

גזית גלוב (1982) בע"מ

Aa3	דירוג Issues
-----	--------------

הדירוג Aa3 ניתן לאגרות חוב ישראליות של החברה שבמחזור על פי הטבלה שלהלן:

דירוג	מועד פדיון סופי	יתרה ליום 30.6.2004 אלפים	ריבית	הצמדה	סדרת אג"ח
Aa3	31/12/2005	\$5,728	L+0.5%	דולר	סדרה ד'
Aa3	30/06/2017	*\$91,998	6.50%	דולר	סדרה א'
Aa3	31/12/2016	*€63,527	E+2%	יורו	סדרה ב'
Aa3	31/12/2015	₪107,290	8.25%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa3	01/02/2010	₪121,690	5.55%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa3	01/02/2012	₪82,159	5.65%	מדד	אג"ח לא סחיר

*חברה בת של גזית מחזיקה מסדרה א' כ- 26,000 אלפי \$ ומסדרה ב' 51,667 אלפי €

אביטל איגנר
אנליסטית
a.ignier@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

פרופיל החברה

גזית גלוב (להלן "גזית" או "החברה") הינה חברת השקעות בנדל"ן העוסקת במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות (להלן: "הקבוצה") ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב, קנדה, פינלנד וישראל ונוסדה על ידי מר חיים כצמן בשנת 1991. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף הדיור המוגן בארה"ב ובישראל בהיקפים נמוכים יותר. נכון ל-30.8.2004 הקבוצה מחזיקה באמצעות חברות מוחזקות, (בבעלות חלקית), ב-296 נכסים מניבים בשטח בנוי בהיקף של כ-3.1 מיליון מ"ר הכוללים כ-281 מרכזים פעילים, 9 מרכזים מסחריים בפיתוח, 5 בתי דיור מוגן הכוללים מעל 1,000 יחידות דיור, בניין משרדים בתל אביב ושתי שותפויות המחזיקות כל אחת בנכס מניב. בנוסף, מחזיקה החברה ב-36% מחברה פינית Citycon. דמי השכירות השנתיים בגין הנכסים בארה"ב ובקנדה עומדים על כ-1.8 מיליארד \$. הנכסים רשומים בספרים על סך של כ-14.9 מיליארד \$.

הקבוצה פועלת בארה"ב בעיקר באמצעות Equity One ("Equity"), חברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרות בבורסה בניו יורק ואשר החברה מחזיקה בה במישרין ובעקיפין בכ-33% (כ-40% בשליטה). Equity פועלת באזור דרום מזרח ארה"ב ובבעלותה כ-184 מרכזים מסחריים. 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 נכון לאוגוסט 2004 בכ-57%. FCR פועלת באזורים שונים בקנדה ובבעלותה כ-97 מרכזים מסחריים. FCR מחזיקה כ-18% מהונה של Equity One. **בפינלנד** פועלת החברה באמצעות חברת Citycon ("Citycon"), חברה ציבורית אשר ניירות הערך שלה נסחרות בבורסה של הלסינקי, ומחזיקה בכ-146 מרכזים ומבנים מסחריים בפינלנד.

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

נתונים פיננסיים עיקריים סולו מורחב*

אלפי ₪	**30.6.2004	30.6.2004	31.12.2003
הכנסות מדיבידנדים ודמי ניהול מחברות מוחזקות	108,291	108,291	134,400
השקעה בחברות מוחזקות	2,969,434	2,969,434	2,390,048
חוב פיננסי נטו	2,222,152	1,817,152	1,304,861
הון עצמי למאזן	34%	39%	44%
חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם	61%	50%	44%

* גזית גלוב וחברות בבעלות מלאה אשר החברה ערבה לחובותיהן
 ** בהנחת מכירת כל אג"ח שמוחזקות ע"י חברות בנות

אסטרטגיה עסקית

- הקבוצה מתכוונת להמשיך ולהשקיע בנדל"ן ובעיקר במרכזים מסחריים המעוגנים בסופרמרקטים, הנחשבים כ"חסיני מיתון" בהשוואה למגזרים אחרים בענף הנדל"ן. הנכסים נשלטים וברובם הגדול הינם בבעלות מלאה של החברות המוחזקות, עובדה המחזקת את השפעה הניהול על איכות הנכסים.
- הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של אזורי פעילותה, אולם, ההשקעות יעשו במדינות בעלות יציבות פוליטית וכלכלית גבוהה. יוצאת מכלל זה היא הפעילות בישראל אשר משקלה קטן מאוד בהשוואה לפעילויות האחרות.
- יישום אסטרטגיה של צמיחה באמצעות רכישת חברות נדל"ן הפועלות בתחומי פעילות מקבילים לאלו הקיימים, תוך מתן דגש להרחבת הפיזור הגיאוגרפי של הפעילות, ובאמצעות רכישה של נכסים והשבחת נכסים קיימים. הנהלת החברה פועלת ליישום את אסטרטגיית הצמיחה תוך הקפדה על יחסי כיסוי ויחסי איתנות פיננסיים, הכוללים, שמירה על יחס חוב לסך מאזן בטווח של 50-60% בחברות המוחזקות (FCR, Equity, ו-CITYCON), ושמירה על יחס הון עצמי לסך מאזן בדוחות החברה סולו, שלא ירד מטווח של כ-30%.
- פעילות באמצעות חברות מוחזקות מקומיות בעלות הנהלה מקומית מנוסה, תוך שילוב מעורבות הדוקה של מנהלי ובעלי המניות העיקריים בחברה בניהול החברות והנכסים.

שיקולים עיקריים לדירוג

התמקדות במרכזים מסחריים שכונתיים מעוגני 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; 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 מעוגני הסופרמרקטים ובפרט, באלו הממוצבים נמוך; בחינת הביצועים בשנים האחרונות מצביעה על צמיחה גבוהה תוך שמירה על יחסים פיננסיים ורווחיות, ועל עמידת הנהלת החברה בתחזיותיה ואף מעבר; השפעה בניהול החברות המוחזקות בין היתר נוכח העובדה כי ממלאי תפקידים פעילים בחברות אלו הינם בעלי המניות ומנהלי גזית; מידת המעורבות הגבוהה של בעלי המניות העיקריים יוצרת להערכת מידורג תלות מסוימת באנשי מפתח; חוב ברמת החברה (סולו)

בהיקף ניכר, שיעור גבוה של חוב מובטח מסך החוב ושל נכסים משועבדים מסך הנכסים מחליש את מעמד בעלי החובות שאינם מובטחים; יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי מעבר לתזרים המתקבל מהחברות המוחזקות, לגזית יכולת לשרת את החובות שאינם מובטחים באמצעות שימוש בנגישות הגבוהה שלה לשוקי ההון והיות ההחזקות העיקריות חברות סחירות.

חזקות

- מידרוג מעריכה כי רמת סיכון שבפעילות העסקית של החברה נמוכה יחסית. הערכה זו מתבססת על התמקדות במרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, אשר חשיפתם לשינויים מאקרו כלכליים היא נמוכה יחסית, על חוזי שכירות ארוכי טווח (20-10 שנה) עם שוכרי העוגן, ועל פיזור פעילות במדינות ובאזורים בעלי יציבות כלכלית ופוליטית גבוהה במיוחד.
- הפעילות של החברה מתבססת בעיקר על 3 חברות תפעוליות מרכזיות - Equity, FCR ו-Citycon. אשר פועלות במגוון אזורים וכלכלות הכוללות את דרום מזרח ארה"ב, קנדה ופינלנד בהתאמה, אזורים המדורגים בדירוג בינלאומי העולה על הדירוג הבינלאומי של ישראל.
- הנהלת החברה מצליחה ליישם אסטרטגיה של צמיחה ולעמוד בתחזיותיה לאורך השנים האחרונות. החברה צומחת בקצבים גבוהים מאוד על ידי רכישה של נכסים, פיתוח נכסים ועל ידי מיזוגים ורכישות עם חברות בתחומה. יחד עם זאת, שומרת החברה על רווחיות ועל ירידה מוגבלת ביחסי האיתנות הפיננסית.
- גזית גלובל הינה חברת החזקות אשר מנהלת בפועל את החברות המוחזקות אשר אלו שולטות בנכסים. באופן זה מצליחה הקבוצה להשביח את ערך הנכסים. בין היתר נרשם שיפור בשיעורי תפוסת הנכסים בשנים האחרונות, כתוצאה מניהול יעיל, קשרים עם שוכרים גדולים ויתרונות לגודל המשפיעים על אטרקטיביות ההתקשרות של השוכרים עם חברות הקבוצה.
- היות החברה והחברות המוחזקות התפעוליות חברות סחירות מקנות גמישות פיננסית גבוהה ונגישות המוערכת ע"י מידרוג כטובה למספר שוקי הון במספר מדינות. החברה נוהגת לנצל הזדמנויות בשוק ההון על מנת לגייס הון וחוב שיאפשרו את המשך הגדלת את פורטפוליו הנכסים, לייצר רווחיות לבעלי המניות ולשפר את המבנה הפיננסי. כמו כן לחברה ולחברות המוחזקות מסגרות אשראי פנויות לא מנוצלות.

גורמי סיכון עסקיים

חשיפה 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 מוקדם 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 ונמצאות בתהליך של סגירת סניפים. אחת מרשתות הסופרמרקטים אשר נחלשה הינה Winn Dixie (Caa1 Negative דירוג מודיס), אשר שוכרת מחברת Equity 16 חנויות ותורמת 2.8% משכר הדירה השנתי. יש לציין כי Equity הקטינה במהלך השנים את חשיפתה לרשת Winn Dixie כך שבשנת 2004 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 אסטרטגית 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

שלוש החברות העיקריות אשר בבעלותה של החברה, FCR, Equity one ו-Citycon יש תלות בשוכרים עיקריים. השוכרים העיקריים של Equity כוללים את Publix ו-Kroger. השוכרים העיקריים של FCR כוללים את Loblaw, Sobeys ו-Zellers ול-Citycon שוכר עיקרי, Kesko אשר דמי השכירות שלו מהווים כ-56% 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, מדירוג 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.

חברת Equity, חברה מובילה בתרומתה לגזית, מדורגת על ידי Moody's בדירוג Baa3

Equity מדורגת Baa3 ע"י מודי'ס ארה"ב, המדגישה 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 לנוקי טבע שונים.

גורמי סיכון פיננסיים

לצורך הערכת גורמי הסיכון הפיננסית מידרוג מבצעת ניתוח והערכה של החברות המוחזקות, החברה ברמת הדו"ח הכספי המאוחד והחברה ברמת דו"ח כספי סולו מורחב (הכולל את החברה עצמה והחברות המוחזקות בבעלות מלאה אשר החברה ערבה לחובותיהן).

באסטרטגית הצמיחה מעורבות פעילויות בשוק ההון ברמת סיכון גבוהה יותר בהשוואה לפעילות המסורתית

החברה מיישמת אסטרטגיה של צמיחה בין היתר באמצעות רכישת ני"ע של חברות בעלות פעילות דומה 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.

שיעור החוב המובטח מסך החוב ויחס הנכסים המשועבדים לסך הנכסים גבוהים יחסית בחברות הבת ומחלישים את גמישותן הפיננסית

יחס החוב המובטח מסך החוב ב-FCR וב-Citycon עומד על למעלה מ-90%, כמו כן אחוז הנכסים המשועבדים מסך הנכסים הוא גבוה מאוד בשיעורים דומים. מידרוג מעריכה כי יחסים אלו מקטינים את הגמישות הפיננסית של חברות מוחזקות אלו. יש לציין כי יחס החוב המובטח מסך החוב ב-Equity ירד מלמעלה מ-90% בשנת 2002 לרמה של כ-50% בשנים 2003 ו-2004. תרם לכך גם מיזוגה של IRT אשר יחס החוב המובטח לסך החוב עמד על כ-40% לפני המיזוג.

חוב מובטח גבוה ומשקל ניכר לנכסים המשועבדים מסך הנכסים מחליש מעמדם של בעלי החובות שאינם מובטחים בגזית

יחסי האיתנות נמדדים בין היתר ביחס הון עצמי לסך מאזן סולו. יחס זה ירד מ-45% ביום 31.12.2002 ל-39% ביום 30.6.2004. בנוסף, לחברה רמה גבוהה יחסית של חוב מובטח מסך החוב אשר עמד ליום 30.6.2004 על 64% ויחס גבוה של נכסים משועבדים לסך הנכסים אשר עמד על 73% נכון ליום 30.6.2004. בהנחה כי אחזקות חברת הבת באג"ח סדרה א' וסדרה ב' ימכרו, יעמוד יחס ההון העצמי לסך המאזן על 31%. מידרוג מעריכה כי נתונים אלו מחלישים את מעמד של בעלי החובות, ובפרט בעלי החובות שאינם מובטחים. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי רמת הנגישות של החברה לשוקי ההון, המוערכת כגבוהה, והעובדה כי ההחזקות העיקריות הינן חברות סחירות, עשויה לתמוך בבעלי החוב שאינם מובטחים.

תשלומי הדיבידנד המחולקים על ידי גזית גלוב משמשים גם לשירות חובותיה של גזית אינק. אשר מחזיקה ב-60% ממניותיה

חברת גזית אינק. אשר הינה חברה ציבורית הנשלטת על ידי מר חיים כצמן ומר דורי סגל, מחזיקה בכ-60% ממניותיה של גזית גלוב. לגזית אינק חוב פיננסי בהיקף של כ-340 מיליון ש"ח, אשר כ-200 מיליון ש"ח מתוכם חובות לציבור והיתרה לבנקים. 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 19 אגורות למניה לרבעון (76 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 באופן שיעלה את דירוגן הבינלאומי.
- ירידה בהיקף החוב הלא מובטח ביחס לחוב הכולל וביחס הנכסים המשועבדים מסך הנכסים בחברות המוחזקות ובחברה עצמה.

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

תיאור החברה

גזית גלובל הינה חברת השקעות בנדל"ן ועוסקת במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב, קנדה, פינלנד וישראל, ונוסדה על ידי מר חיים כצמן בשנת 1991. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף הדיור המוגן בארה"ב ובישראל בהיקפים נמוכים יותר.

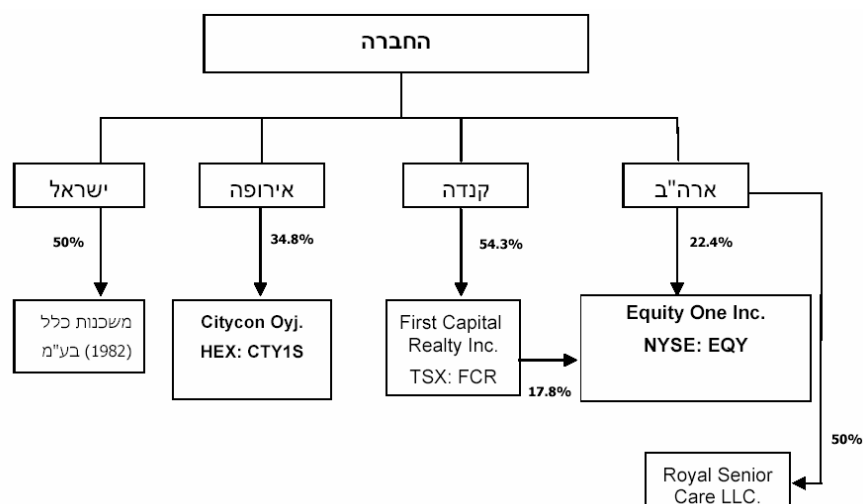
נכון ל-30.8.2004 הקבוצה מחזיקה באמצעות חברות מוחזקות, אשר אינן בבעלות מלאה, ב-296 נכסים מניבים בשטח בנוי בהיקף של כ-3.1 מיליון מ"ר, הכוללים כ-281 מרכזים פעילים, 9 מרכזים מסחריים בפיתוח, 5 בתי דיור מוגן הכוללים מעל 1,000 יחידות דיור, בניין משרדים בתל אביב ושתי שותפויות המחזיקות כל אחת בנכס מניב. בנוסף, מחזיקה החברה בכ-36% מחברה פינית Citycon המחזיקה בכ-150 מרכזים ומבנים מסחריים להשכרה. דמי השכירות השנתיים בגין הנכסים בארה"ב ובקנדה עומדים על כ-1.8 מיליארד \$. הנכסים רשומים בספרים על סך של כ-14.9 מיליארד \$.

הקבוצה פועלת בארה"ב בעיקר באמצעות Equity One, להלן "Equity", שהינה חברה ציבורית וניירות הערך שלה נסחרים בבורסה בניו יורק ואשר החברה מחזיקה בה במישרין בכ-23% ובעקיפין בכ-10% נוספים. בשליטה מחזיקה גזית בכ-40% ממניות Equity. Equity פועלת באזור דרום מזרח ארה"ב ובבעלותה כ-184 מרכזים מסחריים. ל-Equity מעמד של REIT אשר מקנה לה הטבות מיסוי. בנוסף, החברה מחזיקה ב-50% בחברת Royal Senior Care (RSC) העוסקת בתחום הדיור המוגן בארה"ב.

בקנדה פועלת הקבוצה באמצעות First Capital Realty, להלן "FCR", שהינה חברה ציבורית אשר ניירות הערך שלה נסחרים בבורסה של טורונטו ואשר החברה מחזיקה בה נכון לאוגוסט 2004 בכ-57%. FCR פועלת באזורים שונים בקנדה ובבעלותה כ-97 מרכזים מסחריים. FCR מחזיקה כ-18% מהבעלות על חברת Equity One. **בפינלנד** פועלת החברה באמצעות חברת Citycon שהינה חברה ציבורית אשר ניירות הערך שלה נסחרות בבורסה של הלסינקי ומחזיקה בכ-150 מרכזים ומבנים מסחריים בפינלנד.

בישראל מחזיקה החברה בכ-50% ממשכנות כלל העוסקת בתחום הדיור המוגן. בנוסף לחברה בעלות על בניין משרדים.

להלן מבנה קבוצת גזית והחברה ליום 30.6.2004 (תוך התעלמות משרשרת החזקות באמצעות חברות בנות בבעלות מלאה):



להלן אבני דרך עיקריים בהתפתחות החברה :

1982 – נתאגדה כחברה בת ממשלתית שעסקה בחיפושי נפט

1983 – הנפקת מניות לציבור

1993 – המדינה מכרה את מניותיה בחברה על ידי מכרז בו זכו במשותף משאבים החזקות בבעלות דנבאר משאבים ופיתוח וגזית החזקות בבעלות גזית אינק (35% בהון וכ-56% בהצבעה).

1994 - רכישת 24% מהונה המונפק של Equity.

1998 – חתימת הסכם למיקוד פעילות הנדל"ן של הקבוצה בידי גזית גלוב והנפקת Equity לציבור.

1996-1999 – הגדלת החזקותיה ב-Equity לכ-56%.

2000 – רכישת כ-84% מ-FCR באמצעות הצעת רכש.

מכירת כ-16% ממניות FCR לאלוני חץ.

רכישת מניות משכנות כלל (49%). רכישת אחוז נוסף התבצעה בשנת 2001.

2002-2003 - הקמת Royal Senior Care והשלמת רכישה ראשונה של בית דיור מוגן בפלורידה.

2003 – עסקת רכישה ומיזוג IRT ב-Equity

2004 – רכישת כ-35% ממניות חברת Citycon הפינית.

להלן פירוט נכסים ופעילות לפי מדינה:

ארה"ב

נתונים כלליים על ארה"ב:

תוצר מקומי גולמי (לשנת 2003)	\$10,857 מיליארד
אחוז גידול ריאלי ב-GDP (לשנת 2003)	2.9%
ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים האחרונות	1.8% לשנה
GDP לנפש (לשנת 2002)	\$36,200 ארה"ב
אוכלוסיה (לשנת 2002)	288.6 מיליון תושבים
שיעור גידול ממוצע באוכלוסיה 1998-2002	1.6% שנתי
דירוג המדינה לפי Moody's	Aaa
שיעור גידול אוכלוסיה בפלורידה 2000-2002	2% שנתי

מקור: נתוני OECD

מגמות בענף המסחר הקמעונאי בארה"ב:

Equity פועלת בענף המסחר הקמעונאי בארה"ב ונתונה להשפעת המגמות אשר מאפיינות אותו.

- חדירה מהירה ונרחבת של רשתות הדיסקאונט, ובעיקר Wal-Mart, שהינה רשת שיווק קמעונאית המספקת גם מזון ומוצרי בתי מרקחת ומתאפיינת במחירים מוזלים וברמת שירות נמוכה. רשתות הדיסקאונט בעלות חנויות ענק (supercenters) הממוקמות באזורים מרוחקים יותר מהמרכזים השכונתיים, אך עדיין מצליחות למשוך קונים באמצעות המחירים הנמוכים. כיום הכנסות רשתות אלו מהוות כ-17% מסך מכירות המזון במדינה.

- מודייס מעריכה כי הצמיחה נמוכה בתחום מכירת המזון יוצרת מצב של "משחק סכום אפס" בין רשתות השיווק הגדולות. גידול בנתח שוק של רשתות כגון Wal-Mart, מביאה באופן ישיר לירידה בנתחי השוק וברווחיותן של רשתות מתחרות אחרות.
- ירידה באיתנות הפיננסית של רשתות סופרמרקט גדולות ובינוניות ובלטת בהם רשת Winn Dixie אשר נאלצה לסגור סניפים בהיקפים נרחבים. ההתדרדרות הפיננסית של רשתות אלו היא כתוצאה מההשתלטות של רשת Wal-Mart על שוק המזון בחמש השנים האחרונות, יחד עם ההאטה הכלכלית שנרשמה בארה"ב בשנים האחרונות.
- מודייס מעריכה כי פתיחתו של סניף Supercenter של Wal-Mart או דומיו פוגעת פחות ברשתות מספר 1 ומספר 2 (ממותגות ופונות לקהל יעד מבוסס יותר) באותו אזור אך פוגעת ישירות ברשתות המדורגות אחריהן.
- תחום הסופרמרקטים מאופיין במיזוגים ורכישות, אשר מתבצעות בעיקר באמצעות רכישת הרשתות אשר נפגעו כתוצאה מהתחרות הקשה מצד הרשתות החזקות יותר, ולא באמצעות כניסת משקיעים לענף אשר אינו אטרקטיבי בשל הרווחיות הנמוכה בו.
- Wal-Mart החלה לפעול גם באמצעות חנויות קטנות יותר במרכזים שכונתיים (Neighborhood markets).

Equity One - תיאור החברה

כאמור לעיל, החברה פועלת בארה"ב באמצעות חברת Equity אשר נתאגדה בשנת 1992 במטרה לרכוש, להשביח ולנהל נדל"ן מניב, תוך התמקדות במרכזי קניות מסחריים קהילתיים ושכונתיים פתוחים המעוגנים ברשתות סופרמרקטים.

החל מינואר 1995 מופעלת Equity כחברה להשקעות בנדל"ן בניהול עצמי בהתאם לדיני המס האמריקאים החלים על REIT (Real Estate Investment Trust). משנת 1997 החלה Equity לעסוק גם בפיתוח והשבחה של נכסים.

נכון ליוני 2004 ל-Equity זכויות בכ-185 נכסים ב-12 מדינות ברחבי ארה"ב, בשטח בנוי של כ-1.9 מיליון מ"ר ומניבים כ-184 מיליון דולר שכר דירה בגילום שנתי, לפי נתוני המחצית הראשונה של שנת 2004. שיעורי התפוסה הממוצעים בנכסי Equity הם גבוהים ועומדים על כ-92%. נכסיה של Equity אינם ייחודיים לאזורים בהם הם ממוקמים וחשופים לתחרות. Equity שולטת בנכסים שבבעלותה ובמרבית המקרים מחזיקה במלוא הבעלות בנכסים, עובדה המאפשרת השפעה בלעדית על ניהולם.

Equity מדורגת Baa3 ע"י מודייס ארה"ב אשר מדגישה את פריסת החובות הנוחה של Equity, והתבססות על מרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים אשר מספקים יציבות ברווחיות על פני זמן. החולשות המוזכרות כוללות את הרמה הגבוהה של החוב המובטח מסך החוב, פיזור גיאוגרפי במונחים בינלאומיים נמוך יחסית (כמחצית מן הפעילות מתבצעת בפלורידה) ומגמת המעבר לרכישה ב-super centers כדוגמת Wal-Mart כתחליף למרכזים המסחריים מעוגני הסופרמרקטים.

פעילות החברה בארה"ב

ליום - 31.03.2003	ארה"ב
כ-190 מרכזים מסחריים	מספר נכסים
Publix - 8.3% מסך ההכנסות	מספר שוכרים משמעותיים (מעל 5% מההכנסות)
כ-1.9 מיליון מ"ר	שטחי הנכסים
כ-10,000 מ"ר	שטח ממוצע לנכס
184 מיליון דולר	סך הכנסות מדמי שכירות בגילום שנתי לפי המחצית הראשונה של 2004
1.7 מיליארד דולר	עלות מופחתת של הנכסים
91.6%	שיעורי תפוסה ממוצעים
דרום מזרח ארה"ב (פלורידה, טקסס ג'ורג'יה)	מיקום

מיזוגים ורכישות:

- 2001 - Equity רכשה את חברת CEFUS (שהיתה בבעלות מלאה של FCR) ואשר החזיקה בכ-28 נכסים מניבים במדינות טקסס ופלורידה. העסקה נעשתה בדרך של חילופי מניות אשר בסיומה החזיקה FCR בכ-45.2% ממניותיה של Equity.
- 2001 - מיזוגה של Equity עם UIRT שפעלה כ-REIT ואשר היו בבעלותה כ-23 מרכזי קניות בטקסס, אריזונה, פלורידה וטנסי. Equity רכשה את UIRT בתמורה לכ-33 מיליון דולר במזומן וכן הקצאת מניות של Equity בשווי של כ-33 מיליון דולר. במסגרת המיזוג הועברו ל-Equity חובות של UIRT בסך של כ-82 מיליון דולר.
- 2003 - השלמת רכישה ומיזוג של חברת IRT לתוך Equity. IRT פעלה כ-REIT ובבעלותה נכללו כ-90 נכסים. המחיר הכולל של עסקת הרכישה עמד על כ-764 מיליון דולר אשר מתוכן שולמו כ-190 מיליון דולר במזומן, הקצאת מניות בהיקף של כ-232 מיליון דולר וכן נטילת חובות IRT בסך של כ-342 מיליון דולר.

החל משנת 1995 פועלת Equity על פי דרישות המוגדרות עבור REIT ונהנית מהטבות מיסוי.

החל משנת 1995 פועלת Equity על פי הדרישות הפדרליות המוגדרות עבור REIT. חברות המוגדרות כ-REIT נהנות מהטבות מיסוי בארה"ב, כך שהמיסוי אינו מוטל על החברה, אלא באופן אישי על בעלי מניותיה. בפועל, שיעור המס המשולם על רווחים מחולקים של חברה המוגדרת כ-REIT יסתכם בעד כ-39.6% במקום מס בשיעור כולל של עד כ-60.7%.

הדרישות העיקריות על מנת שחברה תהנה ממעמד של REIT כוללות:

1. חברה מקומית אמריקאית אשר היתה כפופה למיסוי מלא אלמלא בחרה במעמד של REIT.
2. החברה אינה נחשבת למוסד פיננסי או חברת ביטוח.
3. החברה בחרה כדין להמסות כ-REIT.
4. ניהול החברה מתבצע באמצעות מועצת מנהלים או על ידי דירקטור או נאמן אחר.
5. אין הגבלה על עבירות המניות של החברה.
6. קיימים לפחות 100 בעלי מניות בחברה (החברה לא חייבת להיות רשומה למסחר).

7. אין 5 בעלי מניות (או פחות) המחזיקים ב-50% או יותר ממניות החברה.
 8. לפחות 75% מנכסי החברה הינם נכסי נדל"ן, ניירות ערך ממשלתיים ומזומן.
 9. לפחות 75% מהכנסתה הגולמית של החברה נובעת מדמי שכירות של נדל"ן, ריבית על משכנתאות ורווחי הון ממימוש נדל"ן.
 10. החברה מחלקת לבעלי מניותיה לפחות 90% מהכנסתה החייבת במס בשנת היווצרות הרווח.
 11. לא פחות מ-95% מהכנסתה הגולמית של החברה תנבע מפריטי ההכנסה המפורטים בסעיף 9 לעיל ומריבית, רווח ממימוש ניירות ערך, דיבידנדים וכדומה.
- חברה המחליטה לפעול כ-REIT צריכה לעמוד בכל התנאים הקבועים בדין האמור. רשויות המס בארה"ב עורכות ביקורות מתקופה לתקופה. עד היום לא נבדק על ידי רשות המס הפדרלית האם Equity עומדת בתנאים הנדרשים מ-REIT אולם נבדק באופן שוטף על ידי רואי החשבון של Equity.

פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית במונחים בינלאומיים - ההכנסות מנכסים הממוקמים בפלורידה מהווים מעל מחצית מהכנסות Equity

מרבית נכסי Equity ממוקמים בשלוש מדינות בדרום ארה"ב, פלורידה (Aa2), טקסס (Aa1) וג'ורג'יה (Aaa) אשר ממוקמים בהם 140 נכסים. ההכנסות מן הנכסים בפלורידה מהוות מעל מחצית מהכנסות Equity בארה"ב. מידרוג מעריכה כי הפיזור הגיאוגרפי של Equity במונחים בינלאומיים ובהשוואה ל-REIT אחרות הפועלות בארה"ב אינו גבוה.

תיאור נכסי Equity בארה"ב לפי מדינה

מדינה	מספר נכסים	שטח במ"ר	שיעורי תפוסה	אחוזים מהכנסות
פלורידה	81	882,988	93.7%	51.1%
טקסס	35	337,182	88.1%	18.5%
ג'ורג'יה	23	253,705	92.4%	13.1%
לואיזיאנה	16	178,182	83.1%	5.6%
צפון קרוליינה	12	105,685	93.2%	4.1%
דרום קרוליינה	8	77,962	90.3%	3.9%
אריזונה	2	23,528	94.4%	1.1%
טנסי	2	27,665	94.7%	1.0%
וירג'יניה	2	20,953	98.3%	0.8%
אלבמה	2	12,004	99.6%	0.6%
מיסיסיפי	1	6,211	100.0%	0.2%
קנטקי	1	3,572	67.6%	0.1%
סה"כ	185	1,929,638	91.6%	100.0%

יחד עם הגידול בנכסי Equity עלו גם שיעורי התפוסה אשר עומדים כיום על כ-92%

שיעור התפוסה הממוצע בנכסי Equity עמד נכון ליוני 2004 על כ-92% ומגלם עליה הדרגתית משיעורי תפוסה של כ-86% בשנת 2001. העלייה בשיעורי התפוסה בולטת גם נוכח הגידול בנכסי Equity.

מרבית נכסי Equity כוללים שוכרי עוגן אשר משכירים שטח נרחב בכל נכס ואשר בעלי כח משיכת קהל. Equity תלות מסוימת בשוכר עוגן כזה, רשת הסופרמרקטים Publix, אשר ההכנסות בגינה מהוות כ-8% מהכנסותיה

במרבית נכסי Equity ישנו שוכר עוגן או מספר שוכרי עוגן אשר משכירים אחוז ניכר משטחי הנכסים ואשר מהווים מוקד למשיכת קהל למרכז המסחרי. שוכרי עוגן אלו כוללים רשתות סופרמרקטים או חנויות כלבו בשטחים של כ-3,500-5,000 מ"ר. אורך החוזים עם שוכרי העוגן הוא גבוה, כ-20-10 שנה עם אופציות להארכה ומקנים יציבות להכנסות Equity. דמי השכירות אותם משלמים שוכרי העוגן הם נמוכים משמעותית, כ-35% פחות משוכרים אחרים במוצא, הן מסיבת אורך החוזים והן מסיבת היותם לרוב בעלי איתנות פיננסית גבוהה.

ההכנסות מרשת הסופרמרקטים Publix תורמות אחוז גבוה יחסית מסך הכנסות Equity ועמדו נכון למחצית הראשונה של שנת 2004 על כ-8.3%. גם בשנים 1999-2002 ההכנסות מרשת זו היוו אחוז משמעותי מסך הכנסות Equity. Publix שוכרת כיום שטחים ב-48 מנכסי Equity בשטח כולל של כ-200 אלף מ"ר (כ-10% מסך השטח) עם דמי שכירות שנתיים של כ-15 מיליון דולר. מידרוג מעריכה כי ל-Equity תלות בשוכר זה. Publix נהנתה מצמיחה של כ-6.5% בהכנסותיה בחמש השנים האחרונות אינה מדורגת, אולם מידרוג מעריכה כי הינה בעלת איתנות פיננסית גבוהה. Publix נחשבת לחברת הסופרמרקטים המובילה בדרום מזרח ארה"ב.

שוכרי העוגן העיקריים (30.6.2004)

שוכר	דירוג Moody's	מספר חנויות	שטח כולל	מסך השטח %	שכר דירה בגילום שנתי אלפי דולר ארה"ב	משכר % דירה שנתי	שכר דירה ממוצע דולר ארה"ב למ"ר לחודש
Publix	NA	48	200,266	10.4%	15,311	8.3%	7.9
Kroger	Baa2 Stable	19	92,543	4.8%	7,881	4.3%	8.8
Winn Dixie	Caa1 Negative	16	67,860	3.5%	5,059	2.8%	7.7
Wal-mart	Aa2 Stable	10	66,204	3.4%	3,130	1.7%	4.9
Kmart	Ca1(2002)	6	48,768	2.5%	2,976	1.6%	5.9

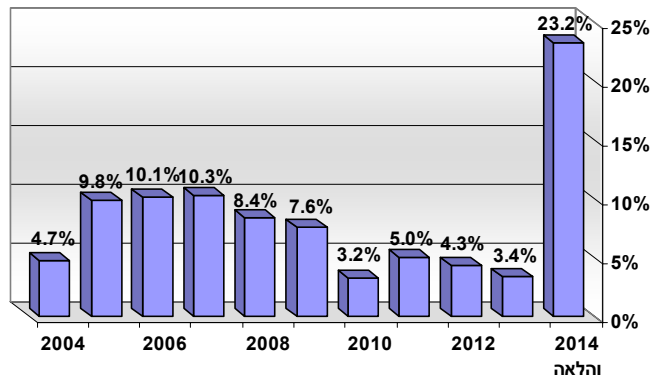
Publix - נתונים פיננסיים עיקריים

FY 2003	H1-2004	
16,848,277	9,220,348	הכנסות
3.9%	4.4%	שיעור רווח נקי
61.5%	63.2%	יחס הון עצמי לסך מאזן
-	-	חוב פיננסי נטו
1,311,755	768,697	תזרים מפעילות שוטפת

בשנים הקרובות צפויים לפקוע חוזים אשר אינם מהווים אחוזים גבוהים מסך הכנסות Equity

בשנים הקרובות צפויים לפקוע מידי שנה חוזים אשר מהווים עד 13% מסך הכנסות Equity מדמי שכירות (כ-25 מיליון דולר), 10% מהשטח. ממוצע מספר החוזים אשר עומדים לפקוע בשנים הקרובות מידי שנה עומד על כ-350 לשנה ומתוכם כ-25 שוכרי עוגן. מידרוג מעריכה כי החוזים העתידיים לפקוע בשנים הקרובות אינם מהווים אחוזים גבוהים מסך הכנסות Equity וכי על סמך ניסיון העבר, יש סבירות גבוהה כי Equity תצליח לחדש או למצוא שוכרים חלופיים.

פקיעת חוזים לפי שנים (אחוזים מסך השטח)



*נתוני מחצית עבור שנת 2004

חוזים ארוכי טווח של כ-10-20 עם שוכרי עוגן אשר חידושם יכול להעלות את שכר הדירה

תקופת החוזים אשר Equity חותמת עם השוכרים משתנה בין שוכרי עוגן אשר תקופת חוזהם נעה בין 10 ל-20 שנה, עם אופציות להארכה של כ-4-5 תקופות, לבין שוכרים קטנים יותר אשר תקופת החוזה שלהם היא כ-5 שנים ואשר בד"כ אינם מקבלים אופציות להארכה.

דמי השכירות יכולים להיות קבועים או דמי שכירות מינימליים בתוספת אחוז מסוים ממחזור המכירות של החברה, במידה וזה עובר את מחזור מכירות מסוים שנקבע. בפועל, מרבית השוכרים אינם משלמים דמי שכירות מעבר לדמי השכירות המינימליים. בנוסף לדמי שכירות משלמים השוכרים דמי ניהול אשר נעים בין 3-5% מדמי השכירות. בחלק מהחוזים דמי השכירות מתעדכנים כל תקופה (בד"כ 5 שנים). בשל אורך תקופת החוזים הארוכה מאוד, הנהלת Equity מעריכה כי חוזים אשר נפתחים יכולים להעלות את שכר הדירה בכ-30% באותו הנכס, ובממוצע יכולים להעלות את שכר הדירה השנתי של Equity בכ-2% לשנה.

Equity נושאת בגין הנכסים שבבעלותה בהוצאות הכוללות הוצאות בגין מס רכוש, אחזקת הרכוש המשותף וביטוח. ברוב הסכמי השכירות מחויב השוכר לשאת בחלק מעלויות אלו. Equity נושאת בהפרש בין חיוב הלקוחות לעלויות בפועל.

ניהול הנכסים על פי רוב נעשה על ידי חברות ניהול בבעלותה של Equity

ניהול מרבית הנכסים הכולל השכרה בניה והנהלת חשבונות מתבצע על ידי שתי חברות ניהול בבעלות מלאה של Equity. התחזוקה הפיזית של הנכסים (ניקיון, אינסטלציה וכדומה) נעשית באמצעות קבלני משנה ומרבית העלויות מוטלות על השוכרים על פי תנאי חוזהם. חברות הניהול מפקחות באופן שוטף על עבודת קבלני המשנה, תוך שמירה על קשר רצוף עם השוכרים העיקריים. לחברות הניהול של Equity תכנית שנועדה להשביח את הנכסים ולהופכם לאטרקטיביים יותר עבור השוכרים. אחת מחברות הניהול אף עוסקת באיתור שוכרים תמורת תשלום חודשי קבוע ועמלות תיווך. בנוסף, מבצעת חברת הניהול שירותי תיווך וניהול לצדדים שלישיים בהיקפים לא מהותיים. הקבוצה משתמשת גם בשירותי חברות תיווך להשכרת שטחי מקרקעין שבבעלות הקבוצה אשר מקבלים עמלות תיווך.

Equity עוסקת גם בפיתוח והשבחת נכסים ובבעלותה מקרקעין לפיתוח

Equity מחזיקה בזכויות בעלות בכ-7 נכסי מקרקעין ריקים, הסמוכים ברובם לנכסים מניבים קיימים שבעלותה ובכוונת לפתח את רובם כשטחי מסחר קמעונאי. נכון ליוני 2004 מבצעת Equity פיתוח של 5 נכסי מקרקעין מתוכם בעלות כוללת של כ-30 מיליון דולר. בנוסף, Equity עוסקת בהשבחה והרחבה של נכסים קיימים ואשר נכון ל-30.6.2004 Equity עוסקת בהשבחה והרחבה של כ-15 נכסים בעלות של כ-24 מיליון דולר.

Equity מיישמת אסטרטגיית צמיחה ועל כן עוסקת ברכישת נכסים וממעטת במימושים

Equity מיישמת אסטרטגיה של צמיחה ועל כן בעיקר מבצעת רכישות של נכסים. במחצית הראשונה של שנת 2004 רכשה Equity כ-8 נכסים ושתי יחידות קרקע במדינות שונות, בעלות כוללת של כ-180 מיליון דולר, המשתרעים על שטח בנוי של כ-125 אלף מ"ר.

בחודש אוגוסט 2004 חתמה Equity על הסכם מחייב לרכישת שישה מרכזים מסחריים באזור בוסטון רבתי בתמורה כוללת של כ-120 מיליוני דולר. העסקה הושלמה ביום 5.10.2004. שטחם הכולל של המרכזים כ-36 אלפי מ"ר והם מעוגנים על ידי רשתות הסופרמרקטים המובילות באזור (Star , Shaw's , Market ו-Whole Foods). המרכזים כוללים אפשרויות נוספות לפיתוח והרחבה. אזור בוסטון רבתי הנו אחד האזורים צפופי האוכלוסין ביותר במדינת מסצ'וסטס, ובעל הכנסה לנפש וקצב גידול אוכלוסין גבוה מהמוצע בארה"ב.

Equity אינה מממשת נכסים באופן מהותי. במחצית הראשונה של שנת 2004 מימשה Equity שני נכסים בסך כולל של כ-12.6 מיליון דולר וברוחי הון של כ-1.5 מיליון דולר. נכון ל-30.6.2004 עמדו למכירה כ-10 נכסים וקרקע אחת בשטח בנוי כולל של כ-130 אלף מ"ר.

Equity מחלקת דיבידנדים על בסיס רבעוני, לפחות בהתאם לדרישות חלוקת הרווחים המוטלות על חברות REIT

מאז ש-Equity פועלת כ-REIT (משנת 1995) היא מחלקת דיבידנדים על בסיס רבעוני בהתאם לדרישות המוטלות על החברות ה-REIT, אשר קובעות כי יחולק דיבידנד בסכום של לפחות 90% מהכנסתה החייבת במס בשנת היווצרות הרווח. קיימת מגבלה של הבנקים על חלוקת דיבידנד ע"י Equity מעבר לסכום העולה על 95% מה-FFO. המגבלה רלוונטית בתנאי שלא תפגע במעמדה כ-REIT או שתגרום חבות במס בגין מכירת נכסים. בשנת 2000 Equity אימצה תכנית להשקעה מחדש של דיבידנד, שמטרתה לאפשר לבעלי מניות להשקיע את הדיבידנד שקיבלו במניות Equity (Dividend Reinvestment Plan). התכנית הוקפאה בסוף 2000. בשנת 2002 התכנית חודשה ואף עודכנה בכדי לאפשר לבעלי מניות רכישת מניות Equity גם מעבר לסכום הדיבידנד שחולק, ובהנחה של 1% ממחיר המניה.

בשנת 2003 חולק דיבידנד בסכום של כ-70.7 מיליון דולר, בשנת 2002 חולק סכום של כ-35.8 מיליון דולר ובשנת 2001 חולק דיבידנד בסכום של 18.6 מיליון דולר.

מעל 50% מנכסי Equity אינם משועבדים

העלות המופחתת בספרים של נכסי Equity נכון ל-30.6.2004 עמדה על כ-1.7 מיליארד דולר. כנגד כ-52% מהעלות המופחתת של הנכסים אין שיעבודים. מידרוג מעריכה כי אחוז משמעותי של נכסים שאינם משועבדים מוסיף לגמישות הפיננסית של Equity.

ניתוח פיננסי – Equity One

גידול בהכנסות וברווחיות Equity בשנים האחרונות בעיקר בשל רכישת IRT

הכנסות Equity מדמי שכירות עלו בשנים 2001-2004 בקפיצות מדרגה בעקבות רכישת פעילות קיימת (נכסי FCR בארה"ב) ומיזוגים של UIRT ו-IRT בשנים 2001 ו-2003 בהתאמה. בעקבות רכישת IRT בשנת 2003 Equity יותר מהכפילה את הכנסותיה משכר דירה. בנוסף להכנסות משכר דירה מינימלי, Equity רושמת הכנסות שכר דירה כאחוז ממחזור המכירות וכן הכנסות בגין סיומי התקשרות, אם כי לא בסכומים מהותיים. רכישת IRT תרמה לשיפור הרווחיות תוך ניצול יתרונות לגודל. באופן זה רשמו עלויות התפעול והפחת ירידה משיעור של כ-45% מסך ההכנסות בשנים 2001-2002 לכ-41% במחצית הראשונה של שנת 2004 הוצאות ההנהלה והכלליות נעות בין כ-5-7% מסך ההכנסות וכוללות בעיקר הוצאות שכר ובונוסים.

נתונים מתוך דוח רווח והפסד המותאמים לכללי הצגה ישראלים

2001	2002	2003	H1-2004	אלפי \$
				הכנסות
57,856	72,802	144,997	84,615	שכר דירה מינימלי
17,586	22,689	41,740	22,871	דמי ניהול (לכיסוי הוצאות תחזוקה)
1,962	3,413	3,239	2,024	אחר
77,404	98,904	189,976	109,510	סך הכנסות
34,922	44,066	82,464	45,397	עלויות תפעול ופחת
42,482	54,838	107,512	64,113	רווח גולמי
3,553	6,649	11,046	7,261	הוצאות הנהלה וכלליות
38,929	48,189	96,466	56,852	רווח תפעולי
22,023	22,990	38,937	22,594	הוצאות מימון
16,906	25,199	57,529	34,258	רווח אחרי מימון
609	6,289	1,027	497	הכנסות והוצאות אחרות
967	0	0	0	הטבת מס
1,965	12,681	5,894	4,422	סך הכנסות מפעילויות מופסקות
20,447	40,035	64,450	39,177	רווח לפני זכויות מיעוט
-1,726	-101	-803	-403	זכויות המיעוט
18,721	39,934	63,647	38,774	רווח נקי

הוצאות המימון של Equity עמדו במחצית הראשונה של שנת 2004 על כ-23 מיליון דולר ומהוות כ-21% מהכנסותיה. מרכיב זה מתוך סך הכנסות Equity ירד מכ-28% בשנת 2001 בעיקר בעקבות המיזוג עם חברת IRT אשר מומן בחלקו באמצעות גיוס הון והחלפת מניות.

Equity אינה פועלת למימוש נכסים באופן בולט ולפיכך, ההכנסות ממימוש נכסים (נכלל בסעיף הכנסות מפעילויות מופסקות) הוא נמוך יחסית ותנודתי. במחצית הראשונה של שנת 2004 עמדו ההכנסות מפעילויות מופסקות על כ-4.4 מיליון מתוכם 2.9 מיליון דולר בגין נכסים שנמכרו או הועמדו למכירה.

ניתוח שיעורי רווחיות

2001	2002	2003	H1-2004	
55%	55%	57%	59%	שיעור רווח גולמי
50%	49%	51%	52%	שיעור רווח תפעולי
50,594	61,999	124,473	74,373	EBITDA באלפי \$
65%	63%	66%	68%	שיעור EBITDA
24%	40%	34%	35%	שיעור רווח נקי

הרווח הנקי עמד במחצית הראשונה של שנת 2004 על כ-39 מיליון דולר, כ-35% מסך הכנסות Equity לעומת רווח נקי של כ-40% בשנת 2002 ושל כ-24% בשנת 2001. הרווח הנקי הוא תנודתי יחסית בשל מרכיב ההכנסות מפעילויות מופסקות אשר משתנה משנה לשנה.

גידול חד בסך המאזן בשנים האחרונות בעקבות רכישות ומיזוגים בהיקפים גבוהים

סך המאזן של Equity הוכפל פי שלושה בין השנים 2001 ליוני 2004 בעקבות רכישה ומיזוג של IRT ו-UIRT ו-CEFUS. כ-95% מסך הנכסים במאזן כוללים את המרכזים המסחריים והקרקעות. בשנת 2003 בעקבות רכישת IRT ההון העצמי יותר מהוכפל ועלה מכ-350 מיליון דולר ב-31.12.2002 לכ-830 מיליון דולר ונכון ליום 30.6.2004 עמד על כ-854 מיליון דולר. איחוד רכישת IRT לא הביאה לשינוי מהותי בהתפלגות סעיפי המאזן של Equity.

נתונים נבחרים מן המאזן

31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	30.6.2004	אלפי \$
				נכסים
8,840	8,877	966	5,814	מזומנים, שווי מזומנים ופיקדונות
5,262	7,053	13,492	9,403	חייבים ויתרות חובה
7,742	10,021	2,861	2,833	השקעות במיזמים משותפים
1,281	2,276	14,014	14,477	מוניטין
2,463	23,411	28,754	44,125	נכסים אחרים
627,687	642,508	1,528,173	1,701,653	רכוש קבוע (עלות מופחתת)
0	35,923	74,686	38,803	קרקעות ומבנים בבניה
0	0	14,440	44,185	מבנים למכירה
668,536	730,069	1,677,386	1,879,580	סך נכסים
				התחייבויות
				משכנתאות
345,047	332,143	459,103	497,741	אשראי לא מובטח מתחדש
27,409	0	162,000	80,541	אשראי מובטח מתחדש
0	23,000	0	0	אגרות חוב
0	0	150,000	350,000	זכאים ויתרות זכות
8,987	14,760	25,211	39,638	פיקדונות שוכרים
4,090	4,342	7,706	8,358	זכויות המיעוט
3,869	3,869	12,672	12,400	הון עצמי
278,267	350,231	830,552	854,046	סך התחייבויות

יחסי המאזן

31.12.2001	31.12.2002	31.12.2003	30.6.2004	אלפי \$
372,456	355,143	795,321	960,942	סה"כ חוב פיננסי
93%	94%	58%	52%	חוב מובטח לסך החוב
363,616	346,266	794,355	955,128	סה"כ חוב פיננסי נטו
654,592	709,243	1,638,545	1,827,388	CAP
278,267	350,231	830,552	854,046	הון עצמי
668,536	730,069	1,677,386	1,879,580	סך מאזן
56%	49%	47%	51%	חוב לסך מאזן
57%	50%	49%	53%	חוב ל-CAP

גם לאחר רכישת IRT נשמרו יחסי האיתנות ואף שופר יחס חוב מובטח לסך החוב

סך החוב הפיננסי של Equity עמד נכון ל-2004.30 על כ-960 מיליון דולר ורשם עליה ניכרת לאחר רכישת IRT. החוב הפיננסי נטו בניכוי יתרות המזומן אינו שונה מהותית מן החוב הפיננסי, שכן Equity אינה נוהגת לשמור על יתרות מזומן בסדרי גודל מהותיים. עם רכישת IRT נטלה על עצמה Equity את חובותיה של IRT בסך של כ-340 מיליון דולר, מתוכם 150 מיליון דולר אג"ח וכ-135 מיליון דולר משכנתאות כנגד נכסים ספציפיים. למרות זאת יחסי האיתנות הפיננסית כפי שבאים לידי ביטוי ביחס החוב לסך המאזן שהמשיך לנוע בטווח של כ-50% ויחס חוב ל-CAP אשר נע ברמה של 50%. מידרוג מעריכה כי יחסים אלו משקפים יחסי איתנות טובים ואת נכונות ההנהלה שלא לפגוע ביחסי האיתנות גם בעיתות צמיחה. השמירה על יחסי האיתנות למרות רכישת IRT התאפשרה באמצעות הנפקת הון ומימון חלק מהרכישה באמצעות החלפת מניות.

נתון נוסף אשר להערכת מידרוג תומך באיתנות הפיננסית הינו ירידת יחס החוב המובטח מסך החוב אשר ירד בין השנים 2001 ל-2004 מכ-93% בשנת 2001 לכ-58% בשנת 2003 ולכ-52% במחצית הראשונה של שנת 2004. תרמה לכך רכישת IRT אשר לה היקף החוב המובטח היה נמוך יותר (כ-40%). מידרוג רואה בחיוב ירידה ביחס החוב המובטח לסך החוב. מדיניות Equity היא להפסיק ליטול משכנתאות כנגד נכסים ספציפיים מעבר למחויבויותיה הנוכחיים (הנובעים ממשכנתאות שנלקחו על ידי Equity בעבר ומשכנתאות אשר "נכפות" על Equity עם רכישת הנכסים) ולפעול להשגת מימון חלופי על ידי הנפקת אג"ח ונטילת אשראי לא מובטח.

גמישות פיננסית גבוהה מבוססת על היותה חברה ציבורית ועל מסגרות אשראי לא מנוצלות

Equity עושה שימוש באשראי בנקאי למימון פעילויותיה ומסגרות האשראי העומדות לרשותה. נכון ל-2004.30.6 מסגרות האשראי של Equity עומדות על כ-340 מיליון דולר מתוכן כ-80.5 מיליון דולר מנוצלות. כמו כן Equity מנצלת את נגישותה לשוקי ההון להנפקה מעת לעת של ניירות ערך (לרבות מניות ואג"ח) ולצורך כך הגישה בשנת 2002 "תשקיף מדף".

פריסה מדורגת של פירעון החוב לשנים הקרובות אשר אינו פוגע בפעילותה של Equity

על אף כי חלק גדול מן ההלוואות הן הלוואות "בלון" אשר בהם Equity נדרשת לשלם מרכיב גבוה של ההלוואה במועד הפרעון האחרון, פריסת פירעון החובות מדורגת באופן שאינו פוגע בפעילותה של Equity. בשנת 2006 ישנו פרעון של אשראי מתחדש אשר ניתן ל-Equity בסכום שנכון ליום 2004.30.6 עמד על כ-80 מיליון דולר אשר מידרוג מעריכה כי ל-Equity לא יהיה קושי במחזורו, וזאת בהתחשב ברמת החוב הכוללת ובהיקף הנכסים שאינם משועבדים. בשנת 2009 מגיע מועד פירעון של אג"ח בסכום של 200 מיליון דולר. מידרוג מעריכה בהתבסס על יכולת המימון של Equity בעבר היא לא תתקשה במימון מחדש של מרבית הלוואותיה.

גידול מתמיד בתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת, פעילות השקעה משתנה ונתונה לשיקול ההנהלה

Equity מדווחת על גידול מתמיד בתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת אשר נותנים ביטוי לגידול בפעילותה, ניצול יתרונות לגודל ולרווחיות.

תזרימי המזומנים המופנים לפעילות השקעה של Equity הם גבוהים יחסית ומשקפים את תהליך הצמיחה המתמדת באמצעות רכישת נכסים וחברות בתחום והשקעות בנכסים הקיימים בכדי לשמור על ערכם. בשנים 2001 ו-2002 ההשקעות בנכסים הסתכמו בכ-37 מיליון דולר ו-79 מיליון דולר בהתאמה. תזרימי המזומנים המופנים לפעילות השקעה בשנת 2003 הסתכמו בכ-326 מיליון דולר מזה כ-190 מיליון דולר הושקעו ברכישת IRT והיתרה ברכישת נכסים אחרים והשקעות בנכסים קיימים. במחצית הראשונה של

שנת 2004 עמד התזרים מפעילות השקעה על כ-160 מיליון ₪ וכלל רכישה של 8 מרכזים מסחריים ושתי קרקעות.

תזרים המזומנים מפעילות מימון משמש בעיקר למימון פעולות הרכישה וההשקעה בנכסים. בשנים 2001-2002 הסתכם בהיקפים נמוכים יחסית לעומת פעילות המימון בשנים 2003-2004. תזרים המזומנים מפעילות מימון הסתכם בשנת 2003 ב-246 מיליון דולר וכלל גיוס הון בסכום של 249 מיליון דולר, נטילת אשראי בגובה של כ-113 מיליון דולר, בקיזוז דיבידנד של כ-70 מיליון דולר והחזר הלוואות בהיקף של 64 מיליון דולר.

תזרים המזומנים מפעילות מימון כולל חלוקת דיבידנד בגובה של מרבית הרווח הנקי. Equity פועלת כ-REIT ועל כן מוטלת עליה החובה לחלק את מרבית רווחיה לבעלי המניות. במחצית הראשונה של שנת 2004 חילקה Equity דיבידנד בסכום של כ-39 מיליון דולר, בשנת 2003 חילקה Equity כ-70 מיליון דולר ובשנת 2002 חילקה Equity דיבידנד בסך של כ-36 מיליון דולר.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

2001	2002	2003	H1 2004	אלפי \$
28,588	45,613	76,888	64,495	תזרים מפעילות שוטפת
-42,435	-51,439	-326,160	-160,982	תזרים מפעילות השקעה
12,780	7,864	245,920	95,521	תזרים מפעילות מימון
29,848	45,487	89,870	55,146	FFO
				יחסי כיסוי
12.5	7.8	8.8	8.7	חוב פיננסי ל-FFO *
1.4	2.0	2.3	2.4	FFO להוצאות מימון
2.3	2.7	3.2	3.3	EBITDA להוצאות מימון
0.1	0.2	0.2	0.2	EBITDA לחוב

המקורות מפעילות של Equity (FFO) מהווים אינדיקטור ליכולת החברה לממן את פעילויות ההשקעה שלה וצרכי מימון נוספים. אחת סיבות לשימוש ב-FFO לעומת שימוש בנתוני תפעול מקובלים היא הפחת אשר מחושב לפי עלות היסטורית ואינו לוקח בחשבון את השינויים בערך הנכס אשר אינם צפויים. חישוב ה-FFO מתבסס על הרווח הנקי בתוספת הפחת, התאמות עבור חברות כלולות ובניטרול רווחי הון ממכירת נכסים.

ה-FFO של Equity נמצאים במגמת עליה לאורך השנים ועלו מכ-30 מיליון דולר בשנת 2001 לכ-90 מיליון דולר בשנת 2003 ועמדו על כ-55 מיליון דולר במחצית הראשונה של שנת 2004, אשר משקפים עליה נוספת בגילום שנת.

יחסי כיסוי החוב של Equity הם גבוהים יחסית ומצביעים על יכולת טובה להחזר חוב. יחס החוב הפיננסי ל-FFO עמד בשנת 2003 על כ-9 וכך גם במחצית הראשונה של 2004 בגילום שנת. יחס ה-FFO להוצאות מימון וכן יחס ה-EBITDA להוצאות מימון הם גבוהים יחסית ואף רשמו שיפור בשנים האחרונות. Equity התחייבה לבנקים המממנים לשמירה על יחס כיסוי חוב מינימלי בגובה 1.9 (EBITDA להוצאות ריבית).

נתונים כלליים על קנדה:

תוצר מקומי גולמי GDP ל-2003	854 מיליארד \$US
אחוז גידול ריאלי ב-GDP ל-2003	1.7%
ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים אחרונות	2.2%
GDP לנפש לפי נתוני 2002	\$23,100 לפי שערי חליפין \$30,300 במונחי כח קניה
אוכלוסיה (2003)	31.6 מיליון תושבים
שיעורי גידול באוכלוסיה ממוצע 1998-2003	1% שנתי
דירוג המדינה לפי Moody's	Aaa
גידול אוכלוסיה במדינת אונטריו 1999-2003	1.4% שנתי

מקור: נתוני OECD

מגמות בענף הנדל"ן המניב המסחרי בקנדה

- ענף הנדל"ן המסחרי המניב יושפע לטובה מהצמיחה הגבוהה בתוצר, הצפויה בקנדה לשנים הקרובות. הצמיחה הגבוהה צפויה להמשיך בשנה הקרובה בעיקר בערים הגדולות.
- החרפת התחרות בענף ה-Retail בדומה למגמות בארה"ב בעיקר בתחום המזון אשר נובעת מכניסתם של רשתות כלבו זולות, מקומיות ואמריקאיות, לתחום המזון כגון Wal-Mart ו-Zellers.

תיאור החברה – First Capital Realty

גזית החלה את פעילותה בקנדה בשנת 1997 באמצעות חברת הבת גזית קנדה אשר החזיקה בחברת First Capital Inc. בעלת זכויות בכ-8 מרכזים מסחריים בקנדה בשטח בנוי של כ-80 אלף מ"ר. כיום פועלת גזית גלוב בקנדה באמצעות חברת FCR אשר נרכשה על ידה בשנת 2000.

FCR, אשר נתאגדה בשנת 1993, עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות ברכישה, הקמה וניהול של מרכזי קניות מסחריים קהילתיים ושכונתיים בקנדה, אשר בד"כ מעוגנים ברשתות סופרמרקטים או רשתות קמעונאיות אחרות. עד לשנת 2001 החזיקה FCR באמצעות חברת CEFUS בנכסים מסוג דומה גם בארה"ב (בפלורידה ובטקסס) אך אלו נמכרו בשנת 2001 ל-Equity בעסקת החלפת מניות שבסיומה החזיקה FCR ב-45.2% ממניותיה של Equity.

FCR פועלת במרכזים העירוניים העיקריים בקנדה ובעיקר בשלוש המדינות אונטריו, קוויבק ואלברטה. נכון ליוני 2004 FCR היא בעלת זכויות ב-98 מרכזים מסחריים בשטח כולל של כ-1.2 מיליון מ"ר. שיעורי התפוסה בנכסים עומד על ממוצע של כ-94%. FCR מחזיקה את השליטה בנכסים וברוב המקרים את הבעלות המלאה.

פעילות החברה בקנדה

קנדה	נתוני יוני 2004
מספר נכסים	98
מספר שוכרים משמעותיים	3
שטחי הנכסים	1.2 מיליון מ"ר
סך הכנסות מדמי שכירות 2004 בגילום שנתי	204 מיליון דולר קנדי
עלות מופחתת נכסים	1.4 מיליארד דולר קנדי
שיעורי תפוסה ממוצעים	94%
מיקום	בעיקר אונטריו, קוויבק ואלברטה

שער חליפין: 1 דולר קנדי = 0.74 דולר אמריקאי

FCR פועלת בעיקר במדינת אונטריו בה מרוכזת מרבית אוכלוסיית קנדה

מרבית נכסי FCR ממוקמים בשלוש מדינות, אונטריו, קוויבק ואלברטה. כמחצית מהכנסות FCR מתקבלות מנכסים הממוקמים במדינת אונטריו ואשר שיעור גבוה מהם נמצאים באזור טורונטו.

תאור נכסי FCR בקנדה לפי מדינה (נתוני יוני 2004)

מדינה	מספר נכסים	שטח במ"ר	שיעורי תפוסה	אחוזים מהכנסות	ערך בספרים אלפי \$ קנדי	דירוג המדינה
אונטריו	39	546,920	94.7%	49.4%	715,965	Aa2
קוויבק	40	368,546	93.2%	27.9%	361,186	A1
אלברטה	14	202,622	92.2%	19.6%	269,805	Aaa
בריטיש קולומביה	1	25,084	99.6%	1.7%	29,937	Aa2
אחר	4	17,094	88.9%	1.4%	22,942	
סה"כ	98	1,160,266	93.8%	100.0%	1,399,835	

ל-FCR תלות בשלושה שוכרי עוגן עיקריים אשר ההכנסות בגינם תרמו כ-23% מההכנסות במחצית הראשונה של שנת 2004

במרבית המרכזים המסחריים בבעלות FCR בקנדה, בדומה למרכזים בארה"ב, ישנם שוכרי עוגן כגון רשתות שיווק או רשתות קמעונאיות אחרות, אשר דמי השכירות המשולמים על ידם מהווים אחוז גבוה מהכנסות FCR, ועצם הימצאותם במרכז המסחרי מהווה מוקד משיכה לקהל. ל-FCR כ-3 רשתות אשר מהוות שוכרים משמעותיים שהכנסתם מהווה כ-23% מסך הכנסות FCR וכ-29% מסך השטח במחצית הראשונה של שנת 2004. מידרוג מעריכה כי ל-FCR תלות בשלושת השוכרים Loblaw, Sobey's ו-Zellers, ואשר דירוגם של Sobey's ו-Loblaw בדרגות השקעה ואילו Zellers מדורג בדירוג ספקולטיבי.

שוכרי עוגן עיקריים (30.6.2004)

שוכר	מספר חנויות	שטח כולל (מ"ר)	מסך השטח %	משכר % שנתי דירה	דירוג מודיס או S&P
Loblaw	23	105,817	9.1%	9.2%	A
Sobeys	25	96,619	8.3%	8.6%	BBB-
Zellers	15	130,622	11.3%	5.5%	BB+
Canadian Tire	15	48,402	4.2%	3.9%	BBB+
Shoppers Drug Mart	22	24,155	2.1%	3.2%	Ba1 (Issuer)
סה"כ	100	405,615	35.0%	30.4%	

בשנים הקרובות צפויים לפקוע חוזים בהיקפים נמוכים יחסית, אשר אינם עולים על כ-10% מהכנסות FCR בשנה

בשנים הקרובות צפויים לפקוע חוזים בהיקפים הנעים בין כ-4 מיליון דולר קנדי לכ-14 מיליון דולר קנדי ואשר אינם עולים על כ-10% מהכנסות FCR. מידרוג מעריכה כי היקפים אלו הינם נמוכים יחסית, ו-FCR לא תתקשה בחידוש החוזים או החלפתם.

מאפייני החוזים של FCR עם השוכרים אינם שונים באופן מהותי ממאפייני החוזים של Equity

חוזי השכירות של שוכרי העוגן הם ארוכים מאוד, כ-20-10 שנה, וכוללים אופציות להארכה למספר תקופות של כ-5 שנים כל אחת. אורך תקופת חוזי השכירות של שוכרים קטנים יותר הוא נמוך יותר עם אופציות להארכה למספר תקופות קטן יותר. בחלק מהמקרים נקבע כי דמי השכירות ישארו זהים בתקופת האופציה ולעיתים נקבע המחיר בתקופת האופציה לפי מחיר השוק הנהוג בזמן מימוש האופציה.

דמי השכירות בדומה לנעשה בEquity נקבעים מדמי שכירות בסיסיים בתוספת אחוז ממחזור המכירות של השוכר מעל למחזור מכירות מינימלי, אך אלו אינם מהותיים.

FCR נושאת בהוצאות בגין הנכסים אשר בבעלותה הכוללות אחזקה, מסי רכוש, ניקיון, תחזוקה וכדומה. בגין מרבית הוצאות אלו מחייבת FCR את השוכרים בהסכמי השכירות ואילו היא נושאת בהפרש.

ניהול מרבית הנכסים מתבצע על ידי חברה חיצונית בלתי קשורה תוך פיקוח הדוק של FCR. ניהול הנכסים בקוויבק נעשה על ידי מיזם משותף ל-FCR והחברה החיצונית.

ניהול הנכסים הכולל אחזקה, השכרה (למעט דיירים עיקריים) וניהול אדמיניסטרטיבי של הנכסים נעשה באמצעות חברת הניהול Centrecorp Management Services. ל-FCR הסכם התקשרות עם חברת הניהול אשר על פיו, תמורת שירותי הניהול, זכאית חברת הניהול לדמי ניהול בהתאם למקובל בענף וכן אפשרות להביא את ההסכם לידי סיום בידי מי מהצדדים. FCR נוהגת לפקח באופן הדוק על חברת הניהול. בקוויבק ניהול הנכסים נעשה בידי מיזם משותף ל-FCR ושותף. המיזם המשותף זכאי לדמי ניהול והשכרה בהתאם למקובל בענף.

FCR עוסקת גם בפיתוח והשבחת נכסים

ל-FCR בעלות על שטחים ריקים שרובם סמוכים לנכסים קיימים שבעלותה ובכוונתה לפתחם כשטחי מסחר קמעונאי. נכון ל-30.6.2004 החזיקה FCR בכ-27 אתרים בשטחים הניתנים לפיתוח של כ-76 אלף מ"ר. בנוסף FCR עוסקת בפיתוח ובהשבחה של נכסים אשר נעשים רק כאשר FCR הסכמי שכירות עם דיירים מרכזיים הצפויים לאכלס את המבנים. נכון ל-30.6.2004 היו בפיתוח כ-5 נכסים וב-8 נכסים נעשו הרחבות והשבחות.

כחלק מאסטרטגיית ההתרחבות FCR רוכשת נכסים וממעטת במימושים

כחלק מאסטרטגיית ההתרחבות של FCR היא עוסקת ברכישת מרכזים מסחריים וקרקעות לפיתוח. במחצית הראשונה של שנת 2004 ביצעה FCR רכישה של 17 מרכזים מסחריים בעלות של כ-170 מיליון דולר קנדי ובשטח של כ-150 אלף מ"ר. כמו כן רכשה FCR 5 חלקות קרקע בעלות של כ-9 מיליון דולר קנדי.

FCR נוהגת לחלק דיבידנדים על בסיס רבעוני ושנתי משנת 1995. במחצית הראשונה של שנת 2004

חילקה FCR דיבידנדים בסך של כ-21 מיליון דולר קנדי

FCR נוהגת לחלק דיבידנד על בסיס רבעוני ושנתי. בשנים 1995-1999 אימצה FCR תוכנית להשקעה מחדש של דיבידנד (Dividend and Interest Reinvestment Plan), אשר מאפשרת לבעלי המניות לקבל את הדיבידנד כמניות הטבה המוקצות בהנחה של 5% לעומת מחיר השוק הקובע. בשנת 1999 בשל ירידת מחיר המניה אל מתחת לשווי הנכסי הוחלט לבטל את התוכנית. סך הדיבידנד שחולק במחצית הראשונה של שנת 2004 עמד על כ-21 מיליון דולר קנדי, בשנת 2003 עמד על כ-31 מיליון דולר קנדי, בשנת 2002 חולקו כ-19 מיליון דולר קנדי ובשנת 2001 חולקו כ-15 מיליון דולר קנדי.

החלק הארי של נכסי FCR משועבדים לבנקים

כ-96% מנכסי FCR משועבדים כנגד מרבית החוב הפיננסי. מיידוג מעריכה כי אחוז הנכסים המשועבדים הגבוה מאוד מחליש את הגמישות הפיננסית.

ניתוח פיננסי – First Capital Realty

דוח רווח והפסד

ההכנסות משכירות בקנדה עולות מידי שנה בעיקר כתוצאה מרכישת נכסים והתרחבות בפעילות FCR, אך גם כתוצאה מעליית שכר הדירה בנכסים קיימים כתוצאה מחידוש חוזים. במחצית הראשונה של שנת 2004 עמדו ההכנסות מדמי שכירות על כ-101 מיליון דולר קנדי, ומגלמות גידול של כ-30% ביחס לשנת 2003. ההכנסות משכר דירה בשנת 2003 עלו בכ-25% ביחס להכנסות בשנת 2002.

במחצית הראשונה של שנת 2004 הגידול בהכנסות, והירידה שנרשמה בהוצאות המימון כתוצאה מירידת שיעור הריבית הממוצעת על הלוואות FCR, ותשלומי ריבית עבור סדרות האג"ח במניות לא תרמו לגידול מקביל ברווח הנקי כתוצאה משתי סיבות עיקריות:

1. הוצאות הפחת במחצית הראשונה של שנת 2004 גדלו באופן יחסי להכנסות כתוצאה משינויים בשיטת הפחת החשבונאי בחברות נדל"ן בקנדה אשר השתנה לפחת בשיעור קבוע (straight line). כתוצאה משינויים אלו גדלו הוצאות הפחת משיעור של כ-8% מסך ההכנסות לשיעור של כ-16% מסך ההכנסות. מסיבה זו שיעור הרווח הגולמי של FCR ירד מרמה של 55% בשנים 2002-2003 לכ-46% במחצית הנסקרת. מנגד, שיעור ה-EBITDA נשאר קבוע על רמה של כ-57% מסך ההכנסות ועמד במחצית הראשונה של שנת 2004 על כ-59 מיליון דולר קנדי.

2. ירידה בתרומת Equity לרווחיות FCR שכן אשתקד נרשמו בנוסף לחלקה ברווחיה של Equity רווח מירידת חלקה של FCR ב-Equity לאחר רכישת חברת IRT ע"י Equity אשר חלק מרכישתה התבצע בהליך של החלפת מניות. רווח ההון שנרשם מכך הסתכם בשנת 2003 בכ-15 מיליון דולר קנדי.

מיסים – FCR כיום אינה נהנית ממעמד של REIT ומהטבות המיסוי המשתמעות מכך, מנגד, ל-FCR יתרות הפסדים לצורכי מס ועל כן תשלומי המס בפועל אותם היא משלמת הם מופחתים.

דוח רווח והפסד מוצג לפי שיטת ההצגה הישראלית

2002	2003	H1-2004	אלפי דולר קנדי
			הכנסות
125,635	154,656	101,067	הכנסות משכירות
2,607	2,715	2,490	הכנסות ריבית ואחרות
128,242	157,371	103,557	סך הכנסות
57,249	71,373	56,013	עלויות תפעול ופחת
70,993	85,998	47,544	רווח גולמי
6,833	8,575	5,183	הוצאות הנהלה וכלליות
64,160	77,423	42,361	רווח תפעולי
40,626	43,324	25,379	הוצאות מימון
23,534	34,099	16,982	רווח אחרי מימון
24,896	37,006	9,124	הכנסות והוצאות אחרות (Equity one)
48,430	71,105	26,106	רווח לפני מס
18,796	27,079	9,722	מיסים
29,634	44,026	16,384	רווח נקי

ניתוח שיעורי רווחיות

2002	2003	H1-2004	אחוזים מסך הכנסות
55%	55%	46%	שיעור רווח גולמי
50%	49%	41%	שיעור רווח תפעולי
74,091	89,997	58,766	EBITDA (אלפי דולר קנדי)
58%	57%	57%	שיעור EBITDA
23%	28%	16%	שיעור רווח נקי

רכישת נכסים, השבחת נכסים קיימים ופיתוח נכסים חדשים תרמו לגידול בסך המאזן של FCR

המאזן של FCR עלה בשנים האחרונות כתוצאה מהרחבת הפעילות על ידי רכישה מתמדת של נכסים, הרחבה והשבחה של נכסים ופיתוח נכסים חדשים. ב-30.6.2004 עמד סך המאזן על כ-1.8 מיליארד דולר קנדי לעומת כ-1.5 מיליארד דולר קנדי בשנת 2003.

הסעיפים המרכזיים בצד הנכסים כוללים את הרכוש הקבוע וההשקעה ב-Equity. סך הרכוש הקבוע (המופחת) עמד ב-30.6.2004 על כ-1.5 מיליארד דולר קנדי. ההשקעה ב-Equity עומדת נכון ל-30.6.2004 על כ-220 מיליון דולר קנדי לעומת חלקם בשווי שוק הנוכחי של Equity העומד על כ-336 מיליון דולר קנדי. FCR נהנית מקבלת דיבידנד מידי רבעון מאחזקתה ב-Equity. בשנת 2003 עמדה תשואת הדיבידנד של Equity על כ-5% (ביחס לשווי השוק). FCR ממשיכה להשקיע ב-Equity גם באמצעות שימוש במנגנון Dividend re-investment plan.

נתונים נבחרים מן המאזן

31.12.2002	31.12.2003	30.6.2004	אלפי דולר קנדי
			נכסים
19,595	15,638	14,022	מיסים נדחים (נכסי מס עתידיים)
4,541	7,134	10,756	סכומים לקבל (חייבים ויתרות חובה)
18,255	20,397	26,426	נכסים אחרים
875,617	1,201,330	1,399,835	מרכזי קניות
51,555	62,845	75,784	קרקעות ומרכזי קניות בפיתוח
208,972	211,412	219,903	השקעה ב-Equity One
16,838	19,854	29,450	משכנתאות והלוואות לקבל
1,195,738	1,538,689	1,776,756	סך נכסים
			התחייבויות
587,083	786,301	918,485	משכנתאות ומוסדות פיננסים
38,356	54,410	54,918	סכומים לשלם והתחייבויות שהצטברו
41,272	20,234	17,318	אג"ח להמרה
6,034	12,750	13,125	מיסים נדחים לשלם
507,756	664,994	772,910	הון עצמי *
1,195,738	1,538,689	1,776,756	סך התחייבויות

* כולל אג"ח להמרה

חוב ויחסי המאזן

31.12.2002	31.12.2003	30.6.2004	אלפי דולר קנדי
643,592	806,535	935,803	סה"כ חוב פיננסי
643,227	806,456	935,223	סה"כ חוב פיננסי נטו
NA	NA	90%	חוב מובטח לסך החוב
1,137,787	1,468,641	1,707,816	CAP
507,756	664,994	772,910	הון עצמי כולל אג"ח להמרה
136,426	327,437	430,199	הון עצמי בנטרול אג"ח להמרה
1,195,738	1,538,689	1,776,756	סך מאזן
54%	52%	53%	חוב ללא אג"ח להמרה לסך מאזן
85%	74%	72%	חוב כולל אג"ח להמרה לסך מאזן
57%	55%	55%	חוב ל-CAP (לא כולל אג"ח להמרה)

אג"ח להמרה בסכום של כ-360 מיליון דולר ניתנים להחלפה במניות מזה בפירעון מוקדם כ-100 מליון דולר קנדי

ל-FCR אג"ח להמרה בסכום שעמד ביום 30.6.2004 על כ-360 מיליון דולר קנדי. אג"ח אלו ניתנים להמרה במניות וגם יכולים להיפרע באמצעות מניות, בהתאם לשיקול דעתה הבלעדי של FCR. בחודש אוגוסט 2004 הודיעה FCR על פירעון מוקדם במזומן של אחת מסדרות חוב אלו (סדרה B) בסך התחייבות כוללת של כ-100 מיליון דולר קנדי. כתוצאה מההודעה 62% ממחזיקי אג"ח סדרה B המירו את ההתחייבות למניות מזה 42% אג"ח אשר הוחזקו ע"י גזית. ליתרת מחזיקי האג"ח (38%) שולמה התמורה במזומן. לאחר הפירעון המוקדם של סדרה B נותרו שתי סדרות של אג"ח. סדרה C עומדת לפירעון סופי ביום 28.2.2008, נושאת ריבית שנתית של 7.00% ויתרת ההתחייבות בגינה כ-100 מיליון דולר קנדי, וסדרה D עומדת לפירעון סופי ביום 30.6.2008, נושאת ריבית בשיעור של 7.25% ויתרת ההתחייבות בגינה הינה 161 מיליון דולר קנדי. על פי ה-GAAP הקנדי, כיום, לאחר הפירעון המוקדם של סדרה B כל ההתחייבות בגין

הסדרות שנתרו נכללות בהון העצמי. חלקה של גזית בשתי סדרות אג"ח אלו עומד על כ- 50% כך שבתרחיש של החלפת החוב במניות היא תשמור על שיעור האחזקה ב-FCR.

שימוש ברמת מינוף סבירה, אך אחוז גבוה מאוד של חוב מובטח מקטיין את הגמישות הפיננסית של FCR

סך החוב של FCR עמד נכון ל-30.6.2004 על כ-935 מיליון דולר קנדי וכולל משכנתאות בסכום של 731 מיליון דולר קנדי, הלוואות המובטחות בשעבוד של מניות Equity בסכום של 112 מיליון דולר קנדי ואשראי מתחדש בסכום של כ-75 מיליון דולר קנדי. ל-FCR מסגרת אשראי מאושרת ובלתי מנוצלת בסך של 41 מיליון דולר קנדי. פירעונות הקרן של המשכנתאות וההלוואות מן המוסדות הפיננסיים עומדים בממוצע על כ-55 מיליון דולר לשנה בין השנים 2005-2012 וכ-130 מיליון דולר קנדי בשנים 2013-2014. מתוך החוב כ-108 מיליון דולר קנדי נלקחו במטבע אמריקאי. חישוב זה של החוב אינו כולל אג"ח להמרה בסכום של כ-360 מיליון דולר קנדי אשר הונפקו בשנים 1996-1998, כך שהחוב כולל האג"ח להמרה עומד על כ-1.3 מיליארד דולר קנדי. יחס החוב המובטח מסך החוב עמד במחצית הראשונה של שנת 2004 על כ-90%. מידרוג מעריכה כי יחס זה הוא גבוה מאוד ומקטיין את הגמישות הפיננסית של FCR.

מידרוג מתייחס אל אג"ח להמרה כחלק מההון העצמי של FCR זאת בשל יכולת FCR לפרוע התחייבות זו (קרן ו/או ריבית) באמצעות הנפקת הון, ובהתאם מנתחת את יחסי האיתנות. יחס החוב לסך המאזן של FCR עמד ליום 30.6.2004 על 53% (חוב ללא האג"ח להמרה). יחס החוב ל-CAP ירד מעט בין השנים 2002 ל-2004 ועומד נכון ל-30.6.2004 על 56%. מידרוג מעריכה, בהתייחס אל האג"ח להמרה כאל הון עצמי, שהשימוש במינוף פיננסי הינו סביר.

תזרימי מזומנים – דומיננטיות של השקעות, שיפור ביחסי הכיסוי

תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת היו נמוכים יחסית במחצית הראשונה של שנת 2004 ועמדו על כ-20 מיליון דולר קנדי לעומת כ-65 מיליון דולר קנדי בשנת 2003. הירידה נובעת בעיקר משינויים חד פעמיים בפריטים לא כספיים בסך של כ-15 מיליון דולר קנדי. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת כולל קבלת דיבידנד בסך של 9.2 מיליון דולר קנדי מ-Equity.

תזרים המזומנים מפעילות השקעה של FCR הוא גבוה מאוד בהתאם לאסטרטגיית ההתרחבות של FCR אשר עוסקת גם ברכישה והשבחה של נכסים. בשנת 2003 רכשה FCR נכסים וקרקעות בסכום של כ-240 מיליון דולר קנדי והשקיעה בפיתוח נכסים חדשים סכום של כ-70 מיליון דולר קנדי. במחצית הראשונה של שנת 2004 רכשה FCR נכסים וקרקעות בסכום של כ-140 מיליון דולר קנדי. כמו כן השקיעה FCR סך של 2.7 מיליון דולר קנדי ברכישת מניות Equity במסגרת מנגנון Dividend re-investment plan.

FCR אינה נוהגת לשמור על יתרות מזומן ועל כן תזרימי המזומנים מפעילויות מימון ביחד עם תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת משמשים למימון פעולות ההשקעה. תזרימי המזומנים מפעולות מימון כוללות בעיקר נטילת הלוואות ממוסדות פיננסיים והנפקת הון בניכוי החזרי הלוואות וחלוקת דיבידנד. במחצית הראשונה של שנת 2004 עמד התזרים מפעילות מימון על כ-156 מיליון דולר קנדי וכלל נטילת חוב ממוסדות פיננסיים בסך של 86 מיליון דולר קנדי, הנפקת הון בסך של כ-108 מיליון דולר קנדי בניכוי דיבידנד בסך של כ-21 מיליון דולר קנדי והחזר הלוואות ואג"ח בסך של 15 מיליון דולר קנדי.

ה-FFO של FCR צמח בשנים האחרונות בקצבים גבוהים מאוד. במחצית הראשונה של שנת 2004 עמד ה-FFO על כ-40 מיליון דולר קנדי ובגילום שנתי מבטא עליה של כ-34% ביחס לשנת 2003.

תזרימי מזומנים ויחסי כיסוי

2002	2003	H1 2004	אלפי דולר קנדי
39,179	64,787	20,493	תזרים מפעילות שוטפת
-183,694	-356,840	-176,254	תזרים מפעילות השקעה
101,004	291,880	156,165	תזרים מפעילות מימון
43,641	60,053	40,159	FFO
			יחסי כיסוי
16	14	12	חוב פיננסי ל-FFO * (בגילום שנתי ב-2004)
1.1	1.4	1.6	FFO להוצאות מימון
0.1	0.1	0.1	EBITDA לחוב פיננסי
1.8	2.1	2.3	EBITDA להוצאות מימון

יחסי הכיסוי החוב הם נמוכים יחסית ל'Equity אך הציגו שיפור בשנים האחרונות: יחס החוב הפיננסי ל-FFO ירד מ-16 בשנת 2002 ל-12 במחצית הראשונה של שנת 2004 (בגילום שנתי), יחס ה-EBITDA להוצאות מימון עלה מ-1.8 בשנת 2002 ל-2.3 במחצית הראשונה של שנת 2004.

פינלנד

נתונים כלליים על פינלנד:

\$161.9 מיליארד	תוצר מקומי גולמי (לשנת 2003)
1.9%	אחוז גידול ריאלי ב-GDP (לשנת 2003)
1.7% לשנה	ממוצע צמיחת התוצר הריאלי ב-3 שנים האחרונות
\$26,500 במונחי כח קניה	GDP לנפש (לשנת 2002)
2.2% קצב שנתי	אינפלציה 2000-2003
5.2 מיליון תושבים	אוכלוסיה (2003)
0.2% לשנה	שיעור גידול ממוצע באוכלוסיה 1998-2003
Aaa	דירוג המדינה לפי Moody's

מקור: נתוני OECD

ענף הנדל"ן המניב המסחרי בפינלנד –

- רמה נמוכה של שטחי מסחר לנפש העומדים על כ-0.6 מ"ר לנפש בפינלנד לעומת כ-2 מ"ר לנפש בארה"ב, כ-1.6 מ"ר לנפש בקנדה וכ-1.4 מ"ר בישראל.
- שיעורי תפוסת נכסים גבוהה מאוד בגלל המחסור בשטחי מסחר – בהלסינקי שיעורי תפוסה של 98.8%.
- תהליכי אישור בניית נדל"ן ארוכים ובירוקרטים כך שתהליך בניית הנכסים ארוך ויכול להגיע עד עשרות שנים.
- בניה מתוכננת בשטח של כ-700 אלף מ"ר של שטחי מסחר ב-10 השנים הקרובות.

תיאור החברה – Citycon

החברה פועלת בפינלנד באמצעות חברת Citycon אשר כ-35% ממניותיה נרכשו על ידי החברה תמורת כ-65 מיליון יורו (בניכוי דיבידנד שהתקבל בסמוך למועד הרכישה בסכום של כ-4 מיליון יורו) בתחילת 2004. כיום, גזית מחזיקה אפקטיבית ב-36% ממניות Citycon והינה בעלת המניות הגדולה ביותר. אחריה מחזיקות פידליטי ודויטשה בנק בכ-13% וכ-5% בהתאמה. כיום דירקטוריון Citycon מונה 8 דירקטורים אשר מתוכם שלושה מונו בהמלצת גזית.

Citycon היא חברה פינית ציבורית אשר נסחרת בבורסה של הלסינקי והוקמה בשנת 1988. Citycon עוסקת בתחום הנדל"ן המסחרי המניב בפינלנד על ידי רכישה, הקמה, פיתוח וניהול של מרכזי קניות אזוריים ומבני מסחר אחרים המעוגנים בד"כ בסניפי סופרמרקטים וברשתות קמעונאיות אחרות. Citycon פועלת בעיקר באזור הלסינקי וערים גדולות אחרות בפינלנד אולם בוחנת אפשרות לרכוש נכסים דומים גם מחוץ לפינלנד. ל-Citycon זכויות בכ-16 מרכזים מסחריים בשטח כולל של כ-217 אלף מ"ר וכ-133 מבנים מסחריים בשטח כולל של כ-280 אלף מ"ר מזה נמכרו 3 נכסים.

פעילות Citycon בפינלנד

פינלנד	30.6.2004
מספר נכסים (מרכזי קניות ומבנים מסחריים)	146
שטחי הנכסים	497 אלף מ"ר
סך הכנסות מדמי שכירות בשנת 2004 בגילום שנתי	88 מיליון יורו
עלות מופחתת נכסים	731 מיליון יורו
שיעורי תפוסה ממוצעים	97%
מיקום	בעיקר הלסינקי וערים גדולות נוספות

פעילות Citycon מחולקת לשלוש מחלקות הכוללות ניהול ותחזוקה של מרכזי הקניות, השכרת סופרמרקטים, חנויות ונכסים אדמיניסטרטיביים נלווים ובתחזוקתם השוטפת. כמו כן יש ל-Citycon מחלקת פיתוח נכסים אשר עוסקת ברכישה, תכנון, פיתוח ושיווק של מרכזי קמעונאות חדשים בעיקר עבור מוצרים בעלי נפח אחסון גדול כגון רהיטים. כיום מחלקה זו נמצאת בהליכי רישוי לשלושה פארקים מסחריים.

פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית - כ-47% מהכנסות Citycon נובעים מנכסים הממוקמים באזור המטרופולין של הלסינקי

Citycon פועלת בעיקר באזורים אורבניים ברחבי פינלנד. כ-47% מהכנסותיה במחצית הראשונה של שנת 2004 מתקבלים מנכסים הממוקמים באזור המטרופולין של הלסינקי וכ-35% באזורי ערים גדולות אחרות. מיידרוג מעריכה כי הפיזור הגיאוגרפי אינו גבוה.

שיעורי התפוסה בנכסי Citycon הם גבוהים מאוד ועמדו בשנת 2003 על כ-97%

שיעורי התפוסה בנכסי Citycon הם גבוהים מאוד ועומדים על כ-97%. שיעורי התפוסה הגבוהים בנכסי Citycon דומה מאוד לשיעורי התפוסה הכלליים בפינלנד ונובעים מן המחסור בשטחי המסחר במדינה בכלל ובהלסינקי בפרט.

ל-Citycon תלות בשוכר מהותי אשר הכנסותיו תרמו 56% מהכנסות Citycon בשנת 2003

על סוגי לקוחותיה של Citycon נמנים רשתות קמעונאיות זרות ומקומיות וכן בנקים וגופים פיננסיים אחרים. ל-Citycon לקוח מרכזי אחד, Kesko, אשר ההכנסות בגינו מהוות כ-56% מהכנסותיה. Kesko הינה רשת המסחר הגדולה בפינלנד אשר פועלת גם בשוודיה ובמדינות הבלטיות ועיקר פעולתה בתחום המזון. בבעלות Kesko תתי רשתות בתחומים שונים כשהעיקרית בהם הינה רשת הסופרמרקטים אשר תורמת כ-50% מהכנסותיה. עד לשנת 2003, Kesko נמנתה על בעלי המניות של Citycon. **מידרוג מעריכה** כי ל-Citycon תלות גבוהה בשוכר זה אשר באם יקטין את נפח פעילותו בנכסי Citycon נוכח מכירת החזקותיו ב-Citycon יכול הדבר לפגוע בהכנסותיה של Citycon.

Kesko - נתונים פיננסיים עיקריים

מיליוני יורו	2003	2002
מכירות	7,070	6,466
שיעור רווח תפעולי	2.2%	1.5%
שיעור רווח נקי	1.4%	1.0%
הון עצמי לסך מאזן	50%	52%
חוב פיננסי	1,027	990

מאפיינים נוספים

ל-Citycon חוזים עם כ-770 שוכרים אשר תקופתם הממוצעת היא כ-3.6 שנים. הרוב המכריע של דמי השכירות צמודים למדד המחירים לצרכן בפינלנד ומורכבים מדמי שכירות בסיסיים בתוספת דמי ניהול ותחזוקה. ניהול נכסי Citycon מתבצע באמצעות חברות לניהול נכסים אשר חלקן בבעלות Citycon וחלקן בבעלות חלקית של Citycon. במהלך שנת 2004 רכשה Citycon מרכז מסחרי אחד בסכום של כ-7 מיליון יורו ומכרה שלושה נכסים בסכום של 0.6 מיליון יורו.

חלוקת דיבידנד על בסיס שנתי

Citycon נוהגת לחלק דיבידנד על בסיס שנתי. בחודש מרץ 2004 חולק דיבידנד בסכום של כ-14.3 מיליון יורו (בדומה לרווח הנקי המדווח) ובשנת 2003 חולק דיבידנד בסכום של כ-9.2 מיליון יורו.

נתונים פיננסיים עיקריים*

2002	2003	H1-2004	מיליוני יורו
			נתונים מדוח רווח והפסד
78.9	78.1	44.1	הכנסות
43.895	43.3	24.5	רווח תפעולי
56%	55%	56%	שיעור רווח תפעולי
65%	64%	64%	שיעור EBITDA
24.7	24.2	12.9	הוצאות מימון
13.8	14.3	8.4	רווח נקי
17.5%	18.3%	19.0%	שיעור רווח נקי
			נתונים מן המאזן
625.5	729.1	740.0	רכוש קבוע
451.8	526.0	529.4	חוב פיננסי (בתוספת capital loan)
204.0	209.5	203.6	הון עצמי בניכוי (Capital loan)
61%	70%	71%	חוב פיננסי בתוספת Capital loan לסך מאזן
			תזרימי מזומנים
24.2	22.4	11.4	תזרים מפעילות שוטפת
-2.7	-79.7	-13.0	תזרים מפעילות השקעה
-15.6	60.6	-8.6	תזרים מפעילות מימון
			יחסי כיסוי
2.1	2.1	2.2	EBITDA להוצאות מימון
0.1	0.1	0.1	EBITDA לחוב

*על פי כללי החשבונאות הפינניים עם התאמות

בין השנים 2001-2003 היו הכנסותיה של Citycon יציבות ברמה של כ-79-76 מיליון יורו עם עליה מתונה מאוד. במחצית הראשונה של שנת 2004 עמדו ההכנסות על כ-44 מיליון יורו ובגילום שנתי מצביעות על עליה של כ-13% בהכנסות. שיעורי הרווחיות התפעולית, EBITDA ושיעור הרווח הנקי שמרו אף הם על יציבות כ-56%, כ-64% וכ-18% בהתאמה.

הרכוש הקבוע של Citycon עלה מדרגה בין השנים 2002 ל-2003 מכ-625 מיליון יורו לכ-729 מיליון יורו בעקבות רכישה של מרכזים מסחריים והגדלת ההחזקה בנכסים קיימים.

החוב הפיננסי של Citycon כולל Capital Loan אשר נרשם בהון העצמי בסך של כ-68.5 מיליון יורו. ב-30.6.2004 עמד החוב הפיננסי על כ-530 מיליון יורו וגדל ביחס לשנת 2002 בעקבות הרכישות שביצעה Citycon בשנת 2003 כאמור לעיל.

יחס החוב הפיננסי בתוספת capital loan לסך מאזן עומד על 71%. מידרוג מעריכה כי יחס זה מצביע על איתנות פיננסית נמוכה, הנופלת משאר החברות המוחזקות בקבוצה. הנהלת החברה פועלת להורדת יחס החוב לסך המאזן ולהתאימו למקובל בקבוצה, קרי, בטווח של 50%-60%. בחודש ספטמבר 2004 הנפיקה Citycon 10 מיליון מניות תמורת כ-20.3 מיליון יורו.

תזרימי המזומנים מפעילות שוטפת של Citycon היו יציבים יחסית ברמה של כ-22 מיליון יורו. תזרימי המזומנים מפעילות השקעה היו גבוהים בשנת 2003 כתוצאה מפעילויות הרכישה בשנת 2003. יחסי כיסוי החוב של Citycon הם טובים יחסית ושמרו על יציבות בשנים האחרונות.

פעילות בישראל ותחום הדיור המוגן

פעילות החברה בישראל כוללת שני תחומים: דיור מוגן באמצעות החזקה בחברת משכנות כלל והשכרת בניין משרדים בתל אביב.

הפעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב בישראל כוללת השכרת בניין משרדים בתל אביב

החברה מחזיקה במלוא הבעלות (באמצעות חברות בנות) בזכויות החכירה בנכס בית גזית בתל אביב. החברה החלה בהקמת הבניין בשנת 1991 ובנייתו נסתיימה בשנת 1993. שטח הבניין עומד על כ-2,840 מ"ר ומתוכו כ-457 מ"ר אשר משמשים את החברה. דמי השכירות שהתקבלו מן הבניין עמדו על כ-2.7 מיליון ₪ בשנת 2002 וירדו לכ-2.6 מיליון ₪ בשנת 2003 (לא כולל שימוש עצמי על ידי החברה).

תחום הדיור המוגן

פעילות החברה בתחום הדיור המוגן נעשית באמצעות החזקת 50% מחברת משכנות כלל. ה-50% הנותרים מוחזקים בידי נכסי אזורים. החברה רכשה את מניות חברת משכנות כלל בשנת 2000, חברה אשר הוקמה בשנת 1982. משכנות כלל עוסקת באמצעות חברות בנות וחברות קשורות בהקמה בשיווק ובניהול מרכזי דיור לאוכלוסייה המבוגרת ברחבי הארץ. בין החברה לבין בעלי המניות האחרים במשכנות כלל נחתם הסכם אשר מסדיר את הפעילות של החברה והתניות שונות הקשורות במכירת מי מהצדדים את אחזקותיו.

תיאור נכסי חברת משכנות כלל והחברות הבנות

מיקום	אחוז בעלות הקבוצה	הכנסות לשנת 2003 (מ' ₪)	שיעור תפוסה 2003	שטח בנוי במ"ר	עלות מופחתת ל-30.6.2004
בת ים	100%	18.7	86%	32,187 (317) יח"ד + 60 מיטות סיעודיות	151,030
כפר סבא	100%	12.0	97.7%	26,342 (306) יח"ד + 36 מיטות סיעודיות	76,507
נורדיה	66%	4.7 2.3	94.8%	16,415 (172) יח"ד + 36 מיטות סיעודיות	123,806
חיפה	50%	-	-	-	1,089
אלונים	50%	-	-	-	-
סה"כ	-	33.1	92.1%		352,432

למשכנות כלל כיום 3 נכסים פעילים ועוד 2 נכסים בהליכי תכנון. סה"כ שטחי הנכסים הבנויים עומדים על כ-75 אלף מ"ר, כ-800 חדרים וכ-132 מיטות סיעודיות. סך ההכנסות מפעילות הדיור המוגן לשנת 2003 עמדו על כ-33 מיליון ₪. שיעורי התפוסה בנכסים בכפר סבא ובנורדיה גבוהים מאוד, 98%, ו-95% בהתאמה לעומת שיעור תפוסה נמוך יותר של 86% בבת ים.

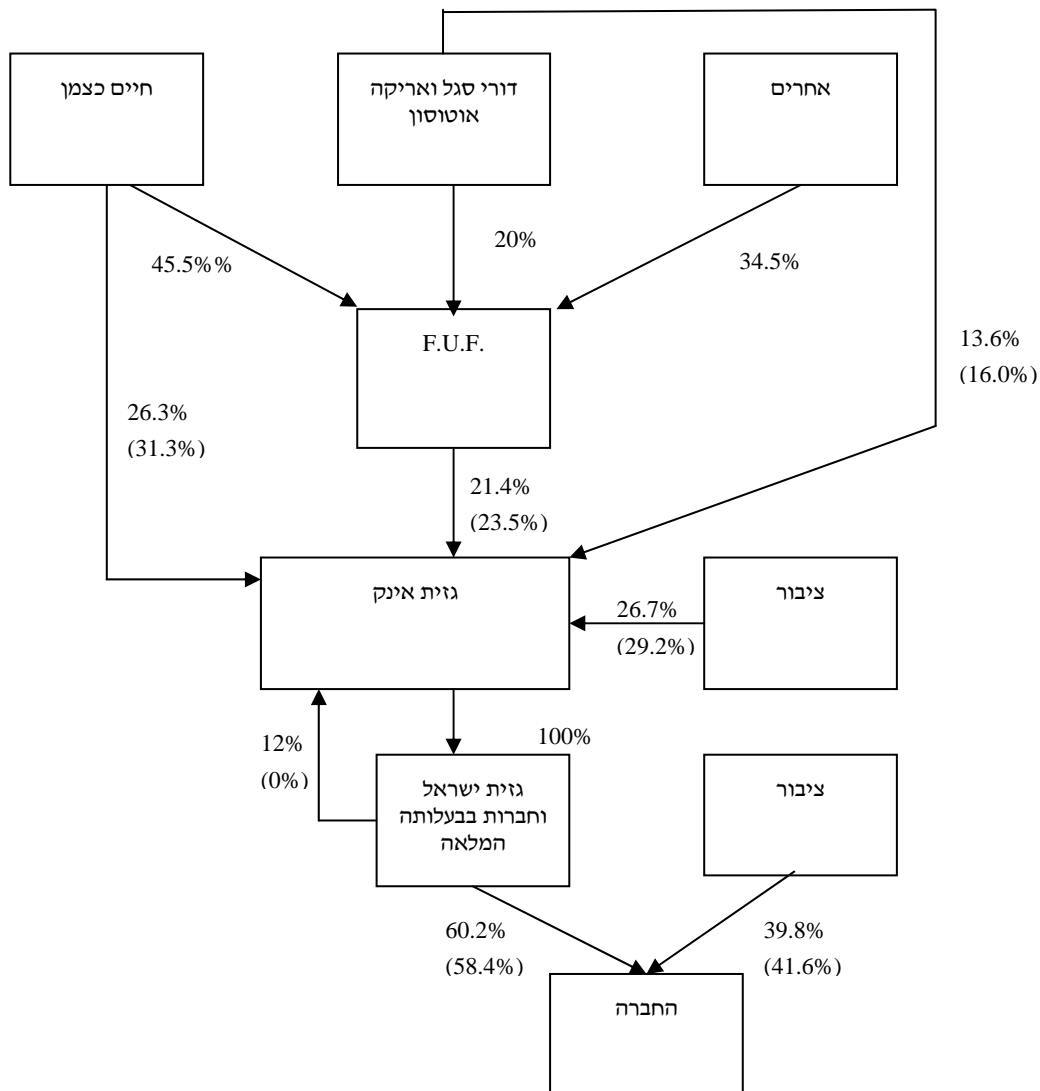
לגזית פעילות בתחום הדיור המוגן בארה"ב באמצעות חברת Royal Senior Care

בתחום הדיור המוגן פועלת החברה באמצעות חברת RSC. בשנת 2002 התקשרה במערכת הסכמים עם צד שלישי בעל ניסיון בתחום הניהול של דיור מוגן לאוכלוסייה המבוגרת בארה"ב. על פי הסכם זה הוקמו שתי שותפויות, האחת חברת נדל"ן לרכישה ופיתוח נכסים וכן חברת ניהול הנכסים. בשנת 2003 רכשה RSC נכס אחד בעיר בפלורידה תמורת כ-7.4 מיליון דולר בשטח של כ-7,100 מ"ר ובו 92 יחידות דיור. שיעור התפוסה בנכס בעת הרכישה היה כ-86% והיום עומד שיעור התפוסה בנכס על כ-93%. בחודש יוני 2004 נרכש נכס נוסף תמורת 5.5 מיליון דולר של כ-170 יחידות דיור בשטח של 9,900 מ"ר. החברה נמצאת בתהליך רכישה מתקדם של נכסים נוספים בתחום הדיור המוגן בארה"ב ובעיקר באזור פלורידה.

בעלות, ניהול ואסטרטגיה

גזית נסחרת בבורסה בתל אביב ומוחזקת על ידי גזית אינק וחברות בבעלות מלאה שלה בכ-60% ויתרה בידי הציבור. מבנה הבעלות האפקטיבי בגזית אינק הוא כדלקמן: חיים כצמן 41%, דורי סגל (ואישתו) 20.3%, משקיעים אחרים 8.4% וציבור 30%. חיים כצמן הוא בעל המניות הגדול ובינו לבין מר דורי סגל קיים הסכם המקנה למר חיים כצמן ללא חזרה את זכות ההצבעה בחברה FUF ובכך את השליטה למעשה בקבוצה.

מבנה החזקות בגזית



() בדילול מלא ואפקטיבי

מר חיים כצמן ודורי סגל הם בעלי המניות הגדולים ביותר והם שותפים פעילים בניהול הנכסים. חיים כצמן מכהן כיו"ר הדירקטוריון ומנהל העסקים הראשי ב-Equity, כיו"ר הדירקטוריון ב-FCR וכיו"ר החברה. דורי סגל משמש כסגן יו"ר ומנהל עסקים ראשי ב-FCR, כמנכ"ל החברה וכדירקטור ב-Equity.

מטה עובדים מצומצם בגזית

החברה אינה עתירת כח אדם ומעסיקה נכון למאי 2004 כ-15 עובדים בלבד. Equity מעסיקה כ-250 עובדים, FCR מעסיקה כ-150 עובדים, משכנות כלל כ-160 ו-Citycon מעסיקה כ-40 עובדים.

בעלי תפקידים בחברה

תפקיד	שם
יו"ר הדירקטוריון	מר חיים כצמן
מנכ"ל	מר דורי סגל
משנה למנכ"ל	מר אריאל אבן
סמנכ"ל כספים	מר גיל קוטלר
סמנכ"ל (ארה"ב)	מר רוני סופר

תלות באנשי מפתח – חיים כצמן ודורי סגל

פעילות החברה והחברות העיקריות בהן מחזיקה גזית גלוב (Equity ו-FCR) ובפרט המשך הצמיחה תלויה כמעט בלעדי ביו"ר הדירקטוריון מר חיים כצמן ובמנכ"ל מר דורי סגל, אשר מכהנים בתפקידים בכירים בשתי החברות ומנהלים אותן בפועל. מר חיים כצמן ומר דורי סגל מקבלים שכר ממספר חברות בקבוצה ובנוסף זכאים לבונוס שנתי בהתאם לביצועי החברות אל מול התחזית. מידרוג מעריכה כי מר חיים כצמן, בשל מעורבותו הגבוהה בפעילות בארה"ב ובקנדה ומר דורי סגל, בשל מעורבותו הגבוהה בפעילות בקנדה הינם אנשי מפתח בקבוצה וקיימת תלות מסוימת בהם. לחברה מנגנוני שכר והעסקה המיועדים לשמר את עובדי המפתח בה.

מדיניות דיבידנד אשר בחלקה משמשת לשירות חובותיה של חברת האם גזית אינק

החברה נוהגת לחלק דיבידנדים מדי שנה ומצהירה על דיבידנד משוער בתחילת השנה. בשנת 2004 הצהירה גזית גלוב כי היא מתכננת חלוקת דיבידנד רבעוני בסכום של כ-19 אגורות למניה (76 אגורות למניה לשנה) אשר מהווים כ-64 מיליון ש"ח לשנה. עד ליוני 2004 חולק דיבידנד בסכום של כ-30 מיליון ש"ח ובשנת 2003 חולק דיבידנד בסכום של כ-52 מיליון ש"ח.

לגזית אינק חוב פיננסי בהיקף של כ-340 מיליון ש"ח אשר כ-200 מיליון ש"ח מתוכם חובות לציבור והיתרה לבנקים. הדיבידנדים המחולקים על ידי גזית גלוב משמשים גם לשירות חובותיה של גזית אינק ועל כן מהווים להערכת מידרוג חלק משיקוליה של החברה בקביעת מדיניות הדיבידנד.

הסכמים בין בעלי מניות עם חברת אלוני חץ ב Equity ו-FCR

בשנת 2000 נחתם הסכם מכירה עם אלוני חץ אשר מכוחו נמכרו לאלוני חץ מניות של FCR בסכום של כ-33 מיליון דולר קנדי אשר הוו כ-16% מהונה של FCR. יחד עם זאת נחתם גם הסכם בעלי מניות ל-10 שנים (או עד שאלוני חץ תחזיק בפחות מ-5% ממניות FCR). אלוני חץ אף התחייבה שלא תפעל לבד או עם אחרים לרכישת שליטה ב-FCR. בשנת 2000 ביצעה Equity הקצאת מניות לאלוני חץ ובו זמנית חתמה Equity, החברה ואלוני חץ על הסכם בעלי מניות ל-10 שנים.

אסטרטגיה עסקית

- הקבוצה מתכוונת להמשיך ולהשקיע בנדל"ן ובעיקר במרכזים מסחריים המעוגנים בסופרמרקטים, הנחשבים כ"חסיני מיתון" בהשוואה למגורים אחרים בענף הנדל"ן. הנכסים נשלטים וברובם הגדול הינם בבעלות מלאה של החברות המוחזקות, עובדה המחזקת את השפעה הניהול על איכות הנכסים.
- הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של אזורי פעילותה, אולם, ההשקעות יעשו במדינות בעלות יציבות פוליטית וכלכלית גבוהה. יוצאת מכלל זה היא הפעילות בישראל אשר משקלה קטן מאוד בהשוואה לפעילויות האחרות.
- יישום אסטרטגיה של צמיחה באמצעות רכישת חברות נדל"ן הפועלות בתחומי פעילות מקבילים לאלו הקיימים, תוך מתן דגש להרחבת הפיזור הגיאוגרפי של הפעילות, ובאמצעות רכישה של נכסים והשבחת נכסים קיימים. הנהלת החברה פועלת ליישום את אסטרטגיית הצמיחה תוך הקפדה על יחסי כיסוי ויחסי איתנות פיננסיים, הכוללים, שמירה על יחס חוב לסך מאזן בטוח של 50-60% בחברות המוחזקות (FCR, Equity ו-CITYCON), ושמירה על יחס הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בדוחות החברה סולו, שלא ירד מטווח של כ- 30%.
- פעילות באמצעות חברות מוחזקות מקומיות בעלות הנהלה מקומית מנוסה, תוך שילוב מעורבות הדוקה של מנהלי ובעלי המניות העיקריים בחברה בניהול החברות והנכסים.

ניתוח פיננסי - גזית גלוב סולו

הניתוח הפיננסי מתבסס על הדו"ח הכספי של גזית סולו מורחב קרי גזית החברה וחברות המוחזקות בבעלות מלאה אשר החברה ערבה לחובותיהן.

סך המאזן סולו גדל בקצב של כ-25% בשנים 2002-2004 ועמד נכון ל-30.6.2004 על כ-3.1 מיליארד ₪. גידול זה נובע מהגידול בהשקעות בחברות המוחזקות ורכישת חברות, ומבטא את תהליך הצמיחה המואץ של הקבוצה בשנים האחרונות. הנכס העיקרי במאזני גזית סולו כולל את ההשקעה בחברות המוחזקות אשר עומד על כ-2.9 מיליארד ₪.

יחסי החוב המובטח לסך החוב ויחס הנכסים המשועבדים לסך הנכסים הם גבוהים

החוב הפיננסי ברוטו של החברה עלה מכ-1.1 מיליארד ₪ בשנת 2002 לכ-1.9 מיליארד ₪ במחצית הראשונה של שנת 2004 בעקבות הגידול בהשקעות החברה ומימונם באמצעות הנפקת הון וגיוס חוב. החברה עושה שימוש בסוגים שונים של חוב הכוללים חוב בנקאי בסך של כ-1.2 מיליארד ₪, אג"ח סחיר בסכום של כ-380 מיליון ₪ ואג"ח פרטי בסכום של כ-310 מיליוני ₪. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות הפיננסית של גזית בהשוואה לחברות המוחזקות העיקריות (FCR ו-Equity) נמוכה יותר. יחס החוב המובטח לסך החוב עומד נכון ל-30.6.2004 על כ-64% למרות שהיחס השתפר מעט בהשוואה לשנת 2003 ו-2002. יחס הנכסים המשועבדים לסך הנכסים עמד במחצית הראשונה של שנת 2004 על כ-73% וירד מכ-88% בשנים 2003 ו-2002. מידרוג מעריכה כי על אף השיפור, יחס זה הוא גבוה ומקשה על הגמישות הפיננסית.

חוב ונכסים משועבדים

אלפי ₪	30.6.2004	2003	2002
סה"כ חוב	1,877,828	1,418,335	1,100,224
חוב מובטח	1,206,907	1,044,659	854,202
שיעור חוב מובטח מסך החוב	64%	74%	78%
סה"כ נכסים *	2,989,649	2,404,731	1,587,323
יתרת נכסים משועבדים *	2,181,608	2,115,088	1,389,453
יחס נכסים משועבדים	73%	88%	88%

לחברה אפשרות לגיוס חוב נוסף מעבר לקיים הן באמצעות אג"ח המוחזק על ידי חברות בת בבעלות מלאה והן באמצעות שיעבוד יתרת מניות החברות המוחזקות

סך הלוואות החברה נכון לספטמבר 2004 עומדות על כ-468 מיליון דולר (2.1 מיליארד ₪) וכוללות: 208 מיליון דולר הלוואות מארבעה בנקים ישראלים אשר מובטחות על ידי מניות של FCR, Equity ומשכנות כלל, קווי אשראי מובטחים בסכום של כ-146 מיליון דולר מבנקים אשר ניתנות להגדלה של עוד כ-20 מיליון דולר ואשר החברה מנצלת מתוכם כ-96 מיליון דולר, אגרות חוב סדרות א' ו-ב' בסכום לפרעון של כ-87 מיליון דולר אשר אינן מובטחות ואג"ח סדרה ד' בסכום של כ-5 מיליון דולר אשר מובטחות על ידי בניין משרדים בישראל. בנוסף, לחברה אגרות חוב לא סחירות בסכום של כ-68 מיליון דולר אשר אינן מובטחות. לחברה יתרת מניות אשר אינה משמשת כבטחונות לחוב על סכום של כ-167 מיליון דולר. בנוסף, בידי חברות בת בבעלות מלאה אג"ח של החברה בסכום של כ-345 מיליון ₪ אשר יכולים לשמש את החברה במידת הצורך.

יתרות המזומן של החברה במחצית הראשונה של שנת 2004 עמדה על סכום נמוך יחסית של כ-60 מיליון ₪ וירדו מרמה של כ-300 מיליון ₪ בשנת 2002. הירידה נובעת משימוש החברה ביתרות הנוזליות לשם רכישת נכסים והשקעה בחברות המוחזקות.

שווי אחזקות החברה ל-30.6.2004

אלפי ₪	שווי שוק ליום 30.6.2004	שיעור אחזקה ישירה ליום 30.6.2004	חלק החברה בשווי שוק	עלות בספרים	פער
EQY	5,760,401	22.34%	1,286,848	923,720	363,128
FCR	2,345,702	54.78%	1,294,945	1,055,305	239,640
CTY	1,097,245	36.29%	398,204	391,000	7,204
FCR אג"ח וכתבי אופציה			572,400	494,200	78,200
סה"כ	9,203,347		3,552,397	2,864,225	688,172

חוב ויחסי איתנות

אלפי ₪	30.6.2004	31.12.2003	31.12.2002
חוב פיננסי ברוטו	1,877,828	1,418,335	1,100,225
חוב פיננסי נטו ניכוי מזומנים	1,817,152	1,304,861	803,884
שווי שוק השקעות סחירות	3,541,000	2,838,600	1,521,400
שווי מאזני השקעות לא סחירות	119,000	124,000	122,336
שווי השקעות מותאם	3,552,397	2,962,600	1,643,736
יחסי איתנות			
חוב פיננסי ברוטו למאזן	60%	55%	55%
הון עצמי למאזן	39%	44%	45%
חוב פיננסי נטו למאזן	58%	51%	40%
חוב פיננסי ל- cap	61%	55%	55%
חוב פיננסי נטו לעלות בספרים השקעות	61%	55%	49%
חוב פיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם	53%	48%	67%
חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם	51%	44%	49%

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה הם בינוניים ונופלים מהיחסים בחברות המוחזקות העיקריות: Equity ו-FCR. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד נכון ל-30.6.2004 על 39% וירד מכ-45% לשנים 2002 ו-2003. יחס החוב הפיננסי נטו לשווי השוק המותאם של הנכסים עמד נכון ל-30.6.2004 על כ-50% ועלה מעט ביחס לשנת 2003 מכ-44%. שינויים אלו נובעים מעליה ברמת המינוף של החברה בעקבות גיוסי החוב לרכישת הנכסים ובעיקר Citycon.

תזרימי מזומנים

התזרים התפעולי השוטף עמד על כ-70 מיליון ₪ ובגילום שנתי גדל ביחס לשנת 2003 בכ-65%. עיקר הגידול בדיבידנדים מהחברות המוחזקות נובע מרכישת מניות נוספות בחברות Equity, FCR, ו-Citycon. הכנסות נוספות אם כי לא משמעותיות נובעות מרווחים על תיק ניירות הערך אשר החברה מחזיקה ואשר כולל בעיקר השקעות מפורזות ב-Reits וכן ברשתות סופרמרקטים. בשנים האחרונות ירד תיק ניירות הערך בהיקף משמעותי מכ-250 מיליון ₪ בשנת 2002 לכ-40 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2004.

קבלת תשלומי דיבידנד לפי חברה

2002	2003	1-6.04	יתרת עודפים לחלוקה	
47,474	71,111	39,560	אין הגבלה על חלוקת דיבידנד	EQY
38,801	61,212	44,912	אין הגבלה על חלוקת דיבידנד	FCR
		21,743	כ-13 מיליון יורו נכון ל-31.12.2003	Citycon
			כ-180 מיליון ש"ח נכון ל-30.6.2004	גזית גלוב

הוצאות ההנהלה והכלליות נשארו זהות בגילום שנתי על אף העלייה בהכנסות מדיבידנדים וכוללות בעיקר הוצאות שכר ובונוסים לעובדים.

הוצאות המימון של החברה עלו משמעותית בשל הגידול בחוב הפיננסי. כמו כן החברה הגדילה את היקף האג"ח המונפק לציבור על ידי מכירת אג"ח אשר הוחזקו על ידי חברות בת.

יחס הכיסוי התפעולי עלה בשנים האחרונות מכ-2.4 בשנת 2002 ל-3.1 במחצית הראשונה של שנת 2004. מידרוג מעריכה כי יחס זה מצביע על רווחיות תפעולית גבוהה יחסית.

תזרימי מזומנים סולו מורחב

31.12.2002	31.12.2003	30.6.2004	אלפי ש"ח
			תזרימי תפעולי שוטף:
89,121	134,400	108,291	דיבידנדים ודמי ניהול מחברות מוחזקות
10,416	8,596	2,687	הכנסות ריבית ודיבידנדים מניירות ערך אחרים
(26,191)	(29,036)	(14,104)	הוצאות הנהלה וכלליות
(15,832)	(21,205)	(21,632)	הוצאות מימון
57,515	92,755	75,242	תזרימי תפעולי שוטף לפני מס
50,032	84,996	70,401	תזרימי תפעולי שוטף לאחר מס
(115,506)	(624,692)	(577,468)	תזרימי מפעילות השקעה
258,351	337,234	466,708	סך פעילות מימון
-18,421	-8,069	6,769	אחרים
253,220	47,623	14,032	מזומנים יתרת סיום
2.4	2.8	3.1	יחס כיסוי תפעולי

תזרימי המזומנים מפעילות השקעה כולל מרכיב גבוה מאוד של השקעה בחברות בנות. במחצית הראשונה השקיעה החברה סכום של כ-580 מיליון ש"ח בחברות בנות וכללה בעיקר השקעה של כ-395 מיליון ש"ח ב-Citycon וכ-185 נוספים ב-Equity וב-FCR (בעיקר במניות, מימוש אופציות והמרת מניות). בשנת 2003 הסתכמה ההשקעה בחברות בנות בכ-650 מיליון ש"ח אשר כללו השקעה במניות, אופציות והמרת מניות של Equity ו-FCR.

פעילות המימון בחברה מהווה מרכיב משמעותי בפעילותה. החברה משכילה להשתמש בשוק ההון הן בצד גיוס ההון והן בצד גיוס האג"ח למימון השקעותיה. כמו כן, החברה עושה שימוש בחוב בנקאי אשר ברובו מובטח על ידי מניות החברות אשר בבעלות בעיקרן Equity, FCR ו-Citycon. במחצית הראשונה של שנת 2004 עמד התזרימי מפעילות מימון על כ-467 מיליון ש"ח וכלל גיוס אג"ח בסכום של כ-300 מיליון ש"ח, קבלת מימון בנקאי בסכום של כ-155 מיליון ש"ח וגיוס הון בסכום של כ-46 מיליון ש"ח.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	רווח נקי+פחת והפחתות-הכנסות/הוצאות אחרות -חלק החברה בתוצאות חברות כלולות

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	<p>דרגת השקעה</p>
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	<p>דרגת השקעה ספקולטיבית</p>
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	C	

מידרוג משתמש 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 : IRG031004

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

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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 בעינייה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע"). המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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.