

# קבוצת עזריאלי בע"מ

מעקב | דצמבר 2020

## אנשי קשר:

### אורית תשובה

ראש צוות, מערכת דירוג ראשית  
[Orit.teshuva@midroog.co.il](mailto:Orit.teshuva@midroog.co.il)

### שירן פימא

אנליסטית, מערכת דירוג משנית  
[Shiranfh@midroog.co.il](mailto:Shiranfh@midroog.co.il)

### רן גולדשטיין, סמנכ"ל

ראש תחום נדל"ן  
[Rang@midroog.co.il](mailto:Rang@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' ו') שהנפיקה קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן: "עזריאלי" ו/או "החברה").  
אופק הדירוג יציב.

### אגרות החוב במחזור המדורגות 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 סדרה נוספת (סדרה ב') שאינה מדורגת ע"י מידרוג

### שיקולים עיקריים לדירוג

- עיקר פעילות החברה הינה בתחום הנדל"ן המניב בישראל, במספר תחומי פעילות בניהן מסחר, משרדים ודירור מוגן. פעילות החברה כוללת מספר נכסים מהותיים במיקומים מרכזיים<sup>1</sup>. חלק מהנכסים הינם מהנכסים הבולטים והאיכותיים בישראל השומרים על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן התומך בפרופיל העסקי הבולט של החברה.
- יחס מינוף חוב נטו ל- CAP נטו עומד על כ-30% (כולל התאמות מידרוג וסיווג מניות לאומי כנזילות והתאמה לחוב הפיננסי של הפחתה של החוב הפיננסי בגובה הפרמיה מהנפקת סדרות האג"ח) נכון ל- 30.09.2020, הולם ביחס לדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס, יחסי המינוף צפויים להישמר בטווח התחזית. בנוסף, יחסי הכיסוי גם הם מהירים והולמים לדירוג, זאת לצד היקף FFO אשר צפוי לנוע בטווח של 1.2-1.4 מיליארד ש"ח, בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג. נציין, כי עיקר הגידול בהיקף ה- FFO, מיוחס להשלמת מספר פרויקטים שהקמתם צפויה להסתיים בטווח התחזית.
- לחברה מספר נכסים מהותיים המשפיעים לשלילה על פיזור הנכסים. לצד זאת יצוין לחיוב פיזור וגיוון הפעילות של החברה הפועלת במגוון תחומי הנדל"ן המניב, ביניהם, מסחר ומשרדים ופועלת בתחום הדירור המוגן ואף הודיעה על הרחבת פעילותה לענפי חוות השרתים (דאטה סנטרס) והמלונאות.
- גמישות פיננסית הולמת לדירוג הנתמכת בהיקף משמעותי של נכסי נדל"ן לא משועבדים שצפוי לעמוד על כ- 21.5 מיליארד ש"ח<sup>2</sup> בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, הכוללים נכסי נדל"ן מניב ונכסים בייזום שהשלמתם צפויה בשנות התחזית (ואינו כולל קרקעות בבעלות החברה בשלבי ייזום ראשוניים), עם יחס נכסים לא משועבדים לסך מאזן אשר צפוי לעמוד על כ- 60%. כמו כן, לחברה שיעור LTV נמוך ביותר על הנכסים המשועבדים העומד על כ- 8% מסך נכסי הנדל"ן. נכון ל- 30.09.2020 נזילות החברה עומדת על סך של כ- 3.5 מיליארד ש"ח (כולל מניות של בנק לאומי בשווי של כ- 700 מ' ש"ח, ובניכוי נע"מ בהיקף של כ- 58 מ' ש"ח), לצד פירעונות אג"ח בהיקף של כ- 1.3 מיליארד ש"ח במשך השנתיים הבאות.
- דירוג החברה בפועל Aa1.il הינו גבוה בנוש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Aa2.il, וזאת לאור השיקולים הבאים:  
חברה בולטת לחיוב בהיקף פעילות ביחס לחברות מדורגות אחרות, הבא לידי ביטוי בסך מאזן של כ- 35 מיליארד ש"ח, באופן שאינו מקבל ביטוי מלא במטריצת הדירוג, ובהיקף FFO הבולט מאוד ביחס לקבוצת השוואה. בנוסף לכך, החברה

<sup>1</sup> בהתאם להגדרה של מידרוג

<sup>2</sup> לא כולל קרקעות בבעלות החברה בשלבי ייזום ראשוניים

בולטת לחיוב בהיקף התזרים השיורי המשמעותי לפני חלוקת דיבידנד, ביחס לחלויות האג"ח באופן המקטין את חשיפת החברה לתנודתיות במקורות המימון.

- ברבעון הראשון של שנת 2020 התפרץ נגיף הקורונה בסין והתפשט ליתר מדינות העולם. כחלק מהניסיונות לבלום את התפשטות מדינות רבות נקטו במדיניות של סגרים לסירוגין ומניעת פעילויות אשר עלולות להוביל להתקהלות. בישראל הוטלו עד כה שני סגרים משמעותיים בחודשים מרץ-מאי ובחודש ספטמבר 2020. במהלך סגרים אלו, ביו היתר, הוגבלה העבודה במשרדים ונסגרו מרכזים מסחריים. בתגובה החברה ביצעה מספר צעדים, ביניהם, הקמת קרן מיוחדת לסיוע פיננסי לשוכרים בקניונים של הקבוצה בהיקף של כ-100 מ'ש, ותוכנית הקלות לשוכרים בקניוני הקבוצה. השפעת תכנית ההקלות כתוצאה מהסגר הראשון הסתכמה לסך של כ-180 מיליוני ש"ח. במהלך הרבעון השלישי העניקה החברה הקלות לשוכרים אשר נסגרו או שפעילותם צומצמה משמעותית ע"פ חוק. החברה מעריכה כי סך ההקלות ברבעון השלישי הן כ-21 מ'ש. בהתאם לדוחות הכספיים, הכנסות החברה ממגזר שטחי המשרדים בישראל לא הושפעו באופן מהותי מאז פרוץ משבר הקורונה למעט פניות נקודתיות של שוכרים להקלות. בנוסף, ההפסד מהתאמות שווי בתקופת הדוח מתחילת השנה ועד לתום הרבעון השלישי לשנת 2020, הסתכם בכ-456 מ'ש. לאור היקפי פעילותה הבולטים ורמת המינוף הנמוכה, משבר הקורונה לא פגע משמעותית בפרופיל הסיכון של החברה

**תרחיש הבסיס<sup>3</sup>** של מידרוג מניח, בין היתר, פירעון וגיוס שוטף של אג"ח והלוואות, השקעה בנכסים בייזום בהיקף של 1.5 מיליארד ש"ח, תמורה ממימוש לאומי קארד בהיקף של כ-220 מ'ש, תקבולי מזומנים בגין אכלוס לראשונה של שני בתי דיור מוגן, להבנים ומודיעין, ותזרים מפעילות שוטפת. כמו כן תרחיש הבסיס מניח הגדלת השקעות בחברת Compass Holdco LLC (להלן: "קומפאס") נטו מהתזרים השוטף מהפעילות, נציין כי, לקבוצת עזריאלי קיים מתווה להגדלת אחזקותיה בקומפאס לכ-33% בטווח הקצר/בינוני לפי המחיר בהשקעה הראשונית. להערכתנו, החברה תממש את האופציה להגדלת אחזקותיה כאמור, בשנים הקרובות. בהתאם לתרחיש הבסיס יחסי המינוף חוב נטו ל-CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 30%-32%, יחסים ההולמים לדירוג, יצוין כי מניות לאומי סווגו לצורך חישוב היחסים כנזילות, ולצורך חישוב החוב הפיננסי הופחתה הפרמיה בגין הנפקת סדרות האג"ח. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג היקף ה-FFO הצפוי צפוי לנוע בטווח של 1.2-1.4 מיליארד ש"ח, היקף ההולם ביחס לדירוג ובולט לחיוב ביחס לקבוצת ההשוואה. יחסי הכיסוי בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, צפויים לנוע בטווח של 8-11 שנים, יחסים ההולמים לדירוג.

### אופק הדירוג

עפ"י הערכת מידרוג אופק הדירוג נותר יציב בטווח התחזית, זאת לאור הערכת מידרוג לשמירה על ביצועים תפעוליים בנכסים ויציבות בפרמטרים הפיננסיים של החברה. על אף אי וודאות הנבעת ממשבר הקורונה לאור היקפי פעילותה הבולטים ורמת המינוף הנמוכה, משבר הקורונה לא פגע משמעותית בפרופיל הסיכון של החברה.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור בגמישות ונזילות החברה.
- שיפור בהיקף ה-FFO.
- שיפור ביחסי הכיסוי והמינוף לאורך זמן.

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- ירידה משמעותית בגמישות הפיננסית, במקביל לירידה משמעותית בנכסים חופשיים משעבוד.
- יישום מדיניות דיבידנד חריגה אשר תשפיע מהותית על האיתנות הפיננסית ועל נתוני הנזילות.

<sup>3</sup> תרחיש הבסיס כולל את הערכות מידרוג לגבי המנפיק, ולא דווקא תואם את הערכות המנפיק. תרחיש הבסיס הינו ל-24-12 חודשים.

- שינוי מהותי בתמהיל הפעילות בין פעילות מלונאות ודירור מוגן לבין בעלות ותפעול נכסים מניבים, באופן אשר יעלה את הסיכון העסקי.

### קבוצת עזריאלי בע"מ - נתונים עיקריים, במיליוני ש"ח

#### קבוצת עזריאלי בע"מ\*

| 31.12.2017 | 31.12.2018 | 30.09.2019 | 31.12.2019 | 30.09.2020 |                      |
|------------|------------|------------|------------|------------|----------------------|
| 29,664     | 31,895     | 31,828     | 35,239     | 35,175     | סך מאזן              |
| 9,522      | 10,408     | 11,119     | 12,145     | 12,951     | חוב פיננסי           |
| 30%        | 31%        | 31%        | 27%        | 30%        | חוב נטו / CAP נטו    |
| 1,023      | 1,254      | -          | 1,070      | 928        | LTM FFO              |
| 8.2        | 7.1        | -          | 7.6        | 10.2       | חוב פיננסי נטו / FFO |
|            |            |            |            |            | LTM                  |

\* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידורג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה.

### פירוט השיקולים העיקריים לדירורג

#### סביבת הפעילות

#### סביבת פעילות כלכלית חזקה עם ביקוש גבוה לאורך זמן לצד חשיפה לתנודתיות תחום המסחר. התפרצות נגיף הקורונה פוגעת בנתונים המאקרו כלכליים של המדינה, ומוסיפה חוסר וודאות בנוגע לתחזיות

החברה פועלת בעיקר בענף הנדל"ן המניב בישראל בדגש על מסחר ומשרדים כאשר החברה פועלת גם בתחום הנדל"ן המניב למשרדים בארה"ב בעיקר בערים יוסטון ואוסטין. בנוסף החברה פועלת בענף הדירור המוגן ובמהלך חודש נובמבר 2019 דיווחה הקבוצה, על הרחבת הפעילות לענף המלונאות בישראל באמצעות רכישת מלון הר ציון בירושלים. כמו כן, הקבוצה מתכננת ייזום של שני בתי מלון נוספים, האחד בתל-אביב במגדל הספירלה והשני בעיר מודיעין.

מדינת ישראל, המדורגת A1 באופק יציב על-ידי Moody's, מתאפיינת בכלכלה חזקה וביציבות נתונים מאקרו-כלכליים. יצוין כי דירורג ישראל התעדכן לאחרונה מדירורג A1 באופק חיובי לאופק יציב, וזאת בעיקר לאור הגידול בגירעון כתוצאה מהתפרצות הקורונה ואתגרים פיסקליים הנובעים מחוסר יציבות פוליטית. בנוסף, על-פי הערכת Moody's<sup>4</sup> בשנת 2020 צפויה צמיחה שלילית בתוצר בשיעור של כ-5.5%, ובשנת 2021 צפויה התאוששות במשק וצמיחה של כ-6%. עפ"י הלמ"ס, בהתאם לנתוני אוקטובר האחרון, שיעור האבטלה עמד בחודש זה על 12.1% (מובטלים ועובדים בחל"ת) ושיעור מחוסרי העבודה עמד על-14.3%.

יצוין כי רמת השקיפות בשוק הנדל"ן הישראלי נחשבת בינונית, כך על פי סקירה של JLL לשנת 2020, כאשר ישראל דורגה במקום ה-37 מתוך 99 מדינות בעולם. הסקירה בחנה, בין היתר, מידע וגילויים, הערכות שווי, ציטוטי עסקאות, רגולציה ועוד.<sup>5</sup>

התפרצות הקורונה בשנת 2020 הביאה בטווח הקצר למגבלות תנועה והתכנסות ולסגרים על מרכזים מסחריים וחזיקה את מגמות המסחר המקוון, תחום שבו פעילה החברה באמצעות חברה בת בבעלות מלאה, עזריאלי אי-קומרס בע"מ, המחזיקה ומפעילה את

<sup>4</sup> הדוח מופיע באתר: [www.moodys.com](http://www.moodys.com)

<sup>5</sup> JLL - Global Real Estate Transparency Index, 2020

אתר Azrieli.com. הנחיות הממשלה לסגירת הקניונים והטלת מגבלות מחמירות על התקהלויות הובילה לפגיעה בדמי השכירות של נכסי מסחר אשר התבטאה לא רק בדחיות אלא גם במתן הנחות עד כדי וויתור על תשלום שכר דירה בגין חודשים בהם החנויות היו סגורות.

להערכת מידרוג, הקניונים הסגורים הינם הנכסים החשופים ביותר לירידת שווי במהלך התקופה של השנה הקרובה שיכולה לנוע בטווח של 5%-10%, כתלות בפעילות הספציפית של הנכס עצמו ובתחזיות מהירות החזרה לשגרה של הנכס בהתאם לנתוני העבר. בטווח הזמן הבינוני תיתכן ירידה של דמי השכירות בחלק מנכסי המסחר וזאת כתלות בתמהיל השוכרים ורמת פגיעתם וחשיפתם להרעה הצפויה בכלכלת ישראל.<sup>6</sup>

מסקירת הרבעון השלישי של ענף המשרדים בישראל בשנת 2020 עולה כי ישנה האטה. מאז תחילת משבר הקורונה, היקף העסקאות בענף נמוך, כך גם היקף ההשקעות בענף לאור חוסר הוודאות, וההערכה היא כי שוק המשרדים יהיה מושפע במידה רבה משיעורי האבטלה.<sup>7</sup> להערכת מידרוג, הפגיעה בתחזיות צמיחה והעליה הצפויה בשיעורי אבטלה אשר עלולה להוביל לירידה בהיקפי פעילות חברות בענפי פעילות שונים עלולים להשליך לשלילה על הביקוש לנכסי משרדים, ובהתאם להוביל לפגיעה במחירים ובשיעורי תפוסה, ובפרט על קושי באכלוס שטחים פנויים להרחבה בנושא הינכם מופנים להערת ענף.<sup>6</sup>

נציין כי לאחרונה התקבל אישור לשימוש בחיסון וישנה כוונה לחסן בהיקפים נרחבים את תושבי המדינה. מהלך זה עשוי לשפר את המצב בטווח הבינוני ארוך ולייצב את הפעילות בענפי הנדל"ן השונים ביניהם המסחר.

בנוסף, להערכת מידרוג, בתחום הנדל"ן המניב למסחר קיימת חשיפה לסיכון לשינויים בטעמי הצרכנים והעדפותיהם ובפרט מעבר של צרכנים לרכישה מקוונת אשר עלולה להשליך לשלילה על סביבת הפעילות. להערכת מידרוג, חשיפה זו מתמתנת לאור מיצובם של המרכזים המסחריים הממוקמים במרכזי הערים עם גישה תחבורתית נוחה ובמקרים רבים, בסמיכות לתחנות רכבת. גורם מתן נוסף הוא, יחס נמוך של מ"ר למסחר לנפש בישראל, ביחס למדינות בהן נראתה האטה. בנוסף, החברה מפתחת גם את תחום המסחר האלקטרוני, זאת באמצעות אתר עזריאלי. קום פלטפורמה מקוונת זו עשויה להשלים את פעילות החברה בתחום מרכזי המסחר.

## פרופיל עסקי

**היקף פעילות בולט לחיוב ביחס לדירוג, אשר נמצא במגמת צמיחה בפרט לאור אכלוס נכסים ביזום. מספר נכסים מהותיים המשפיעים לשלילה על פיזור הנכסים, המתמתן לאור פיזור וגיוון הפעילות בתחום המסחר והמשרדים ולאור פיתוח פעילות דיור מוגן ומלונאות ואיכות בולטת של הנכסים**

נכון ליום 30.09.2020 החברה מחזיקה ב- 18 קניונים, 15 נכסי משרדים, 4 בתי דיור מוגן, 8 נכסי משרדים בחו"ל ו- 11 נכסי נדל"ן בייזום ותכנון. סך המאזן של החברה הינו כ- 35 מיליארד ש"ח עם היקף NOI של כמיליארד ש"ח, לתקופה בת 9 חודשים, נכון ל- 30.09.2020 (קצב שנתי של כ- 1.2 מיליארד ש"ח, בנטרול השפעות הקורונה עומד ה- NOI על קצב של מעל 1.6 מיליארד ש"ח לשנה, בהתאם לתוצאות 2019), היקפים בולטים לחיוב ביחס לדירוג וביחס לחברות מדורגות אחרות בענף. נציין כי היקפי ה- NOI נפגעו בעיקר לאור התפרצות נגיף הקורונה בתחילת השנה אשר הובילה למדיניות של סגרים כוללים בפעילות, לסירוגין, ובפרט להשבתת פעילות המסחר ובתוכה פעילות מרכזי הקניות. בתגובה החברה ביצעה מספר צעדים, ביניהם, הקמת קרן מיוחדת לסיוע פיננסי לשוכרים בקניונים של הקבוצה בהיקף של כ- 100 מ' ש"ח, ותוכנית הקלות לשוכרים בקניוני הקבוצה. השפעת תכנית ההקלות כתוצאה מהסגר הראשון הסתכמה לסך של כ- 180 מיליוני ש"ח. במהלך הרבעון השלישי העניקה החברה הקלות לשוכרים אשר נסגרו או שפעילותם צומצמה משמעותית ע"פ חוק. החברה מעריכה כי סך ההקלות ברבעון השלישי הן כ- 21 מ' ש"ח. בהתאם לדוחות הכספיים, הכנסות החברה ממגזר שטחי המשרדים בישראל לא הושפעו באופן מהותי מאז פרוץ משבר הקורונה למעט פניות נקודתיות של שוכרים להקלות. נכסי החברה מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן. נכון ל- 30.09.2020, שיעורי התפוסה המשוקללים של

<sup>6</sup> השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020, בדוח מפורסם באתר של מידרוג: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<sup>7</sup> CBRE - Tel Aviv Office MarketView Q3 2020

החברה עומדים על כ-98% בישראל, בהתאם לדיווחיה. לחברה מספר נכסים מהותיים<sup>8</sup> המשפיעים לשלילה על פיזור הנכסים. לצד זאת יציין לחיוב פיזור וגיוון הפעילות של החברה הפועלת במגוון תחומי הנדל"ן המניב, ביניהם, מסחר ומשרדים ופועלת בתחום הדיוור המונח ואף הודיעה על הרחבת פעילותה לענף המלונאות. ובעתיד צפויים לכלול חלק מנכסי החברה שבייזום, הכוללים מספר מתחמים בפרויקטים של עירוב שימושים, גם מגורים להשכרה. לחברה מספר נכסים בציר מנחם בגין, מגדלי עזריאלי הממוקמים על תחנת רכבת השלום בתל אביב ומגדל עזריאלי שרונה, ועוד מספר נכסים בייזום, ביניהם מגדל הספירלה ועזריאלי טאון. לצד זאת, נציין לחיוב את המיקום המרכזי של אותם נכסים ונגישותם לתחבורה ציבורית, הרכבת הכבדה ותחנת השלום וכן בעתיד גם הקו האדום של הרכבת הקלה, הממתן סיכון זה.

נציין לחיוב את מיצוב נכסי החברה כאשר לחברה מספר נכסים במיצוב גבוה, בין היתר, מספר קניונים מובילים כגון קניון עזריאלי ירושלים, קניון עזריאלי איילון וקניון עזריאלי תל אביב. כמו כן, החברה מחזיקה ומנהלת נכסי משרדים אשר חלקם מן הבולטים בישראל, כדוגמת מרכז עזריאלי ת"א ומגדל עזריאלי שרונה. החברה אף פועלת בארה"ב, כאשר בבעלותה מספר נכסי משרדים, המרוכזים בעיקר בערים יוסטון ואוסטין טקסס, ארה"ב. נציין כי נכסי החברה בארה"ב מאופיינים בשיעורי תפוסה בינוניים עם שיעורי תפוסה משוקללים של כ-78%. החל משנת 2019 החברה מחזיקה בחברת קומפאס העוסקת בתחום ה- Data centers בצפון אמריקה, בה מחזיקה החברה בשיעור של כ-23.95% מהון היחידות, והיא יוזמת ומנהלת חוות שרתים ומחשבים של חברות בתחומי פעילות מגוונים. כמו כן, לעזריאלי קיימת אופציה להגדלת אחזקותיה לכ-33% לפי השווי שנקבע בהשקעה הראשונית. אף על פי שתחום פעילות זה אינו מהותי בהיקפיו בטווח הארוך פעילות זו עשויה לצמוח ולתרום לגיוון פעילות החברה.

החברה ממשיכה במהלכי מיקוד הפעילות כאשר במהלך חודש מאי 2020 הושלמה עסקה למכירת מלוא האחזקות ב-GES בתמורה לכ-105 מ'ש כאשר מחצית מהתמורה התקבלה במועד השלמת העסקה, והמחצית השנייה תשולם על ידי הרוכשת ב-2021 ו-2022. היקף פעילות החברה צומח לאורך השנים בעיקר כתוצאה מפעילות ייזום של נכסים חדשים. כך, לחברה מספר נכסים משמעותיים שהקמתם הסתיימה במהלך שנת 2020 וההנבה מהם תתרום לגידול היקף ה- NOI ביניהם, חולון המנור שכ-70% משטח המשרדים בו הושכרו לבזק החברה הישראלית לתקשורת בע"מ ואכלוסו החל באוקטובר השנה. כמו כן, במהלך הרבעון השני נפתח פאלאס להבים, אשר בסמוך למועד הדוח מציג שיעור שיווק משמעותי של קרוב ל-60% משלב א'. בנוסף, קיימים מספר פרויקטים אשר הקמתם צפוא להסתיים בשנות התחזית באופן שצפוי להגדיל את היקף ה- NOI כמו, נכס משרדים בעיר עכו ועזריאלי טאון אשר לגבי כ-100% משטח המשרדים בו, הצפויים להתאכלס במהלך שנת 2021, כבר נחתמו חוזי שכירות, ושטחי המסחר והמגורים צפויים להסתיים בשנת 2022 ושטח המסחר בשרונה שטרם אוכלס. כמו כן, קיימים מספר פרויקטים בשלבי הקמה התחלתיים או תכנון אשר צפויים להגדיל את היקף ה- NOI בטווח הארוך, ביניהם, הרחבת מרכז עזריאלי תל אביב - מגדל הספירלה, פרויקט המשלב שימוש של מסחר (הגדלת קניון עזריאלי), משרדים, מלונאות ומגורים להשכרה בשטח כולל של כ-150 אלפי מ"ר וצפוי להסתיים בשנת 2025. בנוסף, החברה החלה בפרויקט להקמת שטחים למסחר ומשרדים באזור תעשייה חולון (פרויקט חולון 3, לשעבר לודז'יה) בשטח כולל של כ-250 אלפי מ"ר.

8 בהתאם להגדרה של מידרוג

## פרופיל פיננסי

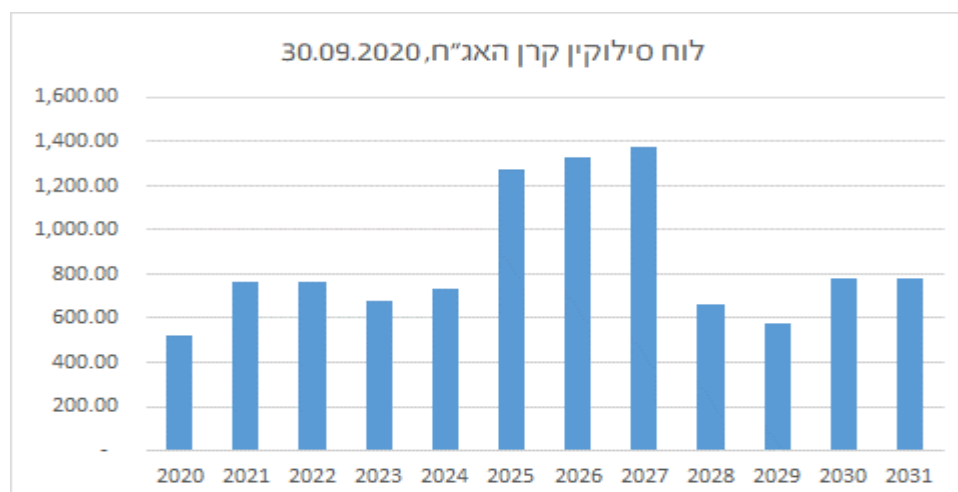
## יחסי כיסוי מהירים ויחסי איתנות הולמים לרמת הדירוג, היקף FFO במגמת צמיחה, ההולם ביחס לרמת הדירוג

נכון ל-30.09.2020 יחס המינוף של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו הינו כ- 30%, יחס ההולם לרמת הדירוג (כולל התאמות מידרוג לנזילות וסיווג מניות לאומי בהיקף של כ- 700 מ' ש"ח כנזילות והתאמה לחוב הפיננסי של הפחתה של החוב הפיננסי בגובה הפרמיה מהנפקת סדרות האג"ח). תרחיש הבסיס של מידרוג המניח, בין היתר, פירעון שוטף של אג"ח והלוואות בהיקף של כ- 730 מ' ש"ח במהלך שנת 2021, השקעה בנכסים בייזום בהיקף של כ- 1.5 מיליארד ש"ח והערכת מידרוג כי החברה תרכוש נכסים נוספים וקרקעות בטווח הזמן הקרוב. בנוסף, תרחיש הבסיס מניח, תקבולים ממימוש החזקות בעיקר, מימושים שכבר נחתמו אך התמורה בגינם טרם התקבלה במלואה והמשך השקעה בחברת קומפאס. תרחיש הבסיס מניח גם תרחישי רגישות בקשר עם שווי הנכסים והיקף ה- NOI בעיקר לאור השפעות אפשריות של נגיף הקורונה. בהתאם לתרחיש הבסיס יחסי המינוף חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 30%-32%, יחסים ההולמים לדירוג. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג היקף ה- FFO הצפוי צפוי לנוע בטווח של 1.2-1.4 מיליארד ש"ח, היקף ההולם ביחס לדירוג ובולט לחיוב ביחס לקבוצת השוואה. יחסי הכיסוי בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, צפויים לנוע בטווח של 8-11 שנים, יחסים ההולמים לדירוג.

## גמישות טובה ביחס לרמת הדירוג עם היקף משמעותי של נכסים לא משועבדים ושיעור מינוף נמוך של החוב המובטח.

## יתרות נזילות ותזרים שוטף הולמים ביחס לצרכי שירות האג"ח

לחברה צבר משמעותי של נכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף של כ- 22.5 מיליארד ש"ח הכוללים נכסי נדל"ן מניב ונכסים בייזום שהשלמתם צפויה בשנות התחזית (ואינו כולל קרקעות בבעלות החברה בשלבי ייזום ראשוניים), נכון ל-30.09.2020. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף הנכסים שאינם משועבדים צפוי לעמוד על כ- 21.5 מיליארד ש"ח בעיקר לאור תרחיש רגישות לשווי הנכסים, עם יחס נכסים לא משועבדים לסך מאזן אשר צפוי לעמוד על כ- 60%. בנוסף לכך, לחברה שיעור LTV נמוך ביותר על הנכסים המשועבדים של כ- 8%. נזילות החברה עומדת על סך של כ- 3.5 מיליארד ש"ח הכולל את מניות לאומי בהיקף של כ- 700 מ' ש"ח, ובניכוי נע"מ בהיקף של כ- 58 מ' ש"ח, נכון ל-30.09.2020. זאת לצד פירעונות שוטפים כ- 520 ו- 760 מ' ש"ח בכל אחת מהשנים 2021-2022, בהתאמה. להלן לוח הסילוקין של קרן אג"ח החברה, נכון ליום 30.09.2020:



## פירוט השיקולים הנוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Aa1.il הינו גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג Aa2.il, וזאת לאור השיקולים הבאים: חברה בולטת לחיוב בהיקפים עם סך מאזן של כ-35 מיליארד ש"ח, באופן שאינו מקבל ביטוי מלא במטריצת הדירוג, ובהיקף FFO, הבולט מאוד ביחס לקבוצת השוואה. בנוסף לכך, החברה בולטת לחיוב בהיקף התזרים השיורי המשמעותי לפני חלוקת דיבידנד ביחס לחלויות האג"ח ומקטין את חשיפת החברה לתנודתיות במקורות המימון.

## מטריצת הדירוג

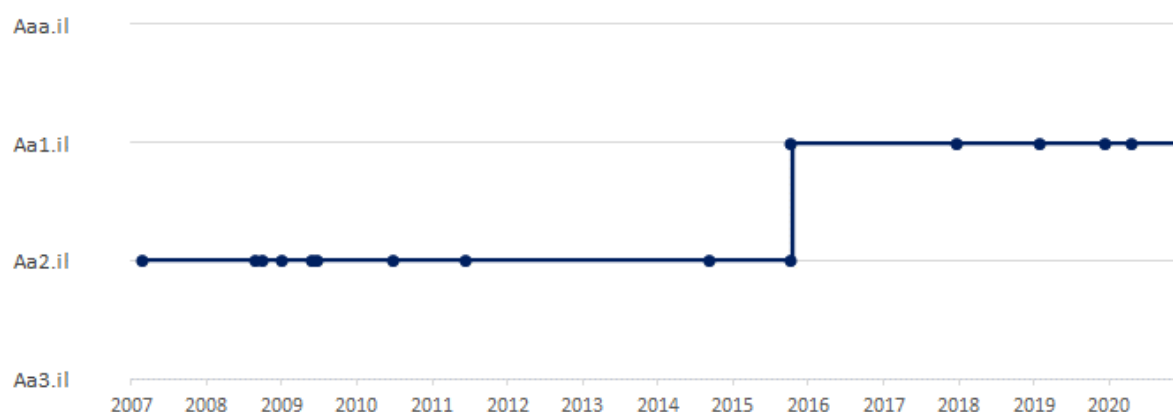
| תחזית מידרוג |         | ליום 30.09.2019 |       |                                                                     |               |
|--------------|---------|-----------------|-------|---------------------------------------------------------------------|---------------|
| ניקוד        | מדידה   | ניקוד           | מדידה | פרמטרים                                                             | קטגוריה       |
| A.il         | ---     | A.il            | ---   | תחום פעילות וסביבה כלכלית                                           | סביבת הפעילות |
| Aaa.il       | 35      | Aaa.il          | 35    | סך מאזן (מיליארד ש"ח)                                               | פרופיל        |
| Aa.il        | ---     | Aa.il           | ---   | איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים                                   | עסקי          |
| Aa.il        | 32%-30% | Aa.il           | 30%   | חוב פיננסי נטו / CAP נטו                                            | פרופיל פיננסי |
| Aa.il        | 1.2-1.4 | Aa.il           | 928   | היקף FFO LTM (מיליארד ש"ח)                                          |               |
| Aa.il        | 8-11    |                 | ---   | חוב פיננסי נטו / FFO LTM                                            |               |
| Aa.il        | 60%     | Aa.il           | 59%   | שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן                                       |               |
| Aaa.il       | 8%      | Aaa.il          | 8%    | חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה                                     |               |
| Aa.il        | 215%    | Aa.il           | 257%  | יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות |               |
| Aa2.il       |         |                 |       | סה"כ דירוג נגזר                                                     |               |
| 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 הוקמה בשנת 1983, ועוסקת בייזום, הפעלה והחזקה של נכסים מניבים בעיקר בישראל, כאשר מרבית פעילותה העסקית של הקבוצה הינה בתחום מרכזי המסחר והקניונים ובתחום שטחי השכרה למשרדים ואחרים, בישראל. החברה פועלת גם בתחום דיור המוגן ודיווחה במהלך שנת 2019 על כניסה לענפי חוות השרתים הגלובלי ולענף המלונאות.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

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

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[השפעת התפשטות נגיף הקורונה על ענף הנדל"ן - דוח מיוחד - הערת ענף, נובמבר 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידים - מאי 2020](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

|                                      |                    |
|--------------------------------------|--------------------|
| תאריך דוח הדירוג:                    | 27.12.2020         |
| התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: | 20.04.2020         |
| 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**

מידע 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 שאלה 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").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידורג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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.

הדירוגים המונפקים על ידי מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידורג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידורג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים ויהיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה 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, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>