



קבוצת עזריאלי בע"מ

נייר ערך מסחרי

דו"ח דירוג | יוני 2010

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד- רו"ח - אנליסט
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

קבוצת עזריאלי בע"מ

סכום ההנפקה: עד 135 מיליון ש"ח	דירוג: P-1	דירוג ניירות ערך מסחריים
--------------------------------	------------	--------------------------

כללי

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

החברה מחזיקה במישרין שישה קניונים בישראל (בנוסף להחזקותיה העקיפות בנכסי נדל"ן מניב כמפורט להלן) – קניון עזריאלי איילון (100%), קניון עזריאלי הנגב (100%), קניון עזריאלי ירושלים (100%), קניון עזריאלי חולון (60%), 40% נוספים מוחזקים בעקיפין ע"י חברה בבעלות מלאה), קניון עזריאלי גבעתיים (100%) וקניון עזריאלי חיפה (100%). למעט קניון עזריאלי חולון אשר החזקותיה הישירות של החברה בו נרכשו בשנת 2000, קניון עזריאלי גבעתיים אשר רכישתו הושלמה בשנת 2009 וקניון עזריאלי חיפה אשר נרכש בשנת 2010, כל הקניונים נבנו על ידי החברה, כאשר הקניון הראשון - קניון עזריאלי איילון נפתח ב-1985, קניון עזריאלי הנגב נפתח בשנת 1990 וקניון עזריאלי ירושלים נפתח בשנת 1993. כמו כן, מחזיקה החברה, בין יתר עתודות הקרקע, בכ- 19.7 דונם בצומת הצ'ק פוסט בחיפה.

החברה מחזיקה כ- 100% מהון המניות של חברת קניית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קניית השלום" ו/או "החברה הבת") העוסקת בייזום, פיתוח וניהול של נכסי נדל"ן, שהעיקריים בהם הינם מרכז עזריאלי בת"א, הכולל קניון, שלושה מגדלי משרדים וחניון, הרצליה ביזנס פארק, הנמצא בבעלות גמל תשואה להשקעות בע"מ (חברה בבעלות מלאה של קניית השלום), הכולל בנייני משרדים, מרכז מסחרי (outlet) וחניון, וקניון במודיעין, הכולל בנייני משרדים, מגורים להשכרה וחניון. בנוסף, קניית השלום מחזיקה בחברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ (60.68%) אשר הינה חברת אחזקות, הפועלת באמצעות חברות בנות בתחומי תזקי' נפט, צבע וגמר בניה ועוד. אגרות החוב של קניית השלום מדורגות בדירוג Aa2 באופק יציב.



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.

בהתאם לדוח המידי של החברה מיום 3 ביוני 2010 ובהתבסס על תשקיף החברה מיום 12 במאי 2010, כפי שתוקן ביום 25 במאי 2010 ("תשקיף ההנפקה"), החברה הנפיקה לציבור כ- 20.98% מהונה הנקוב תמורת כ-2.01 מיליארד ₪ (ברוטו). בנוסף, בהתאם לדוח המידי של החברה מיום 14 ביוני, 2010, החברה הנפיקה מניות אשר מהוות, לאחר הקצאתן, כ- 5.09% מהון המניות הנפרע והמונפק של החברה, בהקצאה פרטית מהותית לגופים מוסדיים תמורת כ- 513.6 מיליון ₪ (ברוטו). בהתאם לתשקיף, סך התמורה התזרימית משתי ההנפקות, בניכוי הוצאות הנפקה, עומדת על כ- 2.48 מיליארד ₪.

החברה מעוניינת להאריך את תוקף הדירוג הקודם שניתן בחודש יוני 2009 ועד ליום 30.06.2010 לגבי הנפקתם של ניירות ערך מסחריים (להלן: "נעמ"ס"), בהיקף של כ- 135 מיליון ₪, אשר הונפקו על ידי החברה ביום 1 ליולי 2009, על מנת להקטין את האשראי הבנקאי של החברה. הנעמ"ס הונפקו לתקופה של 90 יום ויתחדשו לתקופות נוספות בנות 90 יום, בכפוף לדירוג P-1 בתוקף. תוקף דירוג זה הינו עד ליום 30.6.2011 (להלן: "תקופת הדירוג").

לצורך הבטחת נזילות מספקת לפירעון הנעמ"ס, החברה התחייבה לשמור על סכום שלא יפחת מכ- 300 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 משעבודים וזאת-עד למועד פירעון הנעמ"ס.

גורמי תמיכה עיקריים

- החברה הינה חלק מקבוצת עזריאלי, הפועלת בישראל למעלה מ-20 שנה בייזום והקמה של נדל"ן מסחרי מניב ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים ובפרט- נכסים מסחריים
- יציבות בהכנסות החברה מהשכרת נכסיה המניבים
- יציבות בשיעורי התפוסה הגבוהים בנכסי החברה (נכון ליום 31 בדצמבר 2009 שיעורי התפוסה של נכסי החברה סולו עומדים על כ- 98%)
- למועד דוח זה, הנזילות הגבוהה של החברה, העומדת על כ- 2.17 מיליארד ₪ (מזומנים וני"ע), כתוצאה מגיוס הון שביצעה לאחרונה החברה, בהיקף של כ- 2.48 מיליארד ₪ נטו, בגין הנפקת כ- 25% ממניותיה



מידרוג

- גמישות פיננסית טובה של החברה, המתבטאת, בין היתר, בשיעורי LTV נמוכים מאד של חלק מהנכסים המשועבדים, נכסים לא משועבדים המוחזקים על ידי החברה (ללא נכסים שאינם משועבדים, המוחזקים על ידי קניית השלום) בהיקף שוויו של כ-4.2 מיליארד ₪ (שווי הנכסים הלא משועבדים, כולל הנכסים המוחזקים על ידי חברות בנות בתחום הנדל"ן, עומד על כ-6.1 מיליארד ₪)
- איתנות פיננסית גבוהה לאורך שנים אשר התחזקה בעקבות הנפקות ההון שהתבצעו על ידי החברה בחודש יוני 2010
- יציבות ביחסי הכיסוי וצפי לשיפור ביחסי הכיסוי ביחס לחוב נטו של החברה בטווח הקצר-בינוני בעקבות הנפקות ההון
- התחייבות החברה לשמור על סכום שלא יפחת מכ-300 מיליון ש"ח בפיקדון, שלא ניתן לקזזו כנגד הלואה בנקאית, בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 ו/או באג"ח מדינת ישראל חופשיות משעבדים וזאת-עד למועד פירעון הנעמ"ס.

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.

לצורך הבטחת נזילות מספקת לפירעון הנעמ"ס, החברה התחייבה לשמור על סכום שלא יפחת מכ- 300 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 משעבודים וזאת-עד למועד פירעון הנעמ"ס.

ניתוח הנזילות של החברה

בניתוח הנזילות של החברה¹ 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- 2.17 מיליארד ש"ח, בסמוך לתאריך דוח דירוג זה (בניכוי שימושים בהתאם לייעוד שנקבע בהנפקה).
- נבחנו נתוני NOI מנכסיה המניבים של החברה, ברמת הסולו בחישוב הנזילות נבחנו תרחישים לירידה של כ- 10% בהכנסות החברה מהשכרת נכסיה 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 התרחישים לירידה של כ- 20% בהכנסות החברה מהמקורות הנ"ל וכן נבחנו תרחישי רגישות פרטניים לחלק מהמרכיבים של ההכנסות אלו.
- לא נלקחו בחשבון תזרימי המזומנים מחברת הבת קנית השלום.

¹ ברמת הסולו- בניטרול חברת קנית השלום

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 בעקבות עליית המדד וריבית הפריים.
- השקעותיה הצפויות של החברה במהלך השנה הקרובה בהתאם לתשקיף כוללות השקעות בפרויקטים בהקמה בבעלות קנית השלום. בתחשיב הנזילות נבחנו תרחישים לפיהם ההשקעות הצפויות בשנה הקרובה יחרגו מציפיות החברה.
- דיבידנד שיחולק לבעלי מניות החברה, ככל שיחולק, בהתאם למדיניות הדיבידנד שאומצה על ידי דירקטוריון החברה ביום 25 במאי 2010, לחלוקת 35% מהרווח הנקי של החברה, בהיקף של כ- 250 מיליון ₪.

סיכום

מודל הנזילות מתייחס לשלוש רמות - *Good, Excellent* ו- *Adequate* בהתחשב בדירוג החברה לזמן ארוך ומניחות הנזילות של החברה עולה, כי רמת נזילות החברה עומדת ב רמת נזילות *Excellent*. בדירוג לזמן קצר P-1.

אופק דירוג

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירת סכום העולה על כ-300 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 משעבוד וזאת- עד למועד פירעון הנעמ"ס
- ירידה משמעותית בדירוג סדרות האג"ח של החברה
- שינויים בהסכמים ובאמות המידה הפיננסיות של החברה עם הבנקים
- צורכי השקעה מהותיים נוספים ו/או הוצאות תזרימיות מהותיות אחרות, מעבר לאילו שהוערכו על ידי החברה

התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדרגות 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 המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</i>	
התחייבויות המדרגות 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 המדרגות 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 שאליה 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.

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

Short-term vs. Long term Ratings

Long Term	Short Term
Aaa	Prime - 1
Aa1	
Aa2	
Aa3	
A1	Prime - 2
A2	
A3	
Baa1	Prime - 3
Baa2	
Baa3	
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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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. 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 לסיכוני 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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים 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. 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.