



גזית גלוב בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - אפריל 2014

1

מחברים:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית
anna@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

גזית גלוב בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרות (Issue)
------------------	-----	---------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa3 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת גזית גלוב בע"מ (להלן: "גזית" ו/או: "החברה"). כמון כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד 500 מיליון ש"ח ע.ג. תמורת הגיוס תשמש למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 24.04.2014. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור (נתוני סולו באלפי ₪):

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרה לתאריך 31.12.13 כולל הצמדה (אלפי ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה א'	1260165	מאי-02	6.50%	דולר	157,605	2014-2017
סדרה ב'	1260272	מאי-04	E-2%	אירו	148,849	2014-2016
סדרה ג'	1260306	אפר-05	4.95%	מדד	1,114,924	2014-2018
סדרה ד'	1260397	ספט-06	5.10%	מדד	2,466,059	2019-2021
סדרה ה'	1260421	יול-07	T-0.7%	לא צמוד	545,542	2017
סדרה ו'	1260405	דצמ-06	6.40%	לא צמוד	565,182	2014-2016
סדרה ט'	1260462	ינו-08	5.30%	מדד	1,444,151	2015-2018
סדרה י'*	1260488	פבר-09	6.50%	מדד	861,438	2014-2019
סדרה יא'	1260546	ספט-11	5.35%	מדד	2,960,747	2018-2024
סדרה יב'	1260603	אוק-13	4.00%	מדד	445,648	2023-2027
סדרה פרטית	פרטי	אפר-06	4.57%	מדד	40,010	2014-2015
סה"כ					10,750,155	

* סדרת אג"ח י' הינה סדרה מובטחת, המגובה בשעבוד נכסים בישראל

הדירוג נסמך, בין היתר, על הפרופיל העסקי הבולט לטובה של הקבוצה, הכולל, בין היתר, פיזור נכסים משמעותי, הן בהיקפו (כ- 577 נכסים מניבים בשטח להשכרה של כ-6.6 מיליון מ"ר, הרשומים לפי שווי הוגן של כ-76.7 מיליארד ₪) והן בהיותו מפוזר על פני מספר רב של אזורים ברחבי העולם (כ- 20 מדינות), כאשר מרבית הפעילות מתבצעת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה כגון ארה"ב, קנדה, פינלנד, שוודיה, פולין, צ'כיה וכדומה. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את המהלכים שחברות הקבוצה ביצעו בשנים האחרונות לטיוב תיק הנכסים המניבים, הן באמצעות מימוש ורכישת נכסים מניבים והן באמצעות רכישת קרקעות ובניית נכסים נוספים, כך שחלק ניכר יותר מהפורטפוליו ממוקם באזורים אורבאניים, הנהנים ממגמות דמוגרפיות חיוביות של צמיחה באוכלוסייה, בהכנסת משקי הבית וכדומה; מיצוב נכסי הבסיס אשר מאופיינים כמרכזים מסחריים, המשרתים צרכים יומיים בסיסיים לקהל היעד והמושכרים בתפוסות גבוהות לאורך זמן, בנוסף למשך חוזי שכירות נאותים ביחס לענף, מסייעים להקטנה מסוימת, בטווח הקצר-בינוני, של החשיפה התזרימית להאטה נוספת בכלכלות בהן פועלת החברה; נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה לאורך זמן, זאת, לאור היקף הנזילות ומסגרות האשראי הלא מנוצלות ברמת הסולו המורחב, בנוסף לנזילות בחברות הבנות המרכזיות וכן בשל המניית הסחירות והנדל"ן הלא משועבדים בקבוצה והכל- ביחס ללוח

¹ בהנחת איחוד של חברות בשליטה משותפת, המוצגות בשווי מאזני והכללת מלוא שוויים של נכסים בבעלות חלקית, המנהלים על ידי הקבוצה



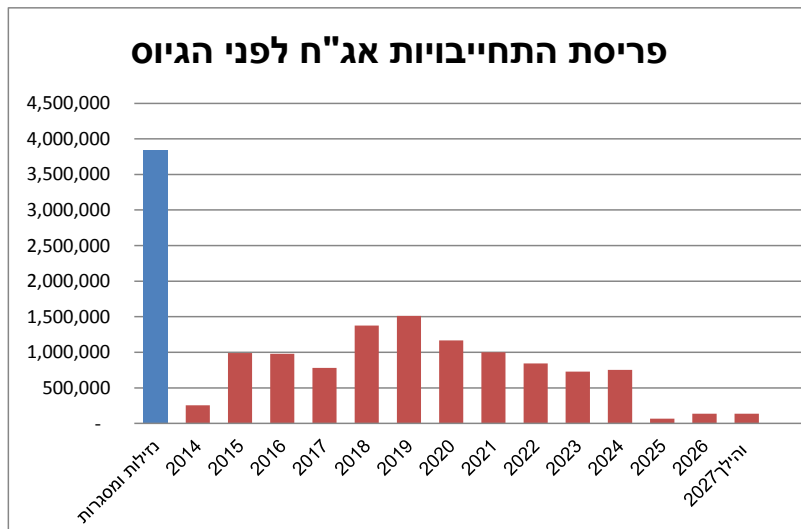
סילוקין הפרוס בצורה נוחה ברמת הסולו והמאוחד; פרופיל עסקי ומיצוב פיננסי גבוה של החברות המוחזקות העיקריות, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף התזרים, יחסי הכיסוי והמינוף של החברות הבנות, לצד נגישות לגיוסי חוב והון במדינות פעילותן, משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון. בשנת 2013 ביצעה החברה רכישת מניות של חברת אטריום בסכום של כ- 416 מיליון ₪, כך שאחוז ההחזקה עלה ל-39.8% מכ-34.5%. להערכת מידרוג, פעולה זו צפויה לתרום במידה מסוימת ליחסי הכיסוי של החברה בעתיד; אסטרטגיה מימונית מובנית אשר כוללת גידור סיכונים ריבית ומטבע באופן ניכר, ביחס להיקף ולאופי פעילותה (ההון העצמי וזכויות המיעוט חשופים לשינויים בשער החליפין, כפי שבא לידי ביטוי בהתאמות משינויים בתרגום שע"ח של דוחות לשנת 2013, אשר השפיעו לשלילה על ההון העצמי וזכויות המיעוט בהיקף של כ-2 מיליארד ₪ וזאת - לאחר השפעת עסקאות החלף מטבע שהחברה ביצעה) וכן מהניסיון הרב והיציבות המופגנת באסטרטגיה לפיתוח העסקי. כך גם נהנית החברה משדרת ניהול ושליטה עמוקה, בעלת ניסיון וותק; נגישות לשוקי ההון (בשנת 2013 הנפיקה החברה הון מניות בסך של כ-489 מיליון ₪ בניכוי הוצאות הנפקה) בישראל ובארצות הברית ושיפור משמעותי ביחסים הפיננסיים בשנים האחרונות, יצוין כי, על אף השיפור, יחסים אלו עדיין אינם בולטים לטובה ביחס לחברות אחרות ברמת הדירוג. אולם בהתחשב במאפייני הפעילות הסולידיים והיקף הפעילות הנרחב, להערכת מידרוג, יחסים אלו הינם סבירים לדירוג.

להרחבה של שיקולי הדירוג הינכם מופנים לדוח פעולת הדירוג מחודש יוני 2013²

² הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

נתונים עיקריים של חברות בנות מרכזיות (אלפי ₪)

ATR	CTY	FCR	EQY	
31.12.13	31.12.13	31.12.13	31.12.13	באלפי ₪
39.8%	49.3%	45.2%	45.2%	שיעור החזקה
11,266,941	12,942,456	21,768,728	13,097,274	נדל"ן להשקעה מניב
2,790,899	128,676	1,526,405	209,589	נדל"ן להשקעה בפיתוח
3,900,701	7,075,635	11,876,951	5,249,387	חוב פיננסי
1,431,352	352,908	462,367	89,055	יתרת נזילות ללא מסגרות אשראי
1,431,352	2,082,073	2,077,800	1,210,563	יתרת נזילות + מסגרות אשראי
10,841,949	6,410,730	10,846,963	8,796,805	הון עצמי וז. מיעוט
4,315,096	3,160,490	4,902,827	3,976,156	חלק גזית
15,991,663	14,227,845	24,795,696	14,317,115	סך מאזן
914,586	801,446	1,348,376	867,000	גילום שנתי NOI
97.6%	95.7%	95.5%	92.4%	שיעור תפוסת נכסים
98.0%	95.7%	95.6%	92.1%	שיעור תפוסת נכסים לתקופה מקבילה
564,647	422,720	728,778	532,465	FFO Q4 2013 בגילום שנתי
68%	45%	44%	61%	הון עצמי וז. מיעוט לסך מאזן
6.9	16.7	16.3	9.9	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
4.4	15.9	15.7	9.7	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי
נתוני FFO הינם על פי חישוב החברה בדוחות הכספיים				



גזית גלוב בע"מ – יחסים פיננסיים עיקריים (מיליוני ₪) כולל איחוד יחסי אטריום על בסיס פרופורמה שבוצעה

31.12.2009	31.12.2010	31.12.11	31.12.12	31.12.13	נתונים פיננסיים מאוחדים עיקריים מיליוני ₪
4,680	5,287	6,496	7,454	7,428	סה"כ הכנסות
2,729	3,058	3,509	3,856	3,792	NOI
2,757	3,114	3,557	3,937	3,916	סה"כ רווח גולמי
2,984	2,496	2,905	3,375	3,461	EBITDA בנטרול שערורים
-1,841	999	1,787	1,905	896	שינוי בשווי נדל"ן להשקעה והשק' פיננסיות
700	1,608	2,056	2,534	2,310	רווח נקי (לאחר מס)
34,511	33,297	40,928	42,770	40,845	חוב פיננסי
2,314	1,596	2,703	2,675	2,204	יתרות זילות
32,197	31,701	38,225	40,095	38,641	חוב פיננסי נטו
49,340	50,396	63,069	68,462	66,761	Cap
47,026	48,800	60,366	65,787	64,557	Cap נטו
5,189	5,915	7,309	7,849	8,009	הון מניות (ללא זכויות מיעוט)
13,266	15,169	19,724	22,675	22,827	הון עצמי וזכויות מיעוט
51,412	52,470	66,352	72,159	69,888	סך מאזן בנטרול מקדמות
25.8%	28.9%	29.7%	31.4%	32.7%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
69.9%	66.1%	64.9%	62.5%	61.2%	חוב ל-CAP
68.5%	65.0%	63.3%	60.9%	59.9%	חוב נטו ל-CAP נטו
887	904	1,426	1,615	1,654	* FFO
38.9	36.8	28.7	26.5	24.7	חוב ל- FFO *
36.3	35.1	26.8	24.8	23.4	חוב נטו ל- FFO *
10.8	12.7	13.2	11.9	11.2	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערורים
12.3	1.9	1.3	1.6	2.0	EBITDA/הוצאות מימון, נטו

* ה-FFO יחסי החוב והחוב נטו ל-FFO ליום 31.12.13 מושפעים לשלילה מהוצאות חד פעמיות בהיקף של כ-118 מיליון ₪ בגין פירעון מוקדם של נגזרים פיננסיים בחברת Citycon ולחיוב בהיקף של כ-187 מיליון ₪ בגין פירעון מוקדם של נכסים פיננסיים נגזרים, אשר נרשמו כחלק מתשלומי/תקבולי הריבית של החברה.

31.12.09	31.12.2010	31.12.11	31.12.12	31.12.13	₪ סולו מורחב - נתונים פיננסיים עיקריים אלפי
18,293,342	17,883,338	21,434,625	23,057,671	22,728,260	CAP
5,189,142	5,914,824	7,136,240	7,848,634	8,009,238	הון עצמי
13,104,200	11,968,514	14,298,385	15,209,037	14,719,022	חוב פיננסי ברוטו
839,100	428,405	947,566	1,049,360	645,441	יתרות מזומנים ופיקדונות
12,265,100	11,540,110	13,350,819	14,159,677	14,073,581	חוב פיננסי נטו
18,984,521	18,706,188	22,458,365	23,966,421	23,591,797	סך מאזן חשבונאי
					יחסי איתנות
27%	32%	32%	33%	34%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
29%	31%	28%	36%	35%	הון עצמי למאזן לפי שווי שוק החזקות
72%	69%	67%	66%	64%	חוב נטו לשווי תיק
70%	64%	64%	64%	67%	חוב ברוטו לשווי תיק
72%	67%	67%	66%	65%	חוב ל-CAP
70%	66%	65%	64%	64%	חוב נטו ל-CAP נטו
65%	62%	62%	62%	61%	חוב פיננסי נטו למאזן

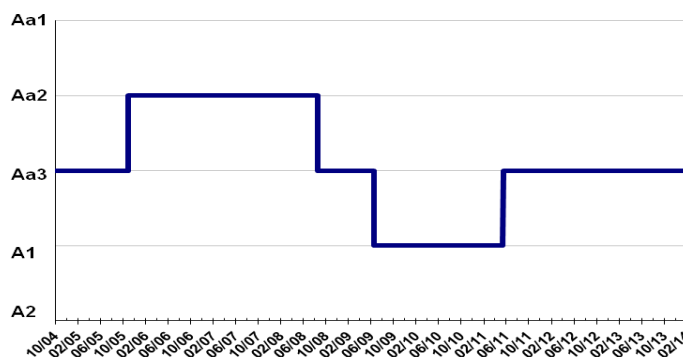
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- ירידה משמעותית ברמת המינוף הכוללת של החברה (סולו) והחברות המוחזקות
- שיפור בתזרים השוטף ביחס לדיבידנד המחולק
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג :

- הרעה בנזילות ובגמישות הפיננסית
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה ו/או החברות המוחזקות
- פגיעה מהותית במיצוב הפיננסי של החברות המוחזקות והתזרימים אשר יפגעו ביחסי הכיסוי של החברה

היסטוריית הדירוג



פרופיל החברה

גזית גלוב עוסקת, במישרין ובאמצעות חברות בנות, ברכישה, פיתוח וניהול של נכסים מניבים בארה"ב (באמצעות החזקה בחברות Equity One, ו-ProMed Properties), קנדה (באמצעות החזקה בחברת First Capital Realty), אירופה (באמצעות החזקה בחברת Citycon, גזית אירופה והחזקה משותפת ב-Atrium European Real Estate Limited), ישראל (באמצעות החזקה בחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) בע"מ) ובברזיל. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים, מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף מבני משרדים רפואיים בצפון אמריקה וכן בייזום, פיתוח, ניהול וביצוע של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל ובמזרח אירופה. בעלת השליטה בגזית גלוב הינה נורסטאר החזקות אינק, אשר בעלי השליטה בה הינם ה"ה חיים כצמן, דורי סגל ואריקה אוטוסון. מניות החברה נסחרות בבורסה בת"א, ב-NYSE וגם בבורסה בטורונטו (TSX).



מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח פעולת דירוג יוני ודוחות עדכון מחודשים ספטמבר ודצמבר 2013

תאריך דוח: 24 באפריל 2014

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

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

סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של 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 למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

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

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: www.midroog.co.il. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מניפק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדין או עם כל עניין מקצועי אחר. מידרוג מצהירה בזאת שהמנפיקים של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים או שבקשר עם הנפקתם נעשה דירוג, התחייבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

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

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