החברה צפוי להישאר ברמתו הנוכחית של כ- 43% ועלול אף לעלות מעבר לכך בתרחיש רגישות הכולל הנחה לפגיעה מסוימת בשווי הנכסים. ה- FFO בחברה לא עלה בהתאמה לגידול בחוב בשל ההשפעה המכבידה של הייזום שטרם מניב והעליה בהוצאות המימון בעקבותיו. יחס כיסוי חוב נטו מותאם ל- FFO עמד על כ- 15 שנה ב- 12 החודשים שעד 30.09.2023. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג היקף ה- FFO הריאלי הצפוי לעמוד בטווח של 1.5- 1.6 מיליארד ₪ לשנה בשנים 2024-2025 בהשוואה לכ- 1.4 מיליארד ₪ ב- 12 החודשים שהסתיימו ב- 30.09.2023. לשנה בתקופת התחזית, היקף בולט לחיוב ביחס לקבוצת ההשוואה. יחס הכיסוי בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, צפוי לנוע סביב 14-15 שנה, שהינו איטי ביחס לדירוג.

גמישות טובה עם היקף משמעותי של נכסים לא משועבדים ושיעור מינוף נמוך של החוב המובטח. יתרות נזילות ותזרים

שוטף הולמים ביחס לצרכי שירות האג"ח

מרבית נכסי נדל"ן להשקעה של החברה בישראל אינם משועבדים כנגד הלוואות. נכסיה המשועבדים של החברה כוללים בעיקר את קניין מול הים, קניין ראשונים, חלק מנכסי המשרדים בארה"ב, וחלק מנכסי דאטה סנטרס בנורווגיה. כמו כן יחידות הדירוג בנכסי הדירוג המוגן של החברה משועבדות ברובן לטובת הדיירים. שיעור המינוף של נכסים המשועבדים ביחס לחוב המובטח הינו מתון. שיעור נכסי נדל"ן להשקעה לא משועבדים לסך מאזן עומד על כ- 75% ל- 30.09.2023 והוא להיוותר ברמה זו בשנים הקרובות. גורמים אלו תורמים לגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה. נכון ל- 30.09.2023, לחברה יתרות מזומנים ופקדונות בסך כ- 1.3 מיליארד ₪ וכן מניות לאומי בסך כ- 1.1 מיליארד ₪. בנוסף, לפי נתוני החברה, ל- GM קיימות מסגרות אשראי פנויות בסך כ- 0.4 מיליארד ₪. לחברה חלויות שוטפות של קרן אג"ח בסך כ- 1.2 מיליארד ₪ וכ- 1.3 מיליארד ₪, לכל אחת מהשנים 2024 ו- 2025, בהתאמה.

קבוצת עזריאלי בע"מ: לוח סילוקין של אגרות חוב ליום 30.09.2023, במיליוני ₪:*



* לאחר תאריך 30.09.2023 גייסה החברה כ- 2.36 מיליארד ₪ עג, אשר אינם כלולים בתרשים המוצג לעיל.

שיקולי סביבה, חברה וממשל תאגידי (ESG)

שיקולי ESG אינם נושאים בעלי השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים מממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. המדיניות הפיננסית של החברה מתבטאת בשמירה על רמת מינוף סבירה ומדיניות נזילות הולמת עם היקף גדול של נכסים לא משועבדים.

מטריצת הדירוג

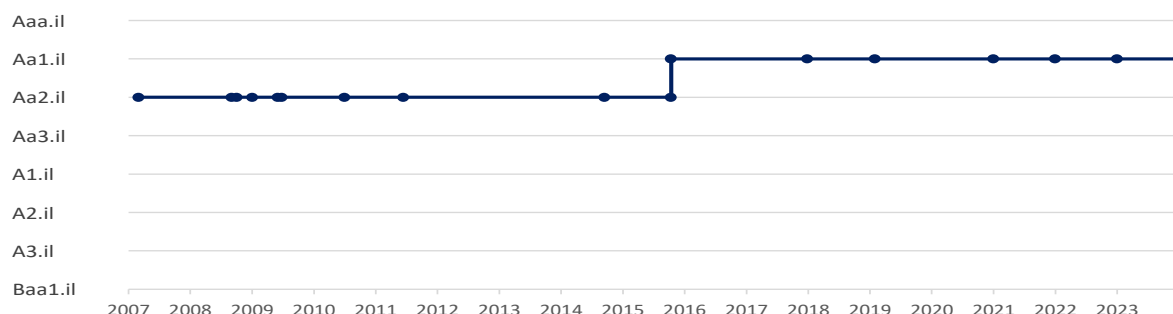
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2023			
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה	פרמטרים	קטגוריה
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	53-54	Aaa.il	51	סך מאזן (מיליארד ש"ח)	
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	פרופיל עסקי
Aa.il	43%	Aa.il	42.6%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Aaa.il	1.5-1.6	Aa.il	1.4	היקף FFO LTM (מיליארד ש"ח)*	פרופיל פיננסי
Aa.il	14-15	A.il	15	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
Aa.il	75%	Aa.il	75%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aaa.il	9-10%	Aaa.il	10%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aa.il	---	Aa.il	---	מדיניות פיננסית	
Aa2.il					
Aa1.il					דירוג בפועל

* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

אודות החברה

החברה עוסקת בייזום, הפעלה והחזקה של נכסים מניבים בעיקר בישראל, כאשר מרבית פעילותה העסקית של הקבוצה הינה בתחום מרכזי המסחר והקניונים, בתחום שטחי השכרה למשרדים בישראל ובתחום הדיור המוגן בישראל. החברה נסחרת בבורסה לני"ע בת"א. בעלות השליטה בחברה במישרין ו/או בעקיפין הינן שרון, נעמי ודנה עזריאלי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[קבוצת עזריאלי בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג - דוח מיוחד, אוקטובר 2023](#)

[השפעת עלייה בשיעורי הריבית והאינפלציה על ענף הנדל"ן המניב בישראל - דוח מיוחד, יוני 2022](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מידע כללי

תאריך דוח הדירוג:	31.12.2023
התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:	29.12.2022
התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:	01.03.2007
שם יוזם הדירוג:	קבוצת עזריאלי בע"מ
שם הגורם ששילם עבור הדירוג:	קבוצת עזריאלי בע"מ

מידע מן המנפיק

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

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il 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.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

דירוגים שהונפקו על ידי מידורג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצרים, השירותים והמידע שמידורג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידורג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידורג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידורג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידורג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידורג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידורג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידורג, הערכות מידורג, חוות דעת של מידורג וחומרי מידורג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידורג, הערכות מידורג, חוות הדעת של מידורג וחומרי מידורג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידורג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידורג מתוך הנחה וציפייה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידורג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדיון החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידורג, הערכות מידורג וכל חוות דעת או חומרי מידורג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מוזהרים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידורג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידורג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידורג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביועץ פיננסי או ביועץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידורג בכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידורג מפקה, מידורג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידורג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידורג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, הערכות וחוות הדעת של מידורג וחומרי מידורג אינם מיועדים לשימוש כ"בצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בצ'מרק".

מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג, בהערכות של מידורג, בחוות הדעת של מידורג ובחומרי מידורג (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידורג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם מהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידורג.

התוכן של חומרי מידורג אינו חלק מן המתודולוגיה של מידורג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידורג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידורג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידורג או למי מאנשי מידורג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידורג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידורג.