מידרוג

קבוצת עזריאלי בע"מ

דוח מעקב | נובמבר 2015

אנשי קשר-

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

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

rang@midroog.co.il

מידרוג

קבוצת עזריאלי בע"מ

דירוג סדרה	דירוג: *Aa1.il*	אופק הדירוג: יציב

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג מדירוג *Aa2.il* באופק יציב לדירוג *Aa1.il* באופק יציב לסדרת אג"ח א' שבמחזור של קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן: "קבוצת עזריאלי", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח של החברה ליום 30 ביוני 2015:

שם הלוואה	מספר ני"ע	מועד ההנפקה הסקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרה בספרים 30.06.15 (מ' ₪)	יתרת שנות פירעון *
אג"ח א'	לא מחיר	מרץ-07	4.80%	מדד	536	2016-2017

*ליום 30.06.2015 מתוך יתרת האג"ח, סכום של כ-45 מיליון ₪, ייפרע במרץ 2016 והיתרה תיפרע בשנת 2017 **בנוסף, לחברה סדרות ב' ו-ג' שאינן מדורגות ע"י מידרוג (סדרה ב' בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪ וסדרה ג', שהונפקה לאחר תאריך המאזן, בהיקף של כ-1 מיליארד ₪)

העלאת הדירוג ודירוג החברה נתמכים, בין היתר, במצבת הנכסים המניבים האיכותית, הכוללת קניונים ומגדלי משרדים, מהבולטים בישראל. הנכסים שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים מאוד לאורך זמן תוך גידול בהיקף ה-NOI שהם מניבים; בצמיחה משמעותית בהיקף הפעילות בשנים האחרונות, בשל רכישת והקמת נכסים בישראל ורכישת נכסים מניבים בחו"ל, באופן התורם לפרופיל הסיכון. כך למשל, מאז דוח הדירוג האחרון בספטמבר 2014, החברה התקדמה בתהליכי בנייה ואכלוס של מתחם משרדים בחולון, קניון ברמלה, קומה נוספת בקניון איילון ברמת גן וכן רכשה בניין משרדים ביוסטון ומתחם דיור מוגן בת"א. לאחר התייצבותם, נכסים אלו צפויים להניב תזרים שנתי (לפני מימון ומס) בהיקף משמעותי; בשיפור בפיזור הנכסי של החברה, אף על פי שמרכז עזריאלי ת"א (מגדלי המשרדים והקניון יחדיו) עדיין מהווה נכס מרכזי בפורטפוליו, אשר אחראי על כ-28% מה-NOI השנתי שהחברה צפוייה לייצר[1]. זאת לעומת כ-31% במועד הדירוג הקודם (לפני אכלוס של נכסים נוספים המצויים בייזום). יצוין כי לחברה כ-2,600 הסכמי שכירות, כאשר אין שוכרים להם קיימת חשיפה של מעל 10% מהכנסות החברה, באופן התורם לפיזור הסיכון בפעילותה; 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 כ-868 מיליון ₪ לשנה[2]. להערכת מידרוג, על בסיס מצבת הנכסים וההתחייבויות הפיננסיות כיום, היקף התזרים צפוי, להערכת מדרוג, אף להמשיך ולצמוח כבר בטווח הקצר הקצר-בינוני, בין היתר בשל הנבה שנתית מלאה של נכסים שבנייתם הושלמה או צפויה להסתיים ובשל רכישת מתחם דיור מוגן בת"א, וזאת על אף גיוס אג"ח בהיקף של כ-1 מיליארד ₪ לאחר תאריך המאזן (חלקו הגדול שימש להחלפת חובות קיימים); בוותק וניסיון של החברה והנהלתה, הפועלת בישראל מעל ל-30 שנה בניהול, ייזום והקמה של נדל"ן מסחרי ושטחי משרדים מניבים, ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים, ובפרט נכסים מסחריים וכן ביעילות תפעולית

1 על בסיס חישובי מדרוג, בהנחת מכפלת תוצאות NOI רבעון 2 בארבעה רבעונים.

[2] 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 ההשקעה מוצגת לפי שיטת השווי המאזני.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

גבוהה ביחס לענף; בנגישות בולטת למקורות מימון וגמישות פיננסית גבוהה מאוד, אשר אף התחזקה בשנה האחרונה, כך שלחברה החזקה בנכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף של מעל ל-13.9 מיליארד ₪ (כ-2.1 מיליארד ₪ מיוחס לנכסים בהקמה) בהשוואה לכ-12 מיליארד ₪ (כ-1.7 מיליארד ₪ מיוחס לנכסים בהקמה) במועד הדירוג הקודם וכן החזקות במניות סחירות לא משועבדות של "בנק לאומי" בשווי משמעותי ומניות לא סחירות ולא משועבדות של חברת "לאומי קארד" ושל חברת "גרנית הכרמל" (להלן: "גרנית"), בנוסף לנכסים מניבים בהם שיעורי ה-LTV הינם סבירים עד נמוכים. מידרוג מציינת לחיוב את פעולות החברה למימוש האחזקות שאינן בתחום הנדל"ן. החברה מימשה חלק מחברות המוחזקות ע"י גרנית, לרבות השלמת מכירת חברת "טמבור" בכ-500 מיליון ₪, מימוש מתקני ההתפלה בפלמחים תמורת כ-430 מיליון ₪ (עד לתאריך המאזן ליום 30.06.15 חלק מהסכומים האלו טרם עלו לחברה ולהערכת מדרוג עשויים לעלות בעתיד) ומכירת הפעילות הסולארית של חברת "סופרגז" בכ-175 מיליון ₪; ברמת המינוף של החברה, הנחשבת רמת מינוף מהנמוכות בענף ונתמכת ע"י מדיניות פיננסית וחלוקת דיבדנדים שמרניות. בנוסף, היקף ההון העצמי הינו בולט לענף ואף גדל בשנה האחרונה; ברמת נזילות טובה ביחס לחלויות החוב ולהיקף התזרים של החברה. מנגד, להערכת מדרוג, החברה עלולה להיות חשופה לשינוי בשווי החזקתה ב"בנק לאומי" (כ-4.8%), אשר הסתכם בספרי החברה בכ־1.1 מיליארד ₪, נכון ליום 30.06.2015. כמו כן, להערכת מדרוג, בדומה לדוחות קודמים, החברה עשויה להיות חשופה במידה מסויימת 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 המשך הרעה במצב הבטחוני. בהקשר זה, יצוין כי בשנת 2014 ובמחצית הראשונה של שנת 2015 היקף הצמיחה ב-NOI של נכסים זהים עמד על כ-1% כ-4% בהתאמה (הצמיחה במגזר הקניונים בלבד הייתה נמוכה יותר באופן משמעותי); כמו כן, לחברה קרקעות להקמת מספר פרויקטים משמעותיים בתחום המסחר, המשרדים ואף שטחים מסויימים 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. אף על פי כן, איתנות החברה, היקף התזרים והצלחתה בעבר באכלוס נכסים משמעותיים בישראל ממתנים את הסיכונים הנ"ל.

העלאת הדירוג גם נתמכת בשמירה על מדיניות מינוף ואסטרטגית פעילות סולידיים גם לאחר פטירתו של מר דוד עזריאלי ז"ל ביולי 2014, כפי שבא לידי ביטוי בהתמקדות בתחומי הליבה, חלוקת דיבידנד בהיקף סביר ביחס ל-FFO, רמות מינוף נמוכות וזאת לצד התקדמות משמעותית בייזום נכסים ופעולות שבוצעו לצורך שמירת מיצוב הנכסים הקיימים.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

מצבת נכסים מניבים בצמיחה, הכוללת נכסים מובילים באזורי ביקוש, המושכרים בתפוסה גבוהה לאורך זמן ותורמים ליצירת תזרים פרמננטי גבוה ויציב

פורטפוליו הנכסים המניבים כולל כ-840 אלף מ"ר להשכרת שטחי מסחר ומשרדים, בשווי כולל של מעל 17 מיליארד ₪. הנכסים מושכרים בתפוסה גבוהה בישראל (כ-96% כיום בתחום המסחר וקרוב ל-99% במשרדים) ואילו הנכסים בחו"ל (שטח להשכרה של כ-186 אלף מ"ר) מושכרים בתפוסה משוקללת של כ-93%, כך שהתפוסה המשוקללת של כלל נכסי החברה עומדת על כ-97% (החברה מצויה בתהליך של אכלוס מספר שטחים בתחום המסחר בבאר שבע וחיפה אשר עשויים לתמוך בתפוסה). החברה הציגה צמיחה בהיקף ה-NOI בשנים האחרונות בשל רכישת נכסים

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

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-6% בין נתוני ה-30.06.15 בגילום שנתי לבין שנת 2014), צפויה, להערכת מדרוג, צמיחה משמעותית נוספת בשל נכסים שטרם הניבו למשך שנה מלאה וכן בגין נכסים המצויים בשלבי ייזום ופיתוח, ככל שהחברה תצליח באכלוסם, כגון השלמת אכלוס מתחם משרדים באזור התעשייה בחולון, קניון ומשרדים בראשון לציון (יצוין כי בנוסף, לקראת סוף שנת 2017 החברה צפויה להחל באכלוס של מרכז עזריאלי שרונה בתל אביב). בנוסף, החברה השלימה לאחר תאריך המאזן רכישת בית דיור מוגן, ופעיל, אשר להערכתה, כפי שפרסמה, צפוי לתרום כ-30 מיליון ₪ ל-FFO השנתי. לאחר השלמת כל האמור לעיל וללא רכישת נכסים נוספים, ה-NOI מנכסים מניבים והתזרים מדיור מוגן יחד צפויים, להערכת מדרוג, לעמוד על בין 1.4-1.3 מיליארד ₪ לשנה (ישתקף חלקית בשנת 2016 ובאופן מלא בשנת 2017). 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 החברה קיבלה את אישור הוועדה המקומית בתל אביב להפקדת תכנית לוועדה המחוזית להגדלת אחד ממתחמים אלו בכ-70 אלף מ"ר נוספים. אף על פי שמדובר בפרויקטים בהיקף השקעות ניכר מאוד, ואשר חשופים למגמות ההיצע והביקוש באזור, איתנות החברה, היקף התזרים הניכר שמצבת הנכסים המניבים הנוכחית מייצרת, יכולותיה המוכחות להשלים אכלוס של פרויקטים מורכבים בישראל בעבר והעובדה שכנגד הקרקעות הנ"ל אין חוב פיננסי, ממתנים את הסיכון הנובע מקרקעות אלו. בנוסף, החברה רכשה קרקעות נוספות ומצויה בשלבים התחלתיים בבניית נכסים בתחום הדיור המוגן בערים מודיעין ולהבים ובוחנת רכישת קרקעות נוספות בתחום.

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) וכן שינויים משמעותיים בהרגלי הצריכה, עלולים להערכת מדרוג, לעורר לחצים להקטנת דמי השכירות על מנת להקל על עומס השוכרים (שיעור דמי השכירות מפדיון החנויות). ממצגת שפרסמה החברה עולה, כי היקף הצמיחה בדמי השכירות בשנים האחרונות לווה בצמיחה בפדיונות החנויות כך שעומס השוכרים של החברה, בממוצע מאז שנת 2009 ועד היום, עומד על כ- 12% (ללא הכללת דמי הניהול המשולמים בגין השכרת השטחים).

מעבר לגידול בהיקף הפעילות, הצמיחה האמורה תורמת לפיזור הנכסי של החברה, כך שהתרומה של מרכז עזריאלי ת"א (3 מגדלי המשרדים, הקניון והחניון יחדיו) לסך ה-NOI ירדה בהשוואה לשנים קודמות, אף על פי שהנכס עדיין אחראי על כ-28% מה-NOI[3], המהווה חלק גבוה יחסית מנכסי הקבוצה. 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 למעל 330 שוכרים ומניב NOI משמעותי, המצוי במגמת עלייה לאורך השנים. כמו כן, המיצוב הגבוה של הנכסים והפיזור הגבוה של הסכמי השכירות משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של מצבת הנכסים.

[3] על בסיס חישובי מדרוג, בהנחת מכפלת תוצאות NOI רבעון 2 בארבעה רבעונים.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

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

נכון ליום 30.06.15, לקבוצה יתרת נזילות בהיקף של כ-697 מיליון ₪. בנוסף, יתרת הנזילות צפויה להערכת מידרוג לצמוח לאור מהלכים שהושלמו לאחר תאריך המאזן, לרבות, בין היתר, גיוס כ-1 מיליארד ₪ אג"ח, תזרים FFO שוטף וקבלת מזומנים מגרנית בגין מימושים שביצעה או שתבצע בעתיד וזאת גם בהתחשב בפירעון מספר הלוואות, השלמת רכישת מתחם הדיור המוגן בתל אביב והשקעות בהמשך ייזום הנכסים. כפי שדיווחה, החברה משקיעה וצפויה להמשיך ולהשקיע סכומים מהותיים בבניית נכסים מניבים חדשים ופיתוח נכסים מניבים קיימים אשר, למועד הדוח, נעשו ממקורות עצמיים (כך למשל, בגין הנכסים המצויים בבנייה, החברה כבר השקיעה כ-1.8 מיליארד ₪ (בניכוי כ-330 מיליון בגין מתחם משרדים בחולון המצוי בשלבי אכלוס ראשוני). השקעות אלו התבצעו באמצעות הון עצמי וכתוצאה מכך הנכסים הנ"ל אינם משועבדים. האמור תורם משמעותית לגמישות הפיננסית של החברה ומסייע לשמירה על יחסי כיסוי מהירים.

היקף פירעון קרן האג"ח השנתי של החברה עומד על כ-166 מיליון ₪ בשנת 2016, כ-610 מיליון ₪ בשנת 2017 וכ-220 מיליון ₪ לשנה בשנים 2018-2025 (כולל אג"ח שגויס לאחר 30 ביוני). על פי חישובי מידרוג בהסתמך על דיווחי החברה אודות האג"ח

לקבוצה גמישות פיננסית טובה מאוד, הנובעת מנכסי נדל"ן ומניות לא משועבדות בשווי של כ-17 מיליארד ₪, למועד דוח דירוג זה על בסיס דוחות יוני 2015. 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 הסילוקין.

* כולל הן את אג"ח החברה המדורג והן את סדרות ב' ו-ג' לרבות הגיוס שבוצע לאחר תאריך המאזן על פי חישובי מידרוג בהתבסס על דיווחי החברה

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מידרוג

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 בשנה האחרונה קיבעו ריבית נמוכה יחסית גם בטווח הבינוני-ארוך, כאשר בשנה האחרונה החברה השלימה מימון מחדש של חלק מהחוב בריבית נמוכה באופן משמעותי מהריבית הקודמת. בנוסף, כפי שצוין, החברה צפויה להשלים מספר נכסים בבנייה בשנים הקרובות אשר בנייתם עד כה מומנה מהון עצמי.

<u>קבוצת עזריאלי בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים (סולו מורחב)</u>

נתונים ויחסים פיננסיים עיקריים	30/06/2015 אלפי ₪	31/12/2014 אלפי ₪	30/06/2014 אלפי ₪	31/12/2013 אלפי ₪	31/12/2012 אלפי ₪	31/12/2011 אלפי ₪	31/12/2010 אלפי ₪	31/12/2009 אלפי ₪
NOI ***	602,000	1,134,000	559,000	1,105,000	1,087,000	982,000	882,000	785,000
רווח (הפסד) מהתאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה	41,051	36,701	8,709	427,899	314,936	848,638	891,777	222,085
EBITDA בנטרול שערוכים	**566,433**	**1,069,541**	**530,070**	**1,023,946**	**1,012,810**	**960,349**	**843,402**	**729,267**
רווח נקי	**436,982**	**859,539**	**471,753**	**943,802**	**986,257**	**623,012**	**1,255,104**	**1,000,030**
נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה	19,346,573	18,763,462	17,624,994	17,190,757	15,864,794	14,766,056	12,137,437	10,794,913
השקעות והלוואות למוחזקת	1,236,193	1,238,572	1,499,392	1,375,581	1,254,117	797,691	795,343	840,024
חוב פיננסי	6,108,119	5,310,977	5,096,556	5,059,259	4,799,522	4,991,360	4,421,766	4,861,988
יתרות נזילות	697,000	110,886	353,326	377,653	532,887	1,467,155	2,350,786	58,610
חוב פיננסי נטו	5,411,119	5,200,091	4,743,230	4,681,606	4,266,635	3,524,205	2,070,980	4,803,378
CAP	22,509,765	21,387,554	20,610,055	20,398,047	19,011,962	18,194,417	17,005,220	13,440,230
CAP נטו	21,812,765	21,276,668	20,256,729	20,020,394	18,479,075	16,727,262	14,654,434	13,381,620
הון עצמי וזכויות מיעוט	**13,557,159**	**13,342,831**	**12,860,168**	**12,712,933**	**11,945,696**	**11,093,661**	**11,134,217**	**7,342,238**
סך מאזן	23,193,221	21,840,144	21,161,201	20,706,404	19,247,593	18,449,456	17,190,726	13,586,024
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	**58.5%**	**61.1%**	**60.8%**	**61.4%**	**62.1%**	**60.1%**	**64.8%**	**54.0%**
חוב ל-CAP	27.1%	24.8%	24.7%	24.8%	25.2%	27.4%	26.0%	36.2%
חוב נטו ל-CAP נטו	**24.8%**	**24.4%**	**23.4%**	**23.4%**	**23.1%**	**21.1%**	**14.1%**	**35.9%**
FFO לפי תחשיב חברה + הכנסות ריבית ודיבידנדים *	**422,000**	**797,000**	**395,000**	**770,000**	**751,000**	**739,000**	**620,000**	**550,000**
FFO לפי תחשיב חברה ללא הכ' ריבית ודיבידנדים **	**422,000**	**787,000**	**385,000**	**759,000**	**716,000**	**646,000**	**573,000**	**543,000**
חוב פיננסי ל-FFO **	7.2	6.7	6.5	6.6	6.4	6.8	7.1	8.8
חוב פיננסי נטו ל-FFO	**6.4**	**6.5**	**6.0**	**6.1**	**5.7**	**4.8**	**3.3**	**8.7**
חוב פיננסי ל-EBITDA בנטרול שערוכים	5.4	5.0	4.8	4.9	4.7	5.2	5.2	6.7
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בנטרול שערוכים	4.8	4.9	4.5	4.6	4.2	3.7	2.5	6.6
EBITDA בנטרול שערוכים להוצאות מימון, נטו	13.6	9.9	9.5	5.2	4.6	2.6	3.4	2.2

על פי חישובי מידרוג שהתבססו על נתונים שפורסמו בדוחות החברה* מכיוון 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 פיננסים שאינם בתחום הנדל"ן.*** ה-NOI חושב על בסיס תחשיב החברה כפי שמוצג בדוח הדירקטוריון*

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מידרוג

אופק הדירוג

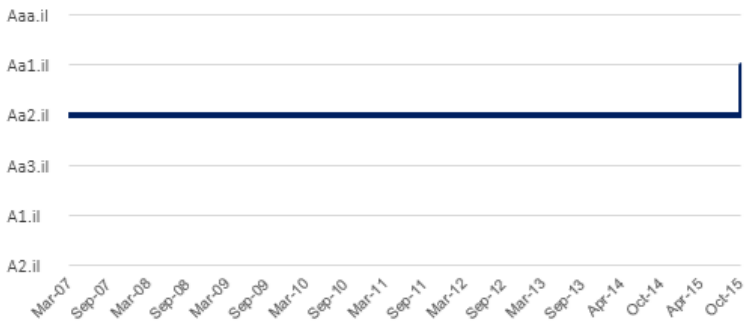
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- 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



מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מידרוג

פרופיל החברה

קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן:"קבוצת עזריאלי" או "החברה"), 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).

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".

מחקרים מתודולוגיים

ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.

מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים - ספטמבר 2015.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג *www.Midroog.co.il*

דוחות קודמים: דוח מעקב בספטמבר 2014

תאריך דוח: 1 בנובמבר 2015

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מידרוג

<u>מושגי יסוד:</u>

הוצאות ריבית *Interest*	הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.
הוצאות ריבית תזרימיות *Cash Interest*	הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.
רווח תפעולי *EBIT*	רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.
רווח תפעולי לפני הפחתות *EBITA*	רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות *EBITDA*	רווח תפעולי +פחת+ הפחתות של נכסים לא מוחשיים.
רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה *EBITDAR*	רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.
נכסים *Assets*	סך נכסי החברה במאזן.
חוב פיננסי *Debt*	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.
חוב פיננסי נטו *Net Debt*	חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.
בסיס ההון *Capitalization (CAP)*	חוב+ סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.
השקעות הוניות *Capital Expenditures (Capex)*	השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.
מקורות מפעילות * *Funds From Operation (FFO)*	תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * *Cash Flow from Operation (CFO)*	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי* *Retained Cash Flow (RCF)*	מקורות מפעילות *(FFO)* בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.
תזרים מזומנים חופשי * *Free Cash Flow (FCF)*	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *(CFO)* - השקעה הוניות - דיבידנדים.

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מידרוג

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	**מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.**
Aa.il	**מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.**
A.il	**מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטה של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.**
Baa.il	**מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום[4], בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

[4] להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S

מידרוג

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

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, 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

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 סיכוני 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 סיכוני 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 בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, 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 בזדון או פעולה שהחוק לא 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 נכון למועד עריכתו, והוא 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

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

A Subsidiary of MOODY'S