

קבוצת עזריאלי בע"מ

11 בפברואר, 2015

אנליסטית אשראי ראשית:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539727 hila.perelmuter@standardandpoors.com

אנליסטית אשראי משנית:

אליס קדם, 972-3-7539739 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. - בטווח הבינוני, עם ההתקדמות במימוש פעילויות גרנית ירד הסיכון הענפי והעסקי המשוקלל במאחד. - משרדים בפיתוח באזור תל אביב שעלול להיות חשוף, להערכתנו, לעודפי היצע בשנים הקרובות. - התגברות מסוימת של התחרות בתחום מרכזי המסחר בישראל.	- גמישות פיננסית גבוהה בשל נגישות טובה למקורות מימון והיקף גבוה של נכסים לא משועבדים. - ניהול מדיניות פיננסית שמרנית המאופיינת בשמירה על מינוף נמוך, גם בעת תקופת פיתוח. - תזרימי מזומנים איתנים בעלי פוטנציאל גידול. - צפי לשיפור יחסי הכיסוי והמינוף לאור מחזור חוב בריביות נמוכות בטווח הקרוב ומימוש פעילויות גרנית בטווח הבינוני.

תחזית: יציבה

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי החברה תשמור על יחסי כיסוי ומינוף התואמים את הדירוג הנוכחי, לאור תרחישים שאנו רואים כבעלי סבירות גבוהה בטווח הקצר או הבינוני, קרי מחזור חוב בריביות נמוכות יותר ומימוש פעילויות גרנית. היחסים שאנו רואים כהולמים את הדירוג הנוכחי על בסיס הדוחות המאוחדים הם יחס EBITDA להוצאות מימון גבוה מ-3.0x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-45%.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תציג לאורך זמן יחס EBITDA להוצאות מימון של כ-4.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-25%, על בסיס הדוחות המאוחדים. נציין כי איננו צופים העלאת דירוג בטווח הנראה לעין.

התרחיש השלילי

נשקול פעולת דירוג שלילית אם החברה לא תעמוד ביחסים שקבענו כהולמים את הדירוג הנוכחי, או אם תחול הרעה משמעותית בפרופיל העסקי, כגון גידול מסיבי בפעילות הייזום כך שתמהיל תיק הנכסים ישתנה לרעה. כמו כן, אם החברה תחזור בה מהאסטרטגיה למכור נכסים מחוץ לפעילות הליבה, נצטרך לשקול את תמהיל הפעילויות והשפעתו על פרופיל הסיכון העסקי, דבר שעלול גם הוא להוביל לפעולת דירוג שלילית.

תרחיש Standard & Poor's בסיסי

להערכתנו הפרופיל הפיננסי ימשיך לשקף בשנים הקרובות יחסי מינוף נמוכים ביחס לקבוצת ההשוואה ויכולת ייצור תזרימי מזומנים מספקים לשירות החוב. הערכתנו מבוססת על תרחישים חיוביים שאנו רואים כבעלי סבירות גבוהה בטווח הקצר או הבינוני, קרי מחזור חוב בריביות נמוכות יותר ומימוש פעילויות גרנית, ומאידך, היקף השקעות גבוה בשנים הקרובות.

יחסים עיקריים*				הנחות עיקריות
2016E	2015E	2014E		- נראות גבוהה של NOI (net operating income) מנכסים קיימים, תוך גידול שנתי מתון של כ-1%, המשקף בעיקר גידול נומינלי. - סיום פרויקטים בפיתוח הצפויים לתרום ל-NOI כ-90-100 מיליון ₪ ברמה שנתיית לאחר פתיחתם בשנת 2015. - ירידה מסוימת בהכנסות גרנית בשנת 2014 לעומת שנת 2013, בהתבסס על תוצאות הרבעון השני והשלישי של שנת 2014, עיקרה ממכירת טמבור; יציבות בהכנסות גרנית בשנים 2015-2016 בהשוואה לשנת 2014. - היקף השקעות כולל של כ-1.2-1.3 מיליארד ₪ בשנים 2015-2016, בהתבסס על הפרויקטים הנמצאים בשלבי ייזום. - ירידה משמעותית בהוצאות המימון בשל מחזור חוב בריביות נמוכות. - חלוקת דיבידנד בסך כ-280 מיליון ₪ לשנה. - השלמת מימוש פעילויות גרנית רק בטווח הבינוני, קרי 2017 ואילך.
6.0X-6.5X	6.0X-6.5X	כ-6.0X	חוב/EBITDA	
3.2X-3.5X	3.2X-3.5X	כ-3.1X	EBITDA להוצאות מימון	
כ-44%	כ-43%	כ-42%	חוב/חוב והון עצמי	
A-בפועל. E-צפוי.				
*יחסים פיננסיים על בסיס מאוחד, ע"ב חישובי S&P מעלות.				

תיאור פעילות החברה

קבוצת עזריאלי היא אחת מחברות הנדל"ן המניב המובילות בישראל. תיק הנכסים של החברה כולל 14 מרכזי מסחר בישראל ו-11 בנייני משרדים, כולם בבעלותה המלאה למעט מרכז עזריאלי חולון. בנוסף, לחברה החזקה בשישה נכסים מניבים בארה"ב ובשמונה פרויקטים בשלבים שונים של הקמה בישראל. נכון ל-30 לספטמבר 2014, שווי תיק הנכסים עמד על כ-18.3 מיליארד ₪. הרוב המוחלט (90%) משווי תיק הנכסים 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 (ilAAA/Stable) (4.8%) ובלאומי קארד (לא מדורגת) (20%) הן השקעות פיננסיות, ששווי השוק שלהן בתום הרבעון השלישי של 2014 עמד על כ-1.6 מיליארד ₪, לעומת כ-1.3 מיליארד ₪ בתקופה המקבילה ב-2013.

החברה נסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב החל מיוני 2010 ומוחזקת על ידי משפחת עזריאלי ועמותת קרן עזריאלי (ישראל) המחזיקות יחדיו כ-61%. עוד כ-13.7% ממניות החברה מוחזקות ע"י קרן עזריאלי (קנדה). יתר המניות מוחזקות על ידי הציבור.

הפרופיל העסקי

תיק נכסים איכותי בעל פוטנציאל צמיחה; מימוש פעילויות גרנית בטווח הבינוני יביא לירידת הסיכון העסקי המשוקלל של הקבוצה

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.
- 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, ומרכישת ומבניית נכסים חדשים. החברה מקימה נכסים להשכרה והחזקה לטווח ארוך, דבר המצמצם, לדעתנו, את הסיכון הכרוך ביזמות, שכן יש לה גמישות מסוימת בדחיית שלבים בפיתוח במידת הצורך.
- יכולת יצירת ערך ושמרנות ניהולית שלדעתנו ימשיכו גם בשנים הקרובות.

גורמי התמיכה שלעיל מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי חשיפה מסוימת למגזר המשרדים, הנחשב ליותר תנודתי וחשוף למחזוריות מאקרו-כלכלית מאשר מגזרי נדל"ן מניב אחרים. מגזר המשרדים בכללותו מהווה כ-35% מה-NOI של החברה ואף צפוי לגדול בשנים הקרובות, בהינתן תכניות פיתוח בהיקפים נרחבים מאוד.

בתרחיש הבסיס שלנו, אנו צופים כי נכסי הנדל"ן המניב הקיימים יציגו גידול מתון בלבד ב-NOI של כ-1% בשנים 2015-2016, שיהיה ברובו גידול נומינלי, שכן שוק מרכזי המסחר נתון לתחרות גוברת באזורים מסוימים (כגון באר שבע והקריות) וכן קיימת אי ודאות מסוימת במשך העלולה להקשות על החברה להעלות את דמי השכירות.

גידול ריאלי ב-NOI צפוי לבוא מפתחת נכסים חדשים כבר ברבעון הראשון והשני של 2015, כולל קומה שניה בקניון איילון, קניון רמלה ומבנה משרדים בחולון. אלו מושכרים כמעט במלואם וצפויים להניב NOI שנתי של כ-90-100 מיליון ₪, כך שלהערכתנו, סך ה-NOI ברמת הסולו המורחב צפוי להסתכם בכ-1.1 מיליארד ₪ בשנת 2014 ולגדול לכ-1.2 מיליארד ₪ בשנת 2015, ושיעור הרווחיות הגולמית ימשיך להיות ממוצע לענף, כ-78%.

להערכתנו, תיק הנכסים המניבים ישמור על מאפייניו האיכותיים, קרי יתרון תחרותי במגזר הנדל"ן המסחרי וממוצע ביצועים תפעוליים טוב, גם אם תחול ירידה בביצועים של חלק מנכסי החברה לאור האטה במשך והתגברות התחרות.

אנו מעריכים כי בטווח הבינוני תשלים עזריאלי את האסטרטגיה המוצהרת שלה להתמקדות בפעילות הליבה ומימוש פעילויות גרנית. לדעתנו, הסיכון העסקי של פעילויות גרנית גבוה מהסיכון של פעילות הנדל"ן המניב. לכן, בטווח הבינוני אנו סבורים כי פרופיל הסיכון העסקי המשוקלל אף צפוי להתחזק. הערכתנו מבוססת, בין היתר, על הצעדים שבוצעה החברה במהלך 2014, ביניהם מימוש טמבור וחתימה על חוזים למימוש הפעילות הסולרית ומתקן ההתפלה.

מאידך, לחברה תכניות פיתוח בהיקפים נרחבים מאוד, כ-3.5 מיליארד ₪ ב-4-5 השנים הקרובות. חלק ניכר מתכניות אלו מרוכז בתל אביב, ולדעתנו קיימים בו אלמנטים של סיכון גבוה יחסית, לאור עודף ההיצע של המשרדים באזור. אנו צופים כי היקף הייזום יעמוד על כ-10%-15% מסך הפורטפוליו, שהינו היקף סביר לדעתנו, ביחס להיקף פעילות החברה. להערכתנו, לאור נזילות החברה ולאור הגמישות הפיננסית הגבוהה שלה, יש בידיה לספוג עיכובים וסטיות מתכניות העבודה המקוריות בפרויקטים החדשים, אם יהיו.

רכישות נכסים יתבצעו, להערכתנו, בעיקר בשוקי חו"ל שבהם 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.	Mercialys	Icade S.A.
	ilAA+/Stable/ ilA-1+	ilAA/Stable	ilAA/Stable	BBB/Stable/ A-2	BBB+/Stable/ A-2
Rating as of Jan. 26, 2015					
(Mil. €)					
	--Fiscal year ended Dec. 31, 2013--				
Revenues	1,838.9	103.1	156.9	143.1	1,592.8
EBITDA	350.3	76.5	122.8	124.1	478.5
Funds from operations (FFO)	227.9	44.4	69.8	94.2	295.6
Interest Expense	113.3	27.3	48.0	31.1	149.3
Net income from cont. oper.	194.3	41.4	50.9	123.4	126.9
Cash flow from operations	205.7	20.0	54.6	71.2	235.0
Dividends paid	55.4	0.0	0.0	120.4	210.4
Debt	1,938.2	461.7	781.5	762.3	4,077.5
Equity	2,661.5	663.2	749.8	740.4	4,584.9
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	19.1	74.2	78.3	86.8	30.0
EBITDA interest coverage (x)	3.1	2.8	2.6	4.0	3.2
Debt/EBITDA (x)	5.5	6.0	6.4	6.1	8.5
FFO/debt (%)	11.8	9.6	8.9	12.4	7.3
Total debt/debt plus equity (%)	42.1	41.0	51.0	50.7	47.1

(*) הנתונים של עזריאלי נערכו על ידינו על בסיס הדוח המאוחד, וכוללים את איחוד גרנית.

הפרופיל הפיננסי**מינוף נמוך ויחסי כיסוי חוב איתנים; צפי לשיפור בטווח הקצר והבינוני**

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

- כחלק מהאסטרטגיה והמדיניות הפיננסית, החברה שומרת על מינוף נמוך לאורך השנים, גם בתקופות של פיתוח מסיבי.
- 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. נגישות זו גם מאפשרת קבלת הלוואות בריביות נמוכות יחסית ללא גידול משמעותי בעומס הוצאות המימון.
- יחס הון למאזן גבוה (52% נכון ל-30 בספטמבר 2014) המאפשר גמישות פיננסית ויכולת לספוג קשיים נקודתיים בנכס ספציפי מבלי שהדבר יפגע משמעותית בבסיס ההון.
- החזקה במניות לאומי ובמניות לאומי קארד, בשווי של כ-1.6 מיליארד ש"ח, התורמת לגמישות הפיננסית של החברה וליכולתה לשמור על יחס המינוף הנוכחי, במידת הצורך, באמצעות מימוש המניות. נציין כי תרחיש של מימוש אינו חלק מהתחזית שלנו לטווח הקרוב.

גורמי התמיכה שלעיל מתקזזים חלקית, לדעתנו, על ידי חשיפה לתנודתיות בשווי שוק מניות בנק לאומי וצפי לתזרים דיבידנדים מצומצם מהחזקה זו בשל שינויים רגולטורים בענף הבנקאות. שחיקה בשווי החזקה פוגעת בשורת הרווח הכולל, אולם אנו רואים בה כהחזקה פיננסית בלבד שאינה מגבילה את הדירוג.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים כי מימוש נכסי גרנית יביא לשיפור ביחסי הכיסוי, להנבט תזרים פנוי ולירידה משמעותית ביחס המינוף חוב לחוב והון עצמי בטווח הבינוני, בעיקר אם וכאשר תמומש סונול, הממונפת מבין אחזקות גרנית. לדעתנו, הפרופיל הפיננסי הולם את הדירוג הנוכחי עוד לפני מימוש פעילויות גרנית, בשל ציפיותינו לקיטון משמעותי בעלויות המימון בטווח הקרוב כתוצאה מרה-ארגון של החוב שמבצעת החברה בשנתיים האחרונות, שבמסגרתו החליפה חוב היסטורי יקר בחוב חדש בריביות נמוכות משמעותית. השלמת הנפקת סדרת אג"ח חדשה בסך כ-625 מיליון ₪ לצורך מחזור חוב צפויה להביא לירידה משמעותית נוספת בהוצאות המימון ובכך לשיפור ביחס ה-EBITDA להוצאות מימון, וכן לרווח את פריסת חלויות החוב. בשנת 2015 צפויות להיפרע, בין היתר, הלוואות היסטוריות בהיקף של כ-600 מיליון ₪ הנושאות ריבית ממוצעת של כ-5%.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו צופים את היחסים המאוחדים הבאים בשנתיים הקרובות: EBITDA להוצאות מימון של כ-3.2x-3.5x ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-43%-44%. להערכתנו, מימוש סונול בטווח הבינוני עשוי להוריד את היחס המאוחד חוב לחוב והון עצמי לכ-38%.

נקודות חוזק התומכות בדירוג הן גמישותה הפיננסית של עזריאלי ונגישותה למגוון מקורות מימון, בין היתר בהתבסס על מצבת נכסי נדל"ן לא משועבדים גבוהה מאוד יחסית להיקף החוב. נציין בשנת 2015 צפוי פירעון סופי של אג"ח קנית שצפוי לשחרר כ-1.4 מיליארד ₪ נכסים נוספים משעבוד ובשנת 2017 צפוי להשתחרר משעבוד קניין גבעתיים בשווי של כ-1 מיליארד ₪.

Table 2.

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

	--Fiscal year ended Dec. 31--				
(Mil. NIS)	2013	2012	2011	2010	2009
Revenues	8,795.6	9,055.4	7,547.3	6,343.9	5,530.0
EBITDA	1,678.3	1,608.9	1,422.8	1,324.0	1,215.5
Funds from operations (FFO)	1,091.6	1,015.6	787.8	727.5	623.3
Interest Expense	543.4	573.9	609.1	541.8	548.0
Net income from continuing operations	929.5	938.5	595.9	1,224.2	1,000.0
Cash flow from operations	985.0	656.3	532.2	995.7	1,056.2
Dividends paid	265.0	240.0	245.9	10.2	0.0
Debt	9,270.5	8,823.3	8,424.0	7,649.1	7,727.2
Equity	12,730.0	11,957.3	11,464.1	11,524.8	7,692.1
Valuation of Investment Property	17,273.3	15,864.8	14,766.1	12,210.3	10,868.7
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	19.1	17.8	18.9	20.9	22.0
EBITDA interest coverage (x)	3.1	2.8	2.3	2.4	2.2
Debt/EBITDA (x)	5.5	5.5	5.9	5.8	6.4
FFO/debt (%)	11.8	11.5	9.4	9.5	8.1
Debt/debt and equity (%)	42.1	42.5	42.4	39.9	50.1

(*) הנתונים של עזריאלי נערכו על ידינו על בסיס הדוח המאוחד, וכוללים את איחוד גרנית.

נזילות: הולמת

אנו בוחנים את נזילות קבוצת עזריאלי ברמת הסולו המורחב (ללא גרנית). להערכתנו, רמת הנזילות של החברה ברמת הסולו המורחב היא "הולמת" ונתמכת בתזרים שוטף איתן מפעילות הליבה, בנראות גבוהה של הכנסות ובהיקף גדול של נכסי נדל"ן מניב לא משועבדים, בשווי של כ-12 מיליארד ₪ נכון לספטמבר 2014, הצפוי לעלות לכ-13.5 מיליארד ₪ בשנת 2015 לאחר פירעון אג"ח קנית בסך כ-330 מיליון ₪, ומקנה לה גמישות פיננסית רבה.

להערכתנו, למרות עומס חלויות בשנת 2015 ובשנת 2017, החברה יכולה להיערך מבעוד מועד ולפחות שלושה חודשים מראש למחזור חוב. הערכתנו מבוססת על גמישות פיננסית גבוהה ונגישות טובה מאוד למקורות מימון מגוונים.

נציין כי מדיניות ההנהלה היא להשתמש באשראי לזמן קצר, בסך כ-600-700 מיליון ₪, לשם הפחתת עלויות המימון. אנו סבורים שהתנהלות זו כרוכה בסיכונים גבוהים יותר, אולם להערכתנו, היא איננה מגבילה את פרופיל הנזילות הנוכחי לאור נקודות החוזק שציינו לעיל.

לחברה התניה פיננסית כנגד הלוואה שהתקבלה לאחרונה כנגד מרכז עזריאלי, ולהבנתנו היא שומרת בה על מרווח הולם.

בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי המקורות והשימושים של החברה ברמת ודאות גבוהה יחסית, נכון לשנת 2015, הם כדלקמן:

מקורות עיקריים	שימושים עיקריים
• הלוואות חדשות בסך כ-1.8 מיליארד ₪ (הנחה שלנו, בהתאם לצרכיה של החברה, כולל מחזור און-קולים וניירות ערך מסחריים ו/או קבלת הלוואות לזמן ארוך כנגד שיעבוד נכסים/הגדלת LTV ו/או הנפקת אג"ח) (מזה כ-625 מיליון ₪ גויסו באג"ח). • תזרים מפעילות שוטפת בסך כ-800-850 מיליון ₪ (בניכוי ריבית ומס תזרימיים).	• כ-1.1 מיליארד ₪ - חלויות של אשראי לזמן ארוך (אג"ח והלוואות בנקאיות). • כ-630 מיליון ₪ אשראי לזמן קצר (און-קולים וניירות ערך מסחריים, מולם אנו מניחים מחזור). • השקעות בנכסים חדשים, כ-250 מיליון ₪ (נלקחו בחשבון רק השקעות בנכסים שעומדים להיפתח בקרוב ובעלי חוזים מקדמיים; לחברה יש השקעות נוספות שאינן בתרחיש הנזילות שלנו). • חלוקת דיבידנד בסך כ-280 מיליון ₪ (הנחה שלנו).

קבוצת עזריאלי בע"מ – חלויות חוב ברמת הסולו המורחב					
(מיליון ₪)	2015	2016	2017	2018	2019 ואילך
חלויות	1,784	289	1,777	157	1,249

(*) שנת 2015 כוללת אשראי לזמן קצר בסך כ-630 מיליון ₪ (הלוואות און-קול וניירות ערך מסחריים).

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 שעשינו לנתונים המאוחדים של קבוצת עזריאלי לשנת 2013:

- התאמה לחוב של כ-1.3 מיליארד ₪ בגין התחייבויות של גרנית לחכירה תפעולית של תחנות דלק, על מנת ליצור בסיס השוואה לחברה עם תמהיל בעלות/חכירה שונה. בהתאמה הוספנו כ-207 מיליון ₪ ל-EBITDA ו-95 מיליון ₪ להוצאות המימון.
- הפחתת רזרבת מזומנים של כ-520 מיליון ₪ מהחוב.
- הסעיף 'שינוי' בנכסים פיננסיים המוחזקים למסחר' מסווג כתזרים מפעילות שוטפת. אנו סיווגנו אותו כתזרים מפעילות השקעה/מימון. התאמה זו שולית בשנת 2013.
- סיווג ריבית ששולמה ושהתקבלה ודיבידנד שהתקבל כתזרים שוטף – 285 מיליון ₪.
- סיווג של ריבית לשלם כחוב פיננסי – 60 מיליון ₪.

Table 3.

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

--Fiscal year ended Dec. 31, 2013--

Azrieli Group Ltd. reported amounts						
	Debt	Shareholders' equity	EBITDA	Interest expense	EBITDA	Cash flow from operations
Reported	8,365.6	12,635.3	1,459.3	442.4	1,459.3	1,229.0
Standard & Poor's adjustments						
Interest expense (reported)	--	--	--	--	(442.4)	--
Interest income (reported)	--	--	--	--	89.0	--
Current tax expense (reported)	--	--	--	--	(132.3)	--
Operating leases	1,383.6	--	207.4	95.9	111.5	111.5
Surplus cash	(517.3)	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	69.9	(69.9)	(69.9)
Share-based compensation expense	--	--	11.6	--	11.6	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	(285.6)
Non-controlling Interest/Minority interest	--	94.7	--	--	--	--
Debt - Accrued interest not included in reported debt	60.2	--	--	--	--	--
Debt - Other	(21.7)	--	--	--	--	--
Interest expense - Other	--	--	--	(64.7)	64.7	--
Total adjustments	904.8	94.7	219.0	101.0	(367.8)	(244.0)
Standard & Poor's adjusted amounts						
	Debt	Equity	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	9,270.5	12,730.0	1,678.3	543.4	1,091.6	985.0

(*) הנתונים של עזריאלי נערכו על ידינו על בסיס הדוח המאוחד, וכוללים את איחוד גרנית.

מחקר קשור

- מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר 2013. <http://maalot.co.il/publications/MCP20141207101334a.pdf>
- גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 19 בנובמבר 2013. <http://maalot.co.il/publications/MT20131127143800a.pdf>
- מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014. <http://maalot.co.il/publications/MCP20141207101333a.pdf>
- דירוגי חברות – יחסים פיננסיים והתאמות, 19 בנובמבר 2013. <http://maalot.co.il/publications/MT20131127143756a.pdf>
- קריטריונים לדירוג הנפקות של חברות לא-פיננסיות בסולם הדירוג המקומי של Standard & Poor's Maalot, 22 בספטמבר 2014. <http://maalot.co.il/publications/MCP20141207101334.pdf>

פרטים כלליים (נכון ל-11 בפברואר, 2015)

קבוצת עזריאלי בע"מ	
דירוג המנפיק	ilAA+/Stable/ilA-1+
סדרה א' (עזריאלי)	ilAA+
ניירות ערך מסחריים	ilA-1+
היסטוריית דירוג המנפיק	
20-ינואר-2015	ilAA+/Stable/ilA-1+
16-אוקטובר-2013	ilAA/Stable
2-דצמבר-2012	ilAA/Stable
21-נובמבר-2011	ilAA/Stable
8-דצמבר-2010	ilAA-/Positive

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 (ביחוד 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 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 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, מכולו או מקצתו, ללא קבלת הסכמת S&P מראש ובכתב. אין לעשות בתוכן כל שימוש מעבר לשימוש המפורט במסמך זה, בתנאי השימוש ובמדיניות הפרטיות.