

**גזית גלוב בע"מ**

Aa2	<b>דירוג סדרות קיימות</b>
-----	---------------------------

לאור השיפור בפעילות העסקית והפיננסית של החברה מידרוג מעלה את הדירוג הניתן לכל סדרות האג"ח שבמחזור ל-Aa2.

דירוג	מועד פדיון סופי	יתרה ל- 30.09.2005 מיליוני ₪	ריבית	הצמדה	סדרת אג"ח
Aa2	2005	11	L+0.5%	דולר	סדרה ד'
Aa2	2007-2017	639	6.50%	דולר	סדרה א'
Aa2	2014-2016	68	E+2%	יורו	סדרה ב'*
Aa2	2006-2015	114	5.95%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa2	2010	124	5.55%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa2	2006-2012	73	5.65%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa2	2010-2012	102	5.10%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa2	2011-2018	668	4.95%	מדד	סדרה ג' *

\* 588 מ' ₪ מוחזקות על ידי חברת בת

מחבר:  
אביטל איגנר  
אנליסטית  
[a.ignar@midroog.co.il](mailto:a.ignar@midroog.co.il)

איש קשר:  
אביטל בר דיין  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**שיקולים עיקריים להעלאת הדירוג**

**גידול במצבת הנכסים, בעיקר במצבת נכסי FCR ורכישת מספר נכסים בישראל**

בתקופה הנסקרת, גדלה מצבת הנכסים נטו של גזית גלוב והחברות המוחזקות שלה מכ-296 נכסים לכ-315 נכסים נכון ליום 30.6.2005. נכסים אלו כוללים 299 מרכזים מסחריים פעילים, 10 מרכזים מסחריים בפיתוח, 5 בתי דיור מוגן אשר כוללים כ-500 יחידות דיור ובניין משרדים בתל אביב. מרבית הגידול הינו במצבת נכסי חברת First Capital Realty (להלן FCR) אשר גדלו מכ-97 מרכזים מסחריים לכ-117 מרכזים מסחריים. בנוסף, השלימה החברה רכישה של מרכז רוטשילד בראשון לציון בסכום של 185 מ' ₪ ופועלת לרכישת נכסים נוספים בישראל. כמו כן, החברה מתכוונת לבנות פלטפורמה של השקעה בבתי רופאים בארה"ב בהחזקה ישירה של חברת גזית גלוב. החברה מימשה את פעילות הדיור המוגן בישראל באמצעות מכירת חלקה במשכנות כלל תמורת סך של 59 מ' ₪.

### **גיוס הון לשמירה על יחסי איתנות פיננסית גבוהים בחברת גזית גלוב**

באוקטובר 2005 גייסה החברה הון בסכום של כ-268 מ' ש"ח בהקצאה פרטית וכן מומשו אופציות אשר הוסיפו להון העצמי של החברה סכום של כ-364 מ' ש"ח. לאחר גיוס זה, ממשיכה החברה לשמור על יחסי איתנות פיננסית גבוהים. יחס ההון העצמי לסך המאזן לאחר גיוס ההון יעמוד על כ-40%. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות הפיננסית של החברה לאחר גיוס ההון הינם טובים מאוד. בהתחשב בשווי הנגזר לאחזקה במניות אקוויטי ואן (להלן "EQY"), FCR ו-Citycon ממחיר השוק יחס ההון העצמי המותאם לסך המאזן גבוה משמעותית ועומד על כ-55%.

### **גיוסי הון וחוב בחברות הבת**

במהלך התקופה הנסקרת, הנפיקו החברות המוחזקות של החברה הון וחוב. מה-30.6.2004 ועד למועד כתיבת הדוח גייסה FCR הון בסכום של כ-475 מ' דולר קנדי אשר כולל המרת אג"ח למניות בסכום של כ-327 מ' דולר קנדי. בתקופה האמורה גייסה EQY הון בסך של כ-80 מ' דולר אמריקאי באמצעות מימוש אופציות ו-DRIP (Dividend Re-Investment Plan) וכמו כן גייסה אג"ח בסכום של כ-120 מ' דולר אמריקאי. Citycon גייסה בתקופה האמורה סכום של כ-91 מ' אירו.

### **עליה משמעותית בשווי החברות המוחזקות תרם לשיפור ביחס האיתנות**

שווי השוק של החברות המוחזקות EQY, FCR ו-Citycon עלה באופן משמעותי תוך שיפור יחסי האיתנות כפי שבאים לידי ביטוי ביחס החוב לשווי האחזקות אשר עמד נכון ל-30.6.2005 פרופורמה על 48%.

**שינוי מהותי בהרכב החוב תוך עליית משקל החוב שאינו מבוטח מסך החוב, מהלך אשר תורם לשיפור הגמישות הפיננסית**

במהלך התקופה הנסקרת הנפיקה החברה אגרות חוב שאינן מובטחות, אשר החליפו חובות בנקאיים המובטחים בשיעבודים, כך שנכון ליום 30.6.2005 עמד יחס החוב המובטח לסך החוב על כ-36% לעומת יחס של כ-64% נכון ליום 30.6.2004. נכון למועד כתיבת הדו"ח עומד יחס החוב המובטח לסך החוב על כ-29%. מידרוג מעריכה כי הגדלת משקל החוב הלא מובטח על חשבון החוב המובטח משפרת את מצבם של בעלי אגרות החוב ותורמת להגדלת הגמישות הפיננסית. כמו כן, במהלך זה נפרס מחדש לוח הסילוקין והוארך המח"מ.

### **שיפור באופק הדירוג של EQY ומתן דירוג ראשוני ל-FCR**

הדירוג הבינלאומי של חברת EQY על ידי Moody's השתפר מדירוג של Baa3 עם אופק דירוג יציב לדירוג של Baa3 עם אופק דירוג חיובי. Moody's מדגישה את פריסת החובות הנוחה ואת ההתבססות על מרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, אשר מספקים יציבות ברווחיות על פני זמן. החולשות המוזכרות כוללות את הרמה הגבוהה של החוב המובטח מסך החוב, הפיזור הגיאוגרפי אשר במונחים בינלאומיים נמוך יחסית (כמחצית מן הפעילות מתבצעת בפלורידה) ומגמת המעבר לרכישה ב-Supercenters כדוגמת Wal mart כתחליף למרכזים השכונתיים. ריכוז הנכסים של Equity בפלורידה מגביר את חשיפתה לסיכונים הקשורים במחזוריות הכלכלית במדינה וכן את חשיפתה לנזקי טבע שונים. כמו כן, לראשונה קיבלה FCR דירוג בדרגת השקעה BBB Low (המקבילה לדירוג Baa3 של Moody's) על ידי חברת דירוג קנדית מקומית.

### **כוונה למכירת פורטפוליו נכסים בטקסס ולואיזיאנה**

ביוני 2005 הודיעה החברה כי בכוונתה לפעול למכירת פורטפוליו הנכסים שלה בטקסס ולואיזיאנה אשר מונים כ-32 מרכזים מסחריים בטקסס וכ-15 מרכזים מסחריים בלואיזיאנה בשטח כולל של כ-320 אלף מ"ר. נכון ליום 30.6.2005 העלות המופחתת של הנכסים המיועדים למכירה עמדה על כ-287 מ' דולר. במהלך התקופה מכרה החברה שני נכסים מתוך הנכסים המיועדים למכירה. בספטמבר 2005, הודיעה החברה על שינוי סיווג של הנכסים

למכירה בלואיזיאנה בעקבות ביטול הסכם מותנה למכירת הנכסים האמורים ולאור השפעת סופת ההוריקן Katrina על השוק בלואיזיאנה, ועל כן, החברה מעריכה כי נכסים אלו לא ימומשו בזמן הקרוב.

#### ניסיונות לרכישת חברות בעלות פעילות דומה

הקבוצה ממשיכה לפעול להרחבת פעילותה בתחומי הליבה. במהלך התקופה הנסקרת נעשו שני ניסיונות לרכישת חברות בעלות פעילות דומה לזו של החברה באמצעות חברת הבת EQY. באוגוסט 2005, החברה הגישה הצעת רכש לרכישת מניות חברת Cedar בהיקף של כ-220 מ' דולר במחיר שהיווה כ-14% מעל למחיר השוק. הצעה זו לא נתממשה. באוקטובר 2005, EQY הודיעה כי בכוונתה להציע הצעת רכש למניות חברת DIM VASTGOED, חברה הולנדית אשר בבעלותה 17 מרכזים מסחריים בדרום מזרח ארה"ב. היקף העסקה מוערך בכ-150 מ' דולר והמחיר המוצע מבטא פרמיה של כ-14.5% מעל מחיר השוק.

#### התפתחות התוצאות הכספיות

##### גידול משמעותי בסך המאזן בעיקר כתוצאה מהגדלת ההשקעה בחברות הבנות וכן כתוצאה מרכישת נכסים חדשים בישראל

סך המאזן של גזית גלוב סולו מורחב\*, נכון ל-30.6.2005 עמד על סכום של כ-4.0 מיליארד ₪ ועלה בכ-0.9 מיליארד ₪ ביחס לסך המאזן נכון ל-30.6.2004 אשר עמד על כ-3.1 מיליארד ₪. העלייה המשמעותית בסך המאזן נובעת מהגדלת ההשקעה של החברה בחברות מוחזקות בכ-600 מ' ₪, בעיקר ב-FCR (כולל המרת אג"ח למניות), וכן בהגדלת הרכוש הקבוע בכ-150 מ' ₪ באמצעות רכישת נכסים בישראל. המאזן פרופורמה לאחר גיוס הון, מימוש אופציות ורכישת נכסים בישראל (להלן, "מאזן פרופורמה") כולל השקעה נוספת בנכסים בישראל כך שסך הרכוש הקבוע צפוי לעמוד על כ-293 מ' ₪ כאשר נותרה לחברה התחייבות להשקעה בסכום נוסף של כ-145 מ' ₪. יתרות הנזילות של החברה אשר עמדו נכון ל-30.6.2005 על כ-133 מ' ₪ צפויות לעלות לכ-266 מ' ₪ לפי נתוני הפרופורמה.

##### נתונים מאזניים - גזית גלוב סולו מורחב\*

אלפי ₪	מאזן פרופורמה	30.6.2005	30.6.2004	31.12.2004	31.12.2003
<b>נכסים</b>					
השקעה בחברות מוחזקות	3,777,800	3,523,800	2,927,949	3,354,200	2,355,726
רכוש שוטף ויתרות נזילות	316,612	183,200	60,676	62,200	113,474
רכוש קבוע	293,600	209,600	61,700	32,600	49,005
רכוש אחר	69,900	69,900	23,947	25,800	21,317
<b>סך נכסים</b>	<b>4,569,312</b>	<b>4,062,900</b>	<b>3,115,757</b>	<b>3,547,300</b>	<b>2,573,844</b>
<b>התחייבויות</b>					
התחייבויות שוטפות	38,100	38,100	25,648	37,700	14,297
התחייבויות זמן ארוך כולל חלויות שוטפות	2,700,600	2,651,600	1,877,828	2,207,400	1,418,335
הון עצמי	1,830,612	1,373,200	1,212,281	1,302,200	1,141,212
<b>סך התחייבויות והון עצמי</b>	<b>4,569,312</b>	<b>4,062,900</b>	<b>3,115,757</b>	<b>3,547,300</b>	<b>2,573,844</b>

\* דו"ח כספי סולו מורחב הכולל את החברה עצמה והחברות המוחזקות בבעלות מלאה אשר החברה ערבה לחובותיהן.

##### גידול בסך החוב ושינוי בהרכב החוב כך שמרבית החוב של החברה הינו חוב בלתי מובטח

סך החוב הפיננסי של החברה עלה בתקופה הנסקרת מכ-1.9 מיליארד ₪ נכון ל-30.6.2004 לכ-2.65 מיליארד ₪ נכון ל-30.6.2005. העליה בחוב נובעת מהשקעה ב-FCR ובנכסים חדשים. עיקר הגידול בחוב הינו בחוב אג"ח. בנוסף,

במהלך התקופה שינתה החברה את הרכב החוב שלה כך שהגדילה את משקל החוב הבלתי מובטח מסך של כ-36% מסך החוב נכון ליום 30.6.2004 לכ-64% נכון ליום 30.6.2005 ולכ-71% מסך החוב נכון למועד כתיבת הדוח. מידרוג מעריכה כי שינוי זה בהרכב החוב מגדיל את הגמישות הפיננסית של החברה וכן מיטיב את מצבם של בעלי החוב אשר אינם מובטחים.

**שמירה על איתנות פיננסית גבוהה באמצעות גיוס הון ומימוש אופציות. הגידול בשווי החברות המוחזקות שיפר את יחס החוב לשווי השוק של החזקות**

יחסי האיתנות הפיננסית אשר מתבטאים ביחס ההון העצמי לסך המאזן ויחס החוב ל-CAP הורעו מיחס הון עצמי למאזן של 39% נכון ל-30.6.2004 ליחס של 34% נכון ל-30.6.2005. יחס החוב ל-CAP עמד נכון ל-30.6.2004 על כ-61% ועלה לכ-66% נכון ל-30.6.2005. יחסי האיתנות הפיננסית פרופורמה הכוללים גיוס הון ומימוש אופציות בסכום של כ-445 מיליון ₪, ירשמו שיפור ניכר כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן יעלה לכ-40% ויחס החוב ל-CAP ירד לכ-60%. באם מתחשבים בשווי השוק של החזקות הסחירות, יחסים אלו טובים יותר באופן משמעותי. מידרוג מעריכה כי לאחר גיוס ההון, יחסי האיתנות הפיננסית של החברה הינם טובים מאוד.

יחסי האיתנות כפי שמתבטאים ביחס החוב לשווי ההשקעות המותאם\* רשמו שיפור על אף הגידול בחוב, שכן שווי החזקות הסחירות של החברה עלה באופן ניכר. יחס החוב ברוטו לשווי ההשקעות המותאם ירד מכ-53% נכון ליום 30.6.2004 לכ-47% נכון ליום 30.6.2005. יחס זה צפוי לעמוד על כ-48% לפי נתוני הפרופורמה. מידרוג מעריכה כי הרמה של יחסים אלו מצביעה על איתנות פיננסית גבוהה.

**חוב ויחסי איתנות פיננסית – סולו מורחב**

אלפי ₪	פרופורמה	30.6.2005	30.6.2004	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
חוב פיננסי ברוטו	2,700,600	2,651,600	1,877,828	2,207,400	1,418,335	1,100,225
חוב פיננסי נטו בניכוי מזומנים	2,434,288	2,518,700	1,817,152	2,185,900	1,304,861	803,884
שווי שוק השקעות סחירות	5,266,300	5,266,300	3,541,000	4,748,700	2,838,600	1,521,400
שווי מאזני השקעות לא סחירות	419,000	366,800	119,000	175,500	124,000	122,336
שווי השקעות מותאם	5,685,300	5,633,100	3,552,397	4,924,200	2,962,600	1,643,736
<b>יחסי איתנות</b>						
חוב פיננסי ברוטו למאזן	59%	65%	60%	62%	55%	55%
הון עצמי למאזן	40%	34%	39%	37%	44%	45%
חוב פיננסי נטו למאזן	53%	62%	58%	62%	51%	40%
חוב פיננסי ל-CAP	60%	66%	61%	63%	55%	55%
חוב פיננסי נטו לעלות בספרים השקעות	59%	66%	61%	64%	54%	50%
חוב פיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם	48%	47%	53%	45%	48%	67%
חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם	43%	45%	51%	44%	44%	49%

\*שווי השקעות מותאם מחושב על בסיס שווי השוק של מניות חברת EQY, FCR ו-Citycon בתוספת שווי מאזני של ההשקעות הבלתי סחירות.

**ירידה ביחס הכיסוי התפעולי בעיקר כתוצאה מגידול בהוצאות המימון ועל אף הגידול בדיבידנדים מחברות מוחזקות, אך שיפור ביחס החוב לתזרים התפעולי ביחס לשנים קודמות**

התזרים התפעולי השוטף, אשר כולל דיבידנדים ודמי ניהול בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות, הוצאות מימון ומס, במחצית הראשונה של שנת 2005 עמד על כ-84 מ' ₪ ועלה ביחס לתזרים המקביל אשתקד אשר עמד על כ-70 מ' ₪. התזרים התפעולי במחצית הראשונה של שנת 2005 כלל גידול בהכנסות מדיבידנדים מחברות מוחזקות וכן דיבידנד מיוחד בסך של כ-22 מ' ₪. מאידך, ניכרת עליה חדה בהוצאות המימון אשר עמדו על כ-55 מ' ₪ במחצית הראשונה של שנת 2005 לעומת סכום של כ-22 מ' ₪ במחצית הראשונה של שנת 2004. כל אלו גרמו לירידה ביחס הכיסוי

התפעולי. יחס הכיסוי התפעולי ירד מכ-3.1 במחצית הראשונה של שנת 2004 לכ-2.2 נכון למחצית הראשונה של שנת 2005. יחס החוב ברוטו לתזרים התפעולי לפני מס ומימון ירד מכ-9.7 נכון למחצית הראשונה של שנת 2004 לכ-9 נכון למחצית הראשונה של שנת 2005. לעומת זאת, יחס החוב ברוטו לתזרים התפעולי לאחר מימון ומס עלה מכ-13.3 במחצית הראשונה של שנת 2004 לכ-15.8 נכון למחצית הראשונה של שנת 2005, אך יחס זה השתפר ביחס לשנים 2002-2004. על פי תחזית התזרים של החברה לשנה הקרובה, צפויים יחסי כיסוי חוב אלו לרשום שיפור נוסף.

### תמצית תזרימי המזומנים – סולו מורחב

אלפי ₪	30.6.2005	30.6.2004	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
דיבידנדים ודמי ניהול	144,540	110,978	237,989	142,996	99,537
דיבידנד מיוחד	22,483	0	0	0	0
הוצאות הנהלה וכלליות	-19,902	-14,104	-38,051	-29,036	-26,191
הוצאות מימון	-55,350	-21,632	-60,468	-21,205	-15,832
מס	-7,825	-4,841	-10,043	-7,759	-7,483
<b>תזרים תפעולי שוטף</b>	<b>83,947</b>	<b>70,401</b>	<b>129,427</b>	<b>84,996</b>	<b>50,032</b>
השקעה בחברות בנות	-105,975	-580,006	-873,240	-652,288	-198,602
רכוש קבוע ואחר	-237,941	2,537	-40,690	27,596	83,096
<b>תזרים מפעילות השקעה</b>	<b>-343,916</b>	<b>-577,468</b>	<b>-913,930</b>	<b>-624,692</b>	<b>-115,506</b>
(פירעון) קבלת הלוואות מבנקים	-523,657	155,211	358,416	156,089	120,636
(פירעון) הנפקת אג"ח	826,769	299,765	406,054	117,632	139,656
גיוס הון	0	0	0	64,483	79,647
מימוש אופציות למניות	52,559	46,356	77,895	78,401	36,017
דיבידנד	-37,104	-30,233	-63,075	-52,178	-50,312
פירעון ורכוש אחר	-17,351	-4,391	-19,478	-27,193	-67,294
<b>תזרים מפעילות מימון</b>	<b>301,216</b>	<b>466,708</b>	<b>759,812</b>	<b>337,234</b>	<b>258,351</b>
<b>יחסי כיסוי</b>					
יחס כיסוי תפעולי*	2.2	3.1	2.4	2.8	2.4
חוב פיננסי ברוטו לתזרים תפעולי לפני מימון ומס	9.0	9.7	11.0	12.4	15.0
חוב פיננסי ברוטו לתזרים תפעולי לאחר מימון ומס	15.8	13.3	17.1	16.7	22.0

\*יחס כיסוי תפעולי = דיבידנדים, ריבית אג"ח ודמי ניהול מחולק בהוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון

### שיקולים עיקריים לדירוג

התמקדות במרכזים מסחריים שכונתיים מעוגגי סופרמרקטים בעלי חשיפה נמוכה למחזורי עסקים אשר ממוקמים במספר מדינות המדורגות בדירוג גבוה העולה על דירוגה של מדינת ישראל; מרבית הנכסים ממוקמים במדינת פלורידה שבארה"ב ובמדינת אונטריו שבקנדה; בחינת הביצועים בשנים האחרונות מצביעה על צמיחה גבוהה תוך שמירה על רווחיות ויחסים פיננסיים טובים; עמידה בתחזיות ואף מעבר; השפעה בניהול החברות המוחזקות בין היתר נוכח העובדה כי ממלאי תפקידים פעילים בחברות אלו הינם בעלי המניות ומנהלים בגזית גלוב; גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מרמה גבוהה יחסית של חוב לא מובטח, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקפים משמעותיים, הוכחת נגישות גבוהה לשוקי ההון במישרין, דרך חברות הבנות והחזקה בניירות ערך של חברות ציבוריות; בבחינת החברות המוחזקות ניכרת תלות במספר שוכרים עיקריים; השפעת שוכרים אלו על גזית גלוב נמוכה יותר; חשיפה לשינויים בהרגלי הצריכה של הציבור בצפון אמריקה אשר מושפעת בתקופה האחרונה, מחדירתה המהירה של רשת Wal-Mart, חדירה אשר פוגעת במרכזים השכונתיים מעוגגי הסופרמרקטים ובפרט, באלו הממוצבים נמוך; מידת המעורבות הגבוהה של בעלי המניות העיקריים יוצרת להערכת מידורג תלות מסוימת באנשי מפתח;

### פעילותה של EQY חשופה לשינויים בהרגלי הצריכה כתוצאה מכניסתם של רשתות ה-Supercenters כדוגמת Wal-Mart

בשנים האחרונות ניכרת חדירה של רשתות Supercenter זולות, ובעיקר רשת Wal-Mart (מדורגת ע"י מודיס בדירוג Aa2) לתחום של מכירת מזון בארה"ב ובקנדה. סניפי רשתות אלו אינם ממוקמים במרכזי שכונות המגורים ומהווים מוקדי משיכה לאוכלוסיה מהמעמד הבינוני-נמוך בשל רמת מחירים ושירות נמוכים. רשתות אלו מהוות איום על המרכזים השכונתיים מעוגני הסופרמרקטים ובעיקר על רשתות סופרמרקטים הפונות לקהל יעד ממעמד בינוני ונמוך. בעקבות ההתרחבות המואצת של Wal-Mart מספר רשתות סופרמרקטים בארה"ב נחלשו, נקלעו לקשיים. אחת מרשתות הסופרמרקטים אשר נחלשה הינה Winn Dixie, אשר שוכרת מחברת Equity 16 חנויות ותורמת 1.5% משכר הדירה השנתית. יש לציין כי Equity הקטינה במהלך השנים את חשיפתה לרשת Winn Dixie כך שבשנת 2005 היו ל-Equity 16 סניפים מתוך 190 מרכזים מסחריים לעומת 10 סניפים של Winn Dixie מתוך 34 מרכזים מסחריים בשנת 2000. מידרוג מעריכה כי להמשך יישום אסטרטגיית ההתרחבות של Wal-Mart עלולה להיות השפעה שלילית על תוצאותיהן של Equity ו-FCR, בפרט באותם המרכזים בהם Wal-Mart מתחרה באופן ישיר על קהל היעד של שוכר העוגן.

#### תלות בשוכרים עיקריים ברמת החברות המוחזקות

לשלוש החברות העיקריות אשר בבעלותה של החברה, Equity one, FCR ו-Citycon יש תלות בשוכרים עיקריים. השוכרים העיקריים של Equity כוללים את Publix ו-Kroger. השוכרים העיקריים של FCR כוללים את Loblaw, Sobeys ו-Metro ול-Citycon שוכר עיקרי, Kesko, אשר דמי השכירות שלו מהווים כ-52% מסך הכנסותיה של Citycon. מידרוג מעריכה כי ליציאת שוכרים עיקריים השפעה כפולה על רווחיותה של החברה, הראשונה, בשל הירידה הישירה בהכנסות משכירות והשנייה, בשל ירידת האטרקטיביות של המרכז המסחרי כולו. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי תלותה של גזית גלוב בשוכרים הנ"ל מצומצמת יותר מאשר תלות החברות המוחזקות בשוכרים, בשל התבססותה על אחזקה במספר חברות נכסים שונות.

#### שינויים במדיניות השכירות של שוכרי העוגן

שוכרי העוגן המהווים את השוכרים המהותיים של הקבוצה הן בעיקר רשתות השיווק. שינויי מדיניות של רשתות השיווק לגבי אופן הפעילות במרכזים המסחריים הכוללים את גודל החנויות, מיקום המרכזים וכדומה יכולים להשפיע לרעה על תוצאות פעילותה של החברה.

#### תלות באנשי מפתח בחברה

פעילות החברה ובפרט המשך הצמיחה תלויה באופן כמעט בלעדי ביו"ר הדירקטוריון מר חיים כצמן ובמנכ"ל מר דורי סגל. בהתאם, מידרוג מעריכה כי להפסקת פעילותם של אנשי מפתח אלו בחברה תתכן השפעה על מאפייני הפעילות של החברה. החברה פועלת לאורך שנים לבניית מנגנון שכר אשר ישמר את אנשי מפתח אלו ואחרים בחברה.

## גורמי סיכון פיננסיים

### אסטרטגיית הצמיחה של החברה מבוססת בין היתר גם על רכישת ניירות ערך של חברות בעלות פעילות דומה

החברה מיישמת אסטרטגיה של צמיחה בין היתר באמצעות רכישת ני"ע של חברות בעלות פעילות דומה הכוללת אחזקה בנכסים מניבים וחלוקת דיבידנד על בסיס קבוע לבעלי המניות ולעיתים באמצעות השתלטות עוינת, פעילות נרחבת (של החברה והחברות המוחזקות) בגיוסי הון והנפקות אג"ח במספר שוקי הון בעולם. אופן פעילות זה מאפשר השגת קצבי צמיחה גבוהים יחסית ובאופן משתנה. מידרוג מעריכה כי בפעילות זו גלומה רמת סיכון גבוהה מזו הגלומה בהשגת התפתחות עסקית באמצעות צמיחה פנימית. אולם, עד כה הצליחה הנהלת החברה ביישום אסטרטגיית הצמיחה באמצעות רכישות, מיזוגים ואינטגרציה מוצלחת של הפעילויות הנרכשות.

**תשלומי הדיבידנד המחולקים על ידי גזית גלוב משמשים גם לשירות חובותיה של גזית אינק. אשר מחזיקה ב-57.6% ממניותיה**

חברת גזית אינק. אשר הינה חברה ציבורית הנשלטת על ידי מר חיים כצמן ומר דורי סגל, מחזיקה בכ-57.6% ממניותיה של גזית גלוב. לגזית אינק חוב פיננסי ברוטו בהיקף של כ-470 מיליון ₪ (חוב פיננסי נטו עומד על כ-370 מ' ₪), תשלומי הדיבידנד, המחולקים על ידי גזית גלוב משמשים, לדעת מידרוג, גם לשירות חובותיה של גזית אינק ועל כן מהווים חלק משיקוליה של החברה בקביעת מדיניות הדיבידנד. גזית נוהגת לחלק מידי רבעון דיבידנד לבעלי המניות בהיקף מינימלי של 23 אגורות למניה לרבעון (92 אגורות למניה בחישוב שנתי). יחד עם זאת, נציין כי לגזית אינק. גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מהעובדה כי הנכס העיקרי שלה, אחזקה בגזית, הינו נכס סחיר.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ירידה ברמת המינוף הכוללת של החברה (סולו) והחברות המוחזקות.
- העלאת הדירוג של החברות המוחזקות.

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה ו/או החברות המוחזקות בכלל זה חריגה מיעד החברה (סולו) שלא לרדת מיחס הון עצמי לסך מאזן בטווח של כ-30%.
- כל פגיעה מהותית בתוצאות התפעוליות של החברות המוחזקות מהווה גורם סיכון רלוונטי.

## אודות המנפיק

גזית גלוב הינה חברת השקעות בנדל"ן העוסקת במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב, קנדה, פינלנד וישראל. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף הדיור המוגן בדרום מזרח ארה"ב בהיקפים לא משמעותיים.

נכון ל-2005.6.30 הקבוצה מחזיקה באמצעות חברות מוחזקות, (בבעלות חלקית), ב-315 נכסים מניבים בשטח בנוי בהיקף של כ-3.2 מיליון מ"ר הכוללים כ-299 מרכזים פעילים, 10 מרכזים מסחריים בפיתוח, 5 בתי דיור מוגן הכוללים כ-500 יחידות דיור ובניין משרדים בתל אביב. בנוסף, מחזיקה החברה בכ-36.8% מחברה פינית Citycon. דמי השכירות השנתיים בגין הנכסים בארה"ב ובקנדה עומדים על כ-2.1 מיליארד ₪. הנכסים רשומים בספרים על סך של כ-17 מיליארד ₪.

הקבוצה פועלת בארה"ב בעיקר באמצעות EQY, חברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרות בבורסה בניו יורק ואשר החברה מחזיקה בה במישרין ובעקיפין בכ-32% (כ-40% בשליטה). Equity פועלת באזור דרום מזרח ארה"ב ובבעלותה כ-181 מרכזים מסחריים ו-7 מרכזים מסחריים בפיתוח. Equity פועלת כ-REIT אשר מקנה לה הטבות מיסוי. בקנדה פועלת הקבוצה באמצעות First Capital Realty ("FCR"), חברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרות בבורסה של טורונטו ואשר החברה מחזיקה בה בכ-53.8%. FCR פועלת באזורים שונים בקנדה ובבעלותה כ-117 מרכזים מסחריים. FCR מחזיקה כ-17.7% מהונה של Equity One. בפינלנד פועלת החברה באמצעות חברת Citycon אשר החברה מחזיקה ב-36.8% ממניותיה. Citycon הינה חברה ציבורית אשר ניירות הערך שלה נסחרות בבורסה של הלסינקי, ומחזיקה בכ-145 מרכזים ומבנים מסחריים בפינלנד.



## סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובדי"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CRGG031105000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.