

ג'י סיטי בע"מ

מעקב | דצמבר 2023

אנשי קשר:

תמיר שרמן

אנליסט בכיר, מעריך דירוג ראשי
Tamir.s@midroog.co.il

רועי רביד

אנליסט בכיר, מעריך דירוג משני
Roy.r@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל

ראשת תחום נדל"ן
i.sigal@midroog.co.il

ג'י סיטי בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3.il	דירוג סדרות ומנפיק
אופק דירוג: שלילי	A2.il	דירוג סדרה טו

מידרוג מותירה על כנו דירוג A3.il לאגרות חוב (יא, יב, יג, יד, טז ו-יז) שהנפיקה ג'י סיטי בע"מ (להלן: "החברה") וכן דירוג A2.il לאגרות חוב (סדרה טו) של החברה ומותירה את אופק הדירוג שלילי.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
30.09.2024	שלילי	A3.il	1260546	יא
30.06.2027	שלילי	A3.il	1260603	יב
30.06.2028	שלילי	A3.il	1260652	יג
30.09.2031	שלילי	A3.il	1260736	יד
31.03.2028	שלילי	A2.il	1260769	טו *
01.04.2029	שלילי	A3.il	1260785	טז **
30.06.2029	שלילי	A3.il	1198142	יז

* אג"ח סדרה טו מובטחות בשעבוד על נכסים מניבים בישראל כאמור בשטר הנאמנות אג"ח סדרה טו. ** אג"ח סדרה טז מובטחות בשעבוד על מניות G City Europe Limited (להלן "G Europe") כאמור בשטר הנאמנות לאג"ח סדרה טז.

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה באירופה, בישראל ובארה"ב, בתחום הנדל"ן המניב המסחרי ודיוור להשכרה במדינות בעלות דירוגי אשראי גבוהים, מאופיינת בסביבה כלכלית חזקה ויציבה לאורך זמן. הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף פעילות בולט לחיוב עם היקף מאזן (סולו מורחב) של כ- 25 מיליארד \$ ליום 30.09.2023 ובפיזור גיאוגרפי וסקטוריאלי רחב, ותיק נכסים איכותי ומבוצר. נכסי החברה בסולו המורחב נפרשים על פני 5 טריטוריות עיקריות הכוללות את ישראל, פולין, צ'כיה, ברזיל וארה"ב. נכסי החברה כוללים בעיקר נדל"ן מניב לשימושי מסחר, לצד דיוור להשכרה ומשרדים. בנוסף, החברה היא בעלת המניות הגדולה ביותר (52.1%) ב-Citycon Oyj ("סיטיקון") הפועלת בתחום המרכזים המסחריים מעוגני עסקים חיוניים בצפון אירופה. ליום 30.09.2023 לחברה 52 נכסים מניבים המוחזקים על ידי ישירות ובאמצעות חברות בנות בבעלות מלאה ו-35 נכסים המוחזקים על ידי סיטיקון.
- הביצועים התפעוליים של נכסי החברה השתפרו בשנה האחרונה והם בולטים לרמת הדירוג. הנכסים שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים יחסית לאורך השנים, וליום 30.09.2023 שיעור התפוסה בנכסי החברה עומדים בטווח 91.8%-100%. ההכנסה התפעולית NOI של נכסים (מאוחד) בניטרול השפעת שערי חליפין ירדה בכ- 4.7% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2023 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הירידה נבעה ממכירת נכסים שהחלה בעיקר ברבעון הרביעי של שנת 2022 ובכלל זאת מכירת הפעילות ברוסיה. ההכנסות מנכסים זהים בניטרול השפעת שערי חליפין רשמו גידול של 9.4%.
- החברה מצויה בעיצומו של מהלך למימוש נכסים לצורך הקטנת המינוף ושיפור הנזילות וכן ליצירת מיקוד עסקי וגיאוגרפי. בחודש אוקטובר 2022 הודיעה החברה על תכנית מימוש נכסים בהיקף כ- 5.3 מיליארד \$ ובהמשך הרחיבה את היקף התכנית לכ- 6.8 מיליארד \$. עד כה השלימה החברה מימושים או הסכמים מחייבים למימושים בהיקף כ- 3.0 מיליארד \$, בעיקר באירופה, בארה"ב ובברזיל. כמו כן החברה עדכנה על היקף של כ- 1.06 מיליארד \$ נכס תחת הסכם אשר השלמת מכירתו צפויה בתחילת שנת 2024 ונכס נוסף בהיקף 0.95 מיליארד \$ בשלבי מו"מ מתקדמים, שניהם בצ'כיה. בנוסף החברה חותרת לצמצום אחזקותיה בברזיל באמצעות הצעת מכר. בתרחיש הבסיס מידרוג הביאה בחשבון כי החברה תבצע מימושים משמעותיים בשנתיים הקרובות.

- מימוש נכסים ועליית הריבית צפויים לשחוק את ה-FFO. החברה רשמה FFO (סולו מורחב) בסך כ-300 מ' ש' ב-4 הרבעונים שעד 30.09.2023 זאת בניטרול של הפרשי הצמדה ומט"ח, רווחי הון מרכישת אג"ח והכנסות מני"ע. בתרחיש הבסיס של מידרוג היקף FFO נאמד על ידי מידרוג בטווח של 250-300 מ' ש' לשנה בשנים 2023-2024 כאשר הטווח הנמוך צפוי בשנת 2024 לאור מימוש נכסים, בעוד הוצאות המימון נטו קטנות בקצב איטי. החברה שוקדת על מהלכי התייעלות בהוצאות הניהול והתפעול בזכות הגדלת המיקוד הגאוגרפי וככל שתצליח בכך היקף ה-FFO עשוי להיות גבוה מהערכות מידרוג.
 - מינוף החברה גבוה לרמת הדירוג ומעיב על הפרופיל הפיננסי של החברה. חוב פיננסי נטו מותאם (סולו מורחב) עמד על כ-17.6 מיליארד ש' ליום 30.09.2023 בהשוואה לכ-18.0 מיליארד ש' ליום 30.09.2022. יחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם ליום 30.09.2023 עמד על כ-72% (סולו מורחב) וזאת בהשוואה לכ-70.6% ליום 30.09.2022 וכ-64% ליום 30.09.2021 ערב עסקת G Europe. מידרוג מעריכה כי החברה תוסיף להקטין את רמת החוב נטו בשנים 2023-2025 באמצעות מימוש נכסים שתמורתם תשמש לפרעון חוב ורכישה עצמית של אג"ח של הקבוצה. בהתאם לזאת, יחס המינוף צפוי להסתכם בטווח של 70%-68%. יחס כיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי להיות איטי מאוד בטווח של 50-60 שנים.
 - היקף גבוה של נכסים לא משועבדים מפצה במידה מסוימת על היחלשות נגישות החברה לחוב סחיר בלתי מובטח בישראל ובאירופה. גמישות הפיננסית של החברה בולטת לטובה לרמת הדירוג אולם צפויה להישחק בטווח השנתיים הקרובות לנוכח צרכי החברה למחזר אג"ח ונטילת הלוואות כנגד שעבוד נכסים. ליום 30.09.2023 לחברה ביחד עם חברות בנות בבעלות מלאה נכסים לא משועבדים בסך של כ-7.0 מיליארד ש' המהווים כ-28% מסך מאזן סולו מורחב. יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה הסתכם באותו מועד בכ-40%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחסים אלו צפויים להיפגע לאור המשך שעבוד נכסים לא משועבדים כנגד קבלת חוב מובטח בגינם.
 - נזילות החברה (סולו מורחב) חלשה למול עומס פרעונות האג"ח והחברה נדרשת למהלכי מימוש נכסים ומימון מחדש נרחבים בשנים 2024-2025. ליום 30.09.2023 לחברה (סולו מורחב) יתרות מזומנים, פקדונות ותיק ני"ע בסך כ-560 מ' ש' וכן מסגרות אשראי לא מנוצלות בסך כ-500 מ' ש'. למול זאת לחברה פרעונות קרן אג"ח בישראל בסך כ-1.2 מיליארד ש' בכל אחת מהשנים 2024 ו-2025. בהתאם למדיניות החברה, מקורות הנזילות העיקריים למול פרעונות הקרן צפויים לנבוע מנטילת הלוואות בפולין כנגד שעבוד נכסים וכן מימוש נכסים בצ'כיה. מקורות אלו צפויים לשמש ראשית להקטנת חוב לא מובטח ברמת ג' סיטי אירופה. עודפי הנזילות לאחר מכן עשויים לשמש את החברה לעיבוי הנזילות ו/או הקטנת חוב בישראל. כמו כן החברה מתכננת מהלכים למחזור חוב בישראל באמצעות שעבוד נכסים.
 - המדיניות הפיננסית של החברה ממוקדת מזה זמן בהקטנת החוב הפיננסי ורמת המינוף על חשבון שהיית חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות ומימוש נכסים, תוך מיקוד סקטוריאלי וגיאוגרפי. מדיניות זו נדרשת על מנת לצמצם את סיכון האשראי, לאחר שמינוף החברה עלה משמעותית וברקע העלייה בריבית הבסיס ברחבי העולם והאטה בצמיחה. מהלכים אלו לוו בגיוס הון מניות בחברה. כמו כן, החברה עשויה לחלק דיבידנדים בשנים הקרובות בהתאם להתקדמות תוכנית מימוש הנכסים שכן בעלת השליטה נורסטאר אינק (Baa2.il) נשענת לאורך זמן על קבלת דיבידנדים מהחברה לצורכי שירות החוב שלה.
- תרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2023-2024 כולל, בין היתר, סיווג אג"ח היברידי בהיקף של כ-340 מ' אירו כ-50% חוב ו-50% הון עצמי, מימוש נכסים בעיקר בצ'כיה בידי החברה לצורך הורדת מינוף, השקעה בנכסים המצויים בפיתוח, ללא הנחה לרכישת נכסים חדשים, פירעונות שוטפים של אג"ח מתוך היתרות הנזילות, תמורת מימוש נכסים וכן נטילת חוב מובטח וגיוס אג"ח מובטח. להערכת מידרוג, קיימת אי וודאות לגבי היקף חלוקת הדיבידנדים מהחברה ומידרוג הביאה בחשבון תרחישים שונים לגבי זאת.

¹ לאחר סיווג אג"ח היברידי בהיקף של כ-340 מ' אירו כ-50% חוב ו-50% הון עצמי.

שיקולים נוספים לדירוג

במסגרת השיקולים הנוספים לדירוג מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את היקף הפעילות המשמעותי ואת הפיזור הנרחב של פעילות החברה. מנגד, מידרוג הביאה בחשבון לשלילה את הנזילות החלשה של החברה הנשענת בין היתר על מימוש נכסים ומימון מחדש של נכסים במידה המעלה את סיכון האשראי. להערכת מידרוג, הניסיון והמיקוד של החברה במהלכי המימון מהווה גורם ממתן סיכון. כמו כן, מידרוג הביאה בחשבון לשלילה את חשיפת המט"ח האינהרנטית לפעילות החברה המחזיקה בפעילויות בינלאומיות. יחס המינוף של החברה מושפע מחשיפה לשערי החליפין של השקל מול מטבעות הפעילות ובעיקר האירו, הדולר והריאל ומעלה אי וודאות מסוימת לגבי אומדן יחס המינוף בשנות התחזית.

שיקולים מבניים

אגרות חוב סדרה טו' ואגרות חוב סדרה טז' שהנפיקה החברה מובטחות בשעבודים שהעמידה החברה לטובת מחזיקי אגרות החוב. 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", בהיותה נשענת על נכסים בתחום הנדל"ן המניב בישראל, ולאור הערכת מידרוג לתנודתיות נמוכה בשווי. כמו כן, מידרוג מעריכה כי פיזור הבטוחה על פני 4 נכסים תורם לנזילות הבטוחה וליציבות בשווי. מידרוג מעריכה כי בתרחיש רגישות לשווי הנכסים המשועבדים הנע עד לכ-40% משוויים בספרי החברה ליום 30.09.2023, שיעור ההשבה ביחס לאגרות החוב סדרה טו' עולה בסבירות גבוהה על 70%. אגרות חוב סדרה טז' מובטחות בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה על מניות G-Europe 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 מוחזקות.

מבנה החוב של החברה, הכולל אג"ח תאגידי בג' סיטי בע"מ המסתכם בכ-7.4 מיליארד ₪ ליום 30.09.2023 ואג"ח תאגידי בסך כ-606 מיליון אירו לאותו מועד בחברה הבת (100% G Europe), מייצר נחיתות מובנית של האג"ח בג' סיטי לאג"ח בחברה הבת. הנדל"ן של G Europe מהווים כ-45% משווי הנדל"ן של החברה (סולו מורחב) וכ-45% מה-EBITDA המותאם (סולו מורחב). לחברה דרכים שונות להעלאת מזומנים מ-G Europe באמצעות דיבידנדים או הלוואות בין-חברתיות. להערכת מידרוג נחיתות זו ממותנת, בין היתר, לאור מינוף סביר של G Europe והיקף משמעותי של נכסים לא משועבדים בחברה הבת וכן לאור פיזור משמעותי של נכסי ג' סיטי בעצמה ובין החברות הבנות והמוחזקות.

אופק הדירוג

אופק הדירוג השלילי משקף אתגרים מימוניים הקיימים לחברה לאור צורכי מימון מחדש בהיקף משמעותי בשנים הקרובות הנשענים על הנחות על מימוש נכסים, נטילת אשראי כנגד נכסים וצורך בהורדת מינוף שמצוי ברמה גבוהה יחסית, וזאת בהתחשב בסביבה המאקרו כלכלית הנוכחית הכוללת ריבית בסיס גבוהה יותר, לחץ על מחירי הכנסים וחששות מהאטה בצמיחה.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה משמעותית בחוב הפיננסי נטו (סולו מורחב) וברמת המינוף של החברה כפי שנמדדת ביחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם
- שיפור בהיקף ה-FFO וביחסי הכיסוי לאורך זמן

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- אי שיפור ביחס המינוף חוב נטו ל-CAP נטו מותאם לאורך זמן
- שחיקה בהיקף ה-FFO מעבר להערכות מידרוג
- הרעה בסביבה הכלכלית, היחלשות בנזילות החברה וקושי מתמשך בנגישות למקורות מימון לצורך מחזור חוב

נתונים פיננסיים עיקריים

ג'י סיטי בע"מ - נתונים עיקריים (סולו מורחב), במיליוני ש"ח

31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023	
20,134	18,215	19,679	25,527	25,190	סך מאזן
10,590	11,871	13,092	18,235	17,670	חוב פיננסי ברוטו מותאם
1,300	1,143	2,290	1,414	562	מזומנים, פקדונות ותיק ני"ע
52.4%	64.9%	64.6%	73.1%	71.9%	חוב נטו מותאם/CAP נטו
393	284	215	285	299	חוב פיננסי - FFO LTM
24	38	53	59	57	חוב פיננסי נטו מותאם ל-FFO

*המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה. נתוני "סולו מורחב" מבוססים על נתוני הנהלה לא מבוקרים. נתון ה-FFO מבוסס על נתוני הנהלה אודות תזרים מזומנים מפעילות שוטפת סולו מורחב כפי שמופיע בדוח הדירקטוריון של החברה שמבסגרת הדוחות הכספיים ובהתאמות מידרוג.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

פיזור פעילות על פני מספר כלכלות חזקות ויציבות לאורך זמן עם נכסי ליבה בתחום המרכזים הקמעונאיים

נכסי החברה נפרשים על פני הטריטוריות העיקריות הבאות: מרכז אירופה ובעיקר פולין וצ'כיה (כ- 35% משווי נכסי החברה והשקעותיה ל-30.09.2023), ישראל (כ- 24%), צפון אירופה באמצעות ההשקעה בסיטיקון (כ- 16%), ארה"ב (כ- 14%) וברזיל (כ- 10%). עיקר מדינות הפעילות של החברה מאופיינות ככלכלות יציבות ובעלות דירוג אשראי גבוה: ארה"ב (Aaa שלילי), צ'כיה (Aa3 יציב), ישראל (RUR A1 שלילי) ופולין (A2 יציב). כך גם מדינות הפעילות של סיטיקון הכוללות את שוודיה (Aaa יציב), נורבגיה (Aaa יציב) ופינלנד (Aa1). יש להדגיש כי פעילות החברה ישירות ובאמצעות חברות בנות בבעלות מלאה מתבצעת בעיקר בפולין, בברזיל ובישראל, בהתחשב בכך שהחברה פועלת למכור את נכסיה בצ'כיה ולצאת מהפעילות במדינה זו.

חשיפת החברה לברזיל (Ba2 יציב) משפיעה לשלילה על יציבות סביבת הפעילות גם בשל תנודתיות מטבעית גבוהה. אסטרטגיית החברה הינה לצמצם את פעילות בברזיל באמצעות מכירת נכסים ו/או הנפקת הפעילות בברזיל לרבות בהצעת מכר. בחודש אפריל 2023 מכרה החברה את כל תיק הנכסים שלה ברוסיה.

עליית הריבית בידי בנקים מרכזיים בארה"ב, ברחבי אירופה ובישראל ברקע נתוני אינפלציה גבוהים ושיעורי אבטלה נמוכים יחסית, מעלה את אי היציבות בכלכלות באזורים אלו. אי הוודאות באשר להמשך קצב עליית הריבית או מועד תחילת הורדת הריבית והחשש ממיתון מייצרים תנודתיות גבוהה בשווקי ההון בעולם, עלייה במרווחי החוב ולחץ על מחירי נכסי נדל"ן.

פרופיל האשראי של פולין נתמך בכך שמדובר בכלכלה חזקה, שמאופיינת בגידול מתמשך בצמיחת התוצר ועמידות יחסית לזעזועים חיצוניים כפי שהציגה לאורך השנים האחרונות. חוסן זה הודגש במהלך מגיפת הקורונה ובמשבר האנרגיה האירופי כאשר פולין הציגה התכווצות מתונה יחסית של התמ"ג של 2% בשנת 2020, פחות ממחצית ההתכווצות של 5.6% באיחוד האירופי. כמו כן, לפי מודי'ס התוצר צפוי לצמוד עד שנת 2027 ב-3.2% במוצע, שיעור שגבוה ביחס למדינות השכנות לה. שיעור האינפלציה בפולין באוקטובר 2023, עמד על 6.6% לאחר ירידה מהשיא של 17.2%, הירידה משויכת בעיקר להורדת מחירי האנרגיה. עם זאת, האינפלציה נותרה גבוהה ומעל לממוצע האיחוד האירופי (2.9% נכון לאוקטובר 23). שנה לאחר העלאת הריבית האחרונה שלו, הבנק הלאומי של פולין (NBP) הוריד את הריבית פעם נוספת ל-5.75%. כמו כן, לאחר שמונה שנים בשלטון, מפלגת החוק והצדק הפסידה בבחירות למפלגה הליברלית שבראשות דונלד טוסק. במסגרת חילופי השלטון, הקשרים מול האיחוד האירופי עשויים להיפתר ופולין צפויה לקבל סכומים גדולים שלא הגיעו אליה בגלל מחלוקת לגבי שלטון החוק.

שוק הנדל"ן הקמעונאי בפולין ממשיך לצמוח עם למעלה מ-216,000 מ"ר שנסופו למלאי בחציון הראשון של 2023, עלייה של 40% בהשוואה לאשתקד. בנוסף, יותר מ-250,000 מ"ר נמצאים תחת בנייה. במקביל להתאוששות הדרגתית של הכלכלה ושיפור באינדקסורים הכלכליים, ישנו גידול מתמשך בדמי השכירות. בחציון הראשון של 2023, שווי העסקאות בנדל"ן למסחר הגיע לכמעט

² התפלגות השקעות החברה סולו מורחב ליום 30.09.2023 בתוך כך ההשקעה בסיטיקון מוצגת על פי שוויה בספרי החברה.

200 מ' אירו, וזאת בהשוואה להיקף עסקאות של כ- 760 מ' אירו בשנת 2022 כולה - קצב נמוך יחסית השנה, אולם שכ- 600 מ' אירו אשתקד בוצעו על ידי חברת EPP. העסקה הגדולה ביותר השנה הייתה של ג'י סיטי אירופה עם מרכז הקניות Molo (כ- 41.9 מ' אירו). לפי JLL תשואת מרכזי הקניות עומד על 6.5%, עבור פארקים קמעונאיים איכותיים, התשואה מוערכת ב-6.9%.

על פי מודי'ס, פרופיל האשראי של ישראל מפגין עמידות חזקה בפני זעזועים כלכליים, כולל חשיפה לזעזועים חיצוניים. בנוסף, המשק הישראלי הציג התאוששות מהירה ופוטנציאל הצמיחה של המדינה חזק. עם זאת, בעקבות המלחמה מודי'ס הכניסה את דירוג המדינה למעקב עם השלכות שליליות כדי לבחון את השפעות המלחמה על כלכלת ישראל. בנובמבר 2023, בנק ישראל³ עדכן מטה את תחזית צמיחת התוצר בשנים 2023-2024 בשל פרוץ המלחמה, שיעור התוצר בישראל צפוי לצמוח ב-2.0% בשנת 2023 וב-2.0% בשנת 2024, חלף תחזית של 3% טרם לפרוץ המלחמה. עוד מעריך הבנק המרכזי כי האינפלציה צפויה להתמתן בשנת 2024 בשל הפגיעה בסנטימנט הצרכני ובביקוש לצריכה והריבית צפויה לעמוד על 3.75% או 4.0% ברבעון הרביעי של 2024, רמת הריבית בשנת 2024 תסייע לייצוב האינפלציה והפעילות במשק.

ענף הנדל"ן המניב למסחר מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית לענפי נדל"ן מניב אחרים בשל חשיפתו לשוכרים בענף הצריכה הפרטית, בדגש על תחומי הלבשה והאופנה, הביילוי והפנאי. תמהיל ההכנסות במרכזי קניות מאופיין לרוב ב-75% למוצרי צריכה, 15% שירותי בריאות ועסקים ו-10% פנאי וחוויה. תחומים אלו בהם פועלים השוכרים בענף מאופיינים בתחרות עזה, בחסמי כניסה נמוכים וחשיפה לטעמים המשתנים של הצרכנים. הצריכה הפרטית של מוצרים, ובפרט בתחומי הלבשה, אופנה ובית מצויה במגמה ארוכת שנים של הסטת רכישות לטובת האון ליין על חשבון קיטון בשטחי מכירה פיזיים וגידול בשטחי אחסון ולוגיסטיקה. מעבר לכך, הצריכה הפרטית רגישה למחזוריות הכלכלית ולאירועים אקסוגניים. גורמים אלו מעלים את סיכון האשראי של ענף הנדל"ן הקמעונאי.

עם פרוץ המלחמה בימיה הראשונים נסגרו הקניונים ברחבי הארץ למעט שירותים חיוניים. החל מהשבוע השני של המלחמה, נפתחו כלל מרכזי הקניות ותנועת הקונים הלכה וגברה ונכון לחודש נובמבר, חזרה תנועת הקונים בקניונים לכ-90% במוצע מרמתם טרום המלחמה. בשל חוסר הוודאות להימשכה המלחמה ולהשלכותיה על המשק הישראלי מידרוג תמשיך לעקוב אחר השלכות אלו.

היקף פעילות בולט לחיוב ביחס לדירוג, עם פריסה גיאוגרפית רחבה וביצועים תפעוליים טובים של הנכסים

הפרופיל העסקי של החברה נתמך בהיקף פעילות בולט לחיוב ובפיזור גיאוגרפי וסקטוריאלי רחב, החברה פועלת במספר טריטוריות באירופה, ישראל, ארה"ב, ברזיל וקנדה. החברה מחזיקה ישירות ובאמצעות חברות בבעלותה המלאה 52 נכסים מניבים ו-35 נכסים נוספים המוחזקים באמצעות סיטיקון, בעיקר מרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, לצד גם משרדים ומגורים להשכרה. נכסי החברה ממוקמים לרוב במיקומים מרכזיים בתוך ערים וישובים מרכזיים. נכסי החברה שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך שנים, באופן אשר תומך בפרופיל העסקי. ליום 30.09.2023 שיעורי התפוסה של נכסי החברה בישראל עמדו במוצע על כ-98.1% בהשוואה ל-98.0% אשתקד, בברזיל כ-96.5% בהשוואה ל-95.5%, בארה"ב כ-90.1% בהשוואה ל-93.5%, במזרח-מרכז אירופה כ-93.9% בהשוואה ל-91.8%. בנכסי סיטיקון בצפון אירופה שיעור התפוסה עומד על כ-95.6% בהשוואה לכ-94.9%. מידרוג מעריכה כי לאורך זמן פעילות החברה בתחום מרכזי הקניות חשופה לתמורות הטכנולוגיות והתרבותיות המהירות במאפייני הצריכה הפרטית ובענף המרכזים המסחריים. לחברה אסטרטגיה להגדלת הפעילות בתחום המגורים להשכרה בכל טריטוריות הפעילות מלבד ברזיל וצ'כיה, 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 30.09.2023, לחברה 13 נכסים מניבים, בעיקר באזור המרכז וגוש דן, בשווי כולל של כ-4.8 מיליארד ₪ בשטח להשכרה של 161 אלפי מ"ר עם שיעור תפוסה של כ-98.1%. מרבית הנכסים בישראל הינם מרכזים אזוריים ושכונתיים בערים מובילות ובאזורים המאופיינים בחתך סוציו-אקונומי גבוה המאופיינים בכוח קנייה חזק. בתקופה ינואר-ספטמבר 2023 רשמה החברה גידול של כ-7.7% בתזרים מנכסים זהים בישראל, בהשוואה לגידול של כ-28.8% בשנת 2022 ובהשוואה לגידול של כ-2.8% בשנת 2021 ולירידה של כ-18% בשנת 2020 ועלייה של כ-2.8% בשנת 2019. לאורך זמן, אסטרטגיית החברה הינה להרחיב את זכויות

³ התחזית המקור-כלכלית של חטיבת המחקר בבנק ישראל, 27 בנובמבר 2023

הבנייה בנכסים הקיימים לשימושים נוספים בדגש על דיור להשכרה ושימושים מעורבים. לחברה מגדל משרדים בבנייה בראש"צ שצפוי להכיל כ-4 אלפים שטחי מסחר ו-60 אלף מ"ר שטחי משרדים, כאשר מועד ההשלמה הצפוי בשנת 2026 ובתפוסה מלאה של 100% צפוי להניב NOI הנאמד בכ-67 מ' ש. העלות הנאמדת להשלמת הפרויקט הינה כ-650 מ' ש ל-30.09.2023. החברה טרם חתמה על עסקאות שיווק לשטחים בפרויקט. כמו כן, בשנת 2021 החברה רכשה קרקע בתל השומר, המיועדת להקמת פרויקט להשכרת דירות לטווח ארוך, שיכלול הקמת 4 בנייני מגורים עם 243 דירות להשכרה (לפני תוספת זכויות/הקלות שבס). החברה אינה עתידה לקדם את הפרויקט בטווח הקצר. בהתאם לתוכנית המימושים, בכוננת החברה למכור שני נכסים בישראל במרכז תל אביב.

פעילות החברה במרכז אירופה הינה באמצעות G Europe (100%, לשעבר אטריום). מחזיקה 14 מרכזי קניות בערים מרכזיות בעיקר בפולין ובצ'כיה בשווי של כ-2.0 מיליארד אירו. נכסי G Europe מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים יחסית, שעומדים על 93.9%. צמיחת הכנסות השכירות מנכסים זהים בשנת 2023 במונחי מטבע מקומי הייתה חיובית ועמדה על 16.4% בין היתר לאור זאת ששנת 2022 עדיין הושפעה לשלילה מגל האומיקרון שפקד את העולם ברבעון הראשון והוביל להורדת דמי שכירות באותה תקופה וכן לאור שיעורי אינפלציה גבוהים בפולין ובצ'כיה. בחודש מרץ 2023 מודיט הורידה את דירוג G Europe ל-B1 באופק יציב. הורדת הדירוג נבעה משינוי מדיניות הפיננסית של G Europe וחלוקת דיבידנד נוסף באמצעות הלוואות בעלים. כמו כן, דירוג G Europe משקף, בין היתר, מובילות שוק במרכז אירופה, פעילות בערים המרכזיות ורשה ופראג וכן פיזור הבולט לחיוב. הפסקת הפעילות ברוסיה היטיבה עם סיכון האשראי של G Europe.

G Europe מהווה נדבך מרכזי בתוכנית המימושים של החברה, ומתוכננת לממש כ-5.0 מיליארד ש"ח נכסים בצ'כיה ובפולין, מכך כ-1.8 מיליארד ש"ח הושלמו או שמצויים בשלב הסכם מחייב. G Europe מתכננת למכור את שני נכסיה האחרונים בצ'כיה (Arkady Pankrac, Atrium Flora) במהלך שנת 2024 ולצאת ממדינה זו על מנת להתמקד בפעילות בפולין. במהלך 2024-2025 תפעל G Europe לממש מספר נכסים בפולין - בעיקר מרכזי קניות שאינם חלק מפעילות הליבה. למעט הפורטפוליו ברוסיה, יתר המימושים שביצעה G Europe עד כה נעשו קרוב לשווי הספרים של הנכסים. בחודש אפריל 2023 G Europe השלימה את מכירת הפורטפוליו ברוסיה במחיר נמוך ב-52% משווי הנקי בספריה בתמורה לכ-115.6 מ' אירו נטו לאחר מס. תקבולי המכירה שימשו לפרעון מלא של אג"ח שחיר צמוד רובל.

בארה"ב, נכון ליום 30.09.2023 לחברה 13 נכסים הכוללים בעיקר מרכזים מסחריים וכן דיור להשכרה, בשווי כולל של כ-3.6 מיליארד דולר בשטח של כ-81 אלפי מ"ר עם שיעור תפוסה של כ-90.1%. עיקר נכסי החברה מצויים במיאמי, בבוסטון עם נוכחות גם בניו יורק ופילדלפיה. שיעור הצמיחה בנכסים זהים בנכסי החברה בארה"ב במונחי מטבע מקומי עמד על כ-10.4% בתקופה ינואר-ספטמבר 2023, בהשוואה לכ-14.8% בשנת 2022, בהשוואה ל-11.3% בשנת 2021 ולעומת 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 מ' דולר וכן קיבלה אישור הרשויות להגדלת היקף פרויקט המגורים להשכרה שלה על קרקע בבעלותה במיאמי, Brickell Gateway, מ-300 יח"ד ל-504 יח"ד.

נכון ל-30.09.2023 לחברה 6 נכסים מניבים בברזיל בעיר סאו פאולו הכוללים השקעה בשטח כולל של כ-166 אלפי מ"ר בשווי הוגן של כ-2.4 מיליארד ש"ח. שיעור התפוסה ליום 30.09.2023 עמד על כ-96.5%. במהלך ינואר-ספטמבר 2023 נרשם גידול של כ-3.4% בתזרים מנכסים זהים בברזיל, במונחי מטבע מקור, למול גידול של 54% בשנת 2022 וגידול של כ-10% בשנת 2021. הגידול נבע בין השאר מהשלכות שליליות של מגיפת הקורונה בתקופה המקבילה אשתקד. בכוננת החברה בשנים הקרובות, לצמצם את אחזקותיה ואף למכור את כלל נכסיה בברזיל. חשיפת ה-NAV (ללא השפעת שע"ח) של החברה בברזיל ליום 30.09.2023 קטנה בשיעור של 21% בהשוואה ל-3.12.2022. הקיטון נבע ממכירת חלקה במרכזים המסחריים Cidade Jardim ואל דוראדו שבסאו פאולו ברזיל. ברזיל מהווה כ-10% משווי נכסי החברה אולם תרומתה לתמהיל הכנסות החברה גבוהה מכך לאור התאוששות המדינה. לברזיל השפעה תנודתית על החשיפה המטבעית של החברה.

פעילות החברה במדינות הנורדיות מבוצעת באמצעות אחזקת שליטה (52.1%) במניות סיטיקון. סיטיקון מחזיקה 35 נכסי מסחר מעוגני עסקים חיוניים במדינות הנורדיות במיקומים פרבריים. נכסי סיטיקון מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים יחסית ועומדים ליום 30.09.2023 על 95.6% שנשמר בצורה יציבה לאורך שנים. בחודש יולי 2023 הורידה Moody's את דירוג סיטיקון לדירוג Ba1, באופן שלילי בשל היחלשות ביחסי הכיסוי והמינוף של החברה לצד סביבה עסקית מאתגרת לאור הריביות הגבוהות. האחזקה בסיטיקון בעלת השפעה חיובית על סיכון האשראי של החברה, בשל יציבות מדינות הפעילות והיותה חברה מובילה בתחום הנדל"ן הקמעונאי במדינות הנורדיות, וכן בשל תזרים דיבידנדים יציב ועקבי יחסית המתקבל ממנה.

הפרופיל הפיננסי נותר חלש יחסית לרמת הדירוג לאחר שהושפע לשלילה מירידות ערך כולל היציאה מרוסיה ואינו צפוי לשיפור בטווח הקצר

החוב הפיננסי נטו מותאם על בסיס סולו מורחב (חוב פיננסי ברוטו מותאם בניכוי מזומנים ושווי מזומנים, פקודונות ותיק ני"ע) הסתכם בכ- 17.1 מיליארד \$ ליום 30.09.2023 וזאת בהשוואה לחוב פיננסי נטו מותאם של כ- 16.8 מיליארד \$ ליום 31.12.2022. נכון ליום 30.09.2023 יחס חוב נטו ל-CAP נטו מותאם, על בסיס סולו מורחב, עמד על כ-72%, זאת לעומת יחס של כ-70.6% ל-30.09.2022 וכ-64% נכון ל-30.09.2021. ערב רכישת מניות המיעוט ב-G Europe. העלייה ביחס המינוף בשנת 2022 נבעה בעיקר מגידול בחוב הפיננסי ומירידה ביתרות המזומנים לצורך מימון עסקת G Europe. יצוין כי אג"ח היברידי של G Europe בסך כ-340 מ' אירו סווג על ידי מידרוג כ-50% חוב ו-50% מניות. החברה החלה במהלכים להורדת המינוף, אשר העיקרי בהם הוא מימוש נכסים בהיקף של כ-2.4 מיליארד \$ במהלך ארבעת הרבעונים שעד 30.09.2023. כמו כן, במהלך ארבעת הרבעונים האחרונים החברה הנפיקה הון מניות בסך 150 מ' \$. יחס המינוף לא השתפר בשנה האחרונה, בשל השפעות שליליות על ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות בחברה ובהם הוצאות כבדות בגין הפרשי הצמדה, ירדת ערך נכסים, חלוקת דיבידנדים שבוצעה ברבעון הרביעי אשתקד טרם להשהיית החלוקה וכן הפסד הון ממכירת הפורטפוליו ברוסיה בסך כ-544 מ' \$. כמו כן החברה והחברות הבנות מבצעות השקעות בנכסים בפיתוח המגדילות את צורכי המזומנים.

עד בסמוך למועד דוח זה מימשה החברה נכסים בהיקף כ-3.0 מיליארד \$ מתוך תכנית המימושים של כ-6.8 מיליארד \$. מידרוג מעריכה בתרחיש הבסיס המשך מימוש נכסים בשנים 2024-2025, זאת לצד השקעות הוניות בנכסים בפיתוח, אשר במצטבר עדיין אמורים להוביל לירידה בחוב פיננסי נטו (סולו מורחב), וכן מידרוג הביאה בחשבון תרחיש רגישות של ירדת ערך נכסים. בהתאם לכך מעריכה כי יחס המינוף יעמוד בטווח של 70%-68%. לגבי חלוקת דיבידנד לבעלי המניות החברה, מידרוג סבורה כי אין וודאות לגבי חזרת מתווה החלוקה או המשך ההייתו במהלך שנת 2024 ולכן מידרוג בחנה תרחישים שונים לגבי הנחה זו.

לחברה תזרים תפעולי משמעותי הבולט לגובה הדירוג, עם EBITDA מותאם במונחי סולו מורחב של כ-890 מ' \$ ב-4 הרבעונים שעד 30.09.2023, ובהשוואה לכ-813 מ' \$ וכ-618 מ' \$ בשנים 2022 ו-2021, בהתאמה⁴. בשנת 2019, טרום פרוץ מגיפה הקורונה, הסתכם ה-EBITDA בכ-810 מ' \$. ההתחזקות בתזרים התפעולי בשנה האחרונה נובע מגידול בנכסים זהים בכל חברות הקבוצה בשל גידול בשיעורי התפוסה, השפעה שלילית אשתקד של הקורונה והצמדה אינפלציונית וכן לנוכח התחזקות שערי המט"ח למול השקל. השפעות חיוביות אלו מותנו בחלקן מצד קיטון בהכנסה התפעולית בשל מכירת נכסים, ובעיקר התיק ברוסיה שנמכר באפריל השנה. בהתאם להערכות מידרוג, EBITDA צפוי לרדת לאור תוכנית המימושים של החברה שכוללים גם 2 נכסים מפעילות הליבה: פלורה וארקדי פנקרץ בצ'כיה וכן בשל גילום שנתי של מכירת התיק ברוסיה, ולעמוד סביב 850 מ' \$ בכל אחת מהשנים 2023-2024. מידרוג מעריכה כי EBITDA יוסיף לקטון במהלך שנת 2025 לאור המשך תוכנית המימושים. הוצאות המימון של החברה יוסיפו להכביד על התזרים התפעולי למרות הנחה לקיטון בחוב הפיננסי נטו, בשל עליית הריבית בהלוואות ובאג"ח חדשות שגויסו ומרכיב חוב צמוד. היקף FFO שנתי סולו מורחב צפוי לעמוד בטווח של 250-300 מ' \$. יחס הכיסוי חוב נטו ל-FFO צפוי להיוותר איטי מאוד ביחס לדירוג ולעמוד בטווח 50-60 שנה, בשל רמת המינוף הגבוהה.

⁴ נתון EBITDA סולו מורחב מבוסס על נתוני ההנהלה (לא מבוקרים) כפי שמוצגים בדוחות הדירקטוריון של החברה אשר במסגרת הדוחות הכספיים והם כוללים בין היתר דיבידנדים מחברות ציבוריות המוחזקות על ידי החברה. נתון EBITDA מותאם המוצג לעיל הינו לפני CapEx ברמת החברות הבנות וכן אינו כולל "הכנסות אחרות" הנובעות בעיקר מתיק ני"ע.

היקף הנכסים הלא משועבדים צפוי לקטון לצורך מחזור חוב ולשחוק את הגמישות הפיננסית

גמישותה הפיננסית של החברה בולטת לטובה לרמת הדירוג. ליום 30.09.2023 לחברה ביחד עם חברות בנות בבעלות מלאה נכסים פנויים משעבוד בסך של כ- 7.0 מיליארד ₪ המהווים כ- 28% מסך מאזן סולו מורחב. ל-G Europe נכסים לא משועבדים בהיקף של כ- 5.1 מיליארד ₪, בברזיל כ- 0.5 מיליארד ₪, בארה"ב כ- 1.1 מיליארד ₪ ובישראל כ- 0.3 מיליארד ₪. לאחר תאריך המאזן, G Europe שיעבדה את הנכס פרומנאדה שבפולין עבור הלוואה של 0.5 מיליארד ₪. בשל היחלשות בנגישות החברה למחזור חוב לא מובטח, החברה צפויה להמשיך לשעבד נכסים כנגד חוב מובטח בינם. אלו למעשה, צפויים לפגום בגמישות הפיננסית של החברה ולהקטין את הנכסים שאינם משועבדים במידה משמעותית בשנים הקרובות. יחס חוב מובטח לנדל"ן להשקעה צפוי לעלות לאור שעבוד אותם נכסים ולהסתכם בטווח 55%-60%. לאור תוכנית מימושים ושעבוד נכסים שאינם משועבדים, נזילות החברה צפויה לגדול בשנים הקרובות.

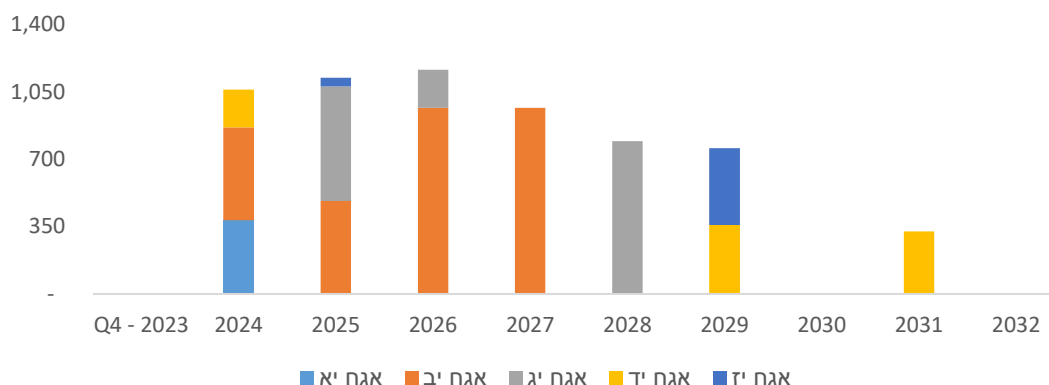
שיפור הנזילות כרוך במימוש נכסים ונטילת אשראי כנגד נכסים וכרוך במהלכים מימוניים מאתגרים

להלן תרחיש הבסיס של מידרוג לגבי המקורות והשימושים של החברה ביחד עם החברות הבנות בבעלות מלאה (סולו מורחב) החל מ- 30.09.2023 ועד 31.12.2024 (5 רבעונים): מקורות עיקריים בסך כ- 2.8 מיליארד ₪ כמפורט: יתרות נזילות 30.09.2023 בסך כ- 0.6 מיליארד ₪; מקורות מפעולות FFO בסך כ- 0.4 מיליארד ₪; תזרים נטו ממכירת נכסים לאחר פרעון חוב בכיר ורכישה עצמית של אג"ח בסך נטו של כ- 0.5 מיליארד ₪; נטילת הלוואות חדשות כנגד שעבוד נכסים בניכוי פרעונות שוטפים של הלוואות בסך כ- 1.3 מיליארד ₪. שימושים עיקריים בסך כ- 1.7 מיליארד ₪ כמפורט: השקעות שוטפות בנכסים והשקעות בנכסים בפיתוח בסך כ- 0.5 מיליארד ₪; פרעון חלויות שוטפות של אג"ח החברה בהתאם ללוח הסילוקין בסך כ- 1.2 מיליארד ₪.

עודף מקורות על שימושים בסך כ- 1.1 מיליארד ₪ כמפורט לעיל עומד למול חלויות אג"ח בשנת 2025 בהיקף של כ- 1.2 מיליארד ₪ בדומה לשנת 2024. ככל שהחברה תמחר חלק מחלויות האג"ח בישראל כנגד שעבוד נכסים, יתרות המזומנים עשויות לגדול. כמו כן התרחיש לעיל אינו כולל חלוקת דיבידנדים, אשר אילו תבצע תקטין את המזומנים בהתאמה. תרחיש המקורות והשימושים לעיל נתון באי וודאות גבוהה בשל כך שהוא נשען על מימוש נכסים ומהלכי מימון משמעותיים להם נדרשת החברה וכן, בשל כך שנגישות של החברה לחוב בלתי מובטח בישראל ובאירופה נחלשה לעת הזו.

בנוסף, לחברה ולחברות הבנות בבעלותה המלאה מסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ- 0.5 מיליארד ₪. מסגרות האשראי מסתיימות לאורך השנים 2024-2025 והחברה פועלת לחדשן. חלק ממסגרות האשראי מובטחות במניות סטיקון, כאשר לחברה אמות מידה פיננסיות המבוססות על שווי השוק של מניות אלו, גורם סיכון הפוגם בגמישות הפיננסית של החברה. בהתאם לנתוני החברה, החברה והחברות בבעלותה המלאה עומדות באמות מידה פיננסיות למול המממנים (מחזיקי אג"ח, בנקים ואחרים).

ג'י סיטי בע"מ (סולו): לוח סילוקין של קרן אגרות חוב (סולו) ליום 30.09.2023, במיליוני ₪:



שיקולי ESG

שיקולי ESG אינם נושאים השפעה מהותית על דירוג החברה. החשיפה של החברה לסיכוני 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

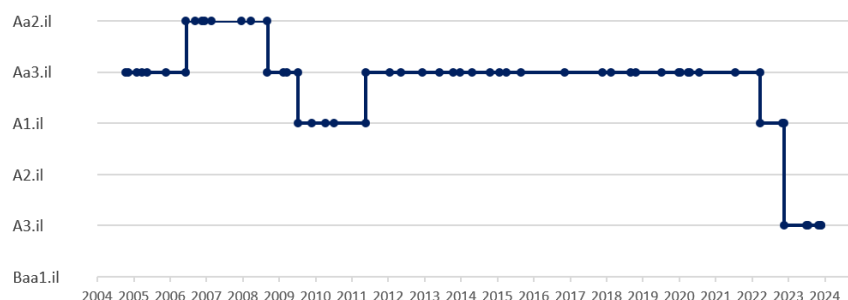
תחזית מידרוג		ליום 30.09.2023		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	25-26	Aaa.il	25	סך מאזן (מיליארד ש"ח)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Baa.il-A.il	68%-70%	A.il	72%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Aa.il	250-300	Aa.il	300	היקף FFO (מיליון ש"ח)	
Ba.il	50-60	Baa.il	57 <	חוב פיננסי נטו / FFO	
A.il	13-15%	A.il	28%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
A.il	55-60%	A.il	40%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
A.il	---	A.il	---	מדיניות פיננסית	
A3.il					דירוג נגזר
A3.il					דירוג בפועל

[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

ג'י סיטי, ישירות ובאמצעות חברות מוחזקות שלה, פרטיות וציבוריות, עוסקת ברכישה, השבחה, פיתוח וניהול של נדל"ן מניב לשימושים מעורבים לרבות מסחר, מגורים ומשרדים בישראל, מרכז וצפון אירופה ארה"ב וברזיל. בעלת השליטה בחברה היא נורסטאר החזקות אינק. אשר בעל השליטה בה הינו מר חיים כצמן. מניות החברה נסחרות בבורסה בת"א.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [ג'י סיטי בע"מ - דוחות קשורים](#)
- [נרסטאר החזקות אינק - דוחות קשורים](#)
- [דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, נובמבר 2023](#)
- [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](#)
- [השלכות מלחמת "חרבות ברזל" על כושר החזר האשראי של מנפיקים המדורגים על ידי מידרוג, דוח מיוחד - אוקטובר 2023](#)
- [טבלת זיקות והחזקות](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

07.12.2023	תאריך דוח הדירוג:
28.11.2023	התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג:
20.10.2004	התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:
ג'י סיטי בע"מ	שם יוזם הדירוג:
ג'י סיטי 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.

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

דירוגים שהונפקו על ידי מידרוג משקפים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של גופים, התחייבויות, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם או אספקתם, וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו, וכל החומרים, המוצגים, השירותים והמידע שמידרוג מפרסמת או מספקת (להלן: "חומרי מידרוג"), עשויים לכלול חוות דעת סובייקטיביות כאמור לעיל.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון שהגוף המדורג עלול שלא לעמוד בהתחייבויותיו הפיננסיות החוזיות במועד, וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון או במקרה של הפיכת החוב לפגום.

דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכונים נזילות, שווי שוק, שינויים בשערי ריבית, תנודתיות מחירים או כל גורם אחר העשוי להשפיע על שוק ההון, למעט סיכונים אשראי.

אין לראות בדירוגים של מידרוג, בהערכות שאינן בדבר סיכונים אשראי (להלן: "הערכות מידרוג") או בכל חוות דעת הכלולה בחומרי מידרוג, עובדות או נתונים היסטוריים. חומרי מידרוג עשויים לכלול גם הערכות כמותיות של סיכונים אשראי, המבוססות על מודלים, וכן חוות דעת והערות בנוגע להערכות אלו.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות דעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם מהווים יעוץ השקעות או יעוץ פיננסי, ואינם בגדר המלצה לרכוש ניירות ערך כלשהם, למכור אותם או להחזיק בהם.

דירוגי האשראי של מידרוג, הערכות מידרוג, חוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אחרים, אינם בגדר חוות דעת לגבי ההתאמה של השקעה כלשהי לצרכיו של משקיע מסוים.

מידרוג מנפיקה דירוגי אשראי, הערכות וחוות דעת אחרות ומפרסמת או מספקת את חומרי מידרוג מתוך הנחה וציפיה כי כל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע הערכות משלו בדבר הכדאיות של רכישה, מכירה או המשך החזקה בכל נייר ערך. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי לגבי כדאיות ההשקעה, לגבי הדין החל, ולגבי כל עניין מקצועי אחר, בטרם יחליט החלטה כלשהי לגבי השקעות.

דירוגי מידרוג, הערכות מידרוג וכל חוות דעת או חומרי מידרוג אחרים, אינם מיועדים לשימוש על ידי משקיעים פרטיים. משקיעים פרטיים מזהירים בזאת שלא לבסס החלטות השקעה על חומרי מידרוג. משקיע פרטי שיבסס החלטות בענייני השקעות על חומרי מידרוג, ינהג בכך בצורה פזיזה וחסרת אחריות. מידרוג ממליצה לכל משקיע פרטי להיוועץ ביעוץ מקצועי או ביעוץ פיננסי או ביעוץ מקצועי אחר בטרם יקבל החלטה כלשהי לגבי השקעות.

כל המידע הכלול במסמך זה הוא מידע המוגן על פי דין, כולל, בין היתר, מכוח דיני זכויות יוצרים וקניין רוחני. אין להעתיק את כל המידע או חלק כשלהו ממנו או לסרוק אותו, לשכתב אותו, להפיצו, להעבירו, לשכפל אותו, להציגו, לתרגמו או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, בכל דרך שהיא, ללא אישורה של מידרוג וכתב ומראש.

לצורך חוות הדעת שמידרוג מפיקה, מידרוג משתמשת בסולמות דירוג, בהתאם להגדרות המפורטות בכל סולם. הסימול שנבחר על מנת לשקף את דעתה של מידרוג לגבי סיכון האשראי, משקף אך ורק הערכה יחסית של אותו סיכון. הדירוגים של מידרוג אינם נערכים על פי סולם גלובלי - הינם חוות דעת לגבי כושר החזר האשראי של המנפיק או ההנפקה באופן יחסי לזה של מנפיקים או הנפקות אחרים בישראל.

דירוגי האשראי, ההערכות וחוות הדעת של מידרוג וחומרי מידרוג אינם מיועדים לשימוש כ"בנצ'מרק", במשמעותו של מונח זה בהקשר הרגולטורי, ואין להשתמש בהם בכל דרך אשר עלולה להוביל לכך שהם ייחשבו "בנצ'מרק".

מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לרמת הדיוק של כל דירוג, הערכה או חוות דעת אחרת או מידע שנמסרו או נוצרו על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא, או ביחס להיותם נכונים למועד מסוים, או ביחס לשלמותם, לסחירותם או להתאמתם למטרה כלשהי.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג, בהערכות של מידרוג, בחוות הדעת של מידרוג ובחומרי מידרוג (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים ומדויקים. יחד עם זאת, והיות שתמיד תיתכן טעות אנוש או תקלה טכנית, וכן בשל גורמים אחרים, כל המידע הנכלל במסמך הזה מסופק כפי שהוא (as is) בלי שום אחריות משום סוג שהוא.

מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע. מידרוג נוקטת אמצעים סבירים כדי שהמידע שהיא משתמשת בו לצורך הדירוג יהיה באיכות מספקת וכי יגיע ממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים, לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, ככל שהדבר רלבנטי. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן איננה יכולה לאמת או לתקן את המידע שהתקבל בכל מקרה ומקרה בסולם המהלך תהליך הדירוג או במהלך הכנת חומרי מידרוג.

התוכן של חומרי מידרוג איננו חלק מן המתודולוגיה של מידרוג, למעט אותם חלקים בתוכן אשר לגביהם מצוין במפורש כי הם מהווים חלק מן המתודולוגיה.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה, שלוחיה, נציגיה, כל גורם שהעניק למידרוג רישיון, וכן ספקיה (להלן: "אנשי מידרוג"), לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד עקיף, מיוחד, תוצאתי או נלווה, אשר ינבע מן המידע שבמסמך זה או משימוש במידע כאמור או מאי יכולת להשתמש במידע כאמור, וזאת אף אם נאמר למידרוג או למי מאנשי מידרוג, כי נזק או הפסד כאמור עלולים להתרחש. מבלי לגרוע מכלליות האמור לעיל, מידרוג לא תישא באחריות: (א) לאובדן רווחים בהווה או בעתיד; (ב) לאובדן או לנזק הנובעים ממכשיר פיננסי שלא עמד במוקד דירוג אשראי ספציפי של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג ואנשי מידרוג לא יישאו באחריות כלפי כל אדם או גוף בגין כל נזק או הפסד ישירים הנובעים מן המידע הכלול במסמך זה, או משימוש בו או מאי היכולת להשתמש בו, כולל, בין היתר, בגין נזק או הפסד שנובעים מרשלנות מצדם (למעט מרמה, פעולה בודדו או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), או מאירוע בלתי צפוי, בין אם אותו אירוע הוא בשליטתם של מידרוג או אנשי מידרוג, ובין אם לאו.

מידרוג אימצה מדיניות ונהלים לעניין עצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

כל דירוג, הערכה או חוות דעת שהונפקו על ידי מידרוג עשויים להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבססו ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. כשרלבנטי, עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.