

גזית גלוב בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | דצמבר 2019

אנשי קשר:

אורית תשובה

ראש צוות, מעריכת דירוג ראשית
Orit.teshuva@midroog.co.il

רן גולדשטיין

סמנכ"ל, ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

גזית גלוב בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מותירה על כנו את הדירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרות ד', יא-יג') שהנפיקה גזית גלוב בע"מ (להלן: "החברה"). אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג קובעת דירוג זה לאגרות חוב שתנפיק החברה בסך של עד 400 מיליון ש"ח ערך נקוב באמצעות סדרה חדשה (סדרה יד'). בנוסף מידרוג מותירה על כנו את דירוג זמן קצר P-1.il לנייר ערך מסחרי שהנפיקה החברה בסך של עד 250 מיליון ש"ח ע.ג.

אגרות החוב במחזור המדורגות על ידי מידרוג:

מועד פירעון סופי	אופק דירוג	דירוג	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
31.03.2021	יציב	Aa3.il	1260397	ד'
30.09.2024	יציב	Aa3.il	1260546	יא'
30.06.2027	יציב	Aa3.il	1260603	יב'
30.06.2028	יציב	Aa3.il	1260652	יג'
-	-	P-1.il	1260686	נייר ערך מסחרי- סדרה 1

שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב עם היקף נכסים ופיזור גאוגרפי הבולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג, המשפיע לחיוב על הפרופיל העסקי של החברה. כמו כן, מרבית הפעילות מתקיימת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה כגון ארה"ב, קנדה, נורבגיה, פינלנד, שוודיה וישראל.
- פעילות החברה בברזיל משפיעה לשלילה על סביבת הפעילות החברה, לאור סביבת פעילות המאופיינת בתנאים מאקר כלכליים חלשים לרבות שיעור אבטלה ושיעור צמיחה. חלקה היחסי של הפעילות בברזיל עלה בתקופת הדוח, בעיקר לאור מימוש הפעילות בקנדה. תרחיש הבסיס מניח כי לאורך זמן, ועם שימוש בתמורה להגדלת היקף הפעילות באזורים אחרים בהם פועלת החברה, כמו ארה"ב וקנדה, חלקה של הפעילות בברזיל יתמתן.
- פעילות החברה בתחום מרכזי הקניות חשופה לשינויים בענף, ובפרט למגמות השונות בתחום הרכישה המקוונת. סיכון זה מתמתן לאור התמקדות החברה בנכסים אשר מאופיינים כמרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים המשרתים צרכים יומיים בסיסיים של קהל היעד ומציגים שיעורי תפוסות גבוהים לאורך זמן. בנוסף לכך, החברה דיווחה על אסטרטגיית השקעה בנכסים מניבים או המיועדים להנבה בשימושים מעורבים לרבות מסחר, משרדים ומגורים תוך התמקדות באזורים אורבאניים צפופי אוכלוסין בערים מרכזיות אשר בטווח הארוך עשויה למתן את החשיפה לתחום המסחר.
- גמישות ונזילות הבולטות לחיוב ביחס לרמת הדירוג לאור יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן וקווי אשראי בהיקף משמעותי, וגמישות בולטת לחיוב לאור נכסים לא משועבדים בהיקף של כ- 7.8 מיליארד ש"ח ושיעור LTV נמוך של כ- 34% על הנכסים המובטחים.
- שיפור ביחסי המינוף לאורך זמן, נכון ל- 30.09.2019 החוב נטו ל- CAP נטו הינו כ- 54% (בדוח הסולו המורחב של החברה¹), יחס ההולם לרמת הדירוג. ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, יחס המינוף, חוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 54%-58%, יחסים אשר אינם בולטים לחיוב ביחס לדירוג.

¹ ניתוח ברמת הסולו המורחב לוקח בחשבון את החברות בנות Citycon Oyj (להלן: "CTY"), Atrium European Real Estate Limited ("להלן: "ATR"), לפי שיטת השווי המאזני

- נדגיש כי תרחיש הבסיס אינו מניח רכישה של המיעוט באטריום, ככל שיהיה מתווה חדש לעסקה, מתווה זה והשפעתו על הדירוג, יבחן ע"י מידרוג.
- דירוג החברה בפועל Aa3.il, הינו גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A1.il וזאת לאור היותה של החברה בולטת ביחס לחברות בקבוצת השוואה בהיקפים, פיזור ונזילות. בנוסף, לצד יחסים פיננסיים מעט חלשים, נראה לאורך זמן יישום של אסטרטגיה לשיפור ביחסי המינוף והכיסוי.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון, בין היתר, שמירה על הפרמטרים התפעוליים ועל מיצוב נכסי הנדל"ן בקבוצה. כמו כן, הדירוג לוקח בחשבון יציבות בנתונים הפיננסיים של החברות המוחזקות של החברה ושמירה על פרופיל עסקי גבוה בשווקי הפעילות ויציבות בתזרים השוטף הנובע מתקבולי דיבידנד מהחברות הבנות הציבוריות. תרחיש הבסיס מניח שמירה על היקף השקעה זהה בפעילות בברזיל בטווח התחזית ואף ירידה בהשקעה בברזיל לאורך זמן עם גידול בהשקעה בצפון אמריקה וישראל. תרחיש הבסיס מניח, בין היתר, המשך השקעה בנכסים בפיתוח בישראל ורכישת נכסים בארה"ב ובקנדה בהיקף של כ- 200 מ' דולר בשנה, חלוקת דיבידנד בהיקף של כ- 320 מ' בשנה, השקעה בנכסים בייזום, גיוס מסגרת אשראי בהיקף של כמיליארד ש"ח, גיוסים ופירעונות שוטפים של אג"ח ותזרים מפעילות שוטפת. תרחיש הבסיס אינו מניח רכישה של המיעוט באטריום, ככל שיהיה מתווה חדש לעסקה, מתווה זה והשפעתו על הדירוג, יבחן ע"י מידרוג. תרחיש הבסיס בוחן גם שינויים בשערי המטבעות העיקריים בהם פועלת החברה ואת השחיקה האפשרית בהון העצמי כתוצאה מכך. נציין כי ברבעון האחרון קטן ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות בחברה בכ- 480 מ' ש"ח כתוצאה משינויים בשערי החליפין, זאת על אף מדיניות הגידור של החברה. תרחיש הבסיס של מידרוג מניח שיחס החוב נטו ל-CAP נטו ברמת סולו מורחב צפוי לנוע בטווח של 54%-58% בטווח הבינוני, ויחסי כיסוי חוב נטו ל- FFO הנע בטווח של 25-30 שנים, יחסים איטיים ביחס לדירוג.

אופק הדירוג

אופק הדירוג נותר יציב לאור הנחת תרחיש הבסיס לשמירה על הפרמטרים התפעוליים ועל מיצוב נכסי הנדל"ן בקבוצה, וכי צפויה יציבות ביחסים הפיננסיים של החברה ובפעילותה. בנוסף לכך, המשך פעילות החברה בהתאם לאסטרטגיה המוצהרת לטיוב תיק הנכסים, גידול בחלקו של הנדל"ן התפעולי מתוך תיק הנכסים באופן המקרב את החברה לתזרים מהנכסים, תוך הורדת מינוף לאורך זמן. כמו כן, צפויה יציבות בפעילות החברות הבנות.

גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה ברמת המינוף הכוללת של החברה בדגש על רמת הסולו המורחב
- שיפור בתזרים השוטף ביחס לדיבידנד שמחלקת החברה
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- גידול בחלק מתוך תיק הנכסים המיוחס לנדל"ן תפעולי באופן המקרב את החברה לתזרים מהנכסים

גורמים אשר יכולים להורדת הדירוג:

- הרעה בנזילות ובגמישות הפיננסית
- שחיקה ביחסי האיתנות ויחסי הכיסוי של החברה (סולו ומאוחד)
- פגיעה מהותית במיצוב הפיננסי של החברות המוחזקות והתזרימים אשר יפגעו ביחסי הכיסוי של החברה

גזית גלוב בע"מ - נתונים עיקריים, סולו מורחב באלפי ש"ח

31.12.2016	31.12.2017	31.12.2018	30.09.2018	30.09.2019	
24,417,682	25,183,451	24,085,610	22,896,576	19,917,132	סך מאזן
15,054,282	13,814,800	13,537,300	12,760,100	11,020,900	חוב פיננסי
14,424,400	13,118,100	11,775,200	11,344,700	9,823,000	חוב פיננסי נטו
64%	57%	56%	56%	54%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
237,248	357,479	495,756		560,169	FFO LTM
46	39	27	-	22	חוב פיננסי נטו / FFO LTM

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

סביבת הפעילות

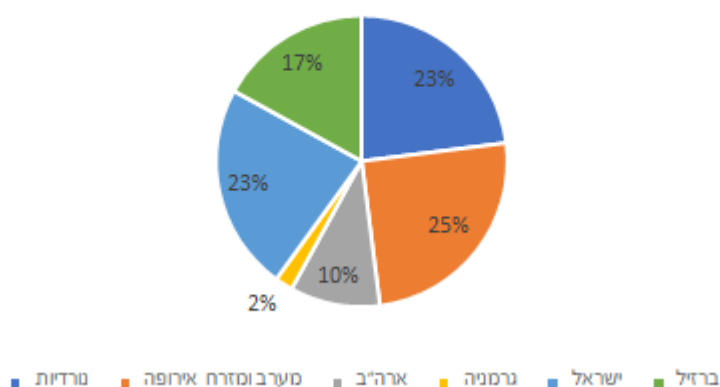
סביבת פעילות ממוזנת. פעילות החברה מפוזרת ברובה במדינות בעלות כלכלה יציבה אך, מוגד, פעילות החברה בברזיל משפיע לשלילה על סביבת הפעילות

מרבית פעילות החברה מרוכזת בכלכלות יציבות בעלות דירוג אשראי גבוה, ביניהן: ארה"ב, קנדה, נורבגיה, פינלנד, שוודיה, ישראל, פולין וצ'כיה. מדינות אלה מאופיינות ביציבות כלכלית באופן התומך בפרופיל הסיכון. יצוין, כי על פי מידע שנמסר מהחברה, ובהתאם לאסטרטגיה שלה, כ- 75% מפורטפוליו הנכסים של גזית ממוקם באזורים אורבאניים, הנהנים, בין היתר, ממגמות דמוגרפיות של צמיחת אוכלוסייה, וגידול בהכנסות משקי בית. כך לדוגמה, פעילות החברה בפולין ובצ'כיה, באמצעות אטריום, מתמקדת בוורשה ובפראג ובפרט ברחובות מרכזיים בערים אלה. בהתאם לאסטרטגיה לטיוב תיק הנכסים, במהלך הרבעון האחרון מכרה אטריום נכסים שמיקומם אינו תואם לאסטרטגיה זו, בהיקף של כ- 300 מ' אירו. נציין כי במהלך חודש אוקטובר 2019 דיווחה החברה על הצעת רכש לרכישת המיעוט באטריום, הצעה אשר לא התקבלה ע"י בעלי המניות. תרחיש הבסיס של מידרוג אינו מניח כרגע הצעת רכש נוספת או שינוי משמעותי באחזקה באטריום. יחד עם זאת, נציין כי ככל ויהיה מתווה חדש לעסקה מידרוג תשוב ותבחן את פרטי העסקה והשפעתה האפשרית על הדירוג. נציין כי רכישת המיעוט באטריום הינה בהתאם לאסטרטגיית החברה למימוש אחזקות ציבוריות ומעבר לאחזקה בנכסים באופן ישיר ובשיעור אחזקה גבוהים.

לצד זאת, פעילות החברה בברזיל משפיעה לשלילה על סביבת הפעילות, נכון ל-30.09.2019, השקעות החברה בברזיל מסתכמות לכ- 17% מהשווי (ערך בספרים). נציין ששיעור החשיפה לברזיל עלה בעיקר לאור מכירה משמעותית של אחזקה במניות FCR. לאור זאת, חל גידול בחלקן היחסי של יתר ההשקעות. יחד עם זאת, אנו צופים כי חשיפה זו תתמתן עם שימוש התמורה והשקעה בנכסים ביתר אזורי הפעילות של החברה. פעילות החברה בברזיל הינה בעיר סאו פאולו וכוללת השקעה בשמונה נכסים בשטח כולל של 179 אלפי מ"ר. ברזיל מדורגת בדירוג Ba2 ע"י MOODY'S. נכון לחציון השני לשנת 2019, שיעור האבטלה בברזיל, עומד על כ-11.9%, עם שיעור צמיחה של כ-1.1% בשנת 2018 (בשנים 2016 ו-2015 שיעור הצמיחה בברזיל הינו שלילי) להערכת מידרוג, סביבת פעילות זו משפיעה לשלילה על פרופיל הסיכון של החברה בשל חשיפה לתנאים מאקרו כלכליים חלשים אשר יש בהם כדי להשפיע על החברה

בעתות משבר. נדגיש כי דירוג החברה מניח כי פעילות החברה בברזיל לא תתרחב מעבר להיקף ההשקעה הנוכחי. נציין כי בשנה האחרונה עלו השקעות החברה הן בישראל והן בארה"ב בין היתר, לאור רכישת נכסים, אך בנוסף, לאור מכירת האחזקה ב-FCR, עלה חלקם היחסי של יתר ההשקעות כך שיעור ההשקעה בברזיל עלה ל- 17% מסך שווי השקעות החברה לעומת כ- 13% בתקופה המקבילה אשתקד. בתרשים מטה, ניתן לראות את התפלגות השקעות החברה (ערך בספרים) נכון ל-30.09.2019 על פי אזורי הפעילות.

התפלגות שווי (ערך בספרים השקעות החברה, חתך גאוגרפי),
30.09.2019



פרופיל עסקי

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

היקפי פעילות החברה בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג ומשפיעים לחיוב על הפרופיל העסקי. בחינת הפיזור העסקי, כוללת את הפיזור הגיאוגרפי, הנכסי ובפיזור השוכרים של החברה. כך, לחברה כ-90 נכסים מניבים המרוכזים בארה"ב, מרכז ומזרח אירופה, ברזיל וישראל, עם פיזור שוכרים בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג. מצבת נכסים זו יוצרת NOI המסתכם בכמיליארד ש"ח, ברמת הדוחות המאוחדים, נכון לרבעון 3, 2019. מצבת הנכסים מאופיינת בפיזור נכסי גבוה ושיעורי תפוסה גבוהים. האמור, תורם ליכולת החברה להמשיך ולייצר תזרים משמעותי איכותי לשירות החוב. פעילות החברה בתחום מרכזי הקניות חשופה לשינויים בענף, ובפרט למגמות השונות בתחום הרכישה המקוונת. סיכון זה מתמתן לאור מצבת הנכסים מוטה למרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, אשר פונים לצרכים בסיסיים של קהל היעד ולפיכך, להערכת מידרוג, עשויים להיות עמידים יותר בעתות משבר. בנוסף לכך, החברה דיווחה על אסטרטגיית השקעה בנכסים מניבים או המיועדים להנבה בשימושים מעורבים לרבות מסחר, משרדים ומגורים תוך התמקדות באזורים אורבאניים צפופי אוכלוסין בערים מרכזיות אשר בטווח הארוך עשויה למתן את החשיפה לתחום המסחר. כמו כן, החברה פועלת להגדלת היקף פעילותה על ידי הגדלת נכסים קיימים וטיובם תוך יצירת ערך נוסף ורכישת נכסים חדשים. כך, במהלך השנה האחרונה רכשה החברה נכס בסביון ושני נכסים ברחוב דיזינגוף בתל אביב, בהיקף השקעה כולל של 226 מיליון ש"ח. בנוסף במהלך השנה הסתיים ייזום הנכס כוכב הצפון בתל אביב אשר נפתח במהלך הרבעון הרביעי בשנת 2019. כמו כן, החברה מבצעת הרחבה של מתחם ג'י סיטי בראשון לציון אשר אמור להיפתח בתחילת 2020 ונמצאת בעיצומו של ייזום בנין משרדים בכפר סבא עם קומת מסחר בשטח של 8,000 מ"ר. בנוסף, לחברה שני פרויקטים גדולים בשלבי תכנון: במתחם ג'י סיטי בראשון לציון החברה מתכננת להקים בנין משרדים בשטח של 60 א' מ"ר כאשר בהתאם להערכות החברה, הבניה תחל בעוד כשנה, ועוד הרחבה של הנכס ג'י כפר סבא. במהלך השנה החברה רכשה מספר נכסים בבוסטון ארה"ב ונכס בפילדלפיה בהיקף השקעה כולל של 160 מ' דולר. במהלך

חודש נובמבר החברה דיווחה על הקמת שיתוף פעולה עם מר דורי סגל לרכישת נכסים בקנדה, כאשר החברה תחזיק ב- 60% בשותפות. נציין כי, ההשקעות בקנדה יהוו חלק מאסטרטגיית החברה, להשקעה בהיקף של כ- 200 מ' דולר בשנה, בצפון אמריקה תוך התמקדות בערים מרכזיות. ובמהלך החודש האחרון דיווחה החברה על רכישת נכס בטורנטו בהיקף השקעה כ- 250 מ' דולר קנדי. החברה מחזיקה בנכסים בישראל, ברזיל, וארה"ב באופן ישיר בבעלות מלאה במרבית הנכסים. פעילות החברה במדינות הנורדיות מבוצעת באמצעות חברת CTY (שיעור האחזקה בחברה הינו- 48.6%), החברה הינה בעלת להשליטה בחברת CTY, דירוג CTY ירד בשנה האחרונה והחברה מדורגת Baa3 באופק יציב, ע"י MOODY'S לצד זה נציין כי בהתאם דוח הדירוג, מדובר באחת החברות המובילות בסביבת הפעילות עם היקף נכסים משמעותי וגמישות ונזילות טובה. פעילות החברה במזרח אירופה הינה באמצעות חברת ATR המדורגת Baa3 בבחינת דירוג לאור דיווחי החברה על כוונתה לרכישת המיעוט באטריום, טרם כניסת החברה לבחינה היה הדירוג באופק חיובי (שיעור אחזקה של 60.1%). החברות המוחזקות מאופיינות בפרמטרים פיננסיים טובים ויציבים לאורך זמן עם שיעורי תפוסה גבוהים. בנוסף, לאור זאת, החזקות אלה מקנות לחברה גמישות פיננסית ותפעולית ביחס לחברות מדורגות אחרות. להלן נתונים עיקריים של חברות הבנות בקבוצה:

אלפי אירו, 30/06/2019	CTY	ATR
שיעור החזקה	46.50%	60.10%
נדל"ן להשקעה	4,149,800	2,807,982
נדל"ן להשקעה בפיתוח	-	257,984
חוב פיננסי	2,168,500	1,298,378
יתרות נזילות	565,420	216,428
הון עצמי וזכויות מיעוט	2,058,300	1,786,285
סך מאזן	4,612,100	3,351,623
NOI LTM	216,300	170,506
שיעור תפוסה בנכסים	95.6%	95.2%
FFO LTM*	103,500	109,705
חוב ל- CAP	48%	42%
חוב ל- FFO	21	12

* המדדים המוצגים בטבלה הינם לאחר התאמות מידרוג, ולא בהכרח זהים לאלה המוצגים על ידי החברה או החברות הבנות

פרופיל פיננסי

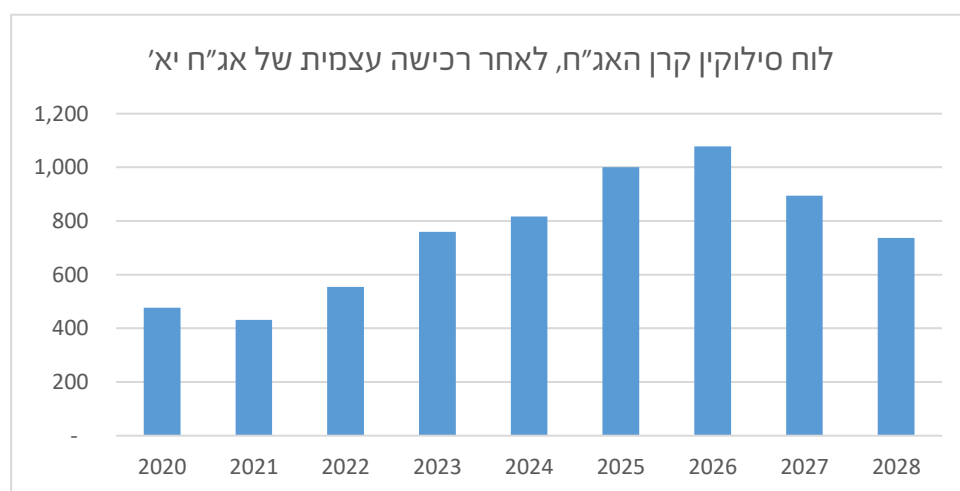
יחסי מינוף וכיסוי הנמצאים במגמת ירידה לאורך זמן אם כי יחסי הכיסוי עדיין איטיים ביחס לדירוג, לצד היקף FFO הבולט לחיוב ביחס לדירוג

היחסים הפיננסיים של החברה נבחנים ע"י מידרוג הן במאחד והן בסולו המורחב עם דגש עם הניתוח בדוחות הסולו המורחב. מינוף החברה בדוחות הסולו המורחבים נמצא במגמת שיפור מתמשכת החל משנת 2016, בהתאם לאסטרטגיית החברה. נכון ליום ה- 30.09.2019 יחס החוב נטו ל- CAP נטו הינו כ- 54%. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, המניח, בין היתר, המשך השקעה בנכסים בפיתוח בישראל ורכישת נכסים בארה"ב ובקנדה בהיקף של כ- 200 מ' דולר בשנה, חלוקת דיבידנד בהיקף של כ- 320 מ' בשנה, השקעה בנכסים בייזום, גיוס מסגרת אשראי בהיקף של כמיליארד ש"ח, גיוסים ופירעונות שוטפים של אג"ח ותזרים מפעילות שוטפת, יחס החוב נטו ל- CAP נטו צפוי לנוע בטווח של 54%-58%, יחסים אשר אינם בולטים לחיוב ביחס לרמת הדירוג. ברמת הדוחות המאוחדים מינוף החברה הינו יציב עם שחיקה מסוימת בשנים האחרונות, נכון ל- 30.09.2019 יחס החוב נטו ל- CAP נטו בהתאם לדוחות המאוחדים הינו 57% ובהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג צפוי להישמר ברמתו הנוכחית. היקף ה- FFO של החברה בולט לחיוב ביחס לרמת הדירוג, בהתאם לתרחיש הבסיס, ובניתוח הסולו המורחב, צפוי לנוע בטווח של כ- 400-550 מ' ש"ח. יחסי הכיסוי

עדיין איטיים ביחס לדירוג, נכון ל-30.09.2019, בהתאם לדוח הסולו המורחב, יחסי הכיסוי ל-12 חודשים האחרונים הם כ-22 שנים ובהתאם לתרחיש הבסיס צפויים לנוע בטווח של 25-30 שנים, יחסים איטיים ביחס לדירוג.

נזילות וגמישות הבולטת לחיוב ביחס לדירוג לאור גמישות מנכסים לא משועבדים, ויתרות נזילות משמעותיות ביחס להיקף האג"ח זאת בנוסף למסגרות אשראי שהחברה מחזיקה לאורך זמן

נכון ליום ה-30.09.2019, לחברה יתרות נזילות משמעותיות בהיקף של כ-1.2 מיליארד ש"ח בדוח הסולו המורחב, בעיקר לאור מימוש של מרבית אחזקות החברה ב-FCR בתמורה כוללת של 3.2 מ' ש"ח. תמורת המימוש שימשה בין היתר, לרכישה עצמית של 5.6 מ' מניות של החברה בהיקף של 158 מ' ש"ח. נציין כי, במהלך השנה החברה רכשה אג"ח סדרה ד' בהיקף של כ-897 מ' ש"ח ועוד כ-57 מ' ש"ח של אג"ח יא'. תמורת המימוש צפויה הייתה לשמש בחלקה לרכישת המיעוט באטריום, אשר נכון למועד הדוח אינה צפויה להתרחש במתווה עליו דיווחה החברה בחודש אוקטובר 2019. במהלך שנת 2019 החברה פרעה קרן אג"ח בהיקף כולל של כ-2,150 מ' ש"ח (כולל רכישה עצמית, בחודש נובמבר החברה רכשה אג"ח יא' בהיקף של 1.2 מיליארד ש"ח) ובשנת 2019 עליה לפרוע קרן נוספת מסדרה יא' בהיקף של כ-212 מ' ש"ח ושנת 2020 ו-2021 על החברה לפרוע קרן בהיקף של כ-460 ו-431 מ' ש"ח, בהתאמה. להערכת מידרוג, מקורות החברה הולמים ביחס לצרכי שירות החוב, ביניהם, נזילות משמעותית ותזרים שוטף מהנכסים ומדיבידנדים מחברות המוחזקות. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית בולטת לחיוב לרמת הדירוג, בעיקר לאור שיעור LTV בנכסים המשועבדים של כ-34% נכון ל-30.06.2019 לצד היקף נכסים לא משועבדים בהיקף של כ-7.8 מיליארד ש"ח (כולל מניות לא משועבדות של החברות הבנות). לאור יתרות נזילות בולטות לחיוב שהחברה מחזיקה לאורך זמן ומסגרות אשראי בהיקף של כ-1.6 מיליארד ש"ח בסמוך למועד הדוח, לחברה יחס נזילות הבולט לחיוב, ביחס לפירעון החוב הלא מובטח לשנתיים מייצגות. לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה את גמישות ונזילות החברה כבולטות לחיוב ביחס לרמת הדירוג. להלן לוח הסילוקין של קרן האג"ח מעודכן לאחר רכישה עצמית של אג"ח יא' שבוצעה בחודש נובמבר 2019:



שיקולים נוספים

דירוג החברה בפועל Aa3.il, הינו גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A1.il וזאת לאור היותה של החברה בולטת ביחס לחברות בקבוצת השוואה בהיקפים, פיזור ונזילות. לצד יחסים פיננסיים מעט חלשים נראה לאורך זמן יישום של אסטרטגיה לשיפור ביחסי המינוף והכיסוי.

דירוג נייר ערך מסחרי

דירוג לזמן קצר מבוסס על דירוג המנפיק של החברה, Aa3.il באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות כולל, בין היתר ניתוח תזרים מפעילות שוטפת, תזרים מפעילות מימון (לרבות נטילת מימון מחדש), צרכי השקעה ודיבידנדים של החברה, ועוד. כל אלה מעידים על רמת נזילות החברה ועל יכולתה לפרוע את התחייבויותיה השוטפות כפי שיורחב בהמשך.

נכון למועד הדוח, לחברה סדרה אחת מונפקת של ניירות ערך מסחריים (להלן: "סדרה 1") בהיקף של 250 מיליון ש"ח ע.ג. אשר עומד לפירעון בתום 90 יום ממועד הנפקתו (05.08.2018) עם אופציה הקיימת לחדשם למשך 20 תקופות נוספות בנות 90 יום ועד יולי, 2023. תנאי סדרה 1 מאפשרים למשקיעים לבקש פדיון בכל עת, בהתראה מוקדמת של 7 ימי עסקים.

החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על אמצעים נזילים לרבות מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ.

גורמים אשר יכולים להוביל להורדת דירוג נייר ערך מסחרי:

- שחיקה בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית, לרבות אם נערך כי אין ביכולת החברה לעמוד בהצהרתה בפני מידרוג לשמירת אמצעים נזילים לרבות מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות
- ירידה בדירוג זמן ארוך ומנפיק של החברה מעבר לרמת הדירוג התואמת את דירוג הנע"מ
- סטייה מהותית בביצועי החברה ו/או בעיתוי תזרימי מזומנים מעבר לתרחישי הרגישות שבוצעו ע"י מידרוג
- צרכי השקעה מהותיים נוספים ו/או הוצאות תזרימיות מהותיות אחרות, מעבר לאלו שהוערכו על ידי החברה

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

ניתוח הנזילות של החברה

בניתוח הנזילות של החברה נבחנו, בין היתר, הפרמטרים הבאים (לתקופה של 4 רבעונים): יתרות מזומנים, תזרים המזומנים מהפעילות השוטפת של החברה, וכן השקעות, מימון ודיבידנדים צפויים כמפורט להלן. במסגרת ניתוח הנזילות של החברה, מידרוג ערכה תרחישי רגישות לגבי גובה ו/או עיתוי תקבולים ותשלומים. כך גם, ניתוח הנזילות התחשב בכך שהחברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על אמצעים נזילים לרבות מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות לצורך הנע"מ בלבד בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ המונפק בכל רגע נתון.

מקורות לתקופה

- נכון ליום 30.09.2019 לחברה אמצעים נזילים של כ- 1.2 מיליארד ₪, בתוך כך אנו מביאים בחשבון את הצהרת החברה בפני מידרוג לשמירה על אמצעים נזילים לרבות מסגרות אשראי פנויות וחתומות ו/או יתרות נזילות לטובת הנע"מ בהיקף שלא יפחת מיתרת הנע"מ לאורך כל תקופת הנע"מ
- תמורה ממימוש מניית של FCR בהיקף של כ- 780 מ' ש"ח
- גמישות ממסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ- 1.6 מיליארד ₪, בסמוך למועד הדוח וברמת הסולו המורחב
- הכנסות מדמי שכירות ודמי ניהול נכסים מניבים

- קבלת דיבידנדים מחברות מוחזקות

שימושים לתקופה

- הוצאות מימון תזרימיות, לרבות החזרי קרן הלוואות ואג"ח, הוצאות תפעול שוטפות, בהתאם לנתוני החברה
- השקעותיה הצפויות של החברה בתקופת הדירוג, בהתאם לתוכניות החברה לרבות השקעות בנכסים ובחברות כלולות
- חלוקת דיבידנד בהתאם למדיניות החברה

להערכת מידרוג, לתקופת דירוג נייר הערך המסחרי, לחברה עודף מקורות על שימושים אשר הולם את הדירוג.

מטריצת הדירוג, סולו מורחב *

תחזית מידרוג		ליום 30.09.2019		פרמטרים	קטגוריה
ניקוד	מדידה	ניקוד	מדידה		
A.il	---	A.il	---	תחום פעילות וסביבה כלכלית	סביבת הפעילות
Aaa.il	21	Aaa.il	21	סך מאזן (מיליארד ש"ח)	פרופיל עסקי
Aa.il	---	Aa.il	---	איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים	
Aa.il-A.il	54%-58%	Aa.il	54%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו	פרופיל פיננסי
Aa.il	400-550	Aa.il	560	היקף FFO LTM (מש"ח)	
-A.il Baa.il	30-25	A.il	22	חוב פיננסי נטו / FFO LTM	
A.il	36%	A.il	36%	שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן	
Aa.il	34%	Aa.il	34%	חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה	
Aaa.il	370%-240%	Aaa.il	500%	יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות	
A1.il					סה"כ דירוג נגזר
Aa3.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

גזית גלוב עוסקת, במישרין ובאמצעות חברות בנות ציבוריות ופרטיות, ברכישה, השבחה, פיתוח וניהול של נכסים מניבים בארה"ב (באמצעות החזקה בחברות Regency Center וחברת Gazit Horizons), קנדה (באמצעות החזקה בחברת First Capital Realty), אירופה (בעיקר באמצעות החזקה בחברת Citycon, והחזקה ב-Atrium European Real Estate Limited), ישראל (באמצעות החזקה בחברת ג'י ישראל מרכזים מסחריים בע"מ) וברזיל. הקבוצה מתמקדת בהשקעה בנכסים מניבים או המיועדים להנבה לשימושים מעורבים - לרבות מסחר, משרדים ומגורים באזורים אורבאניים צפופי אוכלוסין בערים מרכזיות בעלת השליטה בגזית גלוב הינה נורסטאר החזקות אינק., אשר בעל השליטה בה הינו ה"ה חיים כצמן. מניות החברה נסחרות בבורסה בת"א, וב-NYSE

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[גזית גלוב בע"מ - דוחות קשורים](#)

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

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[דירוג זמן קצר של ניירות ערך מסחריים - דוח מתודולוגי, יולי 2015](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

מידע כללי

29.12.2019	תאריך דוח הדירוג:
29.08.2019	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 קיימים²

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	

² 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 וכאלה 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 ביועץ 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>