

איירפורט סיטי בע"מ נצבא החזקות 1995 בע"מ

28 ביולי, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

יבגני סילישטיאן, 972-3-7539733, evgeni.silishtian@spglobal.com

אשת קשר נוספת:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727, hila.perelmutter@spglobal.com

תוכן עניינים

3	תמצית
4	תחזית הדירוג
4	התרחיש החיובי
4	התרחיש השלילי
5	תרחיש הבסיס
5	הנחות עיקריות
5	יחסים עיקריים
5	תחזיות תרחיש הבסיס
6	תיאור החברה
6	הפרופיל העסקי
9	הפרופיל הפיננסי
10	נזילות
11	חלזיות חוב
11	ניתוח התניות
11	השפעת הקבוצה
12	התאמות לדירוג
12	דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות
12	הרכב ההון
12	מסקנות אנליטיות
13	התאמות לדיווח הכספי

איירפורט סיטי בע"מ
נצבא החזקות 1995 בע"מ

14..... מתודולוגיה ומאמרים קשורים

14..... רשימת דירוגים

איירפורט סיטי בע"מ נצבא החזקות 1995 בע"מ

ilAA/Stable/ilA-1+

אשרור דירוג המנפיק

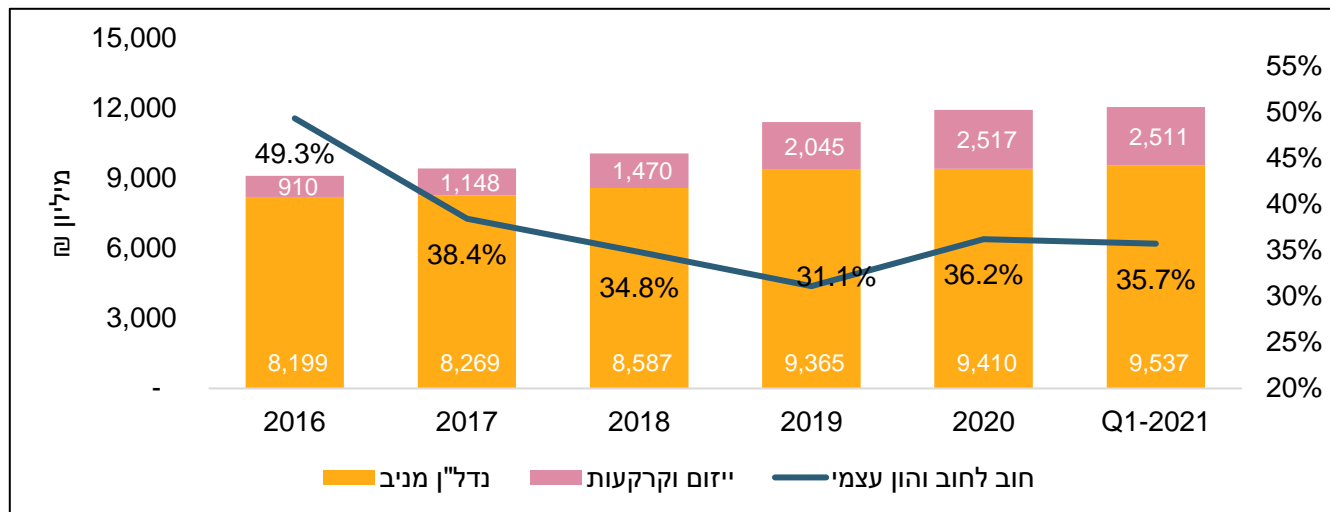
תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> אחת מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל, עם מיצוב עסקי גבוה. תיק נכסים גדול בשווי של כ-12 מיליארד ₪ עם גיוון סגמנטלי הולם. מדיניות פיננסית התומכת בשמירה על מינוף נמוך. נגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית. 	<ul style="list-style-type: none"> ירידה ב-NOI מנכסים קיימים. תלות במספר מפעילי תחבורה ציבורית וחשיפה למתחם מהותי, פארק איירפורט סיטי, אולם מדובר בנכס באיכות גבוהה. חשיפה לפעילות ייזום, אשר להערכתנו מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב.

בהתאם לציפיותינו, במהלך משבר הקורונה חלה ירידה מסוימת ב-NOI (net operating income) של איירפורט סיטי בע"מ ("החברה"), והיא רשמה שערוכים שליליים על נכסים קיימים. הגיוון הסגמנטלי, העובדה כי שוכרים המספקים שירותים חיוניים בנכסים המסחריים המשיכו לפעול והגידול ברווחים ממכירת דירות, מיתנו את הפגיעה בתוצאות התפעוליות, כך שב-2020 חלה ירידה של כ-4% ב-NOI וירידה של כ-1.6%, בהשוואה שנתית, ברבעון הראשון של 2021. למרות שערך שלילי של כ-226 מיליון ₪, גדל שווי תיק הנכסים של החברה ב-2020 והסתכם בכ-11.9 מיליארד ₪, בזכות השלמת פיתוח נכסים מניבים, השקעה בפרויקט ייזום ורכישת נכסים חדשים. ברבעון הראשון של 2021 רשמה החברה שערך חיובי של כ-52 מיליון ₪, ושווי תיק הנכסים הסתכם בכ-12 מיליארד ₪ ב-31 במרץ, 2021.

ב-2020 וברבעון הראשון של 2021 שמרה החברה על יחסי וכיסוי מינוף במרווח מהותי מהיחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי. על אף השחיקה בתוצאות התפעוליות במגזר הנדל"ן המניב, ולאור האינפלציה השלילית בשנת 2020, החברה הציגה שיפור ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-6.4x ב-2020 וברבעון הראשון של 2021. כמו כן, כפי שצפינו, חלה עלייה מתונה במינוף, שהסתכם בכ-36.2% בתום 2020 לעומת כ-31.1% בסוף 2019, אולם נותר נמוך מהותית ביחס למינוף ההולם את הדירוג הנוכחי. ברבעון הראשון של 2021, לאור הגידול בהון העצמי, חל שיפור קל במינוף, והוא הסתכם בכ-35.7%. בהתחשב בתקציב ההשקעות, במועדי סיום הפרויקטים הצפויים, באסטרטגיית העסקית ובמדיניות הפיננסית של החברה, אנו מעריכים כי ההשקעות בפרויקט החברה ייעשו בהדרגה כך שמשקל הייזום לא יגדל מהותית והיא תשמור על יחסים פיננסיים ההולמים את הדירוג.

תרשים 1: התפתחות תיק הנכסים ושיעור המינוף



תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי תיק הנכסים המניבים של איירפורט סיטי ימשיך להניב תזרים מזומנים יציב יחסית, וכי ב-24 החודשים הבאים תציג החברה יחס חוב לחוב והון עצמי נמוך מהותית מ-50% ויחס EBITDA להוצאות מימון של 2.5x-3.0x, ותשמור על נזילות הולמת. שינוי בדירוג חברת האם, אקויטל בע"מ (ilAA-/Stable), עשוי להשפיע על דירוג החברה.

התרחיש החיובי

אנו עשויים לשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג שיפור עקבי וקבוע ביחסים הפיננסיים, שיתבטא ביחס חוב לחוב והון עצמי נמוך משמעותית מ-35% וביחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-4.0x, לאורך זמן, כחלק ממדיניות פיננסית, בד בבד עם שמירה על נזילות הולמת. פעולת דירוג חיובית תלויה גם בשיפור בשיעורי התפוסה ובגידול עקבי ב-NOI מנכסים מניבים, תוך שמירה על חשיפה מתונה ומוגבלת לתחום הייזום.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג מהותית ולאורך זמן מהיחסים הפיננסיים או מהמאפיינים העסקיים ההולמים את הדירוג הנוכחי, או אם תחול הרעה בפרופיל הנזילות של החברה. תרחיש זה עשוי להתממש, למשל, אם החברה תבצע רכישות והשקעות בהיקפים משמעותיים, תגדיל את היקף הייזום מעבר לתרחיש הבסיס שלנו, או תנקוט מדיניות דיבידנדים אגרסיבית שתביא לעליית המינוף. פעולת דירוג שלילית תיתכן גם אם תחול ירידה חדה בשיעורי התפוסה, שחיקה מהותית ב-NOI, עלייה בשיעורי ההיוון שתוביל לשערוכים שליליים ניכרים או עלייה בעלויות המימון מעבר למה שהערכנו בתרחיש הבסיס שלנו.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צפי להתאוששות כלכלית בישראל ב-2021, שתתבטא בצמיחה של כ-5% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-1.2% ושיעור אבטלה של כ-6%. המשך מגמת השיפור ב-2022 שתתבטא בצמיחה של כ-4% בתמ"ג, אינפלציה של כ-1.2% וירידה בשיעור האבטלה לכ-5.5%.
- שמירה על שיעור תפוסה ממוצע של כ-92%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- NOI מנכסים מניבים בהיקף שנתי של כ-560-580 מיליון ₪ בשנים 2021-2022.
- רווח גולמי ממכירת דירות בהיקף שנתי של כ-30-60 מיליון ₪ בשנים 2021-2022, בהתבסס על התקדמות צפויה בקצב הבנייה והשיווק בפרויקטי הייזום למגורים ("מבשרת הקטנה" במבשרת ציון, "נצבא פארק" בהרצליה ו"שער הים" בנתניה).
- השקעות בפרויקטי ייזום וקרקעות, רכישת נכסי נדל"ן, הוצאות הוניות (capex) וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-1.5-1.7 מיליארד ₪ בשנים 2021-2022.
- אי חלוקת דיבידנדים והימנעות מרכישות עצמיות של מניות בהיקפים מהותיים בשנתיים הקרובות.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2020A	2021E	2022E
EBITDA/הוצאות מימון	כ-6.4x	3.3x-3.0x	3.5x-3.1x
חוב/חוב והון עצמי	כ-36.1%	38%-36%	39%-37%
חוב/EBITDA	כ-7.5x	8.5x-8.2x	9.0x-8.5x

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

יציבות יחסית ב-NOI מנכסים מניבים ב-2021-2022

איננו צופים צמיחה ב-NOI מנכסים זהים בשנתיים הקרובות, בעיקר בשל הלחצים השליליים במגזר הנדל"ן המסחרי, לאור האתגרים העומדים בפניו, שהתקיימו עוד טרום משבר הקורונה והעמיקו במהלכו. כמו כן, אנו מעריכים כי המעבר לעבודה חלקית מהבית השתרש בחברות רבות במשק, אולם גם אם הצורך בשטח לעובד פוחת בעקבות מודל העבודה ההיברידי, איננו צופים ירידה מהותית בביקוש לשטחי המשרדים של איירפורט סיטי בטווח הבינוני, בעיקר לאור התרחבות חברות הטכנולוגיה. תרחיש הבסיס שלנו כולל תרומה ל-NOI

איירפורט סיטי בע"מ נצבא החזקות 1995 בע"מ

מרכישת 50% מבית ישראלכרט שהושלמה במחצית הראשונה של 2021, וכן תרומה מהשלמת פיתוח נכסים מניבים, בעיקר בשנת 2022.

עלייה מתונה במינוף וירידה ביחס הכיסוי, אשר צפויים להיוותר בטווח ההולם את הדירוג הנוכחי
בהינתן צבר פרויקטי פיתוח נדל"ן מניב (כולל מלונות) ופרויקטי הייזום למגורים, אנו מעריכים כי לחברה צורכי השקעות נרחבים ב-2021-2022 בהיקף כולל של כ-1.5-1.7 מיליארד ₪ (כולל הוצאות הוניות בנכסים קיימים, רכישת קרקעות ונכסים מניבים וצורכי הון חוזר במגזר הייזום למגורים). לאור זאת, אנו מעריכים כי יחס החוב לחוב והון עצמי יעלה במתינות לכ-36%-38% עד סוף 2021 מכ-36% בסוף 2020, וייתכן שיגיע לטווח של 37%-39% בשנת 2022, אולם עדיין במרווח מהותי מהמינוף ההולם את הדירוג הנוכחי. אנו מעריכים כי ההשקעות יגדילו את החוב הפיננסי של החברה וכפועל יוצא את הוצאות המימון שלה. הוצאות המימון צפויות לעלות גם בשל שיעור אינפלציה צפוי של כ-1.2% בשנים 2021-2022, מאחר שמרבית החוב של החברה צמוד למדד. כפועל יוצא אנו צופים שחיקה ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון לכ-3.0x-3.5x בשנים 2021-2022, שיישאר גבוה מיחס הכיסוי ההולם את הדירוג הנוכחי.

תיאור החברה

איירפורט סיטי בע"מ היא חברה ציבורית שמניוטיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה מחזיקה כמעט בכל מניות נצבא החזקות 1995 בע"מ (יחדיו: "קבוצת איירפורט סיטי" או "הקבוצה"). קבוצת איירפורט סיטי עוסקת בעיקר בפיתוח, ייזום, רכישה, ניהול והשכרה של מרכזים מסחריים, משרדים, תחנות מרכזיות, מוסכים, תחנות דלק, בתי מלון, חניונים, מחסנים ומבני תעשייה. כמו כן עוסקת הקבוצה בייזום, פיתוח והקמה של פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים בישראל. עיקר פעילות הקבוצה מרוכזת בישראל, עם פעילות בהיקף קטן יחסית באירופה (בעיקר בצרפת ובספרד).

נכון ל-31 במרץ, 2021, הקבוצה מחזיקה ומנהלת 122 נכסים מניבים המשתרעים על שטח בנוי להשכרה בהיקף של כ-1,253 אלפי מ"ר בשווי של כ-9.5 מיליארד ₪, ונדל"ן בהקמה (כולל מגרשים) בשווי של כ-2.5 מיליארד ₪. בנוסף, לקבוצה שני פרויקטי ייזום למגורים בשלבי ביצוע ושיווק בהיקף כולל של כ-216 יחידות דיור (חלקן מיועדות להשכרה) ועוד פרויקט בשלב תכנון מתקדם בהיקף של כ-168 יחידות דיור.

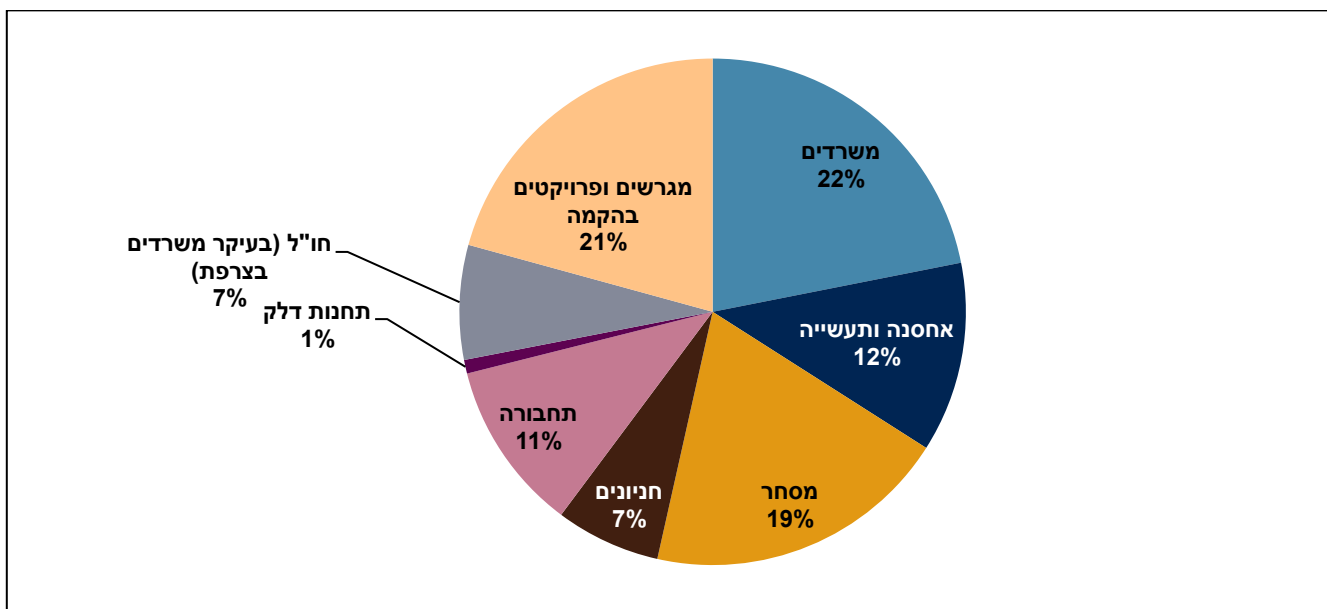
הפרופיל העסקי

הערכת הפרופיל העסקי של איירפורט סיטי נתמכת בהיותה אחת מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל. המחזיקה בתיק נכסים מניבים גדול, הכולל מספר רב של נכסים הממוקמים באזורים אטרקטיביים ואסטרטגיים. תיק הנכסים מפוזר היטב בין מספר סגמנטים – מסחר, משרדים, תחבורה, מלונאות, תעשייה, אחסנה, חניונים ותחנות דלק. גיוון זה ממתן להערכתנו במידה מסוימת את הלחצים על מגזר הנדל"ן המניב שנוצרו או הואצו בעקבות משבר הקורונה. לקבוצה מספר רב של נכסים ושוכרים, אולם קיימת תלות במספר מפעילי תחבורה ציבורית האחראים לכ-20% מהכנסות הקבוצה בשנת 2020, בראשם חברת אגד שתרמה כ-9% מהכנסות.

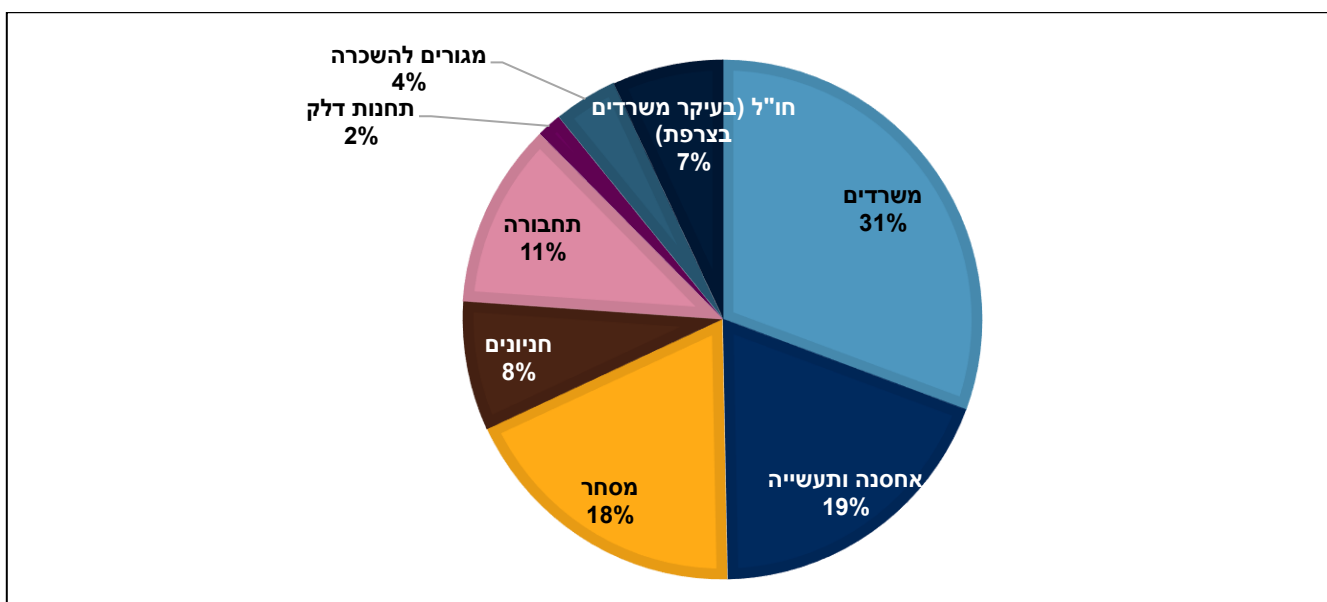
איירפורט סיטי בע"מ
נצבא החזקות 1995 בע"מ

בשנים האחרונות מיישמת החברה אסטרטגיה להקטנה הדרגתית של התלות במפעלי התחבורה הציבורית, באמצעות הרחבת הגיוון הסגמנטלי ועל ידי הסבת נכסים תחבורתיים שפינתה אגד לשימושים אחרים, בעיקר בתחומי המגורים והמסחר. בבעלות החברה מתחם מהותי (פארק המשרדים והתעשייה איירפורט סיטי) האחראי לכ-38% מה-NOI מנכסים מניבים ומהווה כ-30% משווי נכסיה בשנת 2020. עם זאת, איכות הפארק, העובדה שהוא מושכר כמעט במלואו למספר רב של שוכרים, מיקומו האטרקטיבי, מספר המבנים ותמהיל השוכרים ממתנים להערכתנו את סיכון הריכוזיות.

תרשים 2: התפלגות פעילות הנדל"ן לפי שווי



תרשים 3: התפלגות פעילות הנדל"ן המניב לפי NOI



איירפורט סיטי בע"מ
נצבא החזקות 1995 בע"מ

בנובמבר 2020 חלה ירידה בשיעור התפוסה ב"בית מוטורולה" הממוקם במתחם איירפורט סיטי, שהובילה לירידה בשיעור התפוסה הממוצע במגזר המשרדים לכ-89% בתום הרבעון הראשון של 2021 בהשוואה לכ-92% בתום הרבעון המקביל אשתקד. מאידך חל שיפור מתון בשיעורי התפוסה הממוצעים במגזר התעשייה והלוגיסטיקה, במגזר המסחרי ובנכסים באירופה. שיפור זה קיזז את הירידה כך שב-31 במרץ, 2021, עמד שיעור התפוסה הממוצע בנכסי החברה על כ-92%, ללא שינוי מהותי לעומת סוף 2019 וסוף 2020, עדיין נמוך מעט ביחס לקבוצת ההשוואה.

ה-NOI מנכסים מניבים זהים ירד ברבעון הראשון של 2021 בכ-1.6% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, ירידה דומה גם בהשוואה לרבעון הרביעי של 2020. הירידה נבעה בעיקר מהשפעות משבר הקורונה על מגזר מרכזי המסחר ומירידה בדמי השכירות במתחם איירפורט סיטי כתוצאה מעזיבת שוכר ב"בית מוטורולה" כאמור. ירידה זו קוזזה במידת מה באמצעות חסכון בעלויות התפעול במרכזי המסחר שבבעלות החברה בתקופות ההגבלות שהוטלו על הפעלתם. שיעור התפוסה הממוצע הנמוך יחסית לקבוצת ההשוואה והיעדר צמיחה עקבית ב-NOI משפיעים לשלילה על הערכת הפרופיל העסקי. אולם אנו סבורים כי השלמה של פרויקטי הייזום למגורים והשלמת פיתוח הנדל"ן המניב שבהקמה צפויים לתמוך בפרופיל העסקי של החברה בטווח הבינוני-ארוך באמצעות גיוון מקורות ההכנסה, הקטנת החשיפה לשוכרים ונכסים מהותיים וגידול בתיק הנכסים המניבים ובתזרים המזומנים שיניבו.

לחברה פעילות בתחום הייזום למגורים, שלהערכתנו מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים בהשוואה לפעילות הנדל"ן המניב, אם כי חלקה בסך הפעילות נמוך יחסית עם מספר פרויקטים ויחידות דיור בביצוע ושיווק בהיקפים מוגבלים יחסית. בדצמבר 2020 הושלמה בנייתו של פרויקט מהותי, "נצבא סיטי" בראש העין, הכולל 1,232 יחידות דיור שנכון להיום כמחציתן נמכרו ונמסרו וכמחצית מושכרות בשיעור תפוסה של כ-94%. בשל כך אנו מעריכים כי סיכוני הייזום פחתו במידה מסוימת, ומגזר המגורים להשכרה צפוי לתרום לגיוון הסגמנטלי ולהגדלת שווי תיק הנכסים והתזרים מפעילות הנדל"ן המניב.

Table 1.

Airport City Ltd. -- Peer Comparison (Mil. NIS) – Fiscal year ended Dec. 31, 2020

Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Airport City Ltd.	Amot Investments Ltd.	Reit1 Ltd.	Azrieli Group Ltd.	Mivne Real estate (K.D) Ltd.	Bayside - Gav Yam - Land Corp. Ltd.	Melisron Ltd.
National Credit Rating	ilAA/Stable/ ilA-1+	ilAA/Stable /ilA-1+	ilAA/Stable /ilA-1+	ilAA+/Stable /ilA-1+	ilAA/Stable	ilAA/Stable	ilAA-/Stable /ilA-1+
Revenue	903	769	308	1,798	1,049	546	1,561
EBITDA	570	699	255	1,033	664	484	1,093
Funds from operations (FFO)	347	490	166	685	392	268	700
Interest expense	89	122	35	139	173	148	329
Cash flow from operations	217	496	166	734	408	255	736
Cash and short-term investments	1,443	652	303	2,665	501	2,539	1,303

איירפורט סיטי בע"מ
נצבא החזקות 1995 בע"מ

	Airport City Ltd.	Amot Investments Ltd.	Reit1 Ltd.	Azrieli Group Ltd.	Mivne Real estate (K.D) Ltd.	Bayside - Gav Yam - Land Corp. Ltd.	Melisron Ltd.
Debt	4,294	5,978	2,605	9,155	4,900	3,702	9,552
Equity	7,581	6,316	2,693	18,133	6,062	3,616	7,862
Valuation of investment property	13,408*	13,839	5,130	29,266	12,071	7,670	19,070
Adjusted ratios							
EBITDA margin (%)	63.1	91	82.7	57.5	63.3	88.7	70.0
Return on capital (%)	5.2	5.5	5.2	4.1	5.6	6.8	6.8
EBITDA interest coverage (x)	6.4	5.7	7.2	7.4	3.8	3.3	3.3
Debt/EBITDA (x)	7.5	8.5	10.2	8.9	7.4	7.6	8.7
FFO/debt (%)	8.1	8.2	6.4	7.5	8.0	7.2	7.3
Cash flow from operations/debt (%)	5.1	8.3	6.4	8	8.3	6.9	7.7
Debt/debt and equity (%)	36.2	48.6	49.2	33.5	44.7	50.6	54.9

*כולל מלאי בניינים למכירה.

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של איירפורט סיטי משקף את הערכתנו כי הקבוצה תשמור על יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-2.5x ושהמינוף שלה יישאר נמוך משמעותית מ-50% בשנתיים הקרובות. בהתאם לציפיותינו, בשנת 2020 חלה ירידה בהכנסות וברווחים במגזר הנדל"ן המניב בעקבות השפעות משבר הקורונה על פעילות החברה. ירידה זו קוזזה על ידי עלייה בהיקף ההכרה בהכנסות וברווחים ממגזר הייזום למגורים, כתוצאה מהתקדמות הבניה והשיווק בפרויקטי החברה (בעיקר "נצבא סיטי" בראשון העין, "מבשרת הקטנה" במבשרת ציון ו"נצבא פארק" בהרצליה), כך שה-EBITDA צמח במתינות והסתכם בכ-570 מיליון ₪ לעומת כ-564 מיליון ₪ ב-2019. כמו כן, על אף הגידול בחוב הפיננסי בשנת 2020, חלה ירידה בהוצאות המימון המתואמות, שהסתכמו בכ-87 מיליון ₪ לעומת כ-123 מיליון ₪ ב-2019, בעיקר בשל האינפלציה השלילית בשנת 2020, היות שמרבית החוב הפיננסי של החברה צמוד למדד המחירים לצרכן. כפועל יוצא, ב-2020 החברה הציגה שיפור מהותי ביחס המתואם EBITDA להוצאות מימון, שהסתכם בכ-6.4x לעומת כ-4.6x בשנת 2019. יחס הכיסוי ברבעון הראשון של 2021 הסתכם בכ-4.5x והושפע בעיקר מעלייה באינפלציה, מירידה בהכנסות משכירות בעיקר בשל תקופת הסגר בתחילת הרבעון ומהאטה בהיקף ההכרה ברווחים ממגזר הייזום למגורים בהתאם להתקדמות הבניה והשיווק בפרויקטים. לדעתנו, בהינתן ציפיותינו לאינפלציה של כ-1.2% בשנים 2021-2022, תיתכן שחיקה ביחס הכיסוי לכ-3.0x-3.5x, אולם הוא צפוי עדיין להלום את הדירוג הנוכחי. בשנת 2020, בהתאם לתחזיותינו, רשמה איירפורט סיטי שערור של כ-2% (כ-226 מיליון ₪) בשווי תיק הנכסים שלה. במהלך השנה רכשה החברה את החזקות המיעוט (10%) בחברת נצבא יורופ (בתמורה כוללת של כ-22 מיליון אירו), המחזיקה בנכסי הקבוצה באירופה, והשלימה את תוכנית הרכישה העצמית של מניותיה בהיקף כולל של כ-319 מיליון ₪. כפועל יוצא חל קיטון בהון העצמי המתואם מכ-7.7 מיליארד ₪ בסוף 2019

איירפורט סיטי בע"מ
נצבא החזקות 1995 בע"מ

לכ-7.6 מיליארד ₪ בסוף 2020. כמו כן, חל גידול בחוב המתואם שעמד על כ-4.3 מיליארד ₪ בסוף 2020, לעומת כ-3.5 מיליארד ₪ בסוף 2019. הגידול נבע בעיקר מהרכישה העצמית של מניות כאמור, מתשלום חלקי בגין החזקות המיעוט בנצבא יורופ (כ-8 מיליון ₪) ומהשקעות בהיקף של כ-749 מיליון בנדל"ן להשקעה, ובקיזוז תזרים מפעילות שוטפת בהיקף של כ-217 מיליון ₪. כפועל יוצא חלה עלייה ביחס המתואם חוב לחוב והון עצמי שעמד על כ-36.2% בסוף 2020 לעומת כ-31.1% בסוף 2019, בהתאם לטווח שחזינו אשתקד, ובמרווח מהותי מיחס המינוף ההולם את הדירוג הנוכחי. ברבעון הראשון של 2021 רשמה החברה שערור חיובי של כ-52 מיליון ₪ בשווי תיק הנכסים שלה, בעיקר בעקבות שמאות חדשה הכוללת עדכון של דמי השכירות בנכסיה התחבורתיים בגין שנים קודמות, וסך הרווח הנקי שלה הסתכם בכ-194 מיליון ₪. כתוצאה מכך חל גידול בהון העצמי, שהסתכם בכ-7.8 מיליארד ₪ בתום הרבעון, ושיפור קל ביחס המינוף שירד לכ-35.7%. בראייה קדימה, אנו מעריכים כי השקעות החברה, לרבות השקעה בפרויקטי הייזום ורכישת קרקעות ונכסים חדשים, יעשו באופן מבוקר תוך שמירה על מינוף הולם ובהתאם למדיניות הפיננסית של החברה. הערכתנו נתמכת במינוף הנמוך ויחסי הכיסוי החזקים שמציגה החברה לאורך השנים, תוך שמירה על מרווח מהותי מהיחסים ההולמים את הדירוג הנוכחי.

Table 2.

Airport City Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	902.8	901.3	1,020.6	775.3	792.7
EBITDA	570.0	564.1	633.6	557.3	596.4
Funds from operations (FFO)	346.6	375.3	392.2	328.0	374.4
Interest expense	88.6	122.6	129.7	81.7	103.6
Cash flow from operations	217.0	346.4	391.0	166.2	240.7
Cash and short-term investments	1,442.5	1,712.7	1,013.9	874.7	991.0
Debt	4,294.0	3,502.6	3,577.4	3,669.6	4,326.3
Equity	7,580.5	7,742.2	6,699.4	5,892.4	4,440.7
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	63.1	62.6	62.1	71.9	75.2
Return on capital (%)	5.2	6.3	6.7	6.6	7.5
EBITDA interest coverage (x)	6.4	4.6	4.9	6.8	5.8
Debt/EBITDA (x)	7.5	6.2	5.6	6.6	7.3
FFO/debt (%)	8.1	10.7	11.0	8.9	8.7
Cash flow from operations/debt (%)	5.1	9.9	10.9	4.5	5.6
Debt/debt and equity (%)	36.2	31.1	34.8	38.4	49.3

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של איירפורט סיטי כהולמת, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021.

איירפורט סיטי בע"מ נצבא החזקות 1995 בע"מ

להערכתנו, נזילות החברה מושפעת לחיוב מנגישותה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית והמוסדית ומנראות גבוהה של תזרימי מזומנים מפעילות הנדל"ן המניב, ונתמכת בהיקף גדול של נכסים לא משועבדים, בשווי של כ-6.6 מיליארד ₪ נכון ל-31 במרץ, 2021, המקנה לה להערכתנו גמישות פיננסית.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל, 2021:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-955 מיליון ₪. מסגרות אשראי בסך כולל של כ-750 מיליון ₪. FFO (funds from operation) במזומן של כ-360-330 מיליון ₪, להערכתנו. הנפקות אג"ח וניירות ערך מסחריים בהיקף כולל של כ-383 מיליון ₪ (הושלם). 	<ul style="list-style-type: none"> אשראי לזמן קצר ותשלום חלויות חוב בהיקף כולל של כ-1.3 מיליארד ₪. הוצאות הוניות (capex) של כ-70-50 מיליון ₪ להשקעה בנכסים קיימים. תשלום בגין רכישת החזקות השותף (50%) בבית ישראל בטל אביב בסך של כ-134 מיליון ₪, כולל מס רכישה (הושלם).

חלויות חוב					
שנה	עד 1.4.2021	עד 1.4.2022	עד 1.4.2023	עד 1.4.2024	עד 1.4.2025
	עד 30.3.2022 *	עד 30.3.2023	עד 30.3.2024	עד 30.3.2025	ואילך
חלויות (מיליון ₪)	1,303	604	510	508	2,339

* כולל סך של כ-515 מיליון ₪ ניירות ערך מסחריים.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות בעיקר כלפי מחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ, 2021, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניות הפיננסיות בטווח הקרוב.

השפעת הקבוצה

אנו משווים את דירוג המנפיק של נצבא החזקות 1995 בע"מ לדירוג המנפיק של איירפורט סיטי בע"מ, על פי המתודולוגיה שלנו לדירוג חברות בקבוצה. נצבא החזקות היא חברה פרטית בשליטת איירפורט סיטי המחזיקה בכ-99% ממניותיה, והיא מהווה בין היתר את זרוע הייזום למגורים של הקבוצה ואחראית להיקף מהותי מסך הפעילות שלה. נצבא החזקות נהנית מהמיתוג והמוניטין של הקבוצה ופועלת בהתאם לאסטרטגיה ארוכת הטווח שלה ותחת אותה ניהולית.

בעלת השליטה באיירפורט סיטי היא חברת ההחזקות אקויטל בע"מ (ilAA-/Stable), המחזיקה כ-47.6% מהמניות. יתר המניות של איירפורט סיטי מוחזקות על ידי הציבור. אנו מעריכים כי הנכסים וההתחייבויות של איירפורט סיטי נפרדים מאלו של חברת האם, היות שגם אקויטל וגם איירפורט סיטי הן חברות ציבוריות עם

איירפורט סיטי בע"מ נצבא החזקות 1995 בע"מ

החזקות מיעוט מהותיות, ולמיטב ידיעתנו לא קיימות ערבויות צולבות בין החברות. כמו כן, להערכתנו, אקויטל אינה תלויה בחלוקת דיבידנדים של איירפורט סיטי לשירות צרכיה הפיננסיים השוטפים (כפי שניתן לראות בהיעדר חלוקות דיבידנדים בעשור האחרון), ולכן על פי המתודולוגיה שלנו יכול דירוג איירפורט סיטי להיות גבוה בפער מסוים מדירוג חברת האם.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

להלן הרכב ההון של איירפורט סיטי, נכון ל-31 במרץ, 2021 (במאוחד):

- שתי סדרות אג"ח מדורגות שאינן מובטחות, סדרות ה', ו-ט', בהיקף כולל של כ-4 מיליארד ₪.
 - ניירות ערך מסחריים בהיקף של כ-515 מיליון ₪.
 - חוב לבנקים ולמוסדות פיננסיים בהיקף כולל של כ-715 מיליון ₪.
- רוב נכסי הנדל"ן של החברה אינם משועבדים.

מסקנות אנליטיות

על פי המתודולוגיה שלנו, בחברות נדל"ן המדורגות בדירוג 'ilAA' ומעלה, בדרך כלל אנו משווים את דירוג החוב הבכיר הבלתי מובטח לדירוג המנפיק, אלא אם כן שיעור החוב המובטח עולה על 40% מסך שווי השוק של הנכסים, שאז אנו עשויים להפחית את דירוג החוב הבלתי מובטח ברמת דירוג (נוץ') אחת ביחס לדירוג המנפיק.

ב-31 במרץ, 2021, עמד היחס בין החוב המובטח של איירפורט סיטי לסך נכסיה על כ-5%, נמוך משמעותית מתנאי הסף, 40%, להפחתת רמת דירוג (נוץ') בדירוגי ההנפקות. אי לכך, אנו משווים את דירוג החוב הבכיר הלא מובטח (סדרות ה' ו-ט') לדירוג המנפיק, 'ilAA'.

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של איירפורט סיטי בע"מ לשנת 2020:

- ניכוי עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- אי הכללת עליית ערך נדל"ן והכנסות והוצאות אחרות שאינן תפעוליות או שהן חד פעמיות ב-EBITDA.
- ניכוי הוצאות בגין הפרשי שערי מטבע מהוצאות המימון.
- שימוש בריבית ובמס תזרימיים לצורך חישוב ה-FFO.
- סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה והתקבלה כתזרים מפעילות שוטפת.

Table 3.

Airport City Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2020

Airport City Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	5,736.5	7,477.8	566.5	92.6	570.0	311.0
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(99.8)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(123.7)	--
Accessible cash and liquid investments	(1,442.5)	--	--	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	--	1.9	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(94.0)
Noncontrolling interest/minority interest	--	102.7	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	1.7	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	--	--	--
Interest expense: Other	--	--	--	(4.0)	--	--
Total adjustments	(1,442.5)	102.7	3.6	(4.0)	(223.5)	(94.0)

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	4,294.0	7,580.5	570.0	88.6	346.6	217.0

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings, 5 בינואר, 2021
- דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי, 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

איירפורט סיטי בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג (י) המנפיק טווח קצר טווח ארוך	ilA-1+	19/08/2015	20/08/2020
	ilAA\Stable	11/08/2008	20/08/2020
דירוג (י) הנפקה <u>ניירות ערך מסחריים</u> ניירות ערך מסחריים סדרה ו ניירות ערך מסחריים סדרה ח	ilA-1+	28/07/2021	20/08/2020
	ilA-1+	30/12/2018	20/08/2020
חוב בכיר בלתי מובטח סדרה ה סדרה ט	ilAA	26/08/2014	20/08/2020
	ilAA	09/09/2019	20/08/2020
היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך אוגוסט 18, 2014 יולי 12, 2012 אוגוסט 11, 2008	ilAA\Stable		
	ilAA-\Stable		
	ilA+\Stable		
	ilA-1+		
טווח קצר אוגוסט 19, 2015	ilA-1+		

איירפורט סיטי בע"מ
נצבא החזקות 1995 בע"מ

תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	דירוג	נצבא החזקות 1995 בעמ
20/08/2015	20/08/2020	ilA-1+	דירוג(י) המנפיק טווח קצר טווח ארוך
20/04/1997	20/08/2020	ilAA\Stable	דירוג(י) הנפקה
			היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך יולי 12, 2012 יולי 25, 2010 דצמבר 20, 2007 פברואר 06, 2005 יולי 13, 2003 אפריל 20, 1997
		ilAA\Stable	
		ilAA-\Stable	
		ilA+\Stable	
		ilA-	
		ilA	
		ilAA-	
		ilA-1+	טווח קצר אוגוסט 20, 2015
			פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יוזם הדירוג
		17:03 28/07/2021	
		17:03 28/07/2021	
		החברה המדורגת	

איירפורט סיטי בע"מ נצבא החזקות 1995 בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו, "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו, "S&P"). התוכן לא יישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו, "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.