



גזית גלוב בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - יולי 2010

1

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

גזית גלוב בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A1 באופק יציב להרחבת סדרה ט' בהיקף של עד 500 מיליון ₪ על ידי חברת גזית גלוב בע"מ, (להלן: "החברה"). מידרוג אף מאשרת מחדש את דירוג הסדרות במחזור של החברה.

יעוד תמורת ההנפקות הינו הקטנת היתרות המנוצלות במסגרות האשראי הקיימות.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 31.03.10 כולל הצמדה (אלפי ₪)	מס' ני"ע	סדרה
30.6.2017	30.6.2007	6.50%	דולר	343,795	1260165	סדרה א'
31.12.2016	31.12.2014	E+2%	אירו	157,317	1260272	סדרה ב'
30.6.2018	30.6.2011	4.95%	מדד	1,456,332	1260306	סדרה ג'
31.3.2021	31.3.2019	5.10%	מדד	2,053,173	1260397	סדרה ד'
31.12.2017	30.6.2017	T+0.7%	לא צמוד	537,201	1260421	סדרה ה'
31.12.2016	31.12.2011	6.40%	לא צמוד	1,408,883	1260405	סדרה ו'
30.6.2018	30.6.2013	5.30%	מדד	1,067,631	1260462	סדרה ט'
30.6.2018	30.9.2014	6.50%	מדד	633,206	1260488	סדרה י'
1.2.2012	1.2.2005	5.65%	מדד	21,734	פרטית	סדרה פרטית 1
31.3.2015	31.3.2013	4.57%	מדד	55,019	פרטית	סדרה פרטית 2
11.2.2012	11.2.2010	5.10%	מדד	74,365	פרטית	סדרה פרטית 3

7,808,656

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

שיקולים עיקריים לדירוג:

בחודש אפריל 2010 פירסמה מידרוג דו"ח מעקב¹ לחברה, בו מפורטים בהרחבה השיקולים העיקריים לדירוג. להלן תמצית השיקולים העיקריים:

דירוג החברה נשען על הפרופיל העסקי הרחב והמיצוב הפיננסי הבולט של החברות המוחזקות המתאפיינ בפיזור נכסים משמעותי, הן בהיקפו (למעלה מכ- 650 נכסים מניבים וכ- 10 נכסים בפיתוח) והן על פני מספר הטריטוריות (כ- 20 מדינות). מיצוב נכסי הבסיס אשר מאופיינים כמרכזים מסחריים, המשרתים צרכים יומיים בסיסיים לאוכלוסיית היעד, אשר הציגו יציבות יחסית בעת המשבר, ברמות מינוף נמוכות וגמישות פיננסית גבוהה ורמת נזילות טובה, הכוללת יתרות מזומנים ומסגרות אשראי מאושרות בלתי מנוצלות. החברה מוכיחה יציבות באסטרטגיית העסקית ובפיתוח העיסקי.

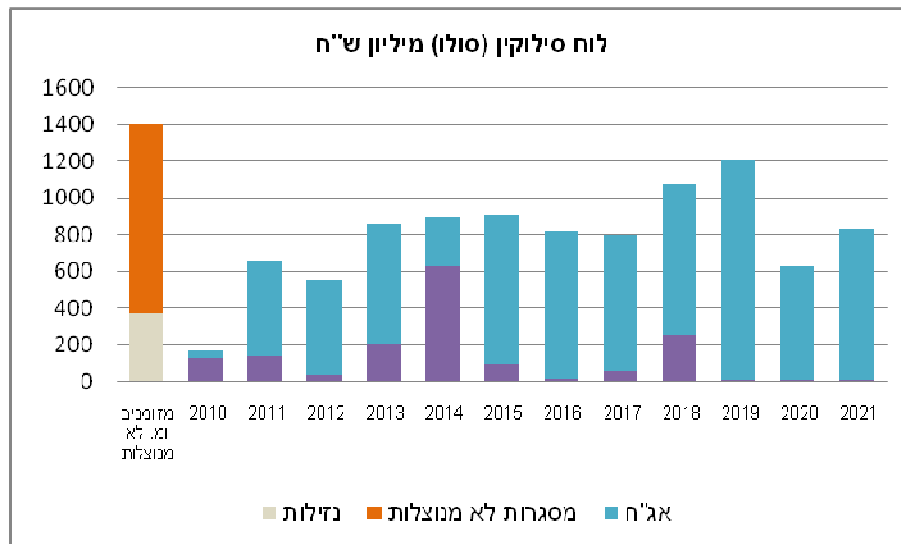
¹ מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il

פירוט השיקולים העיקריים:

נזילות וגמישות פיננסית טובה ברמת הסולו

נכון ליום 31.03.2010 לחברה בסולו יתרת נזילות וקווי אשראי חתומים בלתי מנוצלים בהיקף של כ- 1.4 מיליארד ₪. אף לאחר תאריך המאזן, הקטינה החברה משמעותית את ניצול מסגרות האשראי.

מלבד מסגרות האשראי, לחברה מניות סחירות לא משועבדות בהיקפים משמעותיים. בהתאם לאמור, נזילות החברה, לרבות יתרת מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות, מספקת את צרכי הפירעונות לפי לוח הסילוקין של החברה (ברמת הסולו) לתקופה הקצרה - בינונית.





יציבות פיננסית בהחזקות הליבה ויציבות בתזרים החברה סולו

שיעור התפוסה בהחזקות הליבה נותר גבוה ועולה על 90%. חרף המשבר הכלכלי, רוב החברות המוחזקות שמרו על יציבות יחסית של שיעורי התפוסה למעט EQY אשר עיקר פעילותה בשווקים שנפגעו באופן משמעותי מהמשבר הכלכלי (פלורידה). יחד עם זאת, ב-EQY גם לאחר הירידה בתפוסה, עדיין נשמרה בנכסיה רמת התפוסה ממוצעת גבוהה, כ- 90%. על אף ההרעה שחלה בתנאי השוק, מציגות החברות שיפור בהיקף ה- NOI לעומת התקופה המקבילה.

EURO ATR 31.03.2010 30.1%	EURO CTY 31.03.2010 47.7%	קנדי \$ FCR 31.03.2010 50.6%	ארה"ב \$ EQY 31.03.2010 44.0%	(באלפים)
1,498,984	2,193,500	4,186,559	2,584,433	שיעור החזקה
152	84	173	*177	נדל"ן להשקעה
580,249	1,366,400	2,504,880	1,208,067	מס' נכסים מניבים (לא כולל בפיתוח)
542,708	212,700	307,268	355,012	חוב פיננסי
2,164,658	748,900	1,098,285	1,160,558	יתרות נדילות
2,935,318	2,295,400	3,788,500	2,516,241	הון עצמי ז.ז. מיעוט
32,723	30,600	74,675	49,956	סך מאזן
28,705	30,300	68,300	49,888	לתקופה (שלושה חודשים) NOI
94.20%	94.5%	96.3%	90.3%	לתקופה מקבילה NOI
93.40%	95%	96.0%	91.5%	שיעור תפוסת נכסים
24,378	11,800	37,272	20,787	שיעור תפוסת נכסים לתקופה מקבילה
74%	33%	29%	46%	FFO
6.0	28.9	16.8	14.5	הון עצמי ז.ז. מיעוט לסך מאזן
0.38				חוב פיננסי ל- FFO
				חוב פיננסי נטו ל- FFO

הערות:
 יתרת נדילות EQY, CTY ו- FCR כוללת מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות
 נתוני FFO הינם על פי חישוב החברה בדוחות הכספיים לצורך חלוקת דיבידנד
 *לאחר תאריך המאזן התקשרה EQY בהסכם לרכישה באמצעות החלפת מניות של חברת USA C&C אשר לה כ- 15 נכסים מניבים

נתונים פיננסיים עיקריים (רמת הסולו המורחב)

IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	נתונים פיננסיים עיקריים
31.12.2007	31.12.2008	31.12.09	31.3.2010	ש אלפי
13,540,200	15,864,589	18,293,342	17,066,520	CAP
5,721,000	3,333,689	5,189,142	5,103,020	הון עצמי
7,819,200	12,530,900	13,104,200	11,963,500	חוב פיננסי ברוטו
409,100	858,000	839,100	367,800	יתרות מזומנים ופיקדונות
7,410,100	11,672,900	12,265,100	11,595,700	חוב פיננסי נטו
8,479,000	7,385,403	11,191,000	11,439,600	שווי שוק השקעות סחירות סוף תקופה
4,204,800	5,579,896	6,192,560	5,550,730	שווי מאזני השקעות לא סחירות
12,683,800	12,965,299	17,383,560	16,990,330	שווי השקעות מותאם
12,634,700	14,602,781	17,037,921	16,036,992	שווי מאזני של סך ההשקעות
14,059,900	16,536,581	18,984,521	17,782,692	סך מאזן חשבונאי
יחסי איתנות				
41%	20%	27%	28.7%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
41%	24%	29%	30%	הון עצמי למאזן לפי שווי שוק החזקות
59%	80%	72%	72.3%	חוב נטו לשווי מאזני של סך השקעות
58%	90%	71%	68.2%	חוב נטו לשווי השקעות מותאם
61.6%	96.6%	75.4%	70.4%	חוב ברוטו לשווי השקעות מותאם

שווי שוק מותאם = שווי שוק של השקעות סחירות + שווי מאזני של השקעות לא סחירות

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY2008	FQ1 2009	FY 2009	FQ1 2010	אלפי ₪
317,705	360,347	383,623	404,333	120,879	487,838	132,745	הכנסות מדיבידנד מחברות בת וריבית מניירות
22,458	76,639	-	-	-	305,049	-	ערך אחרים
8,874	47,984	77,713	123,726	42,457	183,840	39,300	דיבידנד מיוחד
-49,013	-64,571	-80,928	-85,426	-29,234	-96,877	-18,444	הכנסות מנכסים בבעלות ישירה
-125,675	-188,555	-232,531	-279,976	-78,094	-297,368	-119,195	הוצאות הנהלה וכלליות
-17,189	-17,927	-26,612	-15,058	-1,028	-606	-1,110	הוצאות מימון, נטו
157,160	213,917	121,265	147,599	54,981	581,876	33,296	מס
		-152,145	-15,414	-10,759	-1,539	-	תזרים תפעולי שוטף ללא חד פעמי
							הוצאות חד פעמיות ויישום תקני חשבונאות חדשים
יחסי כיסוי							
2.00	1.92	1.47	1.45	1.52	2.48	1.25	יחס כיסוי תפעולי *
1.87	1.61				1.70		יחס כיסוי תפעולי ללא דיבידנד מיוחד
10.1	11.9	20.6	28.3	25.3	14.9	19.5	חוב לתזרים לפני מימון
8.9	11.0	19.5	26.4	23.0	13.9	18.9	חוב נטו לתזרים לפני מימון
19.2	23.4	64.5	84.9	61.6	22.5	89.8	חוב ברוטו לתזרים לאחר מימון ומס
22.4	36.5				47.3		חוב ברוטו לתזרים לאחר מימון ומס (ללא דיבידנד מיוחד)
17.0	21.6	61.1	79.1	56.1	21.1	87.1	חוב נטו לתזרים לאחר מימון ומס

* סך הכנסות מדיבידנדים ומנכסים בבעלות ישירה לסך הוצאות הנהלה וכלליות והוצאות מימון.

יחס הכיסוי לרבעון הראשון לשנת 2010 נמוך בהשוואה לאותו היחס ברבעון המקביל אשתקד, בעיקר בשל הכנסות הריבית הגבוהות שנבעו מהאג"ח להמרה של חברת הבת, אטריום, שהומרו בסוף שנת 2009, למניות אטריום. יתר על כן, הדיבידנד שחולק ברבעון הראשון לשנת 2010 מחברת אטריום הינו נמוך יחסית לדיבידנדים הצפויים להתקבל וזאת לאור חלוקת הדיבידנד המיוחד ע"א אטריום, שנעשה בסוף שנת 2009. יש לציין, כי הקיטון בהיקף החוב הפיננסי במהלך הרבעון אל מול תזרים הדיבידנדים העתידי, הכולל קבלת דיבידנדים מחברת אטריום, אמורים לשפר יחס זה.

אופק הדירוג

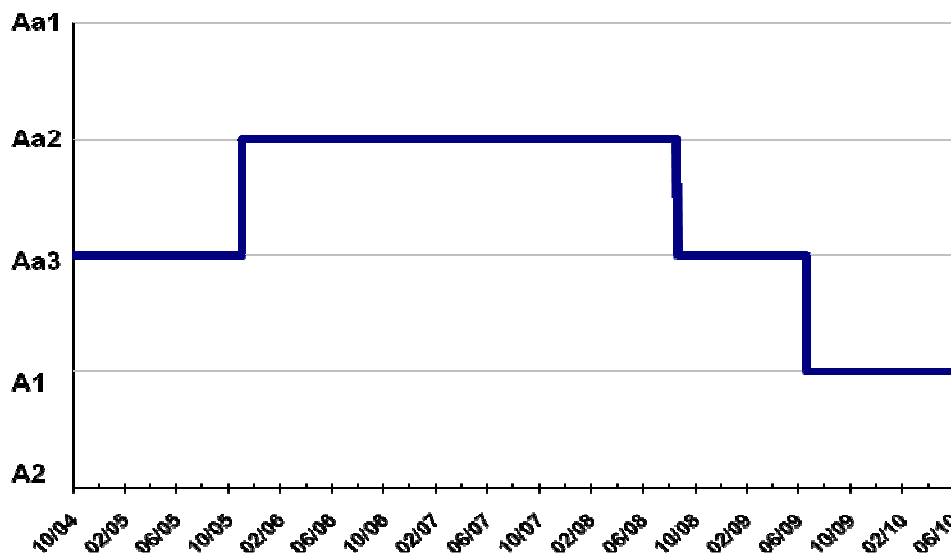
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- ירידה משמעותית ברמת המינוף הכוללת של החברה (סולו) והחברות המוחזקות
- חיזוק הגמישות והנזילות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג :

- 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
- חלוקת דיבידנדים אגרסיבית

היסטוריית הדירוג



פרופיל החברה

גזית גלוב הינה חברת השקעות בנדל"ן העוסקת, במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות, ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב (באמצעות החזקה בחברות Royal Senior Care, Equity One ו-ProMed Properties), קנדה (באמצעות החזקה בחברת First Capital Realty ו-Gazit America), אירופה (באמצעות החזקה בחברת Citycom, גזית אירופה והחזקה משותפת ב- ATR) וישראל (באמצעות החזקה בחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) בע"מ ובאמצעות אכד בנין והשקעות בע"מ). במהלך שנת 2008 הרחיבה החברה את פעילותה ונכנסה לראשונה לפעילות בברזיל. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים, מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף הדיור המוגן ובענף מבני משרדים רפואיים בצפון אמריקה, וכן פועלת לאיתור ומימוש הזדמנויות עסקיות בתחומי עיסוקה ו/או בתחומים משיקים באזורי פעילותה ובאזורים אחרים. גזית גלוב בע"מ מוחזקת, נכון למועד דו"ח זה, על ידי גזית אינק, בשיעור של כ- 63.7%. המחזיקה העיקרית, גזית אינק, נמצאת בשליטתו של מר חיים כצמן.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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 בציוד, 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

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

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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 מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגי מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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.