

# גזית גלוב בע"מ

מעקב | מרץ 2022

## אנשי קשר:

### אורית תשובה

ראשת צוות בכירה, מעריכת דירוג ראשי  
[Orit.teshuva@midroog.co.il](mailto:Orit.teshuva@midroog.co.il)

### שירן פימא, רו"ח

אנליסטית בכירה, מעריכת דירוג משנית  
[Shiranfh@midrog.co.il](mailto:Shiranfh@midrog.co.il)

### סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

---

## גזית גלוב בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1.il	דירוג סדרות ומנפיק
אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרה טו'

מידרוג מודיעה על הוצאה מבחינה של דירוג המנפיק ושל דירוג אגרות החוב (סדרות יא, יב, יג, יד, טו ו-טז) שהנפיקה גזית גלוב בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "גזית") ועל הורדת דירוג אגרות החוב (סדרות יא, יב, יג, יד, טז) מ-Aa3.il ל-A1.il וכן הורדת דירוג אגרות החוב (סדרה טו) מ-Aa2.il ל-Aa3.il. אופק הדירוג יציב. דירוג ניירות ערך מסחריים (סדרה 1) נותר על כנו P-1.il.

### אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2024	יציב	A1.il	1260546	יא
30.06.2027	יציב	A1.il	1260603	יב
30.06.2028	יציב	A1.il	1260652	יג
30.09.2031	יציב	A1.il	1260736	יד
31.03.2028	יציב	Aa3.il	1260769	טו *
01.04.2029	יציב	A1.il	1260785	טז **
-	-	P-1.il	1260686	נייר ערך מסחרי- סדרה 1

\* אג"ח סדרה טו מובטחות בשעבוד על ארבעה נכסים מניבים בישראל כאמור בשטר הנאמנות אג"ח סדרה טו. \*\* אג"ח סדרה טז מובטחות בשעבוד על מניות חברת אטריום כאמור בשטר הנאמנות לאג"ח סדרה טז.

### שיקולים עיקריים לדירוג

- הורדת הדירוג נובעת מהיחלשות הפרופיל הפיננסי של החברה המתבטא ביחס איתנות של כ-70% (סולו מורחב) פרפורמה לעסקת אטריום בהשוואה לממוצע של 57% בשנים 2019-2020. השחיקה ביחס האיתנות נבעה בין השאר מירידת ערך נדל"ן להשקעה שרשמה החברה בשנת 2020 ומשחיקת ההון בגין היחלשות מטבעות הפעילות למול השקל, אשר מותנה בעלויות ערך שנרשמו בשנת 2021, וכן ברקע גם השפעה שלילית של מגפת הקורונה על ההכנסות וכן עלייה בחוב הפיננסי לצורך רכישת מיעוט אטריום. מידרוג אינה מניחה שיפור מהותי ביחס האיתנות בשנה-שנתיים הקרובות שצפוי להערכתנו לעמוד בטווח של 68%-70% והינו חלש לרמת הדירוג. תזרים משמעותי תורם לפרופיל הפיננסי של החברה, כאשר בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג היקף ה-FFO (סולו מורחב) צפוי לנוע בטווח של 300-380 מיליון ₪ לשנה באופן אשר בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. יחס הכיסוי צפוי לנוע בטווח הקצר-בינוני בטווח של 40-45, שאינו הולם את רמת הדירוג.
- פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב המסחרי נתמכת ע"י פרופיל עסקי חזק ומבוסס, עם היקף מאזן (סולו מורחב) של כ-25 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2021 פרפורמה לעסקת אטריום ותיק נכסים איכותי ומבוצר מאוד. נכסי החברה מתפלגים על פני 5 טריטוריות עיקריות הכוללות את ישראל, מזרח ומרכז אירופה, צפון אירופה, ברזיל, קנדה וארה"ב. עסקת אטריום היוותה צעד נוסף במימוש אסטרטגיית החברה להגדלת מרכיב הנכסים הפרטיים בבעלותה ובשליטתה. להערכת מידרוג, מהלך זה הינו גורם חיובי בדירוג מבחינת המיצוב העסקי של החברה וצפוי לקרב את גזית לנכסיה של אטריום ולהוביל לחיזוק השליטה של החברה בנכסי הנדל"ן של החברה הבת, באופן שישפר את הגמישות העסקית והפיננסית של החברה.
- נכסי הבסיס של החברה מאופיינים כמרכזים מסחריים מבוססי שירותים, לרוב מעוגני סופרמרקטים, המשרתים צרכים יומיים בסיסיים של קהל היעד. נכסי החברה שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך שנים, וליום 31.12.2021 שיעור התפוסה עמד בממוצע על כ-94.3%. לאחר ירידות חדות בשנת 2020 בהכנסות מנכסים זהים במטבע הפעילות, בשנת 2021 נרשמה צמיחה נאה בנתון זה ב-3 מתוך 5 טריטוריות הפעילות של החברה: בישראל (2.8%), בברזיל (10.1%) ובארה"ב

(11.3%) וירידה עד סטגנציה ב-2 אזורי הפעילות הנוספים בצפון אירופה (-1.5%) ובמרכז-מזרח אירופה (-0.3%). בשנים 2018-2019 טרום המגיפה החברה רשמה עליות בהכנסות מנכסים זהים בכל טריטוריות הפעילות.

- סביבת הפעילות מושפעת לשלילה מפעילות החברה בברזיל אשר מאופיינת בתנאים מאקרו כלכליים חלשים. המדינה נפגעה ממשבר הקורונה באופן שגרם להתכווצות של התוצר, יחד עם החמרת האתגרים הפיסקאליים במדינה, עלייה בהיקף החוב וכן עלייה בשיעור האבטלה. ליום 31.12.2021 פרפורמה לעסקת אטריום מהווים הנכסים בברזיל כ-9% מסך הנכסים סולו מורחב. להערכת מידרוג, הפעילות בברזיל חושפת את החברה לשחיקת הונה העצמי כתוצאה מהתנדדותיות בשער הריאל הברזילאי. היקף החשיפה לברזיל עשוי לקטון לאור תכניות החברה לדילול אחזקתה בטריטוריה זו.
- הדירוג לזמן קצר מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, A1.il ועל ניתוח הנזילות של החברה. כמו כן, דירוג ניירות הערך המסחריים מבוסס על הצהרת החברה לשמירה לאורך כל תקופת הנע"מ על מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ בכל עת וזאת לאור תנאי הנע"מ הכוללים אופציה לפירעון מידי בהתראה מראש של 7 ימי עסקים.

תרחיש הבסיס של מידרוג כולל, בין היתר, התאמה לרכישת המיעוט של אטריום ואיחוד נתוני אטריום לדוח הסולו המורחב, סיווג אג"ח היברידי באטריום בהיקף של כ-350 מ' אירו כ-50% חוב ו-50% הון עצמי ובהתאם למתודולוגיית מידרוג, הנפקת הון שבוצעה בפועל בהיקף של כ-400 מ' ש"ח וכן הקצאת מניות של כ-60 מ' ש"ח בגין השתתפותה של נורסטאר התלויה באישור אסיפה כללית, מימוש נכסים אשר אינם בליבת הפעילות של החברה, השקעה בנכסים בעיקר בישראל, בארה"ב ובמרכז אירופה, פירעונות שוטפים של אג"ח, חלוקת דיבידנד שנתית ורכישה עצמית של מניות בהתאם למדיניות החברה וכן תזרים מפעילות שוטפת. בתרחיש הבסיס נבחן גם תרחיש רגישות לשווי הנכסים ברוסיה, לאור השפעות שליליות על שווי נכסי אטריום ברוסיה לנוכח היחלשות משמעותית בשער הרובל והשפעות ריאליות בכלכלה ברוסיה. בהתאם לכך, יחס חוב נטו ל-CAP נטו, על בסיס סולו מורחב, צפוי לנוע בטווח של 68%-70%, יחס אשר אינו הולם לרמת הדירוג. היקף ה-FFO צפוי לנוע בשנים 2022-2023 בטווח של 300-380 מ' ש"ח באופן אשר בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג ויחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי לנוע בטווח הקצר-בינוני בטווח של 40-45 יחס איטי ביחס לדירוג.

## שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את היקף הפעילות המשמעותי ואת הפיזור הנרחב של פעילות החברה ומנגד הביאה בחשבון לשלילה את חשיפת המט"ח האינהרנטית לפעילות החברה המחזיקה בפעילויות בינלאומיות. מידרוג תבחן לאורך זמן את התפתחות השליטה בחברה וככל שנדרש גם את אסטרטגיית החברה לאור השינויים במבנה בעלי המניות בנורסטאר שחלו בתקופה האחרונה.

## שיקולים מבניים

אגרות חוב סדרה טו' ואגרות חוב סדרה טז' שהנפיקה החברה מובטחות בשעבודים שהעמידה החברה לטובת מחזיקי אגרות החוב. מידרוג בחנה את טיב השעבודים ואת יחס ההשבה לכל אחת הסדרות המובטחות בהתאם למתודולוגיית "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019). אגרות חוב סדרה טו' מובטחות בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על זכויות בקשר ל-4 נכסי מקרקעין מניבים בישראל: G מרכז חורב, G רוטשילד, G כוכב הצפון ו-G סביון. מידרוג מעריכה את איכות בטוחה זו כ-"חזקה", בהיותם נכסים בתחום הנדל"ן המניב בישראל, ולאור הערכת מידרוג לתנודתיות נמוכה בשוויים. כמו כן, מידרוג מעריכה כי פיזור הבטוחה על פני 4 נכסים תורם לנזילות הבטוחה וליציבות בשווייה. מידרוג מעריכה כי בתרחיש רגישות לשווי הנכסים המשועבדים הנע עד לכ-40% משוויים בספרי החברה ליום 31.12.2021 שיעור ההשבה ביחס לאגרות החוב סדרה טו' עולה בסבירות גבוהה על 70%. אגרות חוב סדרה טז' מובטחות בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה של מניות חברת אטריום וכל זכויות החברה במניות המשועבדות בהתאם להוראות שטר הנאמנות לאגרות החוב (סדרה טז'). מידרוג לא הקנתה הטבה דירוגית לאגרות חוב סדרה טז' בגין שעבוד זה לאור הערכתנו את טיב השעבוד כ-"בינוני" בלבד בשל היות הבטוחה מניות בחברה מוחזקת.

## אופק הדירוג

אופק הדירוג היציב נובע מהנחת מידרוג לגידול בהכנסה התפעולית מנכסים זהים בטריטוריות הליבה של החברה בשנים 2022-2023 בהשוואה לשנת 2021 ומהנחת מידרוג כי החברה תפעל למומוש נכסים לצד השקעות בנכסים חדשים באופן שרמת המינוף של החברה לא תגדל לצד שמירה על גמישות פיננסית טובה בדמות מרכיב גבוה של נכסים לא משועבדים.

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה משמעותית ברמת המינוף הכוללת של החברה בדגש על רמת הסולו המורחב
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן

### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה במינוף החברה מעבר לשיעור חוב ל-CAP של 70% לאורך זמן
- היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה לרבות בקשר עם היקף נכסים לא משועבדים

## נתונים פיננסיים עיקריים

### גזית גלוב בע"מ - נתונים עיקריים (סולו מורחב), במיליוני ש"ח

31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	
24,085	20,134	18,215	19,554	סך מאזן
13,537	10,589	11,871	13,077	חוב פיננסי
11,775	9,289	10,727	10,787	חוב פיננסי נטו
56%	53%	66%	67%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
495	441	243	240	* FFO LTM
27	21	44	45	חוב פיננסי נטו / FFO *LTM

המדדים הפיננסיים מחושבים לפי התאמות מידרוג בהתאם למתודולוגיה: "התאמות לזוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי" מאי 2020 \* נתון ה-FFO בשנת 2021 הינו לאחר הוצאה להפרישי הצמדה בגובה כ-213 מ' שח (הכנסה של כ-35 מ' שח בשנת 2020).

## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

### פיזור נכסי החברה בכלכלות חזקות מיטיב עמה, אך פעילותה בברזיל משפיעה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות

נכסי החברה מפוזרים על פני מספר מדינות המאופיינות ככלכלות יציבות בעלות נתונים מאקרו-כלכליים טובים מאוד המעידים על מגמת שיפור לאחר משבר הקורונה. כמו כן, מדינות אלה מאופיינות בדירוג אשראי גבוה: ארה"ב (Aaa יציב), קנדה (Aaa יציב), שוודיה (Aaa יציב), נורבגיה (Aaa יציב), פינלנד (Aa1), צ'כיה (Aa3 יציב), ישראל (A1 יציב), פולין (A2 יציב). בד בבד, חשיפה החברה לברזיל (Ba2 יציב) משפיעה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות. נכון ל-31.12.2021 לחברה 7 נכסים מניבים בברזיל בעיר סאו פאולו הכוללים השקעה בשטח כולל של 179 אלפי מ"ר בשווי הוגן של כ-3.9 מיליארד ריאל ברזילאי (כ-2.6 מיליארד \$). שיעור התפוסה ליום 31.12.2021 עמד על כ-95.5% ללא שינוי מתקופה קודמת. במהלך שנת 2021 רשמה החברה שיעור צמיחה של כ-10% בנכסיה הזהים בברזיל (במטבע מקור), בהשוואה לשיעור שלילי של כ-33% בשנת 2021 ושיעור גידול של 18% בשנת 2019.

להערכת Moody's<sup>1</sup>, ברזיל מאופיינת בכלכלה גדולה ומגוונת עם יתרות מט"ח משמעותיות העשויות לתרום ליציבות בעת משברים. יחד עם זאת, גירעון פסקלי גבוה של ממשלת ברזיל, סיכונים פוליטיים ומדדי ממשל חלש יחסית הקשורים לשחיתות משפיעים לשלילה על דירוג המדינה. בנוסף, שיעור האינפלציה בברזיל עומד על כ-10% וצפוי להישאר בשיעור גבוה ביחס למדינות חזקות ולעמוד על בין 4%-5%. כמו כן, צמיחת התוצר בברזיל צפויה להגיע לכ-4.8% והתחזית הינה מגמת ירידה בין השנים 2022-2023 לממוצע של 1.3% שנתית.

ליום 31.12.2021 הנכסים בברזיל מהווים כ-14% מסך נכסי החברה במונחי סולו מורחב וכ-9% פרופורמה לאיחוד אטריום לדוח סולו מורחב. כמו כן לחברה תוכניות קונקרטיביות להנפקת הפעילות בברזיל, אשר הושהו בשנה האחרונה ואנו מעריכים כי החברה תוסיף לבחון זאת בבטוח הבינוני.

באמצעות אטריום, מחזיקה החברה 7 נכסים ברוסיה אשר בעקבות המלחמה מול אוקראינה הורד דירוגה ל-Ca עם אופק שלילי ע"י Moody's. מידרוג העריכה כי נכסי החברה ברוסיה עלולים לספוג השפעה שלילית משמעותית בעקבות היחלשות הרובל וכן גם בשל השלכות ריאליות בעקבות השלכות המלחמה על המצב הכלכלי ברוסיה. נכסי החברה ברוסיה מהווים להערכת מידרוג כ-4% מהיקף הנכסים של החברה במונחי סולו מורחב פרופורמה לעסקת אטריום ולכן הנחנו השפעה שאינה מהותית על המיצוב הפיננסי של החברה בשל כך.

### **היקף פעילות בולט לחיוב ביחס לדירוג עם פיזור נכסים ופיזור גאוגרפי המשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי של החברה. מיצוב עסקי גבוה בחברות הבנות, עם פרמטרים פיננסיים טובים ויציבים**

עם NOI שנתי של כ-0.85 מיליארד \$ שמידרוג צופה בתרחיש הבסיס בשנת 2022 במונחי סולו מורחב והיקף מאזן סולו מורחב של כ-25 מיליארד \$, לחברה היקף פעילות רחב ובולט לחיוב לרמת הדירוג. החברה מחזיקה ישירות ובאמצעות חברות מוחזקות כ-101 נכסים מניבים בעיקר מרכזים מסחריים, לצד גם משרדים ומגורים, בפיזור גיאוגרפי נרחב ובולט לחיוב בארה"ב, קנדה, מרכז ומזרח אירופה, ברזיל וישראל, כאשר נכסי החברה נפרשים על פני מספר מטרופולינים, רובם במדינות בעלות דירוג אשראי גבוה, כאמור לעיל, ובכללם: תל אביב, ניו יורק, פראג, ורשה, הלסינקי, שטוקהולם, בוסטון ועוד. נכסי הבסיס של החברה מאופיינים כמרכזים מסחריים מבוססי שירותים, לרוב מעוגני סופרמרקטים, המשרתים צרכים יומיים בסיסיים של קהל היעד. החברה שומרת על שיעורי תפוסה גבוהים, לאורך שנים, באופן אשר תומך בפרופיל העסקי. כך, נכון ליום 31.12.2021 שיעורי התפוסה של נכסי החברה בישראל עמדו בממוצע על כ-97.6%, בברזיל כ-95.5%, ובארה"ב, במזרח-מרכז אירופה ובצפון אירופה כ-93%.

מידרוג מעריכה כי פעילות החברה בתחום מרכזי הקניות חשופה לתמורות הטכנולוגיות והתרבותיות המהירות במאפייני הצריכה הפרטית ובענף המרכזים המסחריים, ובפרט לעלייה ברכישה המקוונת כאשר נראה כי משבר הקורונה הביא להאצה במגמת רכישות אונליין, בהתחשב בהגבלות ובסגרים שהיו. לחברה אסטרטגיה להגדלת הפעילות בתחום המגורים להשכרה בכל טריטוריות הפעילות מלבד ברזיל, באופן שתמהיל נכסי המסחר עשוי לפחות עם השנים. להערכת מידרוג, בשנתיים הקרובות התרומה של הפעילות בתחום המגורים עדיין לא צפויה להיות מהותית.

בישראל, נכון ליום 31.12.2021, לחברה 12 נכסים מניבים וקרקות, בעיקר באזור המרכז וגוש דן, בשווי כולל של כ-3.7 מיליארד \$ בשטח להשכרה של 160 אלפי מ"ר עם שיעור תפוסה של כ-97.6%. מרבית הנכסים בישראל הינם מרכזים שכונתיים בערים מובילות, באזורים בעלי חסמי כניסה גבוהים, מעמד סוציו-אקונומי גבוה. מעל מחצית משטח תיק הנכסים הינו מתחמים פתוחים. בשנת 2021 רשמה החברה גידול של 2.8% ב-NOI מנכסים זהים בישראל, זאת בהשוואה לירידה של כ-18% בשנת 2020 ושיעור של כ-2.8% בשנת 2019. אסטרטגיית החברה הינה להרחיב את ההשקעות בנדל"ן מניב לשימושים נוספים לרבות דיור להשכרה וכן שימושים מעורבים של מסחר, משרדים ומגורים.

<sup>1</sup> [Government Of Brazil Ba2 Stable, Credit Opinion, December 2021](#)

בארה"ב, נכון ליום 31.12.2021 לחברה 11 נכסים הכוללים בעיקר מרכזים מסחריים וכן דיור להשכרה, בשווי כולל של 386 מיליון דולר בשטח של כ-64,800 מ"ר עם שיעור תפוסה של כ-93.3% המציג שיפור לעומת שנה קודמת. עיקר נכסי החברה מצויים בבוסטון עם נוכחות גם בניו יורק, פילדלפיה ומיאמי. שיעור הצמיחה בנכסים זהים בנכסי החברה בארה"ב עמד על כ-11.3% בשנת 2021, לעומת ירידה של כ-3.4% בשנת 2020 ועלייה של כ-5.3% בשנת 2019. החברה מתעתדת להיכנס גם לתחום הדיור להשכרה ובמהלך שנת 2021 החברה רכשה בניין מגורים להשכרה הכולל 262 יח"ד בלב מיאמי בהשקעה של כ-100 מיליון דולר וכן קיבלה אישור הרשויות להגדלת היקף פרויקט המגורים להשכרה שלה במיאמי, Brickell Gateway, מ-364 יח"ד ל-504 יח"ד.

פעילות החברה במדינות הנורדיות מבוצעת באמצעות חברת ("CTY") Citycon oyj (שיעור האחזקה בחברה הינו - 52.1%), כאשר החברה הינה בעלת השליטה בחברה זו. דירוג CTY ירד בשנה החולפת, ע"י Moody's, ל- Baa3 עם אופק שלילי וביוני האחרון Moody's אישרה את הדירוג אך שינתה האופק משלילי לציב בעיקר על בסיס העובדה שהמדינות הנורדיות נפגעו פחות ממשבר הקורונה. עפ"י Moody's, CTY שמרה על תוצאות תפעוליות יציבות בכל מדינות הפעילות עם שיעור גבייה גבוה ברבעון ראשון 2021 של כ-94%. יצוין, כי דירוגה של CTY נתמך, בין היתר, ע"י תיק נכסים המאופייין בפיזור במדינות בעלות דירוג אשראי גבוה. בנוסף, נכסים המעוגנים בסופרמרקטים ועסקים חיוניים. כמו כן, תפוסה גבוהה סביב ה-93.2%, כך נכון למרץ 2021.

פעילות החברה במרכז ומזרח אירופה הינה באמצעות ("ATR") Atrium European Real Estate Limited המדורגת Baa3 על ידי Moody's ומצויה תחת בחינה להורדת דירוג. דירוג ATR משקף, בין היתר, מובילות שוק במזרח אירופה, תוך התמקדות בערים מרכזיות - ורשה ופראג וכן פיזור הבולט לחיוב כאשר אין נכס המהווה יותר מ-10% מהשכ"ד השנתי. בחינת הדירוג של ATR בהשלכות שליליות משקפת את הדיבידנד המיוחד ששולם לבעלי המניות ערב עסקת המיזוג עם גזית וכן את ההשלכות האפשריות של מיזוג על האסטרטגיה והממשל התאגידי של ATR שהפכה עם המיזוג מחברה ציבורית לחברה פרטית. בהתאם לאסטרטגיה של החברה, פעלה החברה בשנים האחרונות להגדלת שיעור הנדל"ן הפרטי (דהיינו, פעילות שאינה מוחזקת דרך חברות ציבוריות), תוך מימוש החזקותיה בחברות הציבוריות בצפון אמריקה וכן הקמת פלטפורמות פרטיות (לרבות עם שותפים) והגדלת תיק הנכסים המוחזק באמצעות החברות הבנות הפרטיות של החברה. במסגרת זאת, בחודש פברואר 2022 השלימה החברה עסקה לרכישת בעלי מניות המיעוט (כ-25%) של ATR, שהייתה חברה ציבורית בשליטת החברה, ומחיקת מניותיה מהמסחר בבורסה ולאחר העסקה מחזיקה החברה בשרשור ב-100% מ-ATR.

### יחסי המינוף והכיסוי חלשים ביחס לדירוג באופן אשר משליך לשלילה על הפרופיל הפיננסי

נכון ליום 31.12.2021 יחס החוב נטו ל-CAP נטו, על בסיס סולו מורחב, עומד על כ-67%, זאת לעומת יחס של כ-66% נכון ל-31.12.2020 ו-53% נכון ל-31.12.2019, ערב פרוץ מגיפה הקורונה. השחיקה ביחס המינוף נבעה מהיחלשות מטבעות הפעילות לעומת השקל, בפרט הריאל הברזילאי, וכן מירידת שווי בערכי הנדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בפיתוח, בין השאר בשל השפעות התפרצות מגיפה הקורונה והשלכותיה על פעילות המרכזים המסחריים ברקע מגבלות הריחוק החברתי. עיקר הירידה בשווי הנדל"ן נרשמה במהלך שנת 2020 ובשנת 2021 נרשמו שערוכים חיוביים שקיזזו את הירידה באופן חלקי בלבד.

בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף, חוב נטו ל-CAP נטו, צפוי לנוע בטווח של 70%-68% באופן אשר אינו הולם לרמת הדירוג. העלייה בהיקף המינוף בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, נובעת בעיקרה מעסקת רכישת המיעוט באטריום אשר הושלמה במהלך חודש פברואר 2022 ומומנה בין היתר באמצעות דיבידנד מיוחד, וגידול בחוב נטו. לאור זאת, תרחיש הבסיס של מידרוג מניח איחוד מלא של פעילות אטריום לדוח סולו מורחב של החברה. במקביל לעסקת אטריום החברה ביצעה הנפקת הון מניות בהיקף של כ-400 מ' ש וכן רווחי שיערוך בהיקף של כ-440 מ' ש בדוח הסולו המורחב (כולל אטריום), אשר מיתנו במידה מסוימת השפעה זו.

בנוסף, החברה מתכוונת לבצע מספר צעדים לצורך הורדת המינוף, אשר העיקרי בהם הוא מימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות של החברה, באטריום ובברזיל בהיקף מהותי. מידרוג בחנה תרחישי רגישות ביחס למימושים אלו, בפרט בהיבט של עיתוי. להערכתנו, גם

עם נקיטת צעדים אלו, יחסי המינוף והכיסוי של החברה חלשים ביחס לדירוג, וצעדים אלו אף שיש בהם לשפר את הפרופיל הפיננסי של החברה, ייתכן וייקחו זמן רב מהמתוכנן.

תרחיש הבסיס של מידרוג מניח גם תרחיש רגישות ביחס לשווי הנכסים ברוסיה אשר נכון ליום 31.12.2021 עומדים על שווי של כ- 284 מ' אירו, לאור היחלשות מטבע הרובל השפעות שליליות ריאליות על הפעילות בנכסים אלו בעקבות מלחמת רוסיה-אורקריאנה שהחלה בחודש פברואר 2022 וטרם קיבלה ביטוי בדוחותיה הכספיים האחרונים של החברה.

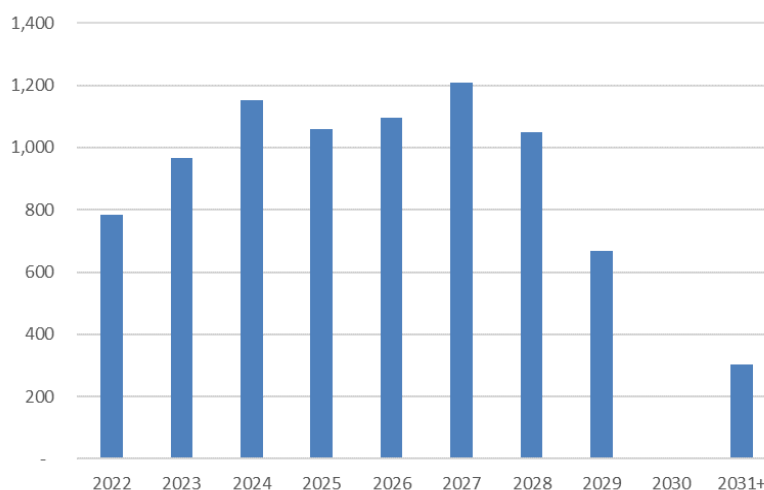
היקף ה- FFO השנתי בשנים 2022-2023 בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי לעמוד על 300-380 מ' ש' במונחי סולו מורחב, קרי כולל את התזרים התפעולי של ATR. לצד היקף התזרים התפעולי, יחסי הכיסוי צפויים להיות איטיים ביחס לדירוג ולנוע בטווח של 40-45 שנים, בשל רמת המינוף הגבוהה.

### שמירה על גמישות פיננסית סבירה בעיקר לאור איחוד נכסי אטריום אשר ברובם נקיים משיעבוד

לחברה נזילות בולטת לחיוב ביחס לרמת הדירוג על בסיס יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן (ברמת סולו מורחב) וקווי אשראי בהיקפים משמעותיים. ליום 31.12.2021 לחברה כ-2.1 מיליארד ש' יתרות נזילות (סולו מורחב) וכן כ-1.0 מיליארד ש' מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות. לחברה פרעונות אג"ח לא מובטח של כ-785 מ' ש' ו-967 מ' ש' בשנים 2022 ו-2023, בהתאמה. בנוסף, קיימים פרעונות אג"ח לא מובטח באטריום בהיקף של כ-157 מ' אירו בשנת 2022.

רכישת המיעוט באטריום והפיכתה לחברה פרטית צפוי לשפר את הגמישות הפיננסית של גזית ובפרט את היקף הנכסים הלא משועבדים ושיעור המינוף המשוקלל על נכסי הנדל"ן. עפ"י תרחיש הבסיס יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה צפוי לעמוד בטווח של 30%-35%, זאת בהשוואה ל-44% נכון ליום 31.12.2021 ושיעור נכסים לא משועבדים לסך מאזן צפוי לעמוד על כ-32%, יחסים ההולמים את רמת הדירוג.

גזית גלוב (סולו - ללא חברות בנות) - לוח סילוקין ליום 31.12.2021 של קרן האג"ח, במיליוני ש"ח



### שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכונים ממשל תאגידי הינה נמוכה להערכת מידרוג. להערכת מידרוג, רמת המינוף הגבוהה של החברה וכן החשיפה להפסדי שערי חליפין מעיבות על המדיניות הפיננסית של החברה לצד גם חלוקת דיבידנדים עקבית בשיעור מהותי, בין השאר לצורך שירות צרכי החוב של בעלת השליטה חברת נורסטאר. מדיניות פיננסית לשמירה על יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן, לרבות מסגרות אשראי חתומות, ומהלכי החברה ובעלת השליטה לגיוס הון מניות מעת לעת ממתנות זאת במידת מה.

## מטריצת הדירוג

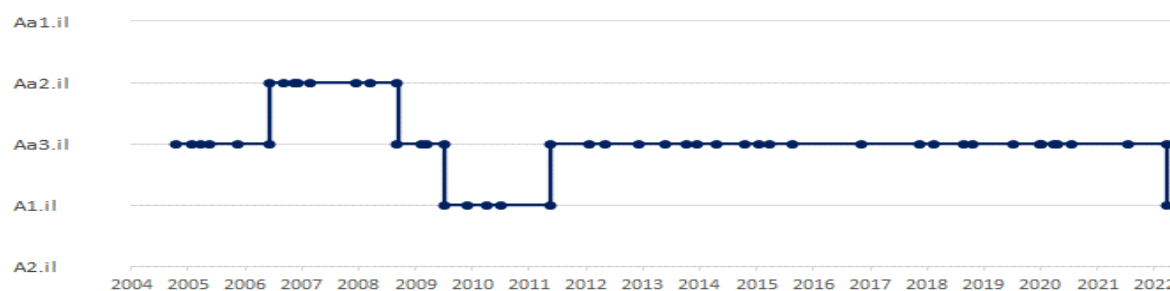
תחזית מידרוג		ליום 31.12.2021		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	<b>סביבת הפעילות</b>
Aaa.il	25	Aaa.il	19	סך מאזן (מיליארד ש"ח)	<b>פרופיל עסקי</b>
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
-A.il Baa.il	70%-68%	A.il	67%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	
Aa.il	300-380	Aa.il	240	היקף FFO (מש"ח)	<b>פרופיל פיננסי</b>
Baa.il	40-45	Baa.il	45	חוב פיננסי נטו / FFO	
A.il	35%-30%	Baa.il	9%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	35%-30%	A.il	44%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aaa.il	200%-250%	Aa.il	191%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
<b>A2.il</b>					<b>דירוג נגזר</b>
<b>A1.il</b>					<b>דירוג בפועל</b>

[1] המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. תחזית מידרוג כוללת את הערכות מידרוג ביחס למנפיק בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, ולא את הערכות המנפיק.

## אודות החברה

גזית גלוב, באמצעות חברות מוחזקות שלה, חברות ציבוריות ופרטיות, עוסקת כעיסוק מרכזי ברכישה, השבחה, פיתוח וניהול של נדל"ן מניב לשימושים מעורבים ובעיקר מרכזים מסחריים באירופה (בעיקר באמצעות החזקה בחברת CTY, ובעלות בחברת ATR), ישראל, קנדה, ארה"ב וברזיל. בעלת השליטה בגזית גלוב הינה נורסטאר החזקות אינק. אשר בעל השליטה בה הינו ה"ה חיים כצמן. מניות החברה נסחרות בבורסה בת"א.

## היסטוריית דירוג





## דוחות קשורים

[גזית גלוב בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, ינואר 2019](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי, דוח מתודולוגי - ספטמבר 2019](#)

[התאמות לדוחות הכספיים והצגת מדדים פיננסיים מובילים בדירוג תאגידיים - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[דירוג חובות נחותים, מכשירים היברידיים ומניות בכורה בתחום מימון תאגידי, דוח מתודולוגי - דצמבר 2019](#)

[קווים מנחים לבחינת סיכונים סביבתיים, חברתיים וממשל תאגידי במסגרת דירוגי אשראי - דוח מתודולוגי, פברואר 2022](#)

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

## מידע כללי

24.03.2022	תאריך דוח הדירוג:
25.01.2022	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.10.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
גזית גלוב בע"מ	שם יוזם הדירוג:
גזית גלוב בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

## מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

**סולם דירוג מקומי לזמן קצר**

P-1.il	מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה מאוד לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-2.il	מנפיקים המדורגים Prime-2.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
P-3.il	מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלי יכולת בינונית לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
NP.il	מנפיקים המדורגים Not Prime.il אינם משתייכים לאף אחת מקטגוריות ה- Prime

**הקשר בין סולם הדירוג לזמן הארוך לבין סולם הדירוג לזמן הקצר**

הטבלה שלהלן מפרטת את דירוגי הזמן הארוך המתאימים לדירוגי הזמן הקצר, ככל שדירוגי הזמן הארוך קיימים<sup>2</sup>

דירוג זמן ארוך	דירוג זמן קצר
Aaa.il	Prime-1.il
Aa1.il	
Aa2.il	
Aa3.il	
A1.il	
A2.il	
A3.il	Prime-2.il
Baa1.il	
Baa2.il	Prime-3.il
Baa3.il	
Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il	NotPrime
B1.il, B2.il, B3.il	
Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il	
Ca.il	
C.il	

<sup>2</sup> דירוגי זמן קצר במימון מובנה, מבוססים בדרך כלל על הדירוג לזמן קצר של מעמיד הנזילות לעסקה או על הערכת תזרים המזומנים הפנוי לפירעון ההתחייבות המדורגת.

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

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאולה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>