



# קבוצת עזריאלי בע"מ

נייר ערך מסחרי

דו"ח פעולת דירוג 1 ינואר 2012

1

**מחבר:**

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - אנליסט בכיר  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## קבוצת עזריאלי בע"מ

<p>סכום ההנפקה: הרחבה בהיקף של 65 מיליון ש"ח כח שהסכום הכולל יעמוד על 200 מיליון ש"ח</p>	<p>דירוג: P-1</p>	<p>דירוג ניירות ערך מסחריים</p>
--	-------------------	---------------------------------

### כללי

קבוצת עזריאלי בע"מ<sup>1</sup> (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 אשר רכש את הקרקע, עליה ממוקם כיום קניון עזריאלי איילון.

קבוצת עזריאלי מחזיקה בשלושה עשר קניונים ומרכזי מסחר הפרוסים ברחבי ישראל וכוללים שטח להשכרה של כ-254 אלף מ"ר, המושכרים בתפוסה של כ-100%. כמו כן, החברה מחזיקה מספר מבני משרדים, בשטח להשכרה של כ-282 אלף מ"ר, המושכרים בתפוסה של קרוב ל-100%. 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-146 אלפי מ"ר. שווי סך הנדל"ן להשקעה ליום 30.09.11 עומד על כ-14.3 מיליארד ש"ח וכולל, בנוסף לאמור לעיל, קרקעות ופרויקטים לייזום בניית כ-328 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 (60.68%), אשר הינה חברת אחזקות, הפועלת באמצעות חברות בנות בתחומי תזקיית 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 להרחיב את היקף ניירות הערך מסחריים (להלן: "נעמ"ס"), מהיקף של כ-135 מיליון ש"ח להיקף של כ-200 מיליון ש"ח. הנעמ"ס הונפקו לראשונה על ידי החברה ביולי 2009, בין היתר, על מנת להקטין את האשראי הבנקאי של החברה. הנעמ"ס יונפקו לתקופה של 90 יום ויתחדשו לתקופות נוספות בנות 90 יום, בכפוף לדירוג P-1 בתוקף. תוקף דירוג זה הינו עד ליום 30.6.2012 (להלן: "תקופת הדירוג").

<sup>1</sup> מר יוסף זינגר אשר הינו מנכ"ל חברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ אשר נמצאת בשליטת הקבוצה (60.68%), 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 סכום שלא יפחת מכ- 135 מיליון ש"ח בפיקדון, שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק, אשר דירווגו לזמן קצר עומד על P-1 ו/או באג"ח מדינת ישראל חופשיות משעבודים וזאת-עד למועד פירעון הנעמ"ס.

### 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 30.09.2011, לחברה יתרת נזילות גבוהה העומדת על כ-1.4 מיליארד ₪ (מזומנים וני"ע).
- גמישות פיננסית טובה של החברה, המתבטאת, בין היתר, עפ"י חישובי מידרוג, בשיעורי LTV נמוכים מאד של חלק מהנכסים המשועבדים; נכסי נדל"ן מניבים לא משועבדים בהיקף של יותר מ- 5.5 מיליארד ₪ לצד קרקעות ונכסים בבנייה בשווי של כ-900 מיליון ש"ח, מניות סחירות לא משועבדות בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪ ליום 11.01.12 וכן מניות לא סחירות, הרשומות בספרים לפי שווי של כ-0.5 מיליארד ₪.
- איתנות פיננסית גבוהה לאורך שנים אשר התחזקה בעקבות הנפקות ההון שהתבצעו בחודש יוני 2010.
- יחסי כיסוי בולטים לטובה.
- התחייבות החברה לשמור על סכום שלא יפחת מכ- 135 מיליון ש"ח בפיקדון, שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירווגו לזמן קצר עומד על P-1 ו/או באג"ח מדינת ישראל חופשיות משעבודים וזאת-עד למועד פירעון הנעמ"ס.

3

### גורמי סיכון עיקריים

- חשיפת החברה לשינויים בשווי נכסיה המניבים.
- קיטון 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 סכום שלא יפחת מכ- 135 מיליון ש"ח בפיקדון, שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 ו/או באג"ח מדינת ישראל חופשיות משעבדים וזאת-עד למועד פירעון הנעמ"ס.

#### ניתוח הנזילות של החברה

בניתוח הנזילות של החברה<sup>2</sup> נבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים: מזומנים, הכנסות מדמי שכירות, הוצאות תפעוליות שוטפות, השקעות צפויות וכדומה, כמפורט להלן:

#### מקורות לתקופה:

- לחברה מזומנים בקופה בהיקף של כ- 1.4 מיליארד ש"ח, נכון ליום 30.09.2011. בנוסף, נבחנה הגמישות בגין המניות הסחירות, כאשר נלקח ע"י מידרוג תרחיש שבו לא ניתן לממש את אחזקות החברה במניות בנק לאומי ובמניות גרנית הכרמל.
- נבחנו נתוני NOI מנכסיה המניבים של החברה, ברמת הסולו המורחב. בחישוב הנזילות נבחנו תרחישים לירידה של כ- 5% ב-NOI וכן תרחישים לאובדן הכנסות בגין סיום הסכמי שכירות מסוימים. כמו כן, בניתוח הרגישות, נבחנו הכנסות החברה בשנים הקודמות ויציבות בשיעורי התפוסה.
- נבחנו נתוני הכנסות נטו מדיבידנדים מחברות מוחזקות, הכנסות מימון ואחרות. בחישוב הנזילות נבחנו תרחישים לאי קבלת דיבידנדים ממוחזקות בתקופת הדירוג וכן כי הכנסות המימון בגין יתרת הנזילות של החברה יקטנו.

#### הערכות בדבר שימושים בתקופה:

- הוצאות מימון תזרימיות, לרבות החזרי קרן הלוואות והוצאות תפעול שוטפות, בהתאם לנתוני החברה. בחישוב הנזילות נבחנו תרחישים, לפיהם הוצאות המימון יגדלו בשל קבלת הלוואות נוספות.
- השקעותיה הצפויות של החברה בתקופת הדירוג, בהתאם לתוכניות החברה כפי שדווחו. בתחשיב הנזילות נבחנו תרחישים לפיהם ההשקעות הצפויות בשנה הקרובה ימומנו ממקורותיה העצמיים של החברה (מלבד עלות רכישה נכס חדש ביוסטון אשר רכישתו הושלמה לפני מספר ימים ובהתאם לדיווחי החברה, כ-65% מעלות הרכישה תמומן ממקורות חיצוניים).

<sup>2</sup> ברמת הסולו המורחב- כולל קניית השלום אך בנטרול גרנית הכרמל



- דיבידנד לבעלי מניות החברה: הונחה חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-240 מ"ח, בדומה לסכום שחולק באפריל 2011.

#### 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

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, 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.

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

**Short- term vs. Long term Ratings**

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

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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](http://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 צריכים 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 מניפק, 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 שהמניפקים 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.