Maalot
S&P Global Ratings

איירפורט סיטי בע"מ

11 באוגוסט 2024

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; התחזית יציבה

אנליסט אשראי ראשי:

גיא סידון 972-3-7539731 guy.sidon@spglobal.com

איש קשר נוסף:

דימה פוסטירנק 972-3-7539736 dima.postirnak@spglobal.com

תוכן עניינים

תמצית 3
תחזית הדירוג 4
התרחיש השלילי 4
התרחיש החיובי 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
תחזיות תרחיש הבסיס 6
תיאור החברה 6
הפרופיל העסקי 7
הפרופיל הפיננסי 10
נזילות 11
חלויות חוב 11
ניתוח התניות 11
השפעת הקבוצה 12
התאמות לדירוג 12
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 12
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 12

הרכב ההון..... 12
מסקנות אנליטיות..... 12
התאמות לדיווח הכספי..... 13
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 14
רשימת דירוגים 14

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA'; התחזית יציבה

תמצית

חוזקות עיקריות	סיכונים עיקריים
• אחת מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל. • היקף גדול של נדל"ן להשקעה בשווי של כ-14.4 מיליארד ₪ עם גיוון מגזרי הולם. • מינוף נמוך הנתמך במדיניות פיננסית ובאסטרטגיה עסקית שמרנית. • נגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית.	• תלות במספר מפעילי תחבורה ציבורית וחשיפה למתחם מהותי, פארק איירפורט סיטי, אולם מדובר בנכס באיכות גבוהה. • חשיפה לפעילות ייזום, אשר כרוכה להערכתנו בסיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מהסיכונים בפעילות הנדל"ן המניב.

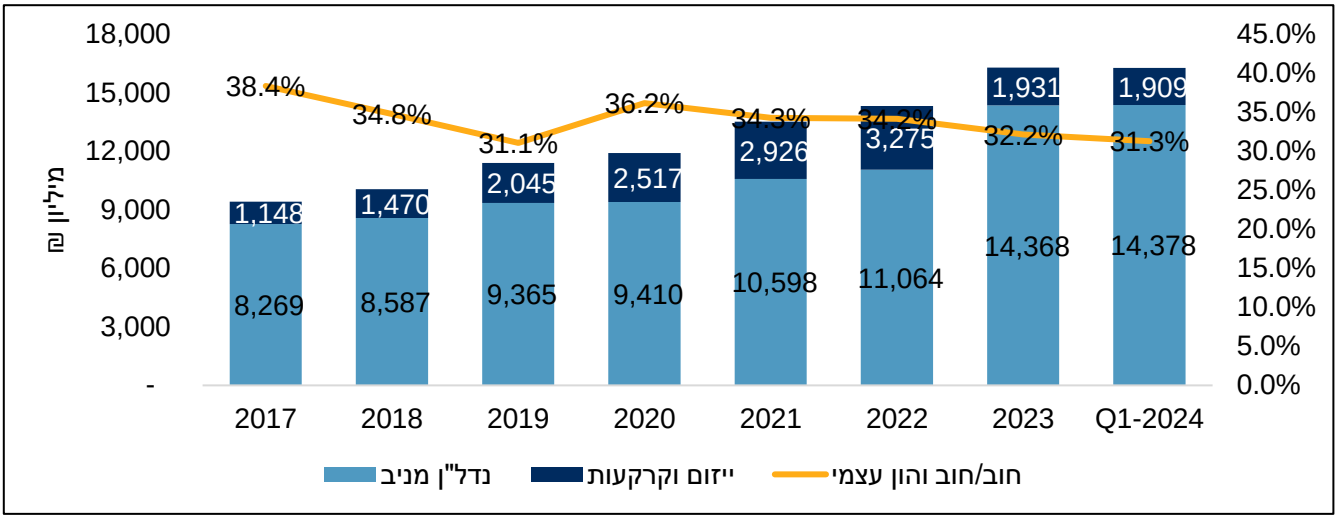
איירפורט סיטי בע"מ ("איירפורט סיטי" או "החברה") הציגה שיפור בתוצאות התפעוליות במגזר הנדל"ן המניב וגידול ב-NOI (net operating income). ב-2023 הציגה החברה גידול ב-NOI, שהסתכם בכ-773 מיליון ₪ לעומת כ-689 מיליון ₪ ב-2022. המגמה המשיכה ברבעון הראשון של 2024, שבו עמד ה-NOI על כ-201 מיליון ₪, לעומת כ-189 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד. עיקר הגידול נבע מהעלייה במדד המחירים לצרכן, שכן מרבית החוזים צמודים למדד, מחידוש חוזים בדמי שכירות גבוהים יותר ומגידול בשטחים המושכרים. במאי 2024 עמד שיעור התפוסה של החברה על כ-90%, נמוך משיעורו בסוף 2023, בעיקר בגלל עזיבה של שוכר משמעותי, אך דומה לשיעור התפוסה שנה קודם לכן, כ-90.6%.

שווי תיק הנכסים המניבים של החברה נותר יציב יחסית והיקף הייזום נותר מוגבל. שווי תיק הנכסים המניבים של החברה עמד על כ-14.4 מיליארד ₪ ברבעון הראשון של 2024, בדומה לסוף 2023. משקל הייזום ברבעון הראשון של 2024 נותר דומה למשקלו בשנתיים האחרונות, ובהתחשב בתקציב ההשקעות ובאסטרטגיה העסקית של החברה, אנו מעריכים כי ההשקעות בפרויקטים יבוצעו בהדרגה כך שמשקל הייזום לא ישתנה מהותית.

בשנה האחרונה חל שיפור ביחסים הפיננסיים. בעקבות התייצבות סביבת הריבית הנוכחית והתמתנות האינפלציה (מרבית החוב של החברה צמוד למדד ואנו כוללים את עלויות ההצמדה בהוצאות המימון), חל שיפור ביחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-2.7x ב-12 החודשים שהסתיימו ב-31 במרץ 2024 לעומת כ-1.5x בשנת 2023. היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי עמד בסוף הרבעון הראשון של 2024 על כ-31.3%, נמוך במעט מבסוף 2023, ובמרווח מהותי מהטווח ההולם את הדירוג. רמת המינוף הנמוכה של איירפורט סיטי לאורך זמן משקפת את מדיניותה הפיננסית השמרנית ותומכת להערכתנו באיכות האשראי

שלה. בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, המבוסס על תחזיות S&P Global Ratings לאינפלציה בישראל, אנו מעריכים כי יחס הכיסוי ימשיך להשתפר והמינוף ישאר יציב יחסית, ובטווח ההולם את הדירוג.

תרשים 1: התפתחות תיק הנכסים והמינוף



תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-24 החודשים הקרובים ימשיך תיק הנכסים המניבים של איירפורט סיטי להציג ביצועים תפעוליים יציבים ויניב תזרים מזומנים יציב יחסית. בהינתן תמהיל הפעילות הנוכחי, אנו סבורים כי יחס מתואם חוב לחוב והון עצמי הנמוך מהותית מ-50% ויחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.5x בממוצע הולמים את הדירוג.

שינוי בדירוג חברת האם, אקויטל בע"מ (ilAA-/Stable), או שינוי במבנה הקבוצה, עשויים להשפיע על דירוג החברה.

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 שלה. 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 או להיחלשות בגמישות הפיננסית. פעולת דירוג שלילית תיתכן גם אם תחול שחיקה מהותית בביצועים התפעוליים, עלייה בשיעורי ההיוון שתוביל לשערוכים שליליים ניכרים, או אינפלציה גבוהה ועלייה בעלויות המימון שיובילו לחריגה מהותית מהיחסים בתרחיש הבסיס שלנו.

התרחיש החיובי

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

נציין כי קיימת אי ודאות רבה לגבי היקף המלחמה בישראל, משכה והשלכותיה. התרחבות העימות לחזיתות נוספות, אם תקרה, עלולה להגביר משמעותית את הסיכון לפגיעה באינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל ואת התנודתיות בשוק ההון. כבר כעת קיים חשש שהפרמטרים הכלכליים העיקריים של מדינת ישראל יהיו חלשים בהשוואה לצפי הקודם (ראו הורדת דירוג מדינת ישראל ל-'A+' מ-'AA-', התחזית שלילית, 18 באפריל 2024). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- אינפלציה של כ-2.3%, צמיחה בתמ"ג של כ-0.5% ושיעור אבטלה של כ-4.0% בישראל בשנת 2024. בשנת 2025 צפי לאינפלציה של כ-2.0%, צמיחה של כ-5.0% בתמ"ג ושיעור אבטלה של כ-3.8%.
- שמירה על שיעור תפוסה ממוצע של כ-90%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- NOI מנכסים מניבים בהיקף שנתי של כ-800-850 מיליון ₪ בשנים 2024-2025.
- רווח גולמי ממגזר הייזום למגורים בהיקף כולל של כ-25-35 מיליון ₪ בשנים 2024-2025, בהתבסס על תמהיל הפרויקטים הנוכחי.
- השקעות בפרויקטי ייזום, רכישת נכסי נדל"ן וקרקעות, הוצאות הוניות (capex) וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-0.9-1.1 מיליארד ₪ בשנים 2024-2025.
- מבנה הוני הכולל רוב מוחלט של חוב צמוד למדד המחירים לצרכן.
- היעדר שערוכים מהותיים בשנת 2024, בהתבסס בעיקר על הערכותינו להתקדמות בפרויקטי הנדל"ן בהקמה, על מבנה חוזי השכירות הכוללים הצמדה למדד ועל ציפיותינו להתמתנות האינפלציה וחזרה לעלייה בקצב הצמיחה בישראל, ומנגד על עלייה אפשרית בשיעורי ההיוון על רקע סביבת הריבית הגבוהה.
- אי חלוקת דיבידנדים מהותיים.
- רכישה עצמית של מניות בהתאם לתוכנית החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2023A	2024E	2025E
EBITDA/הוצאות מימון	כ-2.3x	3.2x-2.8x	3.6x-3.1x
חוב/חוב והון עצמי	כ-32.2%	36%-35%	37%-35%
חוב/EBITDA	כ-6.4x	7.2x-6.8x	7.3x-6.8x

A-בפועל. E-צפוי.

תחזיות תרחיש הבסיס

צמיחה מתונה ב-NOI מנכסים מניבים ותרומה מוגבלת מפעילות הייזום למגורים.

בהתבסס על הנתונים התפעוליים ברבעון הראשון של 2024 והעלייה בדמי השכירות הן בגין הצמדת מרבית החוזים למדד והן בשל העלייה בדמי השכירות בחידושי חוזים, אנו סבורים כי החברה תציג צמיחה שנתית של כ-2%-3% ב-NOI ב-2024-2025. הצמיחה המתונה משקפת את ההאטה הכלכלית הצפויה ב-2024 עם שיפור צפוי ב-2025, ואת הערכתנו שלא צפויה תרומה מהותית מנכסים בפיתוח. אנו מעריכים כי התרומה התפעולית ממגזר הייזום למגורים תיוותר נמוכה, בהינתן סטטוס היתרי הבנייה הנוכחי והצפוי, היקף יחידות הדיור המיועדות למכירה וההתקדמות הצפויה בקצב הבנייה והשיווק.

עלייה מתונה ביחס המינוף והמשך שיפור ביחס הכיסוי, הצפויים להמשיך להלום את הדירוג.

בהתבסס על המדיניות הפיננסית והאסטרטגיה העסקית של החברה, והערכתנו להיקף ההשקעות שלה ולרכישה עצמית של מניות בשנתיים הקרובות, אנו מעריכים כי יחס החוב לחוב והון עצמי יעלה במתינות בשנים 2025-2024, אולם ייוותר במרווח מהותי מהטווח ההולם את הדירוג. במקביל, בשנתיים הקרובות אנו צופים שיפור הדרגתי ביחס המתואם EBITDA להוצאות מימון, שישקף בעיקר את התמתנות האינפלציה לפי התחזית הנוכחית של S&P Global Ratings, וכן את הגידול הצפוי ב-EBITDA בעקבות הצמיחה ב-NOI.

תיאור החברה

איירפורט סיטי בע"מ היא חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. החברה והחברות שבבעלותה עוסקות בעיקר בפיתוח, ייזום, רכישה, ניהול והשכרה של מרכזים מסחריים, משרדים, תחנות מרכזיות, מוסכים, תחנות דלק, בתי מלון, חניונים, מחסנים ומבני תעשייה. כמו כן עוסקת איירפורט סיטי בייזום, פיתוח והקמה של פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים בישראל. עיקר פעילותה מרוכזת בישראל, עם פעילות בהיקף קטן יחסית באירופה.

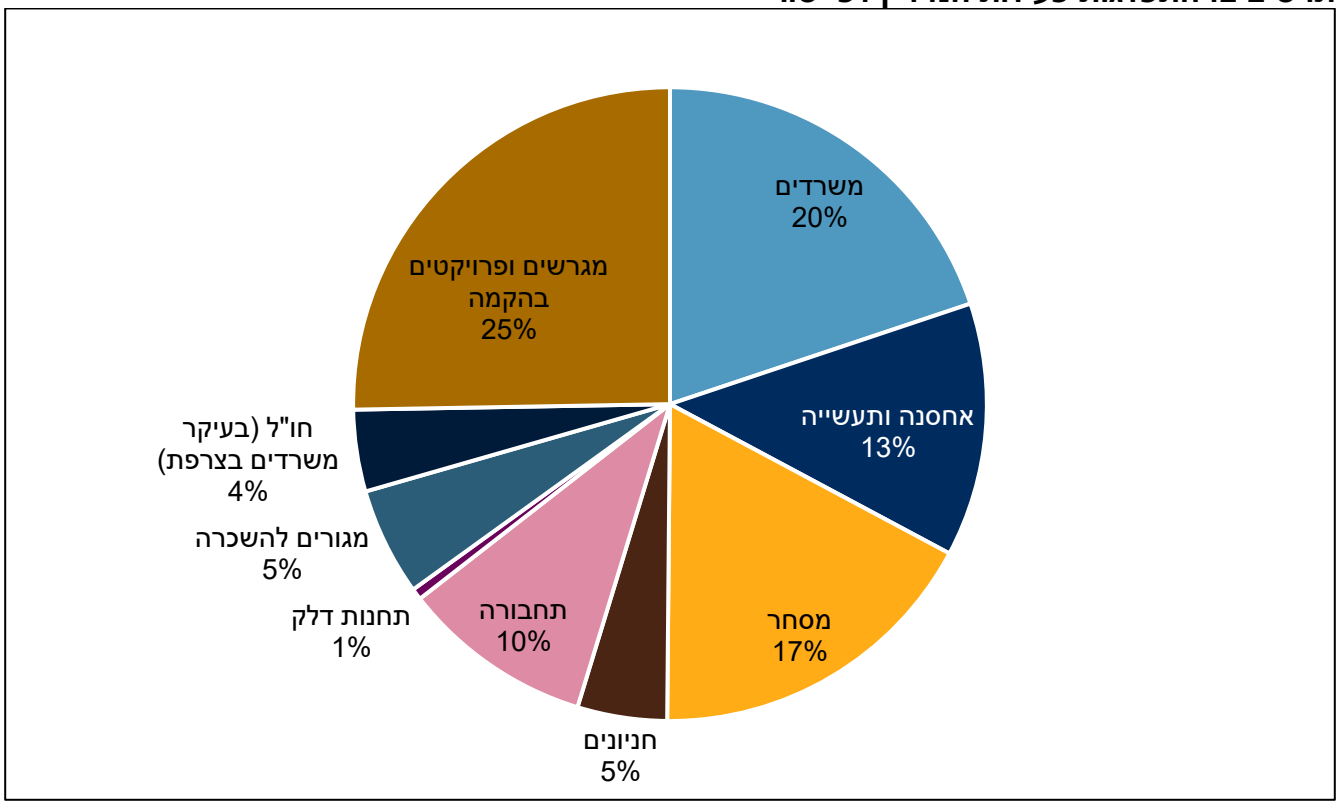
נכון ל-31 במרץ 2024, איירפורט סיטי והחברות שבבעלותה מחזיקות ומנהלות 121 נכסים מניבים המשתרעים על שטח בנוי להשכרה של כ-1,311 אלף מ"ר בשווי של כ-14.4 מיליארד ₪ (כולל נכסים בפיתוח), ונדל"ן

למגורים בהקמה (כולל מגרשים) בשווי של כ-1.9 מיליארד ₪. בנוסף יש לקבוצה ארבעה פרויקטי ייזום למגורים בשלבי תכנון, ביצוע ושיווק, בהיקף כולל של כ-465 יחידות דיור בבעלות מלאה, ו-501 יחידות דיור הנמצאות בשלבי תכנון ראשוניים בלבד. בנוסף יש לחברה כ-680 יחידות דיור המושכרות במסגרת חוק עידוד השקעות הון.

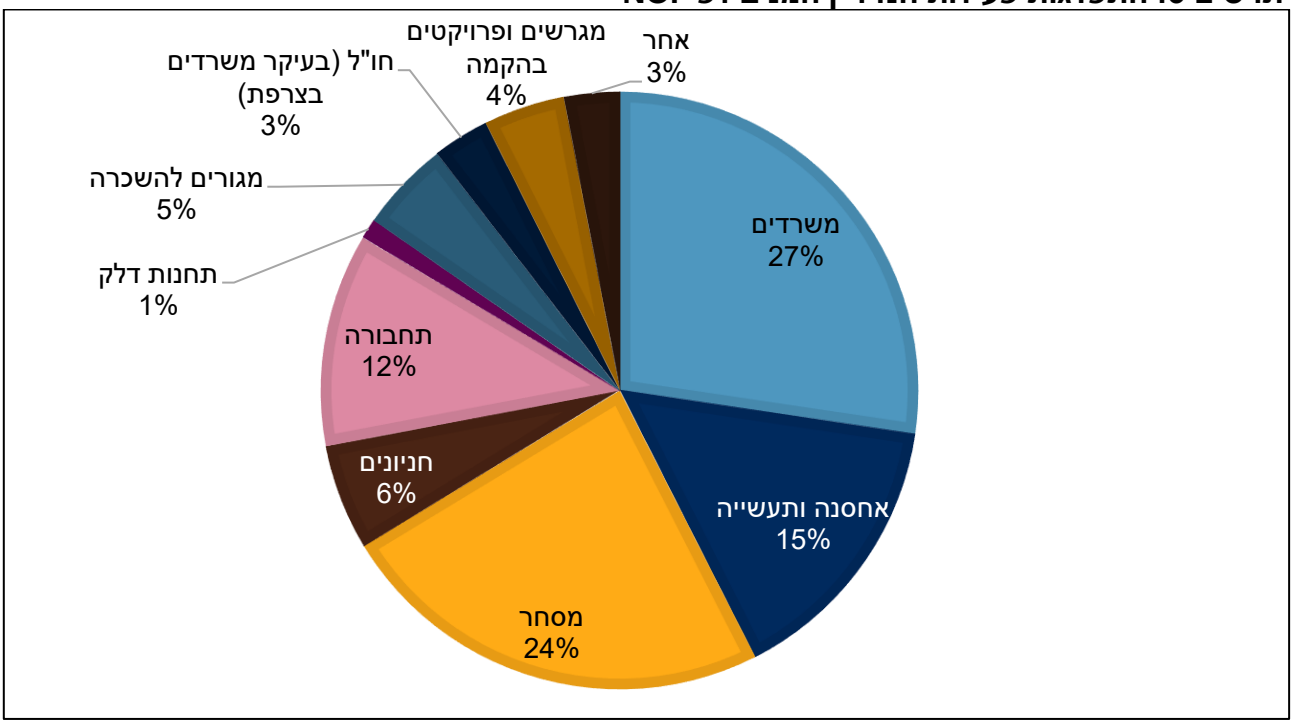
הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של איירפורט סיטי נתמך להערכתנו בהיותה אחת מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל, המחזיקה בתיק נכסים מגוון וגדול, עם נוכחות באזורים אטרקטיביים ואסטרטגיים. תיק הנכסים כולל מספר גדול של נכסים, והוא מפוזר היטב בין כמה סגמנטים הכוללים בין היתר מסחר, משרדים, מרכזי תחבורה, מלונאות, תעשייה, אחסנה, חניונים ותחנות דלק. לחברה מספר רב של שוכרים ונכסים, אך קיימת חשיפה לשוכר מהותי, אגד חברה לתחבורה בע"מ ("אגד", ilA+/Stable/ilA-1), האחראי לכ-10% מהכנסות החברה ממגזר הנדל"ן המניב, ולנכס מהותי, פארק המשרדים והתעשייה איירפורט סיטי, המהווה כ-29% משווי הנכסים ואחראי לכ-33% מה-NOI מנכסים מניבים. עם זאת, איכות הפארק, מיקומו האטרקטיבי, מספר המבנים ותמהיל הסגמנטים, ממתנים להערכתנו את סיכון הריכוזיות. בנוסף, בשנים האחרונות מיישמת החברה אסטרטגיה להקטנה הדרגתית של התלות במרכזי התחבורה הציבורית, באמצעות הרחבת הגיוון המגזרי ועל ידי הסבת נכסים תחבורתיים שפינתה אגד לשימושים אחרים, בעיקר בתחומי המגורים והמסחר.

תרשים 2: התפלגות פעילות הנדל"ן לפי שווי



תרשים 3: התפלגות פעילות הנדל"ן המניב לפי NOI



במאי 2024 עמד שיעור התפוסה הממוצע בתיק הנכסים של איירפורט סיטי על כ-90%, נמוך משיעורו ב-2023, ועדיין נמוך ביחס לקבוצת ההשוואה. זאת בעיקר בשל שיעור התפוסה הנמוך בנכסים באירופה, כ-60%, אולם התרומה התפעולית מנכסים אלו נמוכה ולהבנתנו אסטרטגיית החברה היא לצמצם את פעילותה בצרפת. ברבעון הראשון של 2024 הציגה החברה צמיחה של כ-8.3% ב-NOI בהשוואה לרבעון האחרון של שנת 2023 ושל כ-6% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד. הגידול ב-NOI נבע בעיקר מעלייה במדד המחירים לצרכן, שכן מרבית חוזי השכירות של החברה צמודים למדד, מחידושי חוזים תוך העלאת דמי השכירות ומגידול בהיקף השטחים המושכרים. שווי תיק הנכסים בתום הרבעון הראשון של 2024 עמד על כ-14.4 מיליארד ₪, דומה לשוויו בסוף 2023.

אנו סבורים כי השלמת פרויקטי הייזום למגורים ופיתוח הנדל"ן המניב שבהקמה צפויים לתמוך בפרופיל העסקי של החברה בטווח הבינוני-ארוך, לאור התרומה לגיוון מקורות ההכנסה, הקטנת החשיפה לשוכרים ונכסים מהותיים וגידול בתיק הנכסים המניבים ובתזרים המזומנים.

לחברה פעילות בתחום הייזום למגורים, שלהערכתנו מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים בהשוואה לפעילות הנדל"ן המניב. עם זאת, משקל פעילות זו בסך הפעילות נותר נמוך יחסית, עם תרומה נמוכה לרווחי החברה. היקף הפרויקטים הפעילים נותר מוגבל יחסית. כיום החברה בונה ומשווקת את פרויקט רובע איילון שלב א' בבת ים (שותפות של 50% עם מצלאוי חברה לבנין בע"מ) ואת פרויקט מבשרת הקטנה במבשרת ציון הנמצא בשלבי אכלוס סופיים. בפרויקט שער הים בנתניה (50% מהפרויקט מיועדים להשכרה) התקבלו היתרי

בנייה והוא נמצא בשלבי הבנייה, ושלב ב' בפרויקט בהרצליה נמצא בשלבי תכנון וטרם התקבלו עבורו היתרי בנייה. בשנת 2023 הציגה החברה גידול בהכנסות בתחום הייזום למגורים, לכ-85 מיליון ₪ מכ-43 מיליון ₪ ב-2022. בהינתן תמהיל והיקף הפרויקטים הנוכחי, שיעורי הביצוע והשיווק המתקדמים ואסטרטגיית החברה לפעול באופן מדוד בתחום זה, איננו צופים תרומה מהותית לרווחים ממנו בשנים הקרובות. אנו סבורים כי סיכוני הייזום יישארו מוגבלים, ושפרויקטי המגורים להשכרה תומכים בגיוון הסגמנטלי ובשווי תיק הנכסים ומקנים נראות טובה של תזרים מזומנים שוטף.

Table 1

Airport City Ltd. -- Peer Comparison (Mil. NIS) – Fiscal year ended Dec. 31, 2023

Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Airport City Ltd.	Reit1 Ltd.	Amot Investments Ltd.	Melisron Ltd.	Gav Yam - Land Corp. Ltd.	Mivne Real Estate (K.D) Ltd.	Villar International Ltd.
National Credit Rating	ilAA/Stable /ilA-1+	ilAA/Negative /ilA-1+	ilAA/Stable /ilA-1+	ilAA- /Positive	ilAA/Negative /ilA-1+	ilAA/Stable	ilAA/Stable
Revenue	1,021	380	1,111	1,803	757	1,194	312
EBITDA	734	346	916	1,319	615	792	227
Funds from operations (FFO)	526	215	749	972	465	577	172
Interest expense	320	187	440	588	329	383	25
Cash flow from operations	581	207	660	979	500	409	-36
Cash and short-term investments	1,540	77	521	984	1,006	955	191
Debt	4,685	4,308	8,534	10,964	7,176	6,958	406
Equity	9,870	4,022	8,838	11,048	5,516	8,111	3,217
Valuation of investment property	16,602	7,850	19,248	24,124	13,724	15,293	3,829
Adjusted ratios							
EBITDA margin (%)	72	91	82	73	81	66	73
Return on capital (%)	6	4	5	6	9	6	6
EBITDA interest coverage (x)	2	2	2	2	2	2	9
Debt/EBITDA (x)	6	12	9	8	12	9	2
FFO/debt (%)	11	5	9	9	6	8	42
Cash flow from operations/debt (%)	12	5	8	9	7	6	(9)
Debt/debt and equity (%)	32	52	49	50	57	46	11

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של איירפורט סיטי נתמך בשמירה על מינוף נמוך לאורך השנים וכחלק ממדיניות פיננסית שמרנית. החברה הציגה ירידה במינוף, והיחס המתואם חוב לחוב והון עצמי עמד על כ-31.3% בתום הרבעון הראשון של 2024, בדומה לסוף 2023 ונמוך מהותית מהטווח ההולם את הדירוג. הירידה במינוף נבעה מקיטון בחוב המתואם, היות שהיקף התזרים מפעילות שוטפת היה הולם ביחס לתזרים מפעילות השקעה, ומולו גידול מתון בהון העצמי, על אף הפסדי שיערוכי נדל"ן מסוימים.

אנו סבורים כי שמירה לאורך זמן על מינוף נמוך משקפת את מדיניותה הפיננסית השמרנית של הנהלת איירפורט סיטי, ממתנת במידת מה את הסיכונים האינפלציוניים ותומכת באיכות האשראי. בהתבסס על המדיניות הפיננסית של ההנהלה אנו מעריכים כי המינוף יישאר במרווח מהותי מהטווח ההולם את הדירוג, וסבורים כי ישנה חשיבות לשמירה על מרווח זה, בהינתן האתגרים העומדים בפני ענף הנדל"ן בישראל והצורך בהשקעות נוספות במטרה לצמוח, לגוון את תיק הנכסים ולהקטין את החשיפה לשוכרים ונכסים מהותיים, ובשל צורכי מחזור החוב הגבוהים של החברה.

בשנת 2023 הציגה החברה גידול בבסיס ה-EBITDA שהיה אף גבוה מציפיותינו והסתכם בכ-734 מיליון ₪, לעומת כ-637 מיליון ₪ ב-2022. עיקר הגידול נבע מהכנסות החברה בתחום המרכזים הלוגיסטיים, המרכזים המסחריים ומתחמי התחבורה הציבורית, בעקבות עלייה בדמי השכירות כתוצאה מהצמדת החוזים למדד המחירים לצרכן, אכלוס שטחים חדשים והיקפי מכירות גבוהים יותר בתחום הייזום למגורים. החברה הציגה ירידה בהוצאות המימון המתואמות, לכ-320 מיליון ₪ ב-2023 מכ-360 מיליון ₪ ב-2022. הירידה בהוצאות המימון נבעה בעיקר מאינפלציה נמוכה יותר בהשוואה ל-2022, היות שמרבית החוב הפיננסי של החברה צמוד למדד המחירים לצרכן, ומירידה קלה בחוב הפיננסי ברוטו. כתוצאה מכך חל שיפור ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון שעמד על כ-2.3x, גבוה מהטווח שחזינו. בראייה קדימה אנו צופים המשך שיפור ביחס הכיסוי, בעיקר לאור התמתנות האינפלציה לפי התחזית הנוכחית של S&P Global Ratings, וגם בשל הערכתנו להמשך צמיחה ב-NOI.

Table 2.

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

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2023	2022	2021	2020	2019
Revenue	1,020.9	903.3	823.9	902.8	901.3
EBITDA	734.0	637.4	590.3	570.0	564.1
Funds from operations (FFO)	525.8	338.2	373.8	346.6	375.3
Interest expense	319.9	360.4	185.6	88.6	122.6
Cash flow from operations	581.5	270.7	478.7	217.0	346.4
Cash and short-term investments	1,539.7	1,504.8	1,025.3	1,442.5	1,712.7
Debt	4,684.7	4,989.2	4,668.7	4,294.0	3,502.6
Equity	9,869.7	9,597.7	8,946.0	7,580.5	7,742.2

	2023	2022	2021	2020	2019
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	71.9	70.6	71.6	63.1	62.6
Return on capital (%)	5.8	4.9	5.6	5.2	6.3
EBITDA interest coverage (x)	2.3	1.8	3.2	6.4	4.6
Debt/EBITDA (x)	6.4	7.8	7.9	7.5	6.2
FFO/debt (%)	11.2	6.8	8.0	8.1	10.7
Cash flow from operations/debt (%)	12.4	5.4	10.3	5.1	9.9
Debt/debt and equity (%)	32.2	34.2	34.3	36.2	31.1

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 2024.

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-9.4 מיליארד ₪ נכון ל-31 במרץ 2024, המקנה לה להערכתנו גמישות פיננסית.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2024:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1.4 מיליארד ₪. • מסגרות אשראי פנויות מחייבות בהיקף כולל של כ-500 מיליון ₪. • FFO (funds from operation) במזומן של כ-550-600 מיליון ₪, להערכתנו.	• אשראי לזמן קצר ותשלום חלויות חוב בהיקף כולל של כ-763 מיליון ₪. • הוצאות הוניות (capex) וצורכי הון חוזר בהיקף של כ-700-750 מיליון ₪ להשקעה בנכסים קיימים ובנכסים בפיתוח. • רכישה עצמית של מניות בהיקף של כ-410 מיליון ₪ (הושלם).

חלויות חוב

שנה	1.4.2024 עד 30.3.2025	1.4.2025 עד 30.3.2026	1.4.2026 עד 30.3.2027	1.4.2027 עד 30.3.2028	1.4.2028 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	763	794	798	873	2,770

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות, בעיקר כלפי מחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2024 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

השפעת הקבוצה

בעלת השליטה באיירפורט סיטי היא חברת ההחזקות אקויטל בע"מ (ilAA-/Stable), המחזיקה כ-50.8% מהמניות. יתר המניות של איירפורט סיטי מוחזקות בידי גופים מוסדיים (כ-15.5%) והציבור (כ-33.7%). אנו מעריכים כי הנכסים וההתחייבויות של איירפורט סיטי נפרדים מאלו של חברת האם, היות שגם אקויטל וגם איירפורט סיטי הן חברות ציבוריות עם 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 ובהינתן מבנה האחזקות הקיים בקבוצה, 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

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

לגורמי ESG אין השפעה מהותית על ניתוח דירוג האשראי של חברת איירפורט סיטי בע"מ.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

להלן הרכב ההון של איירפורט סיטי, נכון ל-31 במרץ 2024 (במאוחד):

- סדרת אג"ח מדורגת מובטחת, סדרה י"א, בהיקף של כ-300 מיליון ₪.
- שלוש סדרות אג"ח מדורגות שאינן מובטחות, סדרות ה', ט' ו-י', בהיקף כולל של כ-4.9 מיליארד ₪.
- חוב לבנקים ולמוסדות פיננסיים בהיקף כולל של כ-290 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 2024 עמד היחס בין החוב המובטח של איירפורט סיטי לסך נכסיה על כ-4% בלבד, נמוך משמעותית מתנאי הסף, 40%, להפחתת רמת דירוג (נוץ') בדירוגי ההנפקות. אי לכך, אנו משווים את דירוג החוב הבכיר הלא מובטח (סדרות ה', ט' ו-י') לדירוג המנפיק, 'ilAA'.

- בנוסף, לפי המתודולוגיה שלנו, כאשר חוב בכיר מובטח שהונפק על ידי חברת נדל"ן מניב המדורגת בדירוג 'ilAA' ומעלה מתאפיין בעודף בטוחות מהותי, כך שהיחס בין שווי הבטוחה לחוב עולה על 1.5x, אנו עשויים לדרגו ברמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק. בהתחשב בשווי הבטוחות ובמגבלת שיעור ה-LTV (loan to value) המקסימלי של עד 80% בשטרי הנאמנות, אנו מעריכים כי יחס הבטוחה לחוב בסדרה י"א המובטחת בנכסי נדל"ן יהיה נמוך מ-1.5x, ולכן דירוג הסדרה הוא 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק.

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 2023:

- ניכוי מזומנים זמינים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.
- אי הכללת שינוי 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, 2023

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**6,224.4**	**9,727.6**	**720.3**	**332.2**	**734.0**	**679.2**
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(78.1)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(130.1)	--
Accessible cash and liquid investments	(1,539.7)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	9.8	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(97.7)
Noncontrolling interest/minority interest	--	142.1	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	13.7	--	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	(22.1)	--	--
Total adjustments	**(1,539.7)**	**142.1**	**13.7**	**(12.3)**	**(208.1)**	**(97.7)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**4,684.7**	**9,869.7**	**734.0**	**319.9**	**525.8**	**581.5**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכוני אשראי הנובעים מגורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי, 10 באוקטובר, 2021
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 8 ביוני, 2023
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 7 בינואר, 2024
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות לא פיננסיות, 7 בינואר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 9 ביוני, 2023
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 1 בפברואר, 2024

רשימת דירוגים

איירפורט סיטי בעמ	דירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג
דירוג(י) המנפיק			
טווח קצר	ilA-1+	19/08/2015	01/08/2023
טווח ארוך	ilAA\Stable	11/08/2008	01/08/2023
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה יא	ilAA	17/04/2023	01/08/2023
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ה	ilAA	26/08/2014	01/08/2023
סדרה ט	ilAA	09/09/2019	01/08/2023
סדרה י	ilAA	17/04/2023	01/08/2023
היסטוריית דירוג המנפיק			
טווח ארוך			
אוגוסט 18, 2014	ilAA\Stable		
יולי 12, 2012	ilAA-\Stable		
אוגוסט 11, 2008	ilA+\Stable		
טווח קצר			
פברואר 07, 2016	ilA-1+		

פרטים נוספים	
זמן בו התרחש האירוע	11/08/2024 12:04
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	11/08/2024 12:04
יוזם הדירוג	החברה המדורגת

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 ישמש 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.

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 מהחתמים 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.spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.