

## קבוצת עזריאלי בע"מ

2 דצמבר, 2012

אנליסט אשראי ראשי:

עמרי שטרן, +972-3-7539725 [omri\\_stern@standardandpoors.com](mailto:omri_stern@standardandpoors.com)

אנליסט אשראי משני:

הילה פרלמוטר, +972-3-7539727 [hila\\_perelmutter@standardandpoors.com](mailto:hila_perelmutter@standardandpoors.com)

### תוכן עניינים

חוזקות וחולשות

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית הדירוג

תיאור פעילות החברה

פרופיל הסיכון העסקי: תיק נכסים איכותי בעל פוטנציאל צמיחה

פרופיל הסיכון הפיננסי: מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב איתנים

נתונים פיננסיים התאמות והשוואות

מחקר קשור

## קבוצת עזריאלי בע"מ

### חוזקות וחולשות

#### חוזקות:

- מעמד עסקי גבוה בענף הנדל"ן המניב בכלל ובענף מרכזי המסחר בפרט.
- תיק נכסים איכותי בעל פוטנציאל גידול, המניב תזרים מזומנים איתן לשירות החוב.
- ניהול מדיניות פיננסית שמרנית המאופיינת בשמירה על מינוף נמוך יחסית, גם בעת תקופת פיתוח.

#### חולשות:

- חשיפה לגרנית הכרמל השקעות, חברת בת ממונפת המוחזקת ב- 100%.
- התגברות של התחרות בתחום מרכזי המסחר בישראל והיותו נתון לפיקוח רגולטורי.

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג קבוצת עזריאלי בע"מ, הפועלת בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל, נסמך על מעמדה הגבוה בענף המקומי ועל תיק הנכסים החזק והאיכותי של הקבוצה, המניב תזרים מזומנים יציב. בנוסף, נסמך הדירוג על פרופיל פיננסי איתן ויציב, המתבטא במינוף נמוך, ביחסי כיסוי נאותים ובניהול מדיניות פיננסית מתונה ושקולה. הגורמים המגבילים את הדירוג הינם: חשיפה לחברת הבת הממונפת, גרנית הכרמל השקעות בע"מ (ilA-/Stable), אשר בתקופה האחרונה הפכה לחברת בת בבעלות מלאה של הקבוצה לאחר קבלת הצעת הרכש ומחיקתה מהמסחר; התגברות התחרות בתחום מרכזי המסחר והעובדה כי הינו מפוקח רגולטורית.

הפרופיל העסקי של עזריאלי מושפע לחיוב מהיותה בין השחקנים הגדולים והמובילים בתחום הנדל"ן המניב בישראל, כפי שבא לידי ביטוי בתיק נכסים גדול בשווי כ- 15.5 מיליארד ש"ח (מתוכם 14 מיליארד ש"ח בישראל), בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן של כ- 100% המעידים על תמהיל שוכרים טוב ועל ביקוש גבוה לשטחים של החברה, ובמותג חזק. חלק מנכסי החברה נמנים בין מרכזי המסחר המובילים בישראל. הדירוג נתמך גם ביכולת המוכחת של ההנהלה לאתר הזדמנויות, להתמודד עם פרויקטים גדולים, לבנות ולרכוש נכסים ולהביא להשבחתם.

להערכתנו, מיצובם הגבוה של הנכסים הקיימים ויכולת ייצור המזומנים מהם מספיקים על מנת להתמודד עם ההאטה שנצפתה במשק ברבעונים האחרונים ועם הערכתנו להתגברות אפשרית של התחרות בשוק מרכזי המסחר, בין היתר, עם התהוות של מתחרי דומיננטי, קבוצת מליסרון (ilAA-/Negative/ilA-1), ובניית מרכזים מתחרים בחלק מאזורי הפעילות של עזריאלי.

הפרופיל הפיננסי של עזריאלי איתן ומאופיין במינוף נמוך ויכולת כיסוי חוב טובה, אף ביחס לחברות ישראליות ואירופאיות דומות, הן ברמה המאוחדת והן ברמת הסולו המורחב, ללא גרנית. הדירוג נתמך גם ע"י ניהול מדיניות פיננסית מתונה שלהערכתנו תישמר גם בטווח הקרוב.

להערכתנו, איחוד גרנית מגביל במידה מסוימת את הדירוג הנוכחי מאחר וגרנית היא חברה ממונפת. לאור רכישת יתרת מניותיה של גרנית, והפיכתה לחברה בבעלות מלאה, אנו מעריכים כי קבוצת עזריאלי, באם תצטרך, עשויה לתמוך בגרנית. להערכתנו, תמיכה בגרנית, באם תידרש, לא תפגע מהותית ביכולת שירות החוב של עזריאלי לאור יתרת המזומנים הגדולה, הנגישות הטובה למקורות

מימון מגוונים ופעילות הנדל"ן החזקה. יצוין כי להערכתנו, מימוש ההחזקה בגרנית או מכירת חלק מהחברות הבנות שבבעלותה, עשוי להוביל לשינוי חיובי בנראות התזרימים ובהתאמה בדירוג.

## תרחיש S&P תפעולי בסיסי

תרחיש הבסיס התפעולי שלנו מניח כי החברה תמשיך להציג גידול ב- NOI (net operating income) ברבעונים הבאים, כפי שהיה גם בעבר. תרחיש זה מתבסס על הערכתנו לגידול בהכנסות מהנכסים המניבים, במקביל להמשך פיתוח נכסים מניבים נוספים בארץ ורכישת נכסים מניבים בחו"ל בהיקף של כ- 2-3 מיליארד ₪.

ברבעון שלישי 2012 גדל ה- NOI הכללי בכ- 10% וה- NOI מנכסים קיימים גדל בכ- 6.1% בהשוואה לרבעון המקביל אשתקד, דבר הנובע מגידול בהכנסות משכר דירה וגידול בשיעורי התפוסה. להערכתנו, איכות תיק הנכסים תאפשר לחברה לשמור על מגמה זו גם בטווח הקרוב, וסיום ההשקעות שבצנרת אף יחזק את יכולת ההנבה של הפורטפוליו. רווחיות תיק הנכסים יציבה, כמשתקף ביחס ה- EBITDA להכנסות של כ- 75%, הגבוה בהשוואה לחברות ישראליות דומות.

לאור העובדה כי השוק הינו מפוקח רגולטורית, ובהתאם לנצפה בשנה האחרונה, אנו מעריכים כי החברה תגדיל את היקף הפורטפוליו בישראל, בעיקר על ידי ייזום עצמי של נכסים. בשנים הקרובות ניצבת החברה בפני תנופת פיתוח בהיקף של כ- 3 מיליארד ₪, ולהערכתנו, לא יעלה היקף הייזום על 10% מסך הפורטפוליו, היקף ייזום סביר ביחס להיקף פעילות החברה. רכישות נכסים תתבצענה, להערכתנו, בעיקר בשווקי חו"ל בהם פועלת החברה, אך זאת בהיקף מצומצם יחסית. אנו מאמינים, כי השקעות החברה בחו"ל יהיו דפנסיביות במהותן ויתמקדו בנכסים מניבים עם חוזי שכירות ארוכי טווח לשוכרים יציבים. אנו מעריכים כי לאחר סיום הרכישות וההשקעות שבתכנון, היקף הנכסים בישראל (בהשוואה לנכסים בחו"ל) לא יפחת מ- 85% מסך הפעילות.

## תרחיש S&P בסיסי - תזרימי מזומנים ומבנה הון

תרחיש הבסיס הפיננסי שלנו מניח גידול של כ- 5% לשנה בהכנסות בשנים 2013 ו- 2014, אשר מתורגם לגידול ב- EBITDA מרמה של כ- 1 מיליארד ₪ בשנת 2012 לרמה של כ- 1.13 בשנת 2014. להערכתנו, ברמת הסולו המורחב יחס החוב לחוב והון עצמי עשוי להגיע לרמה של כ- 35% בשיא, אך לאורך זמן צפוי להיות באזור ה- 30%. להערכתנו, יחס חוב ל- EBITDA של כ- 5x ויחס EBITDA להוצאות מימון של כ- 3x, הינם היחסים המייצגים של פעילות הנדל"ן בשנות הפיתוח, יחסים שאנו מעריכים כחזקים בהשוואה למתחרים בענף.

פעילות הנדל"ן תמשיך לייצר תזרימי מזומנים יציב ואיתן שלהערכתנו, צפוי לגדול בשנים הקרובות מעבר ל- 700 מיליון ₪ כתוצאה מהשבחת נכסים קיימים והקמת ורכישת נכסים חדשים. יחס ה- FFO (funds from operations) לחוב צפוי, להערכתנו, להיות בין 10%-12% בשנות הפיתוח, ולהמשיך לגדול לאחר מכן. אנו מאמינים כי בשנים הקרובות תייעד החברה את מרבית המזומנים שברשותה ותזרימי המזומנים המיוצרים למימון השקעותיה, אך תזדקק גם למימון חיצוני של כ- 50% מהיקף הפרויקטים. בשל כך, אנו מעריכים גידול אפשרי בחוב לרמה של כ- 5-5.5 מיליארד ₪, גידול אשר לא צפוי לפגוע ביחסים הפיננסיים.

במהלך השנה הקרובה צפויה להגיע לפירעון ההלוואה שנלקחה בגין מרכז עזריאלי. סכום ההלוואה נכון להיום הינו כ- 900 מיליון ₪. תרחיש הבסיס שלנו מניח מימון מחדש של ההלוואה בהיקף של 1.5-2 מיליארד ₪ (הנחה של עד 50% LTV בגין הנכס ששווי נכון להיום עומד על כ- 4.3 מיליארד ₪) יצוין, כי הריבית על ההלוואה הנוכחית הינה גבוהה משמעותית ביחס לריביות הנהוגות כיום בשוק, ועל כן אנו מעריכים שמימון מחדש של הנכס צפוי להשפיע לחיוב גם על הוצאות המימון של החברה, ובהתאמה על יחס ה- EBITDA למימון.

## נזילות

אנו בוחנים את נזילות החברה ברמת הסולו המורחב (ללא גרנית). להערכתנו הנזילות "מספקת" ונתמכת בתזרים שוטף איתן מפעילות הליבה, בנגישות טובה למקורות מימון חיצוניים ובהיקף גדול של נכסים לא משועבדים (נדל"ן בהיקף של כ- 8.5 מיליארד ₪ ונכסים פיננסיים בהיקף של כ- 1.25 מיליארד ₪) המקנה לה גמישות פיננסית רבה.

מקורות המימון העיקריים של קבוצת עזריאלי (סולו מורחב) למחצית השנייה של שנת 2012 ולשנת 2013, כוללים:

- מזומן בהיקף של כ- 780 מיליון ₪ נכון ליוני 2012;
- הנפקת נע"מים (ניירות ערך מסחריים) בהיקף של 100 מיליון ₪ שבוצעה ברבעון האחרון של שנת 2012;
- תזרים מזומנים מינימלי מפעילות שוטפת בהיקף של כ- 320 מיליון ₪ במחצית השנייה של 2012 וכ- 640 מיליון ₪ ב- 2013;
- והנחתנו למימון מחדש בהיקף של כ- 1.5-2 מיליארד ₪ בגין מרכז עזריאלי, שההלוואה בגינו צפויה להסתיים באוגוסט 2013.

מנגד, השימושים העיקריים בתקופה האמורה, כוללים:

- פירעון הלוואות ואג"ח, בהיקף של כ- 1.4 מיליארד ₪ (כולל ההלוואה בגין מרכז עזריאלי);
- השקעות בהיקף של כ- 900 מיליון ₪ לצורך פיתוח נכסים מניבים חדשים ורכישת נכסים, בעיקר בשווקי הפעילות בחו"ל;
- ותשלום דיבידנד חזוי לתקופה בהיקף של כ- 240 מיליון ₪.

נציין, כי אנו בוחנים את הנזילות גם בתרחיש קיצון בו תידרש עזריאלי לתמוך בגרנית. להערכתנו, יש ביכולתה של החברה לעשות זאת מבלי לפגוע משמעותית בנזילותה, זאת לאור יתרת המזומן הגבוהה ונגישותה למערכת הבנקאית. נכון ל- 30 לספטמבר, 2012, לא קיימים לחברה כל קובננטים על ההלוואות, נתון נוסף התומך בגמישות הפיננסית.

## תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה מבטאת את הערכתנו כי, יחד עם הרחבת תיק הנכסים וביסוס מעמדה העסקי והתחרותי, תשמור החברה על הפרופיל הפיננסי הנוכחי, ההולם את רמת הדירוג ומגלם מינוף נמוך יחסי כיסוי חוב איתנים.

להערכתנו, היחסים הפיננסיים, ברמת הסולו המורחב, התואמים את הדירוג הנוכחי הנם היחסים המתואמים הבאים: EBITDA להוצאות מימון שלא יפחת מ- 2.5x בטווח הבינוני ו- LTV (loan to value) של עד 50%. תחת איחוד מלא של חברת הבת גרנית, בעיקר לאור המינוף הגבוה יותר של פעילות גרנית, אנו מניחים שיחס EBITDA להוצאות מימון שלא יפחת מ- 2x ו- LTV שלא יעלה על 60% בטווח הבינוני תואמים את רמת הדירוג הנוכחית.

הורדת דירוג תיתכן במידה והחברה לא תעמוד ביחסים הפיננסיים לעיל ו/או במידה ויבוצעו השקעות שאינן בליבת העסקים של החברה, בעיקר אם השקעות אלו יהיו בפעילויות או בשווקים המאופיינים בסיכון גבוה יותר. פעולת דירוג שלילית תיתכן גם במידה ותחול שחיקה מהותית בפרופיל העסקי של החברה, אשר תתבטא בפגיעה ביציבות תזרימי המזומנים ו/או כניסה לפרויקטים יזמיים בהיקף שישינה מהותית את תמהיל הפורטפוליו.

אנו סבורים כי העלאת דירוג מוגבלת בשלב זה מאחר ואיחוד גרנית מגביל את הדירוג, זאת בשל אי הוודאות בסביבה הרגולטורית של גרנית שעלולה להשפיע על תזרימי המזומנים שלה. יחד עם זאת, מימוש ההחזקה בגרנית או מכירת חלק מהחברות הבנות שבבעלותה, עשוי להוביל לשינוי חיובי בנראות התזרימים ובהתאמה בדירוג.

## תיאור פעילות החברה

קבוצת עזריאלי הינה אחת מחברות הנדל"ן המניב המובילות בישראל. בבעלות החברה 13 מרכזי מסחר בישראל ו- 9 בנייני משרדים, כולם בבעלותה המלאה. בנוסף, לחברה אחזקה ב- 6 נכסים מניבים בארה"ב ו- 6 פרויקטים בשלבים שונים של הקמה בארץ. נכון ל- 30 לספטמבר 2012, שווי תיק הנכסים עמד על כ- 15.5 מיליארד ₪ (לעומת כ- 14.3 מיליארד ₪ בספטמבר 2011) הרוב המוחלט (90%) משווי התיק מיוחס לנכסים בישראל והיתר בעיקר לנכסים בארה"ב.

לחברה מספר השקעות שאינן בפעילות הליבה, הכוללות החזקה של 100% ממניות גרנית הכרמל השקעות בע"מ. האחזקות בבנק לאומי לישראל בע"מ (ilAA+Stable) (4.8%) ובלאומי קארד (20%) הינן השקעות פיננסיות, ששווי השוק שלהן ברבעון השלישי 2012 עמד על כ- 1.25 מיליארד ₪, לעומת כ- 1.35 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה אשתקד.

ביוני 2010 השלימה החברה הנפקת מניות ראשונית והפכה לחברה ציבורית. בעל השליטה הינו מר דויד עזריאלי (כ- 71.4%). למר עזריאלי ניסיון רב שנים בענף הנדל"ן בישראל ובצפון אמריקה, והוא מכהן כיו"ר דירקטוריון פעיל ומעורב בהתוויית מדיניות החברה. יתר המניות מוחזקות ע"י הציבור.

## פרופיל הסיכון העסקי: תיק נכסים איכותי בעל פוטנציאל צמיחה

הגורמים העיקריים התומכים בפרופיל הסיכון העסקי של עזריאלי, לדעתנו, הינם:

- תיק נכסים גדול ואיתן המבטיח עמידות תפעולית בפני מחזוריות מאקרו-כלכלית. מרכזי המסחר מהווים כ- 65% מה- NOI ואנו מעריכים מגזר פעילות זה כבעל סיכון נמוך יחסית לעומת מגזרי נדל"ן מניב אחרים, בעיקר כשמדובר במרכזי מסחר ממוצבים כמו אלו של החברה.
- היותה אחת מחברות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל. עזריאלי היא מהשחקנים המובילים במגזר מרכזי המסחר. לחברה תיק נכסים יציב שצפוי לגדול בשנים הקרובות ולאפשר לה להתמודד עם התגברות מסוימת של התחרות בענפי מרכזי המסחר והמשרדים ואובדן נתח שוק בנכסים הבינוניים-קטנים.
- מותג מוביל המושך שוכרים איכותיים ומאפשר לחברה לשמור על שיעורי תפוסה של כ- 100% בישראל, דבר המקנה נראות גבוהה של הכנסות ותזרימי מזומנים.
- גידול מתמיד בשווי תיק הנכסים כתוצאה מהשבחת נכסים, רכישה ובניית נכסים חדשים. המשך הגידול צפוי גם בחמש השנים הקרובות שכן החברה ניצבת בפני השקעות ורכישות בהיקף של כ- 3 מיליארד ₪. החברה מקימה נכסים לשימוש עצמי בלבד, דבר המצמצם, לדעתנו, את הסיכון הכרוך ביזמות, שכן יש לה גמישות מסוימת בדחיית שלבים בפיתוח במידת הצורך.
- עומק ושמרנות ניהוליים, אשר, להערכתנו, יתמכו בצמיחה עקבית ויצירת ערך בשנים הקרובות.

גורמי התמיכה שלעיל מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי הגורמים שלהלן:

- ההחזקה בגרנית (100%), שהינה בעלת פרופיל עסקי בעל סיכון גבוה מזה של פעילות הליבה, ועל כן מגבילה את הדירוג.
- חשיפה מסוימת למגזר המשרדים, הנחשב ליותר תנודתי וחשוף למחזוריות מאקרו-כלכלית מאשר מגזרי נדל"ן מניב אחרים. מגזר המשרדים מהווה כ- 26% מה- NOI של החברה. נתח זה צפוי לגדול בשנים הקרובות, אולם מקור הגידול יהיה בנכסים איכותיים במיקומים מרכזיים שיקזזו חשיפה זו.

## פרופיל הסיכון הפיננסי: מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב איתנים

הגורמים העיקריים התומכים בפרופיל הסיכון הפיננסי של עזריאלי, לדעתנו, הינם:

- גידול מתמיד בתזרים המזומנים מפעילות הנדל"ן, שאנו צופים שימשיך לספק כיסוי הולם לחוב ולהוצאות המימון. להערכתנו, יחס EBITDA להוצאות מימון של 3x ויחס EBITDA לחוב של כ- 5x יהיו היחסים המייצגים של פעילות הנדל"ן בשנים הקרובות, בהן יגדל החוב בשל מימון ההשקעות. ברמה המאוחדת יעמדו היחסים על 2.5x ו- 6.5x בהתאמה, יחסים ההולמים את הדירוג.
- מינוף נמוך: אנו צופים שה- LTV יישאר מתחת ל- 50% בפעילות הנדל"ן גם בשנים הקרובות, רמה נמוכה ביחס לחברות נדל"ן ישראליות וממוצעת ביחס לחברות נדל"ן אירופאיות בקנה מידה דומה. החברה מצליחה לשמור על רמת מינוף זו לאורך השנים, גם בעת תקופת פיתוח והשקעות.
- נגישות גבוהה למקורות מימון מגוונים (חוב והון) המקלה על קבלת מימון לפרויקטים שבתכנון ועל מחזור חוב, במיוחד לאור כמות הנכסים הלא משועבדים שנשמרת לאורך השנים.
- גמישות פיננסית רבה בביצוע השקעות. יתרת המזומן הקיימת מאפשרת להגיב מהר להזדמנויות עסקיות ללא צורך מיידי במימון חיצוני. ניצול נמוך של מסגרות אשראי ויחס הון למאזן גבוה של כ- 49% (במאוחד, נכון ל- 30 בספטמבר 2012) מאפשרים לקבוצת עזריאלי לקבל הלוואות בריביות נמוכות יחסית.

גורמי התמיכה שלעיל מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי הגורמים שלהלן:

- איחוד גרנית, המטה במידה מסוימת לשלילה את היחסים הפיננסיים והמגביל את הדירוג לרמתו הנוכחית, שכן גרנית היא צרכנית כבדה של הון חוזר בעלת תזרימי מזומנים מצומצמים יחסית ורמת מינוף גבוהה בהשוואה ליתר הפעילות.
- חשיפה לתנודתיות בשווי שוק מניות בנק לאומי וצפי לתזרים דיבידנדים מצומצם מהחזקה זו בשל שינויים רגולטורים בענף הבנקאות. שחיקה בשווי ההחזקה פוגעת בשורת הרווח הכולל אולם אנו רואים בה כהחזקה פיננסית בלבד שאינה מגבילה את הדירוג.

## נתונים פיננסיים, התאמות והשוואות

החברה מדווחת לפי IFRS (International Financial Reporting Standards). אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים של עזריאלי בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות שביצענו לנתוני 2011:

- התאמה לחוב של כ- 1.15 מיליארד ₪ בגין התחייבויות של גרנית לחכירה תפעולית של תחנות דלק, על מנת ליצור בסיס השוואה לחברה עם תמהיל בעלות/חכירה שונה.
- הפחתת רזרבת מזומנים של כ- 710 מיליון ₪ מהחוב. אנו מניחים כי 1 מיליארד ₪ מיתרת המזומנים לסוף 2011 מיועדת לביצוע השקעות עתידיות ולא לשירות החוב ולפיכך אנו לא מנכים אותה מהחוב הפיננסי.
- הפחתת עלויות הצמדה של כ- 175 מיליון ₪ מה- FFO, על מנת ליצור בסיס להשוואה בין חברות עם סוגי מימון שונים (חוב צמוד מדד מול חוב שקלי).
- הסעיף 'שינוי בנכסים פיננסיים המוחזקים למסחר' מסווג כתזרים מפעילות שוטפת. אנו סיווגנו אותו כתזרים מפעילות השקעה/מימון.
- סיווג ריבית ששולמה ושהתקבלה ודיבידנד שהתקבל כתזרים שוטף – 325 מיליון ₪.
- סיווג של ריבית לשלם כחוב פיננסי – 100 מיליון ₪.

Table 1

**Reconciliation Of Azrieli Group Ltd. Reported Amounts With Standard & Poor's Adjusted Amounts (Mil. NIS)**

--Fiscal year ended Dec. 31, 2011--

**Azrieli Group Ltd. reported amounts**

|                                                            | Debt    | Shareholders' equity | EBITDA  | Interest expense | Cash flow from operations | Cash flow from operations | Capital expenditures |
|------------------------------------------------------------|---------|----------------------|---------|------------------|---------------------------|---------------------------|----------------------|
| Reported                                                   | 7,910.0 | 11,033.8             | 1,244.8 | 657.3            | 778.3                     | 778.3                     | 148.4                |
| <b>Standard &amp; Poor's adjustments</b>                   |         |                      |         |                  |                           |                           |                      |
| Operating leases                                           | 1,146.2 | --                   | 107.9   | 107.9            | 70.5                      | 70.5                      | 204.0                |
| Surplus cash and near cash investments                     | (710.5) | --                   | --      | --               | --                        | --                        | --                   |
| Capitalized interest                                       | --      | --                   | 10.8    | 10.8             | --                        | --                        | --                   |
| Index Linked debt annual accretion                         | --      | --                   | --      | --               | --                        | (175.8)                   | --                   |
| Share-based compensation expense                           | --      | --                   | (0.4)   | --               | --                        | --                        | --                   |
| Reclassification of interest, dividend, and tax cash flows | --      | --                   | --      | --               | (325.9)                   | (325.9)                   | --                   |
| Reverse changes in working-capital                         | --      | --                   | --      | --               | --                        | 338.8                     | --                   |
| Minority interests                                         | --      | 430.3                | --      | --               | --                        | --                        | --                   |
| Debt - Accrued interest not included in reported debt      | 100.8   | --                   | --      | --               | --                        | --                        | --                   |
| Debt - Other                                               | (22.0)  | --                   | --      | --               | --                        | --                        | --                   |
| Interest expense - Other                                   | --      | --                   | --      | (142.3)          | --                        | --                        | --                   |
| Total adjustments                                          | 514.5   | 430.3                | 118.3   | (23.6)           | (255.4)                   | (92.5)                    | 204.0                |

**Standard & Poor's adjusted amounts**

|          | Debt    | Equity   | EBITDA  | Interest expense | Cash flow from operations | Funds from operations | Capital expenditures |
|----------|---------|----------|---------|------------------|---------------------------|-----------------------|----------------------|
| Adjusted | 8,424.5 | 11,464.1 | 1,363.1 | 633.8            | 522.8                     | 685.8                 | 352.3                |

Table 2

## Azrieli Group Ltd. -- Peer Comparison

Industry Sector: Real Estate Investments

|                                             | Azrieli<br>Group Ltd. | Nitsba<br>Holdings<br>(1995) Ltd. | Airport City<br>Ltd. | Melisron Ltd.  | Corio N.V.      | Befimmo<br>S.C.A. | Klepierre S.A.  |
|---------------------------------------------|-----------------------|-----------------------------------|----------------------|----------------|-----------------|-------------------|-----------------|
| Rating as of Nov.<br>27, 2012               | ilAA/Stable           | ilAA/Stable                       | ilAA-/Stable         | ilAA-/Negative | BBB+/Stable/A-2 | BBB/Stable/A-2    | BBB+/Stable/A-2 |
| --Fiscal year ended Dec. 31, 2011--         |                       |                                   |                      |                |                 |                   |                 |
| (Mil. mix currency)                         | NIS                   | NIS                               | NIS                  | NIS            | €               | €                 | €               |
| Revenues                                    | 7,547.3               | 619.6                             | 841.7                | 1,064.9        | 489.5           | 124.8             | 957.2           |
| EBITDA                                      | 1,363.1               | 429.4                             | 612.7                | 711.2          | 395.7           | 102.8             | 805.1           |
| Interest Expense                            | 633.8                 | 144.5                             | 251.5                | 531.4          | 151.5           | 18.7              | 319.4           |
| Net income from<br>continuing<br>operations | 623.0                 | 322.7                             | 300.7                | 24.8           | 218.2           | 62.0              | 142.4           |
| Funds from<br>operations (FFO)              | 685.8                 | 307.5                             | 404.2                | 174.5          | 257.8           | 103.7             | 498.5           |
| Working capital                             | (162.9)               | 56.2                              | 88.5                 | 127.3          | (47.3)          | (36.5)            | 11.3            |
| Cash flow from<br>operations                | 522.8                 | 363.6                             | 492.8                | 301.8          | 210.5           | 67.2              | 509.8           |
| Debt                                        | 8,424.5               | 2,013.6                           | 3,687.3              | 9,690.8        | 3,467.2         | 877.2             | 7,999.9         |
| Equity                                      | 11,464.1              | 2,728.3                           | 2,885.6              | 3,294.9        | 4,417.3         | 1,070.5           | 3,423.2         |
| <b>Adjusted ratios</b>                      |                       |                                   |                      |                |                 |                   |                 |
| EBITDA margin<br>(%)                        | 18.1                  | 69.3                              | 72.8                 | 66.8           | 80.8            | 82.4              | 84.1            |
| EBITDA interest<br>coverage (x)             | 2.2                   | 3.0                               | 2.4                  | 1.3            | 2.6             | 5.5               | 2.5             |
| FFO/debt (%)                                | 8.1                   | 15.3                              | 11.0                 | 1.8            | 7.4             | 11.8              | 6.2             |
| Cash flow from<br>operations/debt<br>(%)    | 6.2                   | 18.1                              | 13.4                 | 3.1            | 6.1             | 7.7               | 6.4             |
| Debt/EBITDA (x)                             | 6.2                   | 4.7                               | 6.0                  | 13.6           | 8.8             | 8.5               | 9.9             |
| Total debt/debt<br>plus equity (%)          | 42.4                  | 42.5                              | 56.1                 | 74.6           | 44.0            | 45.0              | 70.0            |

Table 3

**Azrieli Group Ltd. -- Financial Summary**

Industry Sector: Real Estate Investments

|                                       | --Fiscal year ended Dec. 31-- |                |              |             |
|---------------------------------------|-------------------------------|----------------|--------------|-------------|
|                                       | 2011                          | 2010           | 2009         | 2008        |
| Rating history                        | ilAA/Stable                   | ilAA-/Positive | ilAA-/Stable | ilAA/Stable |
| <b>(Mil. NIS)</b>                     |                               |                |              |             |
| Revenues                              | 7,547.3                       | 6,343.9        | 5,530.0      | 6,919.2     |
| EBITDA                                | 1,363.1                       | 1,252.1        | 1,152.8      | 952.0       |
| Interest Expense                      | 633.8                         | 560.7          | 566.0        | 590.1       |
| Net income from continuing operations | 623.0                         | 1,255.1        | 1,000.0      | 594.0       |
| Funds from operations (FFO)           | 685.8                         | 939.2          | 647.2        | 222.6       |
| Working capital                       | (162.9)                       | 42.9           | 407.9        | 250.5       |
| Cash flow from operations             | 522.8                         | 982.2          | 1,055.1      | 473.0       |
| Capital expenditures                  | 352.3                         | 332.0          | 412.0        | 279.3       |
| Free operating cash flow              | 170.5                         | 650.2          | 643.1        | 193.7       |
| Dividends paid                        | 245.9                         | 10.2           | 0.0          | 0.0         |
| Discretionary cash flow               | (75.4)                        | 639.9          | 643.1        | 193.7       |
| Debt                                  | 8,424.5                       | 7,649.7        | 7,588.4      | 6,346.4     |
| Equity                                | 11,464.1                      | 11,524.8       | 7,692.1      | 6,215.1     |
| <b>Adjusted ratios</b>                |                               |                |              |             |
| Annual revenue growth (%)             | 19.0                          | 14.7           | (20.1)       | 17.3        |
| EBITDA margin (%)                     | 18.1                          | 19.7           | 20.8         | 13.8        |
| EBITDA interest coverage (x)          | 2.2                           | 2.2            | 2.0          | 1.6         |
| Return on capital (%)                 | 6.1                           | 6.0            | 6.7          | 6.1         |
| FFO/debt (%)                          | 8.1                           | 12.3           | 8.5          | 3.5         |
| Cash flow from operations/debt (%)    | 6.2                           | 12.8           | 13.9         | 7.5         |
| Debt/EBITDA (x)                       | 6.2                           | 6.1            | 6.6          | 6.7         |
| Debt/debt and equity (%)              | 42.4                          | 39.9           | 49.7         | 50.5        |

Table 4

## Azrieli Group Ltd.--Quarterly Data

Industry Sector: Real Estate Investments

|                                       | --Quarterly data as of end-- |           |            |               |                |
|---------------------------------------|------------------------------|-----------|------------|---------------|----------------|
|                                       | September 2012               | June 2012 | March 2012 | December 2011 | September 2011 |
| <b>(Mil. NIS)</b>                     |                              |           |            |               |                |
| Revenues                              | 2,318.9                      | 2,299.5   | 2,209.7    | 2,004.0       | 1,931.3        |
| EBITDA                                | 425.9                        | 363.0     | 391.0      | 305.0         | 312.7          |
| Interest Expense                      | 192.4                        | 192.9     | 156.7      | 25.6          | 156.6          |
| Net income from continuing operations | 211.1                        | 198.4     | 184.4      | (129.4)       | 188.4          |
| Funds from operations (FFO)           | 577.3                        | 817.2     | 262.5      | 6.1           | 210.6          |
| Working capital                       | (103.2)                      | (106.3)   | (240.6)    | 344.0         | (214.1)        |
| Cash flow from operations             | 474.2                        | 710.9     | 21.9       | 350.1         | (3.5)          |
| Capital expenditures                  | 27.2                         | 53.2      | 53.0       | 45.5          | 273.9          |
| Free operating cash flow              | 447.0                        | 657.6     | (31.0)     | 304.6         | (277.4)        |
| Dividends paid                        | 0.0                          | 240.0     | 0.0        | 0.0           | 0.0            |
| Discretionary cash flow               | 447.0                        | 417.6     | (31.0)     | 304.6         | (277.4)        |
| Debt                                  | 9,019.3                      | 9,056.8   | 8,852.5    | 7,278.3       | 9,156.6        |
| Equity                                | 11,482.2                     | 11,499.4  | 11,454.8   | 11,464.1      | 11,702.7       |
| <b>Adjusted ratios</b>                |                              |           |            |               |                |
| Twelve month revenue growth (%)       | 23.2                         | 23.8      | 21.3       | 19.0          | 14.8           |
| EBITDA margin (%)                     | 17.2                         | 17.1      | 17.9       | 16.6          | 17.7           |
| EBITDA interest coverage (x)          | 2.5                          | 2.4       | 2.3        | 2.4           | 2.2            |
| Return on capital (%)                 | 6.7                          | 6.2       | 6.2        | 5.7           | 5.2            |
| FFO/debt (%)                          | 18.5                         | 14.0      | 7.1        | 8.5           | 10.4           |
| Cash flow from operations/debt (%)    | 17.4                         | 11.6      | 4.5        | 6.2           | 8.0            |
| Debt/EBITDA (x)                       | 5.9                          | 6.3       | 6.2        | 5.8           | 7.2            |
| Debt/debt and equity (%)              | 44.0                         | 44.1      | 43.6       | 38.8          | 43.9           |

## מחקר קשור

- "נקודות עיקריות בדירוג נדל"ן מניב", 24 בנובמבר 2011. את המאמר ניתן למצוא באתר בכתובת:  
[http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/main\\_points\\_rating\\_nadlan.pdf](http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/main_points_rating_nadlan.pdf)
- מבט ענפי: חברות נדל"ן מניב בישראל פועלות בסביבה חיובית יותר עם זאת האתגרים ממשיכים להכביד על חברות ממונפות", יולי 2010. את המאמר המוזכר לעיל ניתן למצוא באתר של S&P Maalot בכתובת [www.maalot.co.il](http://www.maalot.co.il).

| פרטים כלליים (נכון ל- 2 לדצמבר, 2012) |                |
|---------------------------------------|----------------|
| קבוצת עזריאלי                         | ilAA/Stable    |
| סדרה א'                               | ilAA           |
| היסטוריית דירוג המנפיק                |                |
| 21-נובמבר-2011                        | ilAA/Stable    |
| 8-דצמבר-2010                          | ilAA-/Positive |
| 22-ספטמבר-2009                        | ilAA-/Stable   |
| 8-מרץ-2007                            | ilAA/Stable    |
| חלויות חוב (סולו מורחב, מיליוני ₪)    |                |
| נכון ל- 30 לספטמבר, 2012:             |                |
| 9/2012-9/2013                         | 1,627          |
| 9/2013-9/2014                         | 350            |
| 9/2014-9/2015                         | 598            |
| 9/2015-9/2016                         | 161            |
| 9/2016 ואילך                          | 2,097          |

התוכן המופיע באתר Standard & Poor's Maalot ("S&P") ("האתר"), לרבות דירוגי המנפיק; דירוגי ההנפקה; ה-RES); הערכות החוסן הפיננסי; דירוגי ההלוואות וההנפקות הפרטיות; הדירוגים הגלובליים; המאמרים וכן הדירוגים על פי סולם הדירוג הבינלאומי של S&P (ביחד ולחוד, "התוכן") מבוסס על מידע שנתקבל מ-S&P וממקורות אחרים אשר S&P מאמינה כי הינו מהימן. המאמרים המופיעים באתר מבוססים על מאמרים אשר נכתבו ונוסחו ע"י הצוות המקצועי הגלובלי של Standard & Poor's בשפה האנגלית, ועברו שינויים, עריכה, קיצורים והתאמות שונות על מנת להופיע באתר בשפה העברית. S&P אינה מבקרת את המידע שנתקבל ואינה מאמתת את נכונותו או שלמותו, לרבות, אך לא רק, אי דיוקים או חוסרים הנובעים מביצוע שינויים, עריכה, קיצורים, התאמות ו/או מחיקות במאמרים, בין היתר תוך כדי ביצוע פעולות תרגום המאמרים והתאמתם לאתר בשפה העברית כאמור לעיל.

מובהר בזאת כי התוכן אינו משקף סיכונים הקשורים ו/או הנבעים מהפרות, במעשה או במחדל של איזו מן ההתחייבויות שנטלו על עצמם הגופים המדורגים ו/או אי נכונות או אי דיוק באילו מן המצגים שהציגו גופים אלה, או העובדות שבבסיס חוות הדעת שניתנו ל-S&P כתנאי לקבלת התוכן, פעולות או מחדלים שבוצעו במרמה או הונאה או כל פעולה אחרת בניגוד לדין.

התוכן, לרבות, אך לא רק, דוחות הדירוג והערכת החוסן הפיננסי, מהווה אך ורק הבעת דעה סובייקטיבית של S&P נכון למועד פרסומו, ואינו מהווה דבר שבעובדה, או המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות כלשהן. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות בנוגע להשקעות. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או יועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך עבורך.

© כל הזכויות בתוכן שמורות ל-S&P. אין להעתיק, לצלם, להפיץ, לשנות, לבצע הנדסה חוזרת, לאחסן במאגר מידע או מערכת לאחזור מידע, או לעשות כל שימוש מסחרי בתוכן זה, מכלול או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.