



# גזית גלוב בע"מ

פעולת דירוג פברואר 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט  
[amira@midroog.co.il](mailto:amira@midroog.co.il)

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכיר - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

**מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 15.02.2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג הניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף.**



## גזית גלוב בע"מ

אופק דירוג : יציב	דירוג: Aa3	דירוג סדרה חדשה
-------------------	------------	-----------------

מידרוג מודיעה על דירוג סדרת אג"ח (סדרה חדשה), בדירוג של Aa3, אשר תונפק על ידי חברת גזית גלוב בע"מ (להלן: "החברה"), בהתאם לתנאים שיפורטו להלן:

- היקף גיוס כולל של כ- 620 מיליון ₪.
- מח"מ הסדרה הינו לתקופה של עד 8 שנים, קרן החוב תהא צמודה למדד המחירים לצרכן ותישא ריבית שנתית.
- תמורת ההנפקה תשמש להחלפת חוב קיים - החלפת חוב מזמן קצר לזמן ארוך והקטנת ניצול אשראי בנקאי מתחדש.
- כנגד גיוס אגרות החוב תעמיד החברה כבטוחה, במסגרת שעבוד ראשון, על מספר נכסים מניבים וקרקות.

מידרוג מציינת לחיוב את רמת הנזילות הקיימת לחברה וכן את העלייה הצפויה בהיקף התזרים מפעילות שוטפת הנובע מהחברות המוחזקות על ידה<sup>1</sup> ומנכסיה המניבים. תזרים זה עתיד לשרת את החברה לשם פירעונות הקרן הצפויים. דירוג החברה מושפע לחיוב מאיכות נכסיה של החברה, המאופיינים בחשיפה נמוכה יחסית לתנודתיות בשוק הנדל"ן, שיעורי תפוסה גבוהים ותזרים יציב וצומח; רמת מינוף נמוכה של חברות הבנות ומיתרות מזומנים בהיקפים גדולים במסגרת הקבוצה. החברה, באמצעות החברות המוחזקות, נהנית מפיזור גבוה של נכסים ושוכרים.

2

עם זאת יש לציין, כי מידרוג סבורה, כי קיימות מספר מגמות אשר יש בהן כדי להעלות את רמת הסיכון של החברה. מגמות אלו כוללות, בין היתר, ירידה בשווי הנכסים של החברות המוחזקות<sup>2</sup>; גריעה בגמישותה הפיננסית של החברה ברמת הסולו; בהנחת המשך הקיפאון בשוק המימון- פירעונות קרן אגרות חוב החל משנת 2011, אשר יש בו כדי להוות אתגר מימוני לחברה; עליה במנוף הפיננסי והרעה כלכלית בשוקי פעילות החברה. מידרוג תמשיך לעקוב אחר מגמות אלו והשפעתן על פעילות החברה.

<sup>1</sup> בהתאם לפרופורמות שהועברו על ידי החברה למידרוג

<sup>2</sup> חברות Equity One, Royal Senior Care בארה"ב, FCR בקנדה וחברות Citycon ו- Atrium באירופה.

**התזרים התפעולי של החברה השתפר במהלך שנת 2008; מנגד, ירידה באיתנות הפיננסית של החברה  
הנובעת בעיקר בשל קיטון בשווי נכסים הנובע מעלייה בשיעורי ה-Cap Rate.**

במסגרת הדירוג נבחנו נתוני החברה על בסיס פעילותה העצמאית ובנטרול חברות מוחזקות (סולו מורחב). במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2008, רשמה החברה הפסד חשבונאי בדוח רווח והפסד, בעיקר כתוצאה מירידה בשווי נכסים מניבים והתאמת השווי ההוגן של זכויות והתחייבות להשקעות עתידיות למניות Atrium. כמו כן, מרבית מהשינויים בשערי החליפין נרשמו ישירות כהפחתת קרן הון במסגרת הונה העצמי של החברה. כתוצאה משינויים אלו, חלה ירידה בשיעור ההון העצמי למאזן במקביל לעלייה מתמשכת בהיקף החוב וביחס החוב למאזן של החברה. יש לציין, כי מרבית העלייה בהוצאות המימון אינה תזרימית ויותר מכך, במהלך שנת 2008 שיפרה החברה את תזרים המזומנים הפרמננטי (FFO) המתקבל.

הירידה ביחסי האיתנות של החברה במהלך שנת 2008, צפויה להצטמצם בשל צמצום שיעור החוב של החברה ועלייה בהונה העצמי כתוצאה משינוי הסכם הרכישה של חברת Atrium (לשעבר Meintl).

**יחסי איתנות, גזית גלוב, לתאריך 30.9.2008, אלפי ₪**

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.3.2008	30.6.2008	30.9.2008	₪ אלפי
5,146,800	8,068,100	13,833,300	14,219,400	14,461,600	16,046,414	CAP
3,238,000	5,202,700	8,112,300	9,021,400	9,616,600	11,883,600	חוב פיננסי ברוטו
656,500	1,175,900	1,425,200	1,898,100	2,124,500	2,059,600	יתרות חלות
2,581,500	4,026,800	6,687,100	7,123,300	7,492,100	9,824,000	חוב פיננסי נטו
6,179,000	8,343,000	8,479,000	7,935,000	7,258,000	7,920,103	שווי שוק השקעות סחירות סוף תקופה
602,100	2,190,900	4,204,800	4,439,800	4,977,600	5,236,423	שווי מאזני השקעות לא סחירות
6,781,100	10,533,900	12,683,800	12,374,800	12,235,600	13,156,526	שווי השקעות מותאם
4,490,300	6,892,200	12,634,700	12,458,900	12,464,600	14,280,147	שווי מאזני של סך ההשקעות
						<b>יחסי איתנות</b>
37%	36%	41%	36%	33%	25%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
56%	56%	41%	36%	32%	27%	הון עצמי למאזן לפי שווי שוק החזקות
57%	58%	53%	57%	60%	69%	חוב נטו לשווי תיק
63%	64%	58%	63%	66%	73%	חוב ברוטו לשווי תיק

**יחסי הכיסוי, גזית גלוב, נכון לתאריך 30.9.2008, אלפי ₪**

31.12.2005	31.12.2006	30.6.2007	31.12.2007	30.6.2008	30.9.2008	אלפי ₪
317,705	360,347	180,753	383,623	211,439	298,225	הכנסות מדיבידנד מחברות בת וריבית
22,458	76,639	-	-	-	-	מניירות ערך אחרים
8,874	47,984	50,202	77,713	45,921	84,244	דיבידנד מיוחד
-49,013	-64,571	-36,819	-80,928	-41,330	-57,464	הכנסות מנכסים בבעלות ישירה
-125,675	-188,555	-96,711	-232,531	-111,159	-190,528	הוצאות הנהלה וכלליות
-17,189	-17,927	-16,057	-26,612	-8,997	-12,683	הוצאות מימון
157,160	213,917	81,368	121,265	95,874	121,794	מס
						<b>תזרים תפעולי שוטף ללא חד פעמי</b>
						הוצאות חד פעמיות ויישום תקני
		-82,377	-152,145	-2,291	-9,880	חשבונאות חדשים
						<b>יחסי כיסוי</b>
2.00	1.92	1.73	1.47	1.69	1.54	יחס כיסוי תפעולי *
10.8	12.4	16.9	21.3	22.3	18.3	חוב לתזרים לפני מימון
8.6	9.6	14.7	17.6	17.3	15.1	חוב נטו לתזרים לפני מימון
20.6	24.3	40.3	66.9	50.2	48.8	חוב ברוטו לתזרים לאחר מימון ומס
16.4	18.8	35.0	55.1	39.1	40.3	חוב נטו לתזרים לאחר מימון ומס

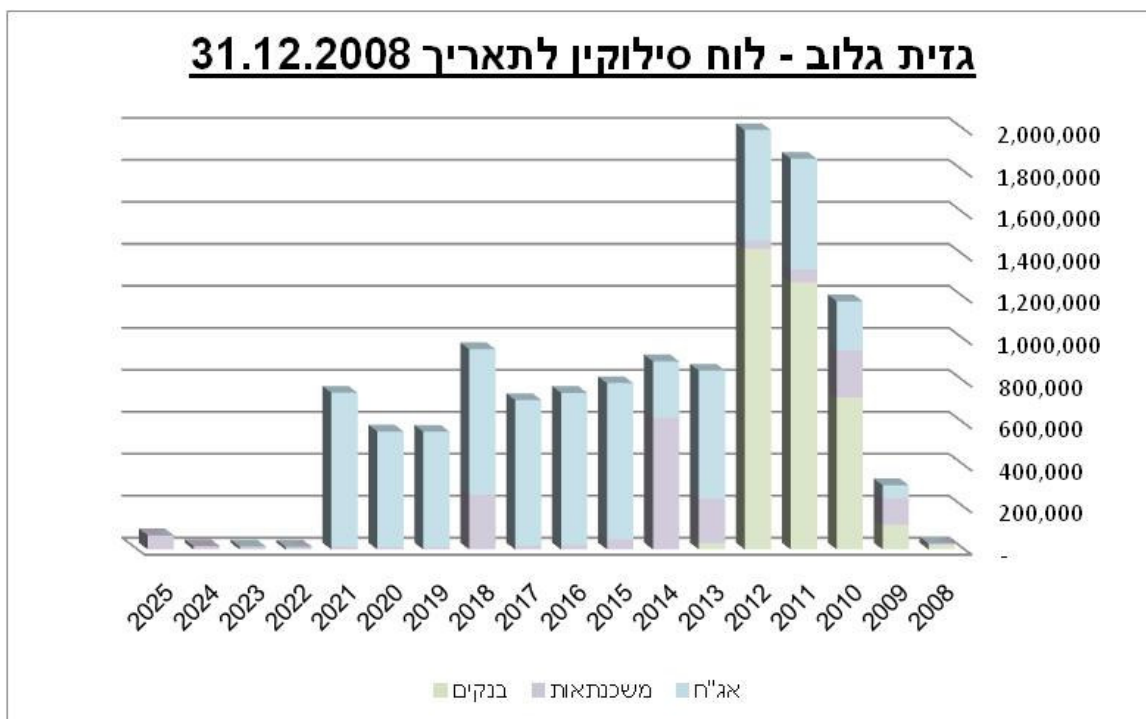
**לחברה פירעונות קרן אג"ח משמעותיים החל משנת 2011, אשר יש בהם כדי להוות אתגר מימוני.**

לחברה תזרים שוטף חיובי הנוצר לה מנכסיה המניבים ומדיבידנדים מהחברות המוחזקות וכן יתרות מזומנים נכון לתאריך 1.2.2008 העומדות על כ- 800 מיליון ₪, כמו גם מסגרות אשראי נוספות הניתנות לניצול בהיקף של כ- 300 מיליון ש"ח, אשר עתידות לשמש את החברה ככרית אפשרית למימון הפירעונות.

במהלך שנת 2010 צפוי לחברה פירעון של קרן אג"ח, בהיקף של כ- 232 מיליון ₪, קווי אשראי מובטחים מתחדשים לבנקים בהיקף של כ- 724 מיליון ₪ ומשכנתאות בהיקף של 225 מיליון ₪. היקף הפירעונות בשנת 2011 צפוי להסתכם בפירעון קרן אג"ח של כ- 526 מיליון ₪, פירעונות של קווי אשראי מובטחים מתחדשים לבנקים בהיקף של כ- 1,273 מיליון ₪ ומשכנתאות בהיקף של 61 מיליון ש"ח. על פי תחזויותיה, החברה פועלת להארכת קווי האשראי המובטחים המתחדשים שלה מבנקים לתקופות נוספת.

מנייתיהן הסחירות של החברות המוחזקות, משמשות כבטוחה לקווי האשראי המובטחים המתחדשים שלה. להערכת מידרוג, הירידה בשווי מניות אלו גורעת, במידת מה, מגמישותה הפיננסית של החברה. בהתאם לכך, חשופה החברה לשינויים בשווי מניות אלו.

**גרף פירעונות, בחלוקה לפירעון אג"ח, הלוואות בנקאיות ומשכנתאות עד שנת 2025, כולל (באלפי ₪)**



#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ירידה ברמת המינוף הכוללת של החברה (סולו) והחברות המוחזקות
- העלאת הדירוג של החברות המוחזקות
- גידול משמעותי בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה ושיפור ביחסי הכיסוי

#### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- פגיעה בנזילותה ובגמישותה הפיננסית של החברה
- פגיעה מהותית בתזרימי החברות המוחזקות ויחסי הכיסוי של החברה
- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה ו/או החברות המוחזקות
- פגיעה מהותית בתוצאות התפעוליות של החברות המוחזקות ובאיתנות הפיננסית

#### אודות החברה

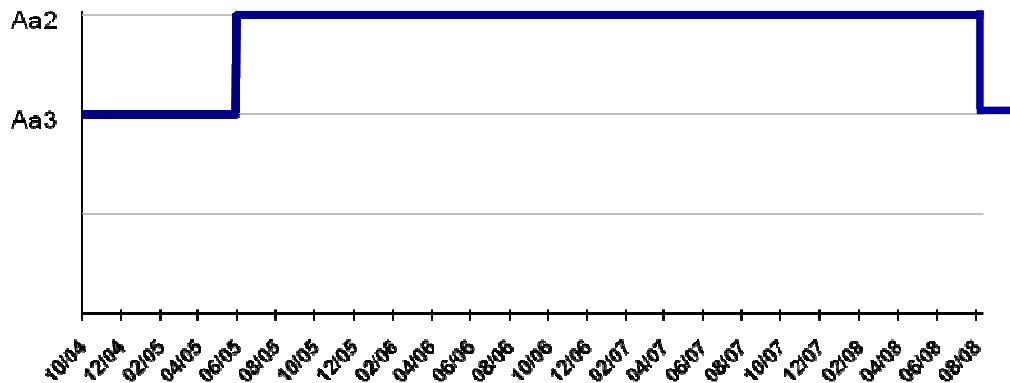
גזית גלוב עוסקת, באמצעות חברות מוחזקות, ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב (באמצעות החזקה בחברות Equity One , Royal Senior Care ו-ProMed Properties), קנדה (באמצעות החזקה בחברת First Capital Realty ו-ProMed Properties), אירופה (באמצעות החזקה בחברות , Atrium, Citycon וגזית אירופה) וישראל (באמצעות החזקה בחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) ובאמצעות אכד בנין והשקעות בע"מ). במהלך שנת 2008 הרחיבה החברה את פעילותה ונכנסה לראשונה לפעילות בברזיל, באמצעות השקעה ישירה, ובמספר מדינות במרכז ומזרח אירופה, באמצעות רכישת גרעין השליטה בחברת Atrium. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף הדירור המוגן ובענף מבני משרדים רפואיים בצפון אמריקה, וכן פועלת לאיתור ומימוש הזדמנויות עסקיות בתחומי עיסוקה ו/או בתחומים משיקים באזורי פעילותה ובאזורים אחרים.

**סדרות האג"ח במחזור (ללא בטוחות):**

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 31.12.08 כולל הצמדה (אלפי ש"ח)	סדרה
9	30.6.2017	30.6.2007	6.50%	דולר	446,196	סדרה א'
3	31.12.2016	31.12.2014	E+2%	אירו	172,990	סדרה ב'
8	30.6.2018	30.6.2011	4.95%	מדד	1,426,660	סדרה ג'
3	31.3.2021	31.3.2019	5.10%	מדד	1,845,860	סדרה ד'
2	31.12.2017	30.6.2017	T+0.7%	לא צמוד	481,486	סדרה ה'
5	31.12.2016	31.12.2011	6.40%	לא צמוד	1,406,126	סדרה ו'
4	30.6.2018	30.6.2013	5.30%	מדד	758,884	סדרה ט'

6,538,202

**היסטוריית דירוג החברה - סדרות האג"ח הקיימות במחזור**



הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות – דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	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 שיפוט 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 שיפוט 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 ובד"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 נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



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 למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

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 ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים 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. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. 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.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investor Services Ltd.) (להלן: "מודי'ס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודי'ס, למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.