



גזית גלוב בע"מ

דו"ח פעולת דירוג - נובמבר 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט בכיר
amira@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

גזית גלוב בע"מ

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

מידרוג מודיעה על קביעת דירוג A1 באופק שלילי להנפקת אגרות חוב של חברת גזית גלוב בע"מ (להלן: "החברה"), בסך של עד 500 מיליון ₪. אגרות החוב תונפקנה במסגרת הרחבת סדרות קיימות.

תמורת אגרות החוב תשמש להקטנת ניצול מסגרות אשראי קיימות. הדירוג חל על גם כל סדרות האג"ח הקיימות במחזור.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 24.11.2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים בהרחבת אגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן מתרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 30.09.09 כולל הצמדה (אלפי ₪)	סדרה
8	30.6.2017	30.6.2007	6.50%	דולר	348,309	סדרה א'
3	31.12.2016	31.12.2014	אירובור + 2%	אירו	173,826	סדרה ב'
8	30.6.2018	30.6.2011	4.95%	מדד	1,467,819	סדרה ג'
3	31.3.2021	31.3.2019	5.10%	מדד	1,877,214	סדרה ד'
2	31.12.2017	30.6.2017	תלבור + 0.7%	לא צמוד	475,519	סדרה ה'
5	31.12.2016	31.12.2011	6.40%	לא צמוד	1,407,150	סדרה ו'
4	30.6.2018	30.6.2013	5.30%	מדד	907,016	סדרה ט'
11	30.6.2018	30.9.2014	6.50%	מדד	605,188	סדרה י'

7,262,041

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

הותרת הדירוג על כנו נובעת מאחזקתה האסטרטגית של הקבוצה בחברות הנדל"ן מניב בעלות מיצוב עסקי ופיננסי גבוה, פיזור גיאוגרפי רחב ושיעורי התפוסה הגבוהים בנכסים, משמירה על יחסי איתנות ומהשיפור הקיים והצפוי ביחסי איתנות החברה, לאור החלפת אגרות החוב להמרה של אטריום במניות אטריום, שיפור בשווי החברות המוחזקות ודיבידנד מיוחד מחברת אטריום, שנועד להקטין חוב בנקאי. שיפור זה צפוי לתרום לחיזוק מיצובה הדירוגי הנוכחי של החברה.

התפתחות הדירוג, בהינתן האופק השלילי, תיבחן על רקע התפתחות יחסי האיתנות של החברה, הנבחנו, בין היתר, על בסיס שווי השוק של החברות המוחזקות לאורך זמן, תוך שמירה על גמישות פיננסית ויכולת מחזור חוב מובטח ובלתי מובטח, מידרוג מצפה כי לאורך זמן תפעל החברה להקטנת המינוף (De-leverage), תוך שמירה על תמהיל מאוזן של חוב אגרות חוב וחוב בנקאי. העדר של תהליך הקטנת מינוף, במקביל לגידול בהיקף חלוקת דיבידנדים מהחברה, לבעלי המניות, עלול להוביל להורדת דירוג החברה בטווח הארוך.

יחסי איתנות ושווי החזקות

במסגרת פעולת הדירוג האחרונה של החברה, הורד דירוגה מדירוג Aa3 לדירוג A1. הורדת הדירוג, אשר הסתמכה על נתוני 30.03.2009, נבעה בעיקר מהירידה בשווי המניות המוחזקות ומהשחיקה ביחסי האיתנות של החברה. במהלך התקופה אשר חלפה, חלה התאוששות בשווי השוק של המניות המוחזקות על ידי החברה וקיים פער זניח בלבד בין שווי המניות ובין השווי הנכסי. יש לציין כי חברות הבנות של הקבוצה, שמורות על שיעורי תפוסה גבוהים ותזרים יציב, תוך שיפור ביחסי האיתנות שלהן באמצעות הנפקות הון. בנוסף, דירוג האשראי הבינלאומי של חברות הבנות - EQY ו - FCR, נותר יציב במהלך תקופת המשבר וקיבל אישור במסגרת המעקב השנתי של Moody's.

במהלך חודש ספטמבר 2009 התקשרה החברה ו - CPI עם חברת אטריום להחלפת אגרות החוב להמרה שברשותן למניות אטריום. כתוצאה מהחלפת אגרות החוב להמרה של אטריום במניות אטריום, צפויה החברה לשיפור ביחסי האיתנות. בנוסף, במסגרת ההסכם תחלק חברת אטריום דיבידנד מיוחד. חלקה של החברה בדיבידנד יעמוד על סך של כ - 52 מיליון אירו (כ - 300 מיליון ₪), הצפוי להקטין את חובותיה הפיננסיים ולתרום לשיפור נוסף ביחסי האיתנות של החברה. כמו כן ביצעה החברה גיוס הון, בהיקף של כ - 300 מיליון ₪, משני גופים מוסדיים גדולים (פסגות וכלל) ומהחברה האם, סך תמורת הגיוס שימש לפירעון חוב קיים.

IFRS	IFRS	IFRS	IFRS	נתונים עיקריים למעקב - יחסי איתנות, אלפי ₪	
31.12.2007	31.12.2008	30.09.09	30.09.09 פרופורמה ATR והנפקת הון		
13,540,200	15,864,589	17,563,020	18,308,133	CAP	
5,721,000	3,333,689	4,031,520	5,375,752	הון עצמי	
7,819,200	12,530,900	13,531,500	12,932,380	חוב פיננסי ברוטו	
	10,682,949	13,378,971	12,436,906	חוב פיננסי ברוטו בשווי שוק	
409,100	858,000	829,800	829,800	יתרות נזילות	
7,410,100	11,672,900	12,701,700	12,102,580	חוב פיננסי נטו	
8,479,000	7,385,403	10,093,700	10,694,977	שווי שוק השקעות סחירות סוף תקופה	
4,204,800	5,579,896	6,071,110	6,071,110	שווי מאזני השקעות לא סחירות	
12,683,800	12,965,299	16,164,810	16,766,087	שווי השקעות מותאם	
12,634,700	14,602,781	16,292,675	17,191,425	שווי מאזני של סך ההשקעות	
יחסי איתנות					
	41%	20%	22%	28%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
	41%	24%	22%	29%	הון עצמי למאזן לפי שווי שוק החזקות
	59%	80%	78%	70%	חוב נטו לשווי תיק
	56%	77%	75%	68%	חוב ברוטו לשווי תיק

* פרופורמה - השלמת עסקת אטריום והנפקת הון שביצעה החברה באוקטובר.

על אף השיפור ביחסי האיתנות, לאור עליית שווי ערכן הסחיר של החזקותיה השונות, במטרה לבחון את מצב החברה, תוך נטרול התנודתיות הרבה, האופיינית למסחר בשווקים במהלך השנה האחרונה, ממשיכה מידרוג בבחינה של יחסי האיתנות של החברה, בהתבסס על מחיר מניה ממוצע לשנתיים. בחינה של יחסי האיתנות, בהתבסס על שווי ממוצע לשנתיים, מראה כי חלה ירידה ביחסי האיתנות, הנובעת מממוצע המניות לתקופה הנסקרת. הונה העצמי של החברה, בהתבסס על שווי שוק ממוצע לשנתיים, עומד בדו"חות הסולו על כ - 21% לשווי האחזקות המותאם, 30.09.2009 (לעומת 27% לפי שווי שוק ממוצע לשנתיים בתאריך 30.03.2009). להערכת מידרוג, הפער בין השוויים ממחיש את רמת הסיכון בתנודתיות שווי החזקותיה של החברה. יש לציין כי במסגרת השיקולים של הורדת הדירוג האחרונה, נלקח שיקול התנודתיות בחשבון והיווה גורם משמעותי להורדת דירוג החברה. לפיכך, תואם המצב הנוכחי של יחסי האיתנות את דירוגה של החברה.

יחסי כיסוי, גמישות ונזילות

פריסת פירעונות אגרות החוב הנוכחית של החברה ארוכת שנים. יש לציין כי במהלך שנת 2010 צפויה החברה להתחיל בפירעון של חלק נוסף מסדרות האג"ח במחזור. היקף הפירעון הצפוי גדול יותר ביחס לשנת 2009 והיקפו צפוי להמשיך ולגדול עם הפירעונות הצפויים במהלך שנת 2011. היקפי פירעונות באופן דומה לשנת 2011 צפויים גם בשנים 2012-2013.

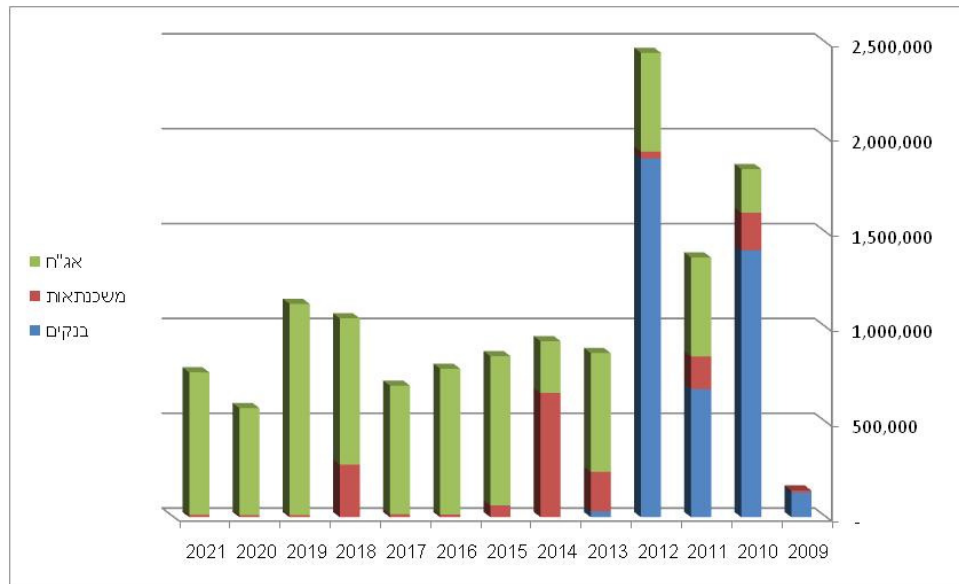
יכולת הסתמכות החברה על תזרים פרמננטי מדידינדים, המתקבלים מהחזקותיה בחברות השונות, בשילוב עם התזרים הפרמננטי מפעילותה העצמאית, יקלו על החברה להתמודד עם החזרים אלו. צמצום בהיקף הדיבידנדים המתקבלים במהלך שנת 2010 ושנת 2011, צפוי להרע מעט את יחסי הכיסוי הנוכחיים של החברה, אולם, להערכת מידרוג, אין מדובר בהרעה משמעותית.

החברה נמצאת בהליכי הארכה של מסגרותיה הבנקאיות, אשר מועד פירעוןן במחצית השנייה של שנת 2010. להערכת מידרוג לא חל שינוי מהותי בהיקף נכסיה הלא משועבדים של החברה ואף חלה עלייה ביכולת המינף על החזקותיה השונות, לאור עליית שווי המניות המוחזקות. גמישותה הפיננסית של החברה נותרה דומה בהיקפה וביכולתה בהשוואה לדו"ח הדירוג הקודם. גיוס אגרות החוב, עתיד לשפר את גמישותה הפיננסית של החברה, לאור ייעודו של הגיוס לטובת צמצום ניצול מסגרות האשראי הקיימות.

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2008	Q1-3 2009	יחסי כיסוי עיקריים - אלפי ₪
317,705	360,347	383,623	404,333	354,236	הכנסות מדיבידנד מחברות בת וריבית מניירות ערך אחרים
22,458	76,639	-	-	-	דיבידנד מיוחד
8,874	47,984	77,713	123,726	137,263	הכנסות מנכסים בבעלות ישירה
-49,013	-64,571	-80,928	-85,426	-79,733	הוצאות הנהלה וכלליות
-125,675	-188,555	-232,531	-279,976	-219,529	הוצאות מימון
-17,189	-17,927	-26,612	-15,058	-1,557	מס
157,160	213,917	121,265	147,599	190,680	תזרים תפעולי שוטף ללא חד פעמי
		-152,145	-15,414	-121	הוצאות חד פעמיות ויישום תקני חשבונאות חדשים
יחסי כיסוי					
2.00	1.92	1.47	1.45	1.64	יחס כיסוי תפעולי *
10.1	11.9	20.6	28.3	24.6	חוב לתזרים לפני מימון
7.9	9.1	16.8	24.4	21.4	חוב נטו לתזרים לפני מימון
19.2	23.4	64.5	84.9	53.2	חוב ברוטו לתזרים לאחר מימון ומס
15.1	17.9	52.7	73.2	46.3	חוב נטו לתזרים לאחר מימון ומס

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

פירוט לוח הפירעונות החל על גזית גלוב (סולו) במיליוני ₪:



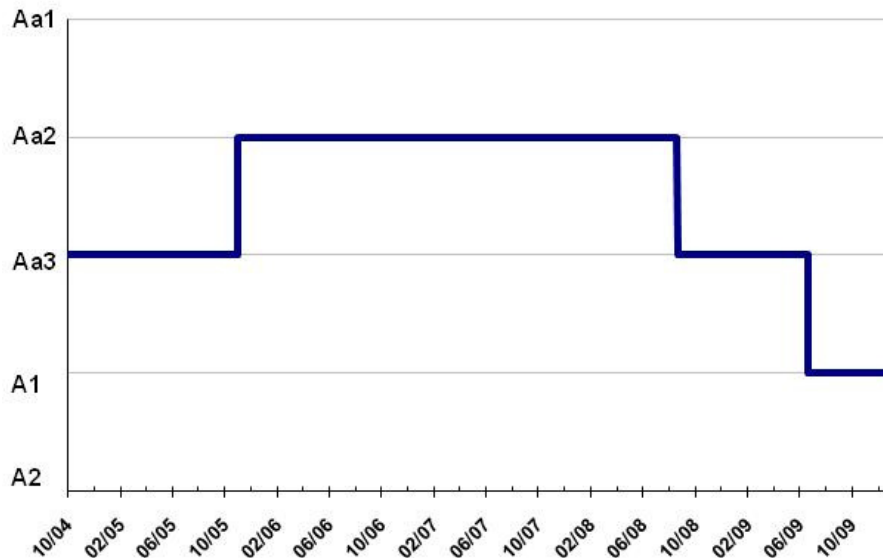
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- ירידה ברמת המינוף הכוללת של החברה (סולו) והחברות המוחזקות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג :

- הרעה משמעותית נוספת ביחסי האיתנות של החברה ו/או החברות המוחזקות
- פגיעה מהותית בתוצאות התפעוליות של החברות המוחזקות ובאיתנותן הפיננסית
- פגיעה מהותית בתזרימי החברות המוחזקות ויחסי הכיסוי של החברה
- פגיעה נוספת בנזילותה ובגמישותה של החברה
- ירידה בדירוג של חברות מוחזקות
- חלוקת דיבידנדים אגרסיבית



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 Citycon, גזית אירופה והחזקה משותפת ב- ATR) וישראל (באמצעות החזקה בחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) 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- 63.71%. 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

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 ושווי 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)

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	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.
	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.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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. 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.