Maalot
S&P Global Ratings

# איירפורט סיטי בע"מ

**26 ביולי 2026**

## אשרור דירוג

## אשרור דירוג 'ilAA', התחזית יציבה

**אנליסט אשראי ראשי:**

יהונתן רווח 972-3-7539708 jonathan.revach@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 ..... 4
תרחיש הבסיס ..... 5
הנחות עיקריות ..... 5
יחסים עיקריים ..... 5
הפרופיל העסקי ..... 5
הפרופיל הפיננסי ..... 7
נזילות ..... 8
ניתוח התניות ..... 9
השפעת הקבוצה ..... 9
התאמות לדירוג ..... 9
גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי ..... 10
דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות ..... 10
הרכב ההון ..... 10
מסקנות אנליטיות ..... 10
התאמות לדיווח הכספי ..... 10

מתודולוגיה ומאמרים קשורים.....11
רשימת דירוגים .....11

## תמצית

| חוזקות עיקריות | סיכונים עיקריים |
|---|---|
| • אחת מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל.<br>• היקף גדול של נדל"ן להשקעה בשווי של כ-14.9 מיליארד ₪ עם גיוון מגזרי הולם.<br>• מינוף נמוך הנתמך במדיניות פיננסית ובאסטרטגיה שמרנית.<br>• 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.<br>• חשיפה לפעילות ייזום, הכרוכה להערכתנו בסיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים לעומת פעילות הנדל"ן המניב. |

**בשנה החולפת רשמה איירפורט סיטי בע"מ ("איירפורט סיטי" או "החברה") ביצועים תפעוליים הולמים בתיק הנכסים המניבים.** ה-NOI (net operating income) צמח בכ-4% ברבעון הראשון של 2026 לכ-215 מיליון ₪ מכ-207 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד, בעיקר בשל קיטון בהוצאות ארנונה וצמיחה של התזרים מהנכסים, שהחוזים בהם צמודים למדד. כ-3% מהצמיחה ב-NOI מיוחסת לתיק המניב בישראל והיתר לפעילות באירופה. שווי תיק הנכסים גדל לכ-14.9 מיליארד ₪ בסוף מרץ 2026 מכ-14.4 מיליארד ₪ בסוף מרץ 2025, כתוצאה מהתאמת שווי הוגן לנדל"ן להשקעה בסך של כ-343 מיליון ₪ ב-2025, שמיוחסת לעליית דמי שכירות כתוצאה מעליית המדד וחוזים חדשים, לירידה בשיעור ההיוון ולשינוי זכויות בניה והיטלים. בנוסף רכשה איירפורט סיטי ב-2025 נכסים בסך של כ-162 מיליון ₪, ביניהם מרכז חורב בחיפה ותחנת דלק באשדוד, והשקיעה כ-112 מיליון ₪ בנכסים בהקמה. עליית שווי זו קיזזה ירידת שווי על רקע עדכון תקציבים בפרויקטים בהקמה וירידה קלה בשיעור התפוסה, שעמד על כ-89% במרץ 2026 לעומת כ-90% במרץ 2025. שיעור זה הושפע בעיקר מתפוסת הנכסים באירופה ובמידה מסוימת מהאטה בתחום המשרדים, ומשקף את התנאים המאתגרים בענף לשיווק שטחים. תחום הייזום למגורים נותר מצומצם בהיקפו בהשוואה לפעילות הנכסים המניבים, ואנו מעריכים כי לאורך זמן החברה תשקיע בו לצורך המשך הקמת הפרויקטים שבתכנון. בטווח הקצר אנו צופים כי החברה תשקיע גם בפיתוח נכסי המלונאות, אך ההשקעות בפרויקטים יבוצעו בהדרגה, כך שמשקל הייזום לא ישתנה מהותית.

**יחס הכיסוי השתפר ב-2025 עם ההאטה באינפלציה, והמינוף המתואם נותר נמוך.** ה-EBITDA המתואם של החברה גדל לכ-784 מיליון ₪ ב-2025 מכ-774 מיליון ₪ ב-2024, בעיקר בתמיכת הצמיחה ב-NOI בתיק המניב. הוצאות המימון המתואמות של החברה קטנו לכ-280 מיליון ב-2025 מכ-321 מיליון ב-2024, בעיקר בשל ההאטה באינפלציה, שכן רוב החוב של החברה צמוד למדד. כתוצאה מכך חל שיפור ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון לכ-2.8x ב-2025 מכ-2.4x ב-2024, ואנו מעריכים כי הוא יישאר ברמה דומה ב-2026-2027. במרץ 2026 עמד יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי של החברה על כ-31%, בדומה לסוף 2025. למרות היקף ההשקעות, מינוף החברה נותר נמוך ויציב ונתמך בתזרים שייצר תיק הנכסים, בעליית שווי התיק ובמדיניות הפיננסית של החברה. אנו מעריכים כי אף שהחברה תמשיך בהשקעות

ובמימוש תוכנית הרכישה עצמית של מניות, המינוף המתואם יישאר נמוך ויתמוך באיכות האשראי של איירפורט סיטי.

## 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 נמוך מהותית מ-50% ויחס מתואם EBITDA להוצאות מימון של כ-2.5x בממוצע הולמים את הדירוג.

נציין כי בשל אי הוודאות הביטחונית במזרח התיכון עלולים להתגבר הסיכונים הביטחוניים והגיאופוליטיים ותיתכן השפעה על האינדיקטורים המקרו-כלכליים בישראל, והתנודתיות בשוק ההון עשויה להתגבר. בשלב זה ישנה אי ודאות לגבי היקף המלחמה, משכה והשלכותיה. עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

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

**התרחיש החיובי**

אנו עשויים לנקוט 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**

אנו עשויים להוריד את הדירוג אם החברה תחרוג מהותית ולאורך זמן מהיחסים הפיננסים 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 ובתחום המלונאות בישראל, בה מרוכז עיקר פעילותה, עם פעילות בהיקף קטן באירופה.

נכון ל-31 במרץ 2026 איירפורט סיטי והחברות שבבעלותה מחזיקות ומנהלות 121 נכסים מניבים המשתרעים על שטח בנוי להשכרה של כ-1,312 אלף מ"ר בשווי של כ-11.14 מיליארד ₪, ונדל"ן בהקמה (כולל מגרשים) בשווי של כ-3.71 מיליארד ₪. בנוסף יש לקבוצה שבעה פרויקטי ייזום למגורים בשלבי תכנון, ביצוע ושיווק למכירה או להשכרה במסגרת חוק עידוד השקעות הון, מתוכם שניים בתהליכי הוצאת היתר.

## תרחיש הבסיס

**הנחות עיקריות**

- צמיחה של כ-3.1% בתמ"ג בישראל, שיעור אינפלציה של כ-2.2% ושיעור אבטלה של כ-3.3% ב-2026. ב-2027 צמיחה של כ-5.9% בתמ"ג וירידה בשיעור האינפלציה לכ-2.0% ובשיעור האבטלה לכ-3.0%.
- שמירה על שיעור תפוסה ממוצע של כ-90%, ללא מימוש נכסים מהותיים בטווח הקצר-בינוני.
- NOI שנתי מנכסים מניבים בטווח של 870-920 מיליון ₪ ב-2026-2027, על בסיס הצמדת חוזי השכירות למדד ותרומה מחוזים חדשים.
- תרומה נמוכה לרווחיות מתחום הייזום למגורים, בין היתר בשל הנחתנו שהחברה תפנה לייזום במסגרת חוק עידוד השקעות הון לפחות בחלק מהפרויקטים שבשלבי רישוי.
- השקעות בפרויקטי יזום וברכישת נכסי נדל"ן וקרקעות, הוצאות הוניות (capex) וצורכי הון חוזר בהיקף כולל של כ-1.1-1.3 מיליארד ₪ ב-2026-2027.
- מבנה הוני הכולל רוב מוחלט של חוב צמוד למדד המחירים לצרכן.
- היעדר שערוכים מהותיים בשנות התחזית.
- אי חלוקת דיבידנדים מהותיים, אך המשך רכישות עצמיות של מניות החברה.

**יחסים עיקריים**

| יחס פיננסי | 2025A | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|
| הוצאות מימון/EBITDA | 2.8x | 2.9x-2.7x | 3.0x-2.7x |
| חוב/חוב והון עצמי | כ-30% | 35%-30% | 35%-30% |
| חוב/EBITDA | 5.8x | 6.0x-5.5x | 6.0x-5.5x |

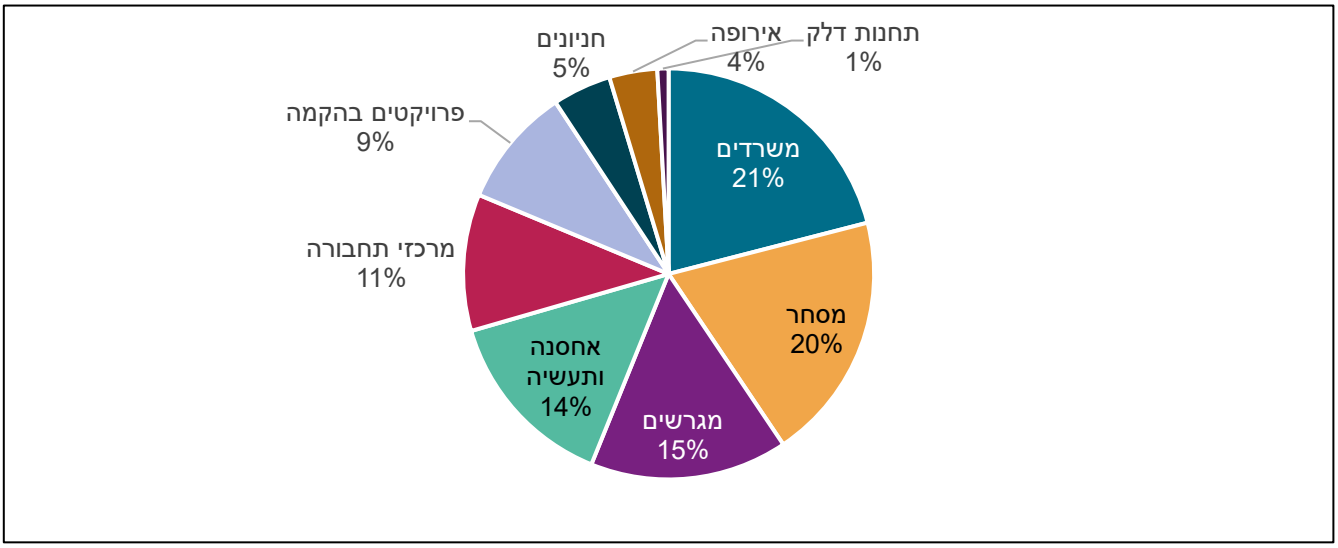
A-בפועל. E-צפוי.

## הפרופיל העסקי

הפרופיל העסקי של איירפורט סיטי נתמך להערכתנו בהיותה מקבוצות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל, עם תיק גדול של נכסים באיכות גבוהה במיקומים אטרקטיביים ואסטרטגיים. שווי תיק הנכסים גדל לכ-14.9

מיליארד ₪ במרץ 2026 מכ-14.4 מיליארד ₪ במרץ 2025, בעיקר כתוצאה מעלייה של כ-343 מיליון ₪ בשווי הנכסים ב-2025, על רקע הצמדת חוזי השכירות למדד, צמיחה אורגנית עם חתימתם של חוזים חדשים, ירידה בשיעור ההיוון ושינוי זכויות בניה והיטלים. החברה רכשה את חלק השותפים (50%) בשני נכסים, מרכז חורב בחיפה ותחנת דלק באשדוד, מה שתרם לעליית השווי, שמותנה על ידי ירידת שווי על רקע עדכון תקציבים בפרויקטים בהקמה ובשל ירידה קלה בשיעור התפוסה. ה-NOI של תיק הנכסים צמח בכ-4% ברבעון הראשון של 2026 לכ-215 מיליון ₪ מכ-207 מיליון ₪ ברבעון המקביל אשתקד, בעיקר בשל קיטון בהוצאות ארנונה והצמדת חוזי השכירות למדד. לחברה 121 נכסים, מתוכם 105 בישראל והיתר באירופה, המפוזרים באופן הולם להערכתנו בתחומי המסחר, המשרדים, מרכזי התחבורה, התעשייה והאחסנה, החניונים ותחנות הדלק.

**התפלגות פעילות הנדל"ן לפי שווי, מרץ 2026**




לחברה פיזור שוכרים הולם, אך לאורך השנים היא חשופה לכמה מפעילי תחבורה ציבורית, ביניהם שוכר מהותי, אגד חברה לתחבורה בע"מ ("אגד", ilA+/Stable/ilA-1), שתרם כמעט 10% מהכנסות החברה ב-2025. בשנים האחרונות מקטינה החברה בהדרגה את התלות במרכזי התחבורה הציבורית, באמצעות הרחבת הגיוון המגזרי והסבת נכסים תחבורתיים שפינתה אגד לשימושים אחרים, בעיקר בתחומי המגורים והמסחר. כמו-כן יש לחברה חשיפה לנכס מהותי, פארק המשרדים והתעשייה איירפורט סיטי, שהיווה כ-29% משווי הנכסים המניבים ב-2025 ותרם כ-33% מה-NOI באותה שנה. אנו מעריכים עם זאת כי הפארק עודנו איכותי, כולל תמהיל סגמנטים ומספר מבנים וממוקם במיקום אטרקטיבי, ואלה ממתנים להערכתנו את סיכון הריכוזיות.

התפוסה הממוצעת בתיק הנכסים עמדה על כ-89% בסוף מרץ 2026, נמוכה ביחס לקבוצת ההשוואה, והושפעה בעיקר מתפוסה של 60% באירופה. להבנתנו, בכוונת החברה לצמצם את הפעילות באירופה עד כדי יציאה מלאה. בנטרול שיעור התפוסה באירופה, התפוסה המשוקללת של תיק הנכסים עמדה על כ-92%, והיא כוללת את שיעור התפוסה הנמוך בסגמנט המשרדים, כ-78%, המושפע מתפוסת המשרדים בפארק העסקים איירפורט סיטי.

ביולי 2026 הודיעה איירפורט סיטי שהיא נכנסת לתחום ההפעלה העצמית של בתי מלון, שנמצאים כיום בפיתוח עצמי של החברה. להערכתנו, תחום המלונאות עשוי לתמוך בגיוון עסקי החברה, ולצד השלמת פרויקטי הייזום למגורים יתמוך בפרופיל העסקי של החברה בטווח הבינוני-ארוך, בעיקר באמצעות צמצום ריכוזיות תיק הנכסים. עם זאת, תחומים אלו כוללים בתוכם היבטים תפעוליים עם מאפייני סיכון גבוהים בהשוואה לפעילות הנדל"ן המניב. לחברה יש כיום שבעה פרויקטים בתחום הייזום למגורים, המגלם להערכתנו סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים בהשוואה לפעילות הנדל"ן המניב, אף שמשקל פעילות זו נמוך ביחס לכלל הפעילות, ובהתאם גם תרומתה לרווחיות. בנייתם של שלושה פרויקטים הסתיימה, וכמעט כל הדירות בהם מושכרות לטווח ארוך במסגרת החוק לעידוד השקעות הון. אנו מעריכים כי בפרויקטים שבתכנון תפעל החברה להקמה והשכרה של חלק ניכר מיחידות הדיור במסגרת חוק זה. אנו מעריכים גם כי התרומה מפרויקטים שיחידות הדיור בהם לא יימכרו במסגרת החוק כאמור תפחת בשנתיים הקרובות בהשוואה לשנים קודמות, בהתבסס על מגמות שוק הנדל"ן למגורים בישראל. ככלל, אנו סבורים כי סיכוני הייזום יישארו מוגבלים, ושפרויקטי המגורים להשכרה תורמים לגיוון הסגמנטלי ולשווי תיק הנכסים, ומספקים נראות טובה לתזרים המזומנים השוטף.

## הפרופיל הפיננסי

הערכתנו לפרופיל הפיננסי של איירפורט סיטי משקפת את המינוף הנמוך של החברה לאורך השנים, הנתמך במדיניות פיננסית. יחס החוב לחוב והון עצמי עמד על כ-31% בסוף מרץ 2026, בדומה לרמתו בסוף 2025. לאורך זמן החברה מבצעת השקעות בהיקף ניכר בפרויקטים בהקמה בתחומי המגורים והמלונאות, ובשנים האחרונות גם ביצעה רכישות עצמיות של מניותיה. מול זאת, מינוף החברה נתמך בין היתר בתזרים היציב והגבוה שמייצר תיק הנכסים, לצד רווחי שערוך על פני זמן, שהשפיעו לחיוב על ההון העצמי של החברה. 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. אנו מעריכים כי איירפורט סיטי תשמור על מינוף נמוך בטווח של 30%-35% ב-2026 וב-2027, שימשיך להלום את הדירוג ולהשתקף באיכות האשראי של החברה.

ה-EBITDA המתואם של החברה עמד על כ-784 מיליון ₪ ב-2025 לעומת כ-774 מיליון ₪ ב-2024, עלייה מתונה שמוסברת בהצמדת דמי השכירות מהנכסים המניבים למדד ובתרומה ממכירת יחידות דיור, ושהושפעה להבנתנו גם מהעברת חלק מהגבייה משוכרים לשנת 2026. הוצאות המימון המתואמות של החברה קטנו לכ-280 מיליון ב-2025 מכ-321 מיליון ב-2024, בעיקר על רקע ירידה בקצב האינפלציה, שכן מרבית חוב החברה צמוד למדד. בהתאם, חל שיפור ביחס הכיסוי המתואם EBITDA להוצאות מימון, שעמד על כ-2.8x ב-2025 לעומת כ-2.4x ב-2024. אנו מעריכים כי תחול צמיחה משמעותית ב-EBITDA ב-2026 וב-2027, בשל תרומה מוגברת של תיק הנכסים המניבים, כולל גביית הסכום שלא נגבה ב-2025, צמיחה בדמי השכירות לפחות בגובה האינפלציה ותרומת חוזים חדשים שתקופת הגרייס בהם תסתיים. מנגד, הוצאות המימון צפויות לעלות באופן מתון, בין היתר על רקע הנחתנו לגידול מתון בחוב הפיננסי המתואם בשל צורכי ההשקעה של

החברה והנחתנו שתבצע רכישות עצמיות של מניות, ובהתחשב בסביבת האינפלציה בהתאם להנחות S&P Global. משום כך אנו מעריכים כי יחס הכיסוי יישאר יציב למדי ב-2026-2027.

**Table 1.**

**Airport City Ltd. -- Financial Summary**

**Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company**

| | 2025 | 2024 | 2023 | 2022 | 2021 |
|---|---|---|---|---|---|
| Revenue | 1,149 | 1,096 | 1,021 | 903 | 824 |
| EBITDA | 784 | 774 | 735 | 637 | 590 |
| Funds from operations (FFO) | 533 | 639 | 527 | 338 | 374 |
| Interest expense | 280 | 321 | 320 | 360 | 186 |
| Cash flow from operations | 503 | 704 | 581 | 271 | 479 |
| Cash and short-term investments | 2,482 | 1,780 | 1,540 | 1,505 | 1,025 |
| Debt | 4,536 | 4,605 | 4,685 | 4,989 | 4,669 |
| Equity | 10,545 | 9,879 | 9,870 | 9,598 | 8,946 |
| **Adjusted ratios** | | | | | |
| EBITDA margin (%) | 68.3 | 70.7 | 72.0 | 70.6 | 71.6 |
| Return on capital (%) | 6.3 | 6.3 | 5.8 | 4.9 | 5.6 |
| EBITDA interest coverage (x) | 2.8 | 2.4 | 2.3 | 1.8 | 3.2 |
| Debt/EBITDA (x) | 5.8 | 5.9 | 6.4 | 7.8 | 7.9 |
| FFO/debt (%) | 11.7 | 13.9 | 11.2 | 6.8 | 8.0 |
| Cash flow from operations/debt (%) | 11.1 | 15.3 | 12.4 | 5.4 | 10.3 |
| Debt/debt and equity (%) | 30.1 | 31.8 | 32.2 | 34.2 | 34.3 |

## 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 2026 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 כי החברה תשמור על עודף מקורות על שימושים גם בתרחיש של ירידה של 15% ב-EBITDA. לחברה נגישות גבוהה להערכתנו לשוק ההון ולמערכת הבנקאית והמוסדית, הנתמכת בהיקף גדול של נכסים לא משועבדים, בשווי של

כ-12.3 מיליארד ₪ נכון ל-31 במרץ 2026, המקנה לה להערכתנו גמישות פיננסית, ובמדיניות ניהול סיכונים זהירה המתבטאת בשמירה על מינוף נמוך ביחס לקבוצת ההשוואה.

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באפריל 2026:

| מקורות עיקריים | שימושים עיקריים |
|---|---|
| • מזומנים ושווי מזומנים בהיקף של כ-1.86 מיליארד ₪.<br>• FFO (funds from operation) שנתי במזומן של 690-730 מיליון ₪ (הערכה שלנו).<br>• הרחבת סדרות י"ג ו-י"ד בהיקף של כ-460 מיליון ₪ (הושלם לאחר תאריך המאזן). | • חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ושל איגרות חוב בהיקף כולל של כ-1 מיליארד ₪.<br>• הוצאות הוניות (capex) וצורכי הון חוזר בהיקף של כ-600-630 מיליון ₪, להשקעה בנכסים קיימים ובנכסים בפיתוח (הערכה שלנו).<br>• רכישה עצמית של מניות בהיקף של כ-300 מיליון ₪. |

## ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות, בעיקר כלפי מחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ל-31 במרץ 2026 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, המחזיקה בכ-55.6% ממניות החברה. יתר המניות של איירפורט סיטי מוחזקות בידי גופים מוסדיים (כ-8%) והציבור (כ-37%). 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, ולכן, על פי המתודולוגיה שלנו ובהינתן מבנה ההחזקות בקבוצה, יכול דירוג איירפורט סיטי להיות גבוה בפער מסוים מדירוג חברת האם.

## התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי (אין השפעה)

מבנה הון: ניטרלי (אין השפעה)

נזילות: חזקה (אין השפעה)

מדיניות פיננסית: ניטרלית (אין השפעה)

ניהול וממשל תאגידי: ניטרליים (אין השפעה)

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי (אין השפעה)

## גורמי סביבה, חברה וממשל תאגידי

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

## דירוגי הנפקה – ניתוח סיכון נחיתות

**הרכב ההון**

להלן הרכב ההון של איירפורט סיטי, נכון ל-31 במרץ 2026 (במאוחד):

- סדרת אג"ח מדורגת מובטחת, סדרה י"א, בהיקף של כ-0.3 מיליארד ₪.
- שש סדרות אג"ח מדורגות לא מובטחות , סדרות ה', ט', י', י"ב', י"ג ו-י"ד, בהיקף כולל של כ-5.7 מיליארד ₪.
- חוב לבנקים ולמוסדות פיננסיים בהיקף כולל של כ-0.4 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 2026 עמד היחס בין החוב המובטח של איירפורט סיטי לסך נכסיה על כ-5% בלבד, נמוך משמעותית מתנאי הסף 40% להפחתת רמת דירוג (נוץ') בדירוגי הנפקות. אי לכך, אנו משווים את דירוג החוב הבכיר הלא מובטח (סדרות ה', ט', י', י"ב, י"ג ו-י"ד) 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 2025:

- קיזוז 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 ונכס פיננסי מהוצאות המימון.
- שימוש בריבית ובמס תזרימיים לצורך חישוב ה-FFO.
- סיווג תזרים מזומנים בגין ריבית ששולמה והתקבלה כתזרים מפעילות שוטפת.

**Table 2.**

**Airport City Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings-Adjusted Amounts( Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2025**

| | Debt | Shareholders' equity | EBITDA | Interest expense | S&P Global Ratings-adjusted EBITDA | Cash flow from operations |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Reported Amounts** | **7,017.8** | **10,323.8** | **778.8** | **299.3** | **784.3** | **578.6** |
| **S&P Global Ratings adjustments** | | | | | | |
| Cash taxes paid | -- | -- | -- | -- | (97.3) | -- |
| Cash interest paid | -- | -- | -- | -- | (154.5) | -- |
| Accessible cash and liquid investments | (2,481.8) | -- | -- | -- | -- | -- |
| Capitalized interest | -- | -- | -- | 7.9 | -- | -- |
| Reclassification of interest and dividend cash flows | -- | -- | -- | -- | -- | (75.9) |
| Noncontrolling interest/minority interest | -- | 221.0 | -- | -- | -- | -- |
| EBITDA: Share-based compensation expense | -- | -- | 3.6 | -- | -- | -- |
| EBITDA: Other (situational) | -- | -- | 1.9 | -- | -- | -- |
| Interest expense: Other (situational) | -- | -- | -- | (27.3) | -- | -- |
| **Total adjustments** | **(2,481.8)** | **221.0** | **5.5** | **(19.4)** | **(251.8)** | **(75.9)** |

**S&P Global Ratings adjusted amounts**

| | Debt | Equity | EBITDA | Interest expense | Funds from operations | Cash flow from operations |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **Adjusted** | **4,536.0** | **10,544.8** | **784.3** | **279.9** | **532.6** | **502.6** |

## 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 - כללי: מתודולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- 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: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לסולם הדירוג המקומי, 27 במרץ, 2025
- סולמות דירוג והגדרות: הגדרות סולמות הדירוג של S&P Global Ratings, 16 בדצמבר, 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 | 18/08/2025 |
| טווח ארוך | ilAA\Stable | 11/08/2008 | 18/08/2025 |
| | | | |
| **דירוג(י) הנפקה** | | | |
| חוב בכיר מובטח | | | |
| סדרה יא | ilAA | 17/04/2023 | 18/08/2025 |
| חוב בכיר בלתי מובטח | | | |
| סדרה ה | ilAA | 26/08/2014 | 18/08/2025 |
| סדרה ט | ilAA | 09/09/2019 | 18/08/2025 |
| סדרה י | ilAA | 17/04/2023 | 18/08/2025 |
| סדרה יב | ilAA | 26/08/2024 | 18/08/2025 |
| סדרה יג | ilAA | 16/11/2025 | 16/11/2025 |
| סדרה יד | ilAA | 16/11/2025 | 16/11/2025 |
| | | | |
| **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 | 26/07/2026 14:37 |
| זמן בו נודע לראשונה על האירוע | 26/07/2026 14:37 |
| 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.