Maalot
S&P Global Ratings

איירפורט סיטי בע"מ

18 באוגוסט 2025

אשרור דירוג

אשרור דירוג 'ilAA', התחזית יציבה; אשרור דירוג זמן קצר 'ilA-1+'

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 החיובי 4
התרחיש השלילי 4
תיאור החברה 5
תרחיש הבסיס 5
הנחות עיקריות 5
יחסים עיקריים 6
הפרופיל העסקי 6
הפרופיל הפיננסי 9
נזילות 10
ניתוח התניות 10
התאמות לדירוג 10
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי 11
השפעת הקבוצה 11
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות 11
הרכב ההון 11

מסקנות אנליטיות..... 11
התאמות לדיווח הכספי 12
מתודולוגיה ומאמרים קשורים..... 13
רשימת דירוגים 13

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. • נזילות חזקה הנתמכת בנגישות טובה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית.	• תלות במספר מפעילי תחבורה ציבורית וחשיפה למתחם מהותי, פארק איירפורט סיטי, אולם מדובר בנכס באיכות גבוהה. • חשיפה לפעילות ייזום, הכרוכה להערכתנו בסיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים בהשוואה לפעילות הנדל"ן המניב.

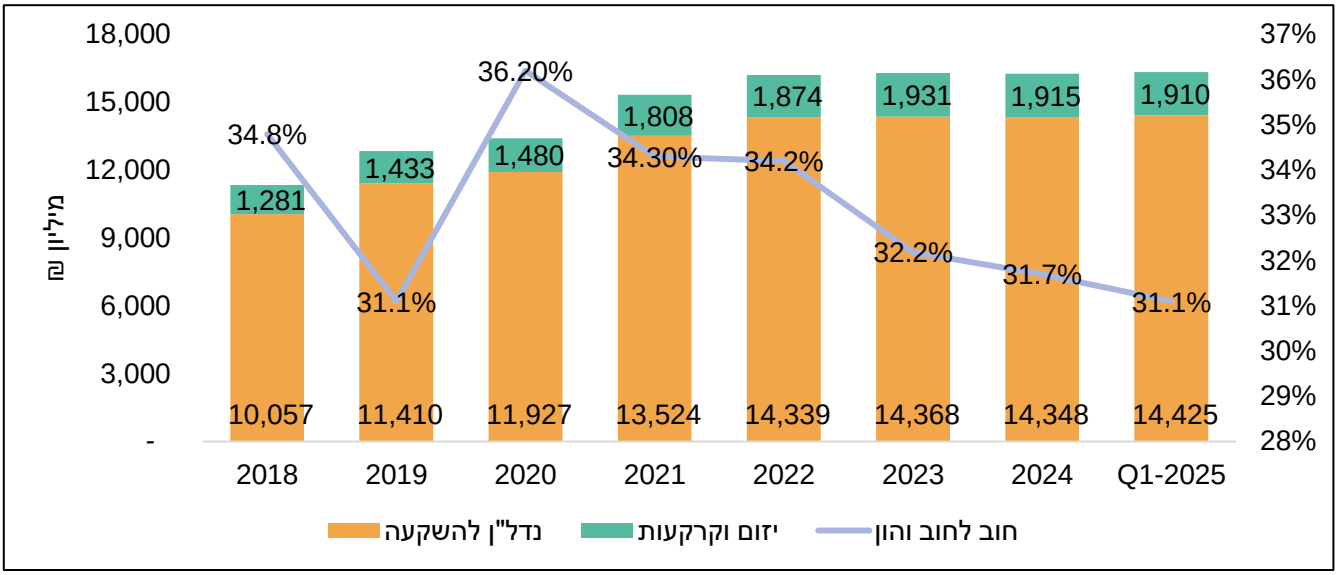
תיק הנכסים המניבים של איירפורט סיטי בע"מ ("איירפורט סיטי" או "החברה") הציג צמיחה בתוצאות התפעוליות וגידול ב-NOI (net operating income). ב-2024 צמח ה-NOI של תיק הנכסים המניבים בכ-5% לכ-806 מיליון ₪, מכ-773 מיליון ₪ ב-2023. החברה שמרה על קצב צמיחה דומה גם ברבעון הראשון של 2025, בו הסתכם ה-NOI בכ-207 מיליון ₪, לעומת כ-200 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד. עיקר הגידול נבע מהעלייה במדד המחירים לצרכן, שכן מרבית החוזים צמודים למדד, ומחידוש חוזים בדמי שכירות גבוהים יותר. העלייה בהכנסות החברה מותנה בעקבות ירידה קלה בשיעורי התפוסה, שברבעון הראשון של 2025 עמד על ממוצע הולם של כ-90%, לעומת כ-92% ברבעון הראשון של 2024. הירידה בשיעורי התפוסה נבעה בעיקר ממגזר המשרדים, בגלל עזיבה של שוכר במתחם איירפורט סיטי.

שווי תיק הנכסים המניבים של החברה נותר יציב למדי והיקף הייזום נותר מוגבל. שווי תיק הנדל"ן להשקעה של החברה עמד על כ-14.4 מיליארד ₪ ב-31 במרץ 2025, בדומה לסוף 2024. משקל הייזום 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. הכנסות החברה ממכירת דירות גדלו בכ-50% ב-2024 לכ-128 מיליון ₪, אך אנו מעריכים שקצב מכירת הדירות יהיה נמוך יותר ב-2025, ואף צופים ירידה בהכנסות מתחום זה. עם זאת, היקף הייזום נותר נמוך ואינו צפוי להשפיע מהותית על החברה.

איירפורט סיטי המשיכה להציג שיפור ביחסים הפיננסיים. למרות אינפלציה גבוהה מהצפוי בשנת 2024, הציגה החברה שיפור ביחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-2.4x ב-2024 לעומת כ-2.3x ב-2023. היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי נותר במרווח מהותי מהרמה ההולמת את הדירוג, כ-31.1% ב-31 במרץ 2025. המינוף הנמוך של איירפורט סיטי לאורך זמן משקף את מדיניותה הפיננסית השמרנית ותומך להערכתנו באיכות האשראי שלה. בתרחיש הבסיס הנוכחי שלנו, המבוסס על תחזיות S&P Global

Ratings לאינפלציה בישראל, אנו מעריכים כי יחס הכיסוי ימשיך להשתפר וכי המינוף יישאר יציב למדי, 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 למדי. 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 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.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג מהותית ולאורך זמן מהיחסים הפיננסיים או מהמאפיינים העסקיים ההולמים את הדירוג, 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.

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 באירופה.

נכון ל-31 במרץ 2025, איירפורט סיטי והחברות שבבעלותה מחזיקות ומנהלות 121 נכסים מניבים המשתרעים על שטח בנוי להשכרה של כ-1,310 אלף מ"ר בשווי של כ-14.4 מיליארד ₪, ונדל"ן בהקמה (כולל מגרשים) בשווי של כ-1.9 מיליארד ₪. בנוסף יש לקבוצה ארבעה פרויקטי ייזום למגורים בשלבי תכנון, ביצוע ושיווק, בהיקף כולל של כ-1,001 יחידות דיור בבעלות מלאה. בנוסף יש לחברה כ-644 יחידות דיור המושכרות במסגרת חוק עידוד השקעות הון.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-3.3% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-2.8% ושיעור אבטלה של כ-3.0% ב-2025. ב-2026 צמיחה של כ-3.9% בתמ"ג, ירידה בשיעור האינפלציה לכ-2.1% ושיעור אבטלה זהה.
- שמירה על שיעור תפוסה ממוצע של כ-90%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- NOI מנכסים מניבים בהיקף של כ-850-900 מיליון ₪ לשנה ב-2025-2026.
- רווח גולמי ממגזר הייזום למגורים בהיקף כולל של כ-100-150 מיליון ₪ בשנים 2025-2026, 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 ₪ ב-2025-2026.
- מבנה הוני הכולל רוב מוחלט של חוב צמוד למדד המחירים לצרכן.
- היעדר שערוכים מהותיים בשנת 2025, בהתבסס בעיקר על הערכותינו להתקדמות בפרויקטי הנדל"ן בהקמה, על מבנה חוזי השכירות הכוללים הצמדה למדד ועל ציפיותינו להתמתנות האינפלציה וחזרה להאצה בצמיחה בישראל, ומנגד המשך סביבה עסקית מאתגרת בתחום המשרדים וסביבת ריבית גבוהה.
- אי חלוקת דיבידנדים מהותיים.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2024A	2025E	2026E
EBITDA/הוצאות מימון	כ-2.4x	2.6x-2.2x	3.4x-3.0x
חוב/חוב והון עצמי	כ-31.7%	33%-30%	35%-30%
חוב/EBITDA	כ-5.9x	6.0x-5.5x	6.0x-5.5x

A-בפועל. E-צפוי.

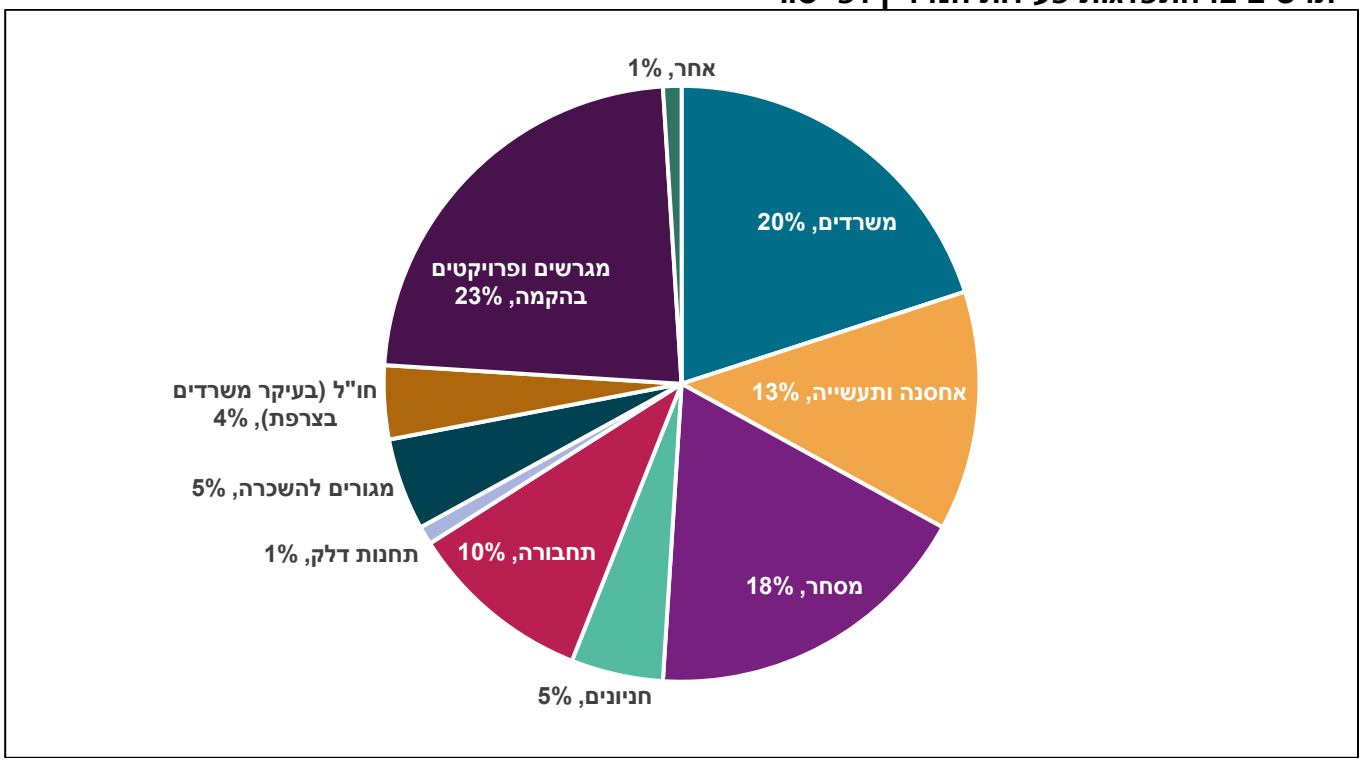
הפרופיל העסקי

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-9% מהכנסות החברה, ולנכס מהותי, פארק המשרדים והתעשייה איירפורט סיטי, המהווה כ-28% משווי הנכסים המניבים ואחראי לכ-31% מה-NOI מנכסים מניבים. עם זאת, איכות הפארק, המושכר כמעט במלואו, 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.

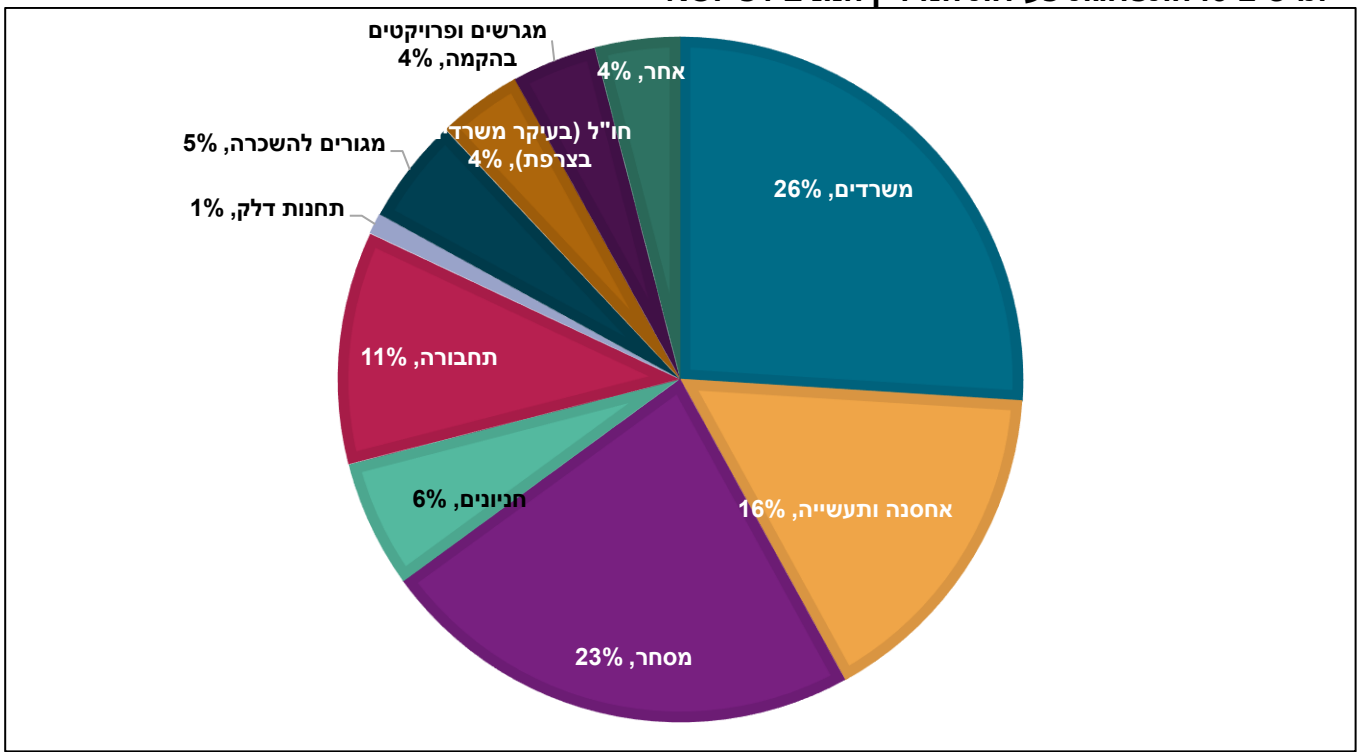
ב-31 במרץ 2025 עמד שיעור התפוסה הממוצע בתיק הנכסים של איירפורט סיטי על כ-90%, בדומה לשיעורו ב-2024, ועדיין נמוך ביחס לקבוצת ההשוואה. זאת בעיקר בשל ירידה בשיעורי התפוסה במגזר המשרדים, כ-80%, ובשל שיעור התפוסה הנמוך בנכסים באירופה, כ-61%, אולם התרומה התפעולית מהנכסים באירופה נמוכה ולהבנתנו אסטרטגיית החברה היא לצמצם את פעילותה באזור. ברבעון הראשון של 2025 הציגה החברה ירידה קלה של כ-1.5% ב-NOI בהשוואה לרבעון האחרון של שנת 2024, אך מנגד עלייה של כ-3.5% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד. הגידול נבע בעיקר מעלייה במדד המחירים לצרכן, שכן מרבית חוזי השכירות של החברה צמודים למדד, ומהעלאת דמי השכירות בזמן חידוש חוזים. שווי תיק הנכסים עמד על כ-14.4 מיליארד ₪ בסוף הרבעון הראשון של 2025, דומה לשוויו בסוף 2024.

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.

תרשים 2: התפלגות פעילות הנדל"ן לפי שווי



תרשים 3: התפלגות פעילות הנדל"ן המניב לפי NOI



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. כיום החברה בונה ומשווקת את פרויקט רובע איילון שלב א' בבת ים (שותפות של 50% עם מצלאוי חברה לבנין בע"מ) וצפויה להתחיל בקרוב בשיווק שלב ב' בפרויקטים בהרצליה ובבת ים. בפרויקט שער הים בנתניה (50% מהפרויקט מיועדים להשכרה) התקבלו היתרי בנייה והוא נמצא בשלבי הבנייה. ב-2024 הציגה החברה גידול בהכנסות בתחום הייזום למגורים, לכ-128 מיליון ₪ מכ-85 מיליון ₪ ב-2023. איננו צופים שינוי מהותי בתחום זה ב-2025, בהתבסס על מגמות שוק הנדל"ן למגורים בישראל, כמו גם על תמהיל והיקף הפרויקטים הנוכחיים. עם זאת אנו צופים כי ב-2026 תחל עלייה בהכנסות, בעיקר בעקבות מכירת דירות אפשרית שהושכרו במסגרת חוק לעידוד השקעות הון. אנו סבורים כי סיכוני הייזום יישארו מוגבלים, ושפרויקטי המגורים להשכרה תורמים לגיוון הסגמנטלי ולשווי תיק הנכסים, ומספקים נראות טובה לתזרים המזומנים השוטף.

Table 1

Airport City Ltd. -- Peer Comparison (Mil. NIS) – Fiscal year ended Dec. 31, 2024

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/Stable /ilA-1+	ilAA/Stable/ ilA-1+	ilAA-/ Positive	ilAA-/ Stable/ilA-1+	ilAA/Stable	ilAA/Stable
Revenue	1,096	440	1,166	2,016	822	1,425	328
EBITDA	774	387	955	1,462	644	887	244
Funds from operations (FFO)	640	248	768	1,103	449	643	177
Interest expense	321	220	485	714	421	452	33
Cash flow from operations	705	290	843	1,103	398	512	146
Cash and short-term investments	1,780	155	288	1,316	757	798	198
Debt	4,591	4,733	9,006	12,832	8,126	7,764	511
Equity	9,879	4,191	9,165	12,308	5,947	8,398	3,537
Valuation of investment property	16,263	8,357	19,937	27,846	15,246	16,117	4,275
Adjusted ratios							
EBITDA margin (%)	71	88	82	73	78	62	74
Return on capital (%)	6	4	5	7	8	6	7
EBITDA interest coverage (x)	2	2	2	2	2	2	8
Debt/EBITDA (x)	6	12	9	9	13	9	2
FFO/debt (%)	14	5	9	9	6	8	35
Cash flow from operations/debt (%)	15	6	9	9	5	7	29
Debt/debt and equity (%)	32	53	50	51	58	48	13

הפרופיל הפיננסי

הפרופיל הפיננסי של איירפורט סיטי נתמך בשמירה על מינוף נמוך לאורך השנים, כחלק ממדיניות פיננסית שמרנית. ב-31 במרץ 2025 עמד החוב המתואם של החברה על כ-4.55 מיליארד ₪, בדומה לסוף 2024. יחס החוב להון עצמי ירד לכ-31.1%, נמוך מהותית מהטווח ההולם את הדירוג, כתוצאה מגידול מתון בהון העצמי, הודות לתזרים מפעילות שוטפת שתמך בתזרים מפעילות ההשקעה.

אנו סבורים כי השמירה על מינוף נמוך לאורך זמן משקפת את המדיניות הפיננסית השמרנית של הנהלת איירפורט סיטי, ממתנת את הסיכונים האינפלציוניים ותומכת באיכות האשראי. בהתבסס על המדיניות הפיננסית הנוכחית, אנו מעריכים שהמינוף יישאר במרווח מהותי מהטווח ההולם את הדירוג, וישנה חשיבות לשמירה על מרווח זה, במיוחד לאור האתגרים בענף הנדל"ן בישראל והצורך בהשקעות נוספות לצמיחה, גיוון תיק הנכסים והקטנת החשיפה לשוכרים ונכסים מהותיים, כמו גם בשל צורכי מחזור החוב הגבוהים של החברה.

ב-2024 הציגה החברה גידול בבסיס ה-EBITDA לכ-774 מיליון ₪ מכ-734 מיליון ₪ ב-2023. עיקר הגידול נבע מהכנסות בתחום המרכזים הלוגיסטיים, המרכזים המסחריים ומתחמי התחבורה הציבורית, בעקבות עלייה בדמי השכירות כתוצאה מהצמדת החוזים למדד המחירים לצרכן, אכלוס שטחים חדשים וגידול במכירות בתחום הייזום למגורים. הוצאות המימון המתואמות של החברה ב-2024 נותרו זהות לרמתן ב-2023 והסתכמו בכ-320 מיליון ₪ למרות גידול קל בחוב ברוטו של החברה, בעיקר משום שהאינפלציה הייתה נמוכה יותר (רוב החוב צמוד למדד). כתוצאה מכך חל שיפור ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-2.4x, נמוך מהטווח שחזינו אך עדיין בטווח ההולם את הדירוג. בראייה קדימה אנו צופים המשך שיפור ביחס הכיסוי, בעיקר לאור התמתנות האינפלציה לפי התחזיות הנוכחיות של S&P Global Ratings, וכן בשל הערכתנו להמשך צמיחה ב-NOI ובהכנסות ממכירת דירות.

Table 2.

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

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2024	2023	2022	2021	2020
Revenue	1,096.1	1,020.9	903.3	823.9	902.8
EBITDA	774.4	734.0	637.4	590.3	570.0
Funds from operations (FFO)	640.1	525.8	338.2	373.8	346.6
Interest expense	321.4	319.9	360.4	185.6	88.6
Cash flow from operations	705.3	581.5	270.7	478.7	217.0
Cash and short-term investments	1,780	1,539.7	1,504.8	1,025.3	1,442.5
Debt	4,590.9	4,684.7	4,989.2	4,668.7	4,294.0
Equity	9,879.0	9,869.7	9,597.7	8,946.0	7,580.5
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	70.7	71.9	70.6	71.6	63.1
Return on capital (%)	6.3	5.8	4.9	5.6	5.2

	2024	2023	2022	2021	2020
EBITDA interest coverage (x)	2.4	2.3	1.8	3.2	6.4
Debt/EBITDA (x)	5.9	6.4	7.8	7.9	7.5
FFO/debt (%)	13.9	11.2	6.8	8.0	8.1
Cash flow from operations/debt (%)	15.4	12.4	5.4	10.3	5.1
Debt/debt and equity (%)	31.7	32.2	34.2	34.3	36.2

נזילות

אנו מעריכים את רמת הנזילות של איירפורט סיטי כחזקה, על סמך הערכתנו כי היחס בין מקורות החברה לשימושים שלה יעלה על 1.5x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025 ועל 1.0x ב-12 החודשים שלאחר מכן. הערכה זאת מתבססת בעיקר על יתרת המזומנים והנכסים הפיננסיים הסחירים ועל תזרים המזומנים השוטף המיוצר מדי שנה, לעומת היקף החלויות השוטפות וההשקעות הצפויות.

אנו מעריכים גם כי החברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 15% ב-EBITDA. לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון ולמערכת הבנקאית והמוסדית, הנתמכת בהיקף גדול של נכסים לא משועבדים, בשווי של כ-9.4 מיליארד ₪ נכון ל-31 במרץ 2025, המקנה לה להערכתנו גמישות פיננסית, ומדיניות ניהול סיכונים זהירה כמתבטא בשמירה על מינוף נמוך ביחס לקבוצת ההשוואה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2025:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• מזומנים ונכסים פיננסיים סחירים בהיקף של כ-1.65 מיליארד ₪. • FFO (funds from operation) במזומן של כ-650-700 מיליון ₪, להערכתנו. • הנפקת אג"ח בהיקף של 300 מיליון ₪ ע.נ. (הושלם).	• אשראי לזמן קצר ותשלום חלויות חוב בהיקף כולל של כ-894 מיליון ₪. • הוצאות הוניות (capex) וצורכי הון חוזר בהיקף של כ-550-600 מיליון ₪, להשקעה בנכסים קיימים ובנכסים בפיתוח, להערכתנו.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות, בעיקר כלפי מחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2025 יש לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניותיה הפיננסיות בטווח הקרוב.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: הולמת (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלי (אין השפעה)

ניהול וממשל תאגידי: ניטרלי (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי (אין השפעה)

גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

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

השפעת הקבוצה

בעלת השליטה באיירפורט סיטי היא חברת ההחזקות אקויטל בע"מ, 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.

דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

הרכב ההון

להלן הרכב ההון של איירפורט סיטי, נכון ל-31 במרץ 2025 (במאוחד):

- סדרת אג"ח מדורגת מובטחת, סדרה י"א, בהיקף של כ-320 מיליון ₪.
- ארבע סדרות אג"ח מדורגות לא מובטחות, סדרות ה', ט', י', ו-י"ב, בהיקף כולל של כ-5.6 מיליארד ₪.
- חוב לבנקים ולמוסדות פיננסיים בהיקף כולל של כ-338 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 2025 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', י' ו-י"ב) 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 2024:

- 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, 2024

	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported Amounts	**6,384.8**	**9,687.7**	**770.6**	**337.7**	**774.4**	**763.7**
S&P Global Ratings adjustments						
Cash taxes paid	--	--	--	--	(12.4)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	(122.0)	--
Accessible cash and liquid investments	(1,779.9)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	9.0	--	--
Share-based compensation expense	--	--	2.0	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(58.5)
Noncontrolling interest/minority interest	--	191.2	--	--	--	--
EBITDA: Other (situational)	--	--	1.8	--	--	--
Depreciation and amortization: Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	--	--	--
Interest expense: Other (situational)	--	--	--	(25.4)	--	--
Total adjustments	**(1,779.9)**	**191.2**	**3.8**	**(16.3)**	**(134.3)**	**(58.5)**

S&P Global Ratings adjusted amounts

	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	**4,604.9**	**9,879.0**	**774.4**	**321.4**	**640.1**	**705.3**

מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה - כללי: 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, 2 בדצמבר, 2024
- סולמות דירוג והגדרות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025

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	11/08/2024
טווח ארוך	ilAA\Stable	11/08/2008	11/08/2024
דירוג(י) הנפקה			
חוב בכיר מובטח			
סדרה יא	ilAA	17/04/2023	11/08/2024
חוב בכיר בלתי מובטח			
סדרה ה	ilAA	26/08/2014	11/08/2024
סדרה ט	ilAA	09/09/2019	11/08/2024
סדרה י	ilAA	17/04/2023	11/08/2024
סדרה יב	ilAA	26/08/2024	26/08/2024
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	18/08/2025 12:34
זמן בו נודע לראשונה על האירוע	18/08/2025 12:34
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 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 maalot.co.il או באתר S&P בכתובת spglobal.com/ratings, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.