

קבוצת עזריאלי בע"מ

16 לאוקטובר, 2013

אנליסטית אשראי ראשית:

הילה פרלמוטר, (03)7539727 hila_perelmuter@standardandpoors.com

אנליסטית אשראי משנית:

אליס קדם (03)7539739 alice_kedem@standardandpoors.com

תוכן עניינים

שיקולים עיקריים לדירוג

תחזית

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

תיאור פעילות החברה

הפרופיל העסקי

הפרופיל הפיננסי

נזילות

התאמות לדיווח הכספי

מחקר קשור

קבוצת עזריאלי בע"מ

ilAA/Stable

דירוג המנפיק

שיקולים עיקריים לדירוג

פרופיל עסקי	פרופיל פיננסי
- מעמד עסקי גבוה בענף הנדל"ן המניב בכלל ובענף מרכזי המסחר בפרט. - תיק נכסים איכותי בעל פוטנציאל גידול, המניב תזרים מזומנים איתן לשירות החוב. - ריבוי פרויקטים בפיתוח משרדים באזור תל אביב שעלול להיות חשוף, להערכתנו, בשנים הקרובות לעודפי היצע. - התגברות מסוימת של התחרות בתחום מרכזי המסחר בישראל.	- ניהול מדיניות פיננסית שמרנית המאופיינת בשמירה על מינוף נמוך, גם בעת תקופת פיתוח. - תזרימי מזומנים איתנים בעלי פוטנציאל גידול. - גמישות פיננסית גבוהה בשל נגישות טובה למקורות מימון ובסיס הון איתן. - חשיפה לגרנית הכרמל השקעות, חברת בת המוחזקת ב- 100%.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על מעמדה העסקי והתחרותי, בד בבד עם שמירה על הפרופיל הפיננסי הנוכחי, המשקף מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב איתנים.

היחסים אותם אנו רואים כהולמים את הדירוג הנוכחי, על בסיס הדו"חות הכספיים המאוחדים, הינם: יחס EBITDA להוצאות מימון של כ- 2.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של עד 50%.

תרחיש חיובי:

פעולת דירוג חיובית תתכן במידה ויחס EBITDA להוצאות מימון יעלה לכיוון ה- 3.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי ירד לכיוון ה- 35%, זאת על בסיס הנתונים המאוחדים.

תרחיש שלילי:

הורדת דירוג תיתכן במידה והחברה לא תשמור לאורך זמן על היחסים שצינו לעיל כהולמים את הדירוג הנוכחי, או במידה ונעריך כי קיימת חולשה בשוק הנדל"ן המסחרי, כזו שתשפיע לרעה על יציבות תזרימי המזומנים שמייצר תיק הנכסים.

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

להערכתנו הפרופיל הפיננסי ימשיך לשקף בשנים הקרובות חברה בעלת יחסי מינוף נמוכים ביחס לקבוצת ההשוואה ובעלת יכולת לייצר תזרימי מזומנים מספקים לשירות החוב, זאת על אף תנופת פיתוח הצפויה להביא לעלייה בחוב הפיננסי.

יחסים עיקריים*				הנחות עיקריות
2014E	2013E	2012A		- נראות גבוהה של NOI מנכסים קיימים, תוך גידול שנתי מתון של כ- 2%. - סיום פרויקטים בפיתוח בשנת 2015 צפויים לתרום ל- NOI כ- 50 מיליון ש"ח. - היקף השקעות שנתי של כ- 750-800 מיליון ש"ח, בהתבסס על הפרויקטים הנמצאים בשלבי ייזום. - מימון הפרויקטים יעשה ב- LTV של עד 60%. - שיעור שנתי של נכסים קיימים בשיעור של 2%, המשקף את הצמדת חוזי השכירות לאינפלציה; שיעור של פרויקטים בביצוע בסך כ- 500 מיליון ש"ח על פני השנתיים הקרובות, המשקף התקדמות בבנייה וסיום מספר פרויקטים ב- 2015. - שמירה על יתרת מזומן וניירות ערך שלא תפחת מ- 200 מיליון ש"ח בכל עת.
5X-6X	5X-6X	5.5X	חוב/EBITDA	
כ- 2.5X	כ- 2.5X	2.6X	EBITDA להוצאות מימון	
41%-42%	42%-43%	41.9%	חוב/חוב והון	
A-בפועל. E-צפוי.				
*יחסים פיננסיים ע"ב מאוחד.				

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- 8 פרויקטים בשלבים שונים של הקמה בארץ. נכון ל- 30 ליוני 2013, שווי תיק הנכסים עמד על כ- 16 מיליארד ש"ח. 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 (לא מדורגת). האחזקות בבנק לאומי לישראל בע"מ (ilAA+/Stable) (4.8%) ובלאומי קארד (לא מדורגת) (20%) הינן השקעות פיננסיות, ששווי השוק שלהן בתום הרבעון השני 2013 עמד על כ- 1.36 מיליארד ש"ח, לעומת כ- 1.25 מיליארד ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד.

החברה נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב החל מיוני 2010 ונשלטת על ידי משפחת עזריאלי וקרן עזריאלי המחזיקות יחדיו כ- 75%. 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.

הפרופיל העסקי

תיק נכסים איכותי בעל פוטנציאל צמיחה

פרופיל הסיכון העסקי של החברה מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- היותה אחת מחברות הנדל"ן המניב הגדולות בישראל ואחת משתי השחקניות המובילות במגזר מרכזי המסחר. לחברה תיק נכסים יציב שצפוי לגדול משמעותית בשנים הקרובות ולאפשר לה להתמודד עם התגברות התחרות בענפי מרכזי המסחר והמשרדים.
- איתנות תיק הנכסים מבטיחה עמידות בפני מחזוריות מאקרו-כלכלית.
- 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, רכישת ובניית נכסים חדשים. המשך הגידול צפוי גם בארבע השנים הקרובות שכן החברה ניצבת בפני השקעות בהיקף של כ- 3.5 מיליארד ₪. החברה מקימה נכסים להשכרה והחזקה לטווח ארוך, 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 ופיננסי 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- 35% מה- NOI של החברה. נתח זה צפוי לגדול בשנים הקרובות, כאשר מרבית הגידול מקורו בפיתוח נכסים חדשים באזור תל אביב, שעלול להיות חשוף, להערכתנו, להתגברות התחרות ולעודפי היצע. עם זאת, מרבית הנכסים איכותיים במיקומים מרכזיים שיקזזו חשיפה זו.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים כי נכסי הנדל"ן המניב הקיימים ימשיכו להציג גידול מתון בלבד ב- NOI שכן שוק מרכזי המסחר נתון לתחרות גוברת באזורים מסוימים (כגון באר שבע והקריות) וכן קיימת אי וודאות מסוימת במשק הצפויה להקשות על החברה להעלות את דמי השכירות. להערכתנו, ה- EBITDA של החברה ברמת הסולו המורחב צפויה לעמוד על כ- 1 מיליארד ₪ בסוף 2013 ולעלות לכ- 1.1 מיליארד ₪ בסוף 2015 עם הבשלת מספר פרויקטים הנמצאים כיום בבניה. אנו צופים כי שיעור ה- EBITDA ימשיך לשקף יעילות תפעולית טובה, וינוע סביב ה- 75%.

להערכתנו, מנוע הצמיחה העיקרי של החברה הינו על ידי ייזום עצמי של נכסים. בשנים הקרובות ניצבת החברה בפני תנופת פיתוח בהיקף של כ- 3.5 מיליארד ₪. אנו צופים כי היקף היזום יעמוד על כ- 10% מסך הפורטפוליו, היקף סביר להערכתנו, 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.

Table 1

Azrieli Group Ltd. -- Peer Comparison

Industry Sector: Real Estate Investments

	Azrieli Group Ltd.	Nitsba Holdings (1995) Ltd.	Airport City Ltd.	Melisron Ltd.	Corio N.V.	Klepierre S.A.	Kimco Realty Corp.
Rating as of Oct. 8, 2013	ilAA/Stable	ilAA/Stable	ilAA-/Stable	ilA+/Stable	BBB+/Negative/A-2	BBB+/Stable/A-2	BBB+/Stable
(Mil. €)	--Fiscal year ended Dec. 31, 2012--						
Revenues	1,840.8	94.8	144.7	274.7	504.3	988.2	713.6
EBITDA	316.4	70.0	112.4	181.5	359.0	823.8	595.9
Interest expense	121.0	23.4	44.5	100.2	146.5	313.5	234.9
Net income from continuing operations	190.8	62.3	64.3	76.8	16.0	166.6	150.0
Funds from operations (FFO)	200.3	41.7	65.3	48.6	234.1	484.0	293.7
Cash flow from operations	133.5	33.5	61.3	76.3	244.9	504.1	262.3
Dividends paid	48.8	0.0	0.0	32.7	127.5	146.4	235.9
Debt	1,755.7	450.6	780.9	2,027.7	3,146.2	7,669.6	4,002.9
Equity	2,430.8	611.3	668.6	620.8	4,130.5	3,620.7	3,063.5
Valuation of investment property	3,225.1	1,203.5	1,684.4	2,873.9	7,308.7	16,445.0	0.0
Adjusted ratios							
Annual revenue growth (%)	20.0	(24.8)	(15.4)	26.9	3.0	3.2	(0.6)
EBITDA margin (%)	17.2	73.9	77.6	66.1	71.2	83.4	83.5
EBITDA interest coverage (x)	2.6	3.0	2.5	1.8	2.5	2.6	2.5
FFO/debt (%)	11.4	9.3	8.4	2.4	7.4	6.3	7.3
Debt/EBITDA (x)	5.5	6.4	7.0	11.2	8.8	9.3	6.7
Total debt/debt plus equity (%)	41.9	42.4	53.9	76.6	43.2	67.9	56.6

(*) הנתונים של עזריאלי הינם על בסיס הדו"ח המאוחד.

הפרופיל הפיננסי**מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב איתנים**

פרופיל הסיכון הפיננסי של החברה מבוסס, לדעתנו, על גורמי התמיכה הבאים:

- כחלק מאסטרטגיה ומדיניות פיננסית, החברה שומרת על מינוף נמוך לאורך השנים, גם בתקופות של פיתוח מסיבי. הדבר מתבטא בבחינת היחסים על בסיס סולו מורחב, כמשתקף ביחס חוב לחוב והון עצמי הנמוך מ- 30% ויחס חוב ל- EBITDA הנמוך מ- 5x.
- נגישות גבוהה למקורות מימון מגוונים (חוב והון) המקלה על קבלת מימון לפרויקטים שבתכנון ועל מיחזור חוב, במיוחד לאור כמות הנכסים הלא משועבדים שנשמרת לאורך השנים. נגישות זו גם מאפשרת קבלת הלוואות בריביות נמוכות יחסית ללא גידול משמעותי בעומס המימון. לאחרונה שחררה החברה את מרכז עזריאלי משעבוד (להוציא את הבניין העגול) במסגרת מיחזור החוב, דבר שהגדיל משמעותית את מצבת הנכסים הלא משועבדים שלה.

- יחס הון למאזן גבוה (50% נכון ליוני 2013) המאפשר גמישות פיננסית ויכולת לספוג קשיים נקודתיים בנכס ספציפי מבלי שהדבר יפגע משמעותית בבסיס ההון.

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

- איחוד גרנית, המטה במידה מסוימת לשלילה את היחסים הפיננסיים ומגביל 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.

בתרחיש הבסיס שלנו עבור הסולו המורחב, אנו צופים המשך גידול בתזרים המזומנים מפעילות הנדל"ן לרמה שמעל 800 מיליון ₪ ב-2015, רמה המספקת כיסוי הולם לחוב ולהוצאות המימון העומדות כנגד פעילות זו. להערכתנו, היחסים המייצגים את פעילות הנדל"ן (ללא גרנית) בשנים הקרובות הינם יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-4x ויחס חוב ל-EBITDA של כ-4.5x. אנו צופים גידול בחוב הפיננסי מכ-5 מיליארד ₪ בסוף 2013 לכ-5.5 מיליארד ₪ בסוף 2015 עקב הצורך במימון ההשקעות החדשות. עם זאת, בשל גידול צפוי בהנבת הפורטפוליו הקיים ושערונו עם ההתקדמות בפרויקטים, אנו מניחים כי יחס חוב לחוב והון עצמי, ברמת הסולו המורחב, ימשיך להיות נמוך מ-30% בשנתיים הקרובות.

כאמור, איחוד גרנית מטה כלפי מטה את היחסים כך שברמת המאוחד, יחס EBITDA להוצאות מימון יעמוד על כ-2.5x ויחס חוב ל-EBITDA יעמוד על כ-5x-6x. יחס חוב לחוב והון עצמי ימשיך לנוע סביב ה-43%-40% בטווח הקרוב; יחסים אלו, להערכתנו, הולמים את הדירוג הנוכחי.

Table 2

Azrieli Group Ltd. -- Financial Summary**Industry Sector: Real Estate Investments**

(Mil. NIS)	--Fiscal year ended Dec. 31--				
	2012	2011	2010	2009	2008
Revenues	9,055.4	7,547.3	6,343.9	5,530.0	6,919.2
EBITDA	1,557.1	1,363.1	1,252.1	1,152.8	952.0
Interest expense	595.6	695.5	560.7	566.0	590.1
Net income from continuing operations	938.5	595.9	1,224.2	1,000.0	594.0
Funds from operations (FFO)	985.7	685.8	939.2	647.2	222.6
Cash flow from operations	656.9	522.8	982.2	1,055.1	473.0
Dividends paid	240.0	245.9	10.2	0.0	0.0
Cash and short-term investments	0.0	1,000.0	2,200.0	0.0	20.0
Debt	8,636.6	8,424.5	7,649.7	7,588.4	6,346.4
Equity	11,957.3	11,464.1	11,524.8	7,692.1	6,215.1
Valuation of investment property	15,864.8	14,766.1	12,210.3	10,868.7	9,717.2
Adjusted ratios					
Annual revenue growth (%)	20.0	19.0	14.7	(20.1)	17.3
EBITDA margin (%)	17.2	18.1	19.7	20.8	13.8
EBITDA interest coverage (x)	2.6	2.0	2.2	2.0	1.6
FFO/debt (%)	11.4	8.1	12.3	8.5	3.5
Debt/EBITDA (x)	5.5	6.2	6.1	6.6	6.7
Debt/debt and equity (%)	41.9	42.4	39.9	49.7	50.5

NIS--New Israeli shekel.

נזילות: מספקת

אנו בוחנים את נזילות החברה ברמת הסולו המורחב (ללא גרנית). להערכתנו, רמת הנזילות של החברה ברמת הסולו המורחב הינה "מספקת" ונתמכת בתזרים שוטף איתן מפעילות הליבה, בנגישות טובה למקורות מימון חיצוניים ובהיקף גדול של נכסים לא משועבדים, מעל 13 מיליארד ₪ נכון לספטמבר 2013, המקנה לה גמישות פיננסית רבה. אנו צופים כי החברה תשמור על יתרת מזומן וניירות ערך של כ- 200-300 מיליון ₪ בכל עת.

לחברה התניה פיננסית כנגד ההלוואה שהתקבלה לאחרונה כנגד מרכז עזריאלי בה לחברה מרווח הולם.

להערכתנו, המקורות והשימושים הוודאיים העומדים לרשות החברה ברמת הסולו המורחב, לתקופה שבין יולי 2013 לדצמבר 2014, הינם:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• יתרת מזומן ושווי מזומן בסך 125 מיליון ₪ (נכון ל- 30 ביוני 2013); • קבלת הלוואות חדשות בהיקף של כ- 1.1 מיליארד ₪, מרביתן מימון מחדש כנגד הלוואה היסטורית שעמדה כנגד מרכז עזריאלי (התקבל); • תזרים מזומנים שוטף בניכוי הוצאות מימון ומס של כ- 750 מיליון ₪ בשנה (ע"פ הערכה שלנו); • השקעות בהיקף של כ- 1.3 מיליארד ₪ בתקופה הנידונה; • קבלת דיבידנדים שנתיים בסך כ- 50 מיליון ₪ מגרנית, לאומי ולאומי קארד (ע"פ הערכה שלנו).	• פירעון חלויות של כ- 1.4 מיליארד ₪ בתקופה הנידונה (מזה 900 מיליון ₪ בלון שהגיע למועד פירעונו כנגד מרכז עזריאלי – הלוואה שלאחרונה מוחזרה); • קבלת מימון כנגד ההשקעות בסך כ- 750 מיליון ₪ (ע"פ הערכה שלנו); • חלוקת דיבידנד שנתי בהיקף של כ- 260 מיליון ₪ (ע"פ הערכה שלנו).

קבוצת עזריאלי בע"מ – חלויות חוב ברמת הסולו המורחב					
(מיליון ש"ח)	1/7/2013- 30/6/2014	1/7/2014- 30/6/2015	1/7/2015- 30/6/2016	1/7/2016- 30/6/2017	1/7/2017 ואילך
חלויות	1,950	600	160	1,300	760

התאמות לדיווח הכספי

על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדו"חות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות שעשינו לנתונים המאוחדים של קבוצת עזריאלי לשנת 2012:

- התאמה לחוב של כ- 1.1 מיליארד ₪ בגין התחייבויות של גרנית לחכירה תפעולית של תחנות דלק, על מנת ליצור בסיס השוואה לחברה עם תמהיל בעלות/חכירה שונה. בהתאמה הוספנו כ- 115 מיליון ₪ ל- EBITDA ולהוצאות המימון.
- הפחתת רזרבת מזומנים של כ- 740 מיליון ₪ מהחוב.
- הפחתת עלויות הצמדה של כ- 78 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 – 360 מיליון ₪.
- סיווג של ריבית לשלם כחוב פיננסי – 95 מיליון ₪.

Table 3

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

--Fiscal year ended Dec. 31, 2012--

Azrieli Group Ltd. reported amounts							
(Mil. NIS)	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	Cash flow from operations	Cash flow from operations	Capital expenditures
Reported	8,138.3	11,874.8	1,417.4	497.0	942.7	942.7	181.9
Standard & Poor's adjustments							
Operating leases	1,168.4	--	115.7	115.7	74.1	74.1	96.4
Surplus cash and near cash investments	(743.9)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	22.3	22.3	--	--	--
Index Linked debt annual accretion	--	--	--	--	--	(78.5)	--
Share-based compensation expense	--	--	1.6	--	--	--	--
Reclassification of nonoperating income (expenses)	--	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest, dividend, and tax cash flows	--	--	--	--	(359.9)	(359.9)	--
Reclassification of working-capital cash flow changes	--	--	--	--	--	407.3	--
Minority interests	--	82.5	--	--	--	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	95.3	--	--	--	--	--	--
Debt - Other	(21.6)	--	--	--	--	--	--
D&A - Asset valuation gains/(losses)	--	--	--	--	--	--	--
Interest expense - Other	--	--	--	(39.4)	--	--	--
Total adjustments	498.2	82.5	139.7	98.6	(285.8)	43.0	96.4
Standard & Poor's adjusted amounts							
	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Cash flow from operations	Funds from operations	Capital expenditures
Adjusted	8,636.6	11,957.3	1,557.1	595.6	656.9	985.7	278.3

מחקר קשור

- "מתודולוגיה – נזילות". את המאמר המוזכר ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בקישור הבא:
http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/1.Methodology_And_Assumptions_Liquidity_Descriptors_For_Global_Corporate_Issuers.pdf
- "נקודות עיקריות בדירוג נדל"ן מניב". את המאמר ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בקישור הבא:
http://www.maalot.co.il/data/uploads/pdfs/main_points_rating_nadlan.pdf
- "מבט ענפי- מגזר מרכזי המסחר". את המאמר ניתן למצוא באתר Standard & Poor's Maalot בקישור הבא:
<http://maalot.co.il/publications/SR20130609100540.pdf>

פרטים כלליים (נכון ל- 16 לאוקטובר, 2013)	
קבוצת עזריאלי בע"מ	
דירוג המנפיק	
סדרה א'	
ilAA/Stable	
ilAA	
היסטוריית דירוג המנפיק	
ilAA/Stable	2-דצמבר-2012
ilAA/Stable	21-נובמבר-2011
ilAA-/Positive	8-דצמבר-2010
ilAA-/Stable	22-ספטמבר-2009
ilAA/Stable	8-מרץ-2007

אנליסטית אשראי ראשית:

הילה פרלמוטר, (03)7539727 hila_perelmutter@standardandpoors.com

אנליסטית אשראי משנית:

אליס קדם (03)7539739 alice_kedem@standardandpoors.com

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 מהימין. 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 הנובעים 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 נטלת 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.