

## ביג מרכזי קניות בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | דצמבר 2021

### אנשי קשר:

**סיגל יששכר, סמנכ"ל**

ראש תחום נדל"ן, מעריכת דירוג ראשית

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

**אורית תשובה**

ראש צוות, מעריכת דרוג משנית

[orit.teshuva@midroog.co.il](mailto:orit.teshuva@midroog.co.il)

## ביג מרכזי קניות בע"מ

|                  |        |                                       |
|------------------|--------|---------------------------------------|
| אופק דירוג: יציב | Aa3.il | דירוג מנפיק                           |
| אופק דירוג: יציב | Aa3.il | דירוג סדרות ה', ז', ט', י"ב, ט"ו, י"ח |
| אופק דירוג: יציב | Aa2.il | דירוג סדרות ו', ח', י'                |
| ---              | P-1.il | דירוג ז"ק לניירות ערך מסחריים         |

מידרוג מותירה על כנו דירוג מנפיק Aa3.il לביג מרכזי קניות בע"מ (להלן - "ביג" או "החברה") וכן מאשרת דירוג Aa3.il לאגרות חוב (סדרות ה', ז', ט', י"ב, ט"ו, י"ח) שהנפיקה החברה. כמו כן מידרוג מותירה על כנו דירוג Aa2.il לאגרות חוב מובטחות בשעבוד על נכסים (סדרות ו', ח') שהנפיקה החברה. אופק דירוג יציב. מידרוג מוציאה מבחינה עם השלכות חיוביות את דירוג אגרות חוב סדרה י' שהנפיקה החברה, ומעלה את הדירוג מ-Aa3.il ל-Aa2.il באופק יציב העלאת דירוג אגרות החוב סדרה י' הינה לאור מתן הטבה דירוגית בגין שעבוד זכויות על הלוואה בכירה המובטחת בנכסי המרכז המסחרי הידוע בשם "Sparks".

מידרוג קובעת דירוג P-1.il לניירות ערך מסחריים (נע"מ) שבכוונת החברה להנפיק במסגרת סדרה פרטית נע"מ 1, באופן שסך הנע"מ במחזור לא יעלה על 200 מיליון ש"ח ערך נקוב. קרן הנע"מ ניתנת לקריאה לפירעון מידי בכל עת בהתראה מראש של 14 ימי עסקים והיום האחרון של תקופת הנע"מ הינו בתום 12 חודשים ממועד הנפקתה, תוך אפשרות לחידוש הנע"מ בכפוף להסכמת רוכשי הנע"מ לתקופה נוספת של 12 חודשים וסה"כ 4 תקופות בנות 12 חודשים שנותרו החל ממועד ההנפקה ועד לשנת 2026. דירוג הנע"מ נסמך על הצהרת החברה כי תחזיק ביתרות נזילות ו/או במסגרות אשראי חתומות בהיקף שלא יפחת מסכום הנע"מ וזאת על מנת לעמוד בדרישה לפירעון מידי של הנע"מ הפרטי בהתראה של 14 ימי עסקים בהתאם לתנאי הנע"מ.

### אגרות החוב וניירות ערך מסחריים שבמחזור המדורגות/ים על ידי מידרוג:

| סדרת אג"ח | מספר נייר ערך | דירוג  | אופק דירוג | מועד פירעון סופי |
|-----------|---------------|--------|------------|------------------|
| ה'        | 1129279       | Aa3.il | יציב       | 10/08/2022       |
| ו'        | 1132521       | Aa2.il | יציב       | 03/07/2023       |
| ז'        | 1136084       | Aa3.il | יציב       | 11/05/2025       |
| ח'        | 1138924       | Aa2.il | יציב       | 12/04/2026       |
| ט'        | 1141050       | Aa3.il | יציב       | 20/12/2026       |
| י'        | 1143023       | Aa2.il | יציב       | 31/12/2025       |
| י"ב       | 1156231       | Aa3.il | יציב       | 25/02/2028       |
| ט"ו       | 1162221       | Aa3.il | יציב       | 31/01/2030       |
| י"ח       | 1174226       | Aa3.il | יציב       | 30/03/2031       |
| נע"מ 1    | ---           | P-1.il | ---        | 21/02/2026       |

\*סדרות אג"ח ו', ז', ח', י' נושאות בטוחה בדרך של שעבוד על נכסים וזכויות בחברות בנות. לחברה סדרות אג"ח נוספות אשר אינן מדורגות ע"י מידרוג

## שיקולים עיקריים לדירוג

- פעילות החברה הינה בתחום הנדל"ן המניב הקמעונאי, בעיקר בתחום המרכזים המסחריים הפתוחים, כאשר מרבית הפעילות הינה בישראל (כ- 63% מה- NOI, בנטרול אפי נכסים). להערכת מידרוג, לאורך זמן תחום המניבים למסחר חשוף להשפעות המסחר המקוון על השוק הקמעונאי ולמגבלות אפשריות בשל התפרצויות נוספות של נגיף הקורונה. סיכון זה מתמתן בשל התמקדות החברה וניסיונה רב השנים בתחום המרכזים המסחריים הפתוחים, שהינו בעל מאפיינים דפנסיביים. טריטוריות הפעילות של החברה, עם חשיפה מהותית לסרביה ולרומניה באמצעות אפי נכסים בע"מ ("אפי נכסים", A2.il, שיעור אחזקה של 63.8%) מכבידות על הערכת סביבת הפעילות של החברה בשל סיכון הריבון המאפיין מדינות אלו, כאשר מנגד מאפייני השוק המסחרי במדינות אלו ממתנים זאת במידה מסוימת, בשל יחס שטח מסחר לנפש נמוך משמעותית מארה"ב, ומרווח גבוה יותר בין התשואה לעלות המימון.
- היקף הפעילות של החברה, בולט לחיוב עם סך מאזן של כ-14 מיליארד ₪ (כולל חלקה היחסי של החברה בנכסי חברות המוצגות על בסיס השווי המאזני ושוויה בספרים של אפי נכסים). הפיזור הנכסי והגיאוגרפי של נכסי החברה, לצד פיזור השוכרים, תורמים לפרופיל העסקי ולפיזור הסיכון.
- רכישת השליטה באפי נכסים בדרך של הנפקת הון מניות בהיקף של כ-1.7 מיליארד ₪ וללא מרכיב של חוב, הביאה לשיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה, גידול בהון העצמי, קיטון במינוף וגידול בפיזור הנכסי והגיאוגרפי כאשר עיקר פעילותה של אפי נכסים מתרכזת בענף המשרדים אשר מידרוג רואה כענף בעל סיכון נמוך יותר מענף המסחר. מנגד, החברה הגדילה את החשיפה למדינות בעלות פרופיל סיכון גבוה יחסית. גמישותה הפיננסית של החברה עדיין חלשה ביחס לדירוג, עם היקף נכסים לא משועבדים בסך של כ-6.3 מיליארד ₪ (כולל שחרור נכס משעבוד ומניות אפי נכסים שאינן משועבדות), אשר מהווים כ-39% מסך המאזן בתרחיש הבסיס.
- יחס המינוף של החברה, חוב נטו ל- CAP נטו הולם לרמת הדירוג, ותחת תרחיש הבסיס צפוי לעמוד על 54%-50%; יחס הכיסוי חוב פיננסי נטו ל- FFO צפוי לעמוד על 21-23 שנים, והינו איטי לרמת הדירוג. האמור הינו פועל יוצא של אסטרטגיית הצמיחה של החברה הכוללת גידול בחוב הפיננסי לצורך ייזום פרויקטים חדשים והנבה חלקית מנכסים אלה, אשר צפוי כי יושלמו בשנתיים הקרובות.
- דירוג אגרות החוב בפועל Aa3.il גבוה בדרגה אחת מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A1.il, וזאת לאור מובילות השוק של החברה בתחום המרכזים המסחריים הפתוחים בישראל המתבטאת, בין היתר, ביכולת החברה לשמר את רמת התפוסות ופעילות יציבה של המרכזים המסחריים. כמו כן מידרוג הביאה בחשבון לחיוב את מהלך החברה לרכישה בהון עצמי של מניות אפי נכסים, המצביע על מדיניות פיננסית השוקלת את טובת מחזיקי החוב.
- הדירוג לזמן קצר P-1.il מבוסס על הדירוג לזמן ארוך של החברה, Aa3.il באופק יציב, ועל ניתוח הנזילות שלה. ניתוח הנזילות מתבסס על פעילות החברה בישראל, על בסיס דוח "סולו מורחב" וכולל, בין היתר, את ניתוח פעילות החברה, המזומנים מפעילותה השוטפת, השקעות צפויות ועוד. להערכת מידרוג, לתקופה של שנת 2022 לחברה עודף מקורות על שימושים אשר הולם את רמת הדירוג. החברה הצהירה בפני מידרוג כי תשמור לאורך כל תקופת הנע"מ על מזומן ו/או מסגרות אשראי פנויות וחתומות בגובה שלא ייפחת בכל עת מיתרת הנע"מ בכל עת.

**תרחיש הבסיס של מידרוג** כולל את חלקה היחסי של החברה בנכסים, בהתחייבויות ובפעילות של חברות נכס המוצגות על בסיס דוחות מאוחדים אפקטיביים והצגתה של אפי נכסים בשווי מאזני על בסיס שווי בספרים. תרחישי רגישות של מידרוג כוללים אפשרות לפגיעה בתזרים החברה מנכסיה ובפעילות העסקית, לצד המשך השקעה בפרויקטים בפיתוח. עוד כולל תרחיש הבסיס הנבה של נכסים שהשלמתם צפויה בטווח הקצר (תחת תרחישי רגישות להיקף ההכנסות ולמועד התייצבות הנכסים בהקמה), המשך הפעילות השוטפת תוך תרחישי רגישות להיקף ההכנסות וחלוקות דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של כ-30% מה- FFO של החברה. אפי נכסים מאוחדת בדוחותיה הכספיים של ביג, ובהתאם להתאמות שביצעה מידרוג, נכללה אפי נכסים כאחזקת "קאזיני" לצורך

מדידת יחסי המינוף, יחסי הכיסוי והנזילות של ביג, לאור זאת שאפי נכסים הינה חברה ציבורית שאין לה יחסי גומלין מימוניים עם ביג, כאשר ביג אינה נשענת על תזרימי המזומנים מאפי נכסים, וזאת בהתחשב גם בדירוגה של אפי נכסים וברמת המינוף שלה, אשר מידרוג מעריכה כי הם ניטרליים לדירוג של ביג.

ביום 19.11.2020 דיווחה החברה על החלטה אסטרטגית למימוש כלל פעילות החברה בארה"ב. החברה חתמה על חוזים למכירה ו/או הושלמו עסקאות בהיקף נכסים (חלק החברה) של כ- 778 מיליון \$, הצפויים לייצר לחברה תזרים נטו של כ- 295 מיליון \$. מימושים אלה מביאים לקיטון ב- FFO מצד אחד, אך גם לקיטון בחוב הפיננסי. מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך לפעול למימוש נכסיה בארה"ב. מידרוג מעריכה כי המקורות ממימושים אלה הופנו ויופנו לצורך הרחבת הפעילות של החברה, בעיקר בישראל ובסרייה.

### שיקולים מבניים

לחברה 4 סדרות אג"ח המדורגות ע"י מידרוג אשר מובטחות בשעבוד על נכסים - סדרות ו', ז', ח' ו-י'. מידרוג בחנה את טיב הבטוחות לכל אחת מהסדרות בהתאם למתודולוגיית "שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי" (ספטמבר 2019). מידרוג בחנה את טיב הבטוחה ואת יחס ההשבה תחת תרחישי רגישות לכל אחת מהסדרות המובטחות. אג"ח סדרה ו' ואג"ח סדרה ח' מובטחות בשעבודים על נכסים מניבים בישראל ואג"ח סדרה י' מובטחת בשעבוד זכויות על הלוואות בעלים בכירה המובטחת בנכס מניב בארה"ב. ביחס לאג"ח סדרות ו', ח' ו-י', מידרוג מעריכה את מאפייני הנכסים כבטוחות באיכות "גבוהה". בנוסף, מידרוג בחנה תרחישי רגישות לשחיקה של 40% בתמורה נטו מהנכסים המשועבדים לגבי כל אחת מסדרות אג"ח ו', ח' ו-י', ביחס לשווי ההון ליום 30.09.2021 ובהתחשב במאפייני הנכסים. תחת תרחישי הרגישות יחס ההשבה לסדרות אג"ח ו', ח' ו-י' עולה על 70%. בהתאם לכך מידרוג העניקה לאג"ח מסדרות ו', ח' ו-י' הטבה דירוגית בגובה נוטש אחד מעבר לדירוג המנפיק והחוב הבכיר שאינו מובטח. מידרוג לא העניקה הטבה דירוגית לאג"ח מסדרה ז' מאחר והן נסמכות על הערך השיווי של הפעילות והנכסים בארה"ב ולהערכת מידרוג שווי הבטוחה רגיש יותר לשינויים ועל כן לא הוערך על ידינו באיכות "גבוהה".

### אופק הדירוג

אופק הדירוג נותר יציב בטווח התחזית זאת לאור הערכת מידרוג לשמירה על ביצועים תפעוליים בנכסים ויציבות בפרמטרים הפיננסיים של החברה.

#### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית, חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו, לשיעור נמוך מתרחיש הבסיס, בטווח של 45%-50%
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי של החברה, חוב ל- FFO, שיעמוד בטווח של 12-18
- גידול משמעותי בהיקף הנכסים שאינם משועבדים ביחס לסך המאזן

#### גורמים אשר יכולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה בשיעורי התפוסה והדרדרות מצבת הנכסים המניבים
- הרעה מהותית ומתמשכת בסיכון האשראי של אפי נכסים
- גידול מהותי ברמת המינוף של החברה והרעה ביחסי הכיסוי
- הדירוג לז"ק P-1.il יכול לרדת ככל שירד דירוג המנפיק של החברה ו/או ככל שהחברה לא תעמוד בהצהרתה לשמור בכל עת יתרות נזילות ו/או מסגרות אשראי פנויות מחייבות בגובה יתרת הנע"מ

## ביג מרכזי קניות בע"מ - דוחות מאוחדים אפקטיבית - נתונים עיקריים, במיליוני ₪

| 2017  | 2018   | 2019   | 2020   | 9M-2021 |                              |
|-------|--------|--------|--------|---------|------------------------------|
| 9,619 | 10,832 | 12,823 | 12,922 | 15,723  | סך מאזן                      |
| 4,996 | 5,921  | 6,651  | 7,520  | 7,457   | חוב פיננסי נטו               |
| 55.5% | 58.2%  | 57.3%  | 60.8%  | 50.6%   | חוב נטו / CAP נטו            |
| 8.9%  | 8.8%   | 13.0%  | 15.0%  | 32.1%   | נכסים לא משועבדים / לסך מאזן |
| 554.4 | 593.5  | 613.3  | 519.5  | 619.4   | NOI LTM                      |
| 16.2  | 16.7   | 17.9   | 23.3   | 19.1    | חוב פיננסי נטו/FFO LTM       |

\* נתוני דוחות מאוחדים אפקטיבית מבוססים על נתוני ההנהלה כפי שהם מדווחים בדוחות ההנהלה המצורפים לדוחות הכספיים והם אינם מבוקרים או סקורים.

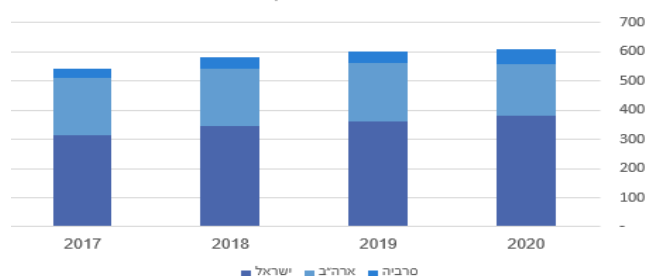
## פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

## בביבת הפעילות

### תחום המרכזים המסחריים הפתוחים בעל מאפיינים דפנסביים יחסית אך חשוף לתמורות בענף המסחר ובפרט לעליה במסחר המקוון לצד חשש מפגיעה כתוצאה ממגבלות הריחוק החברתי לאור התפרצות נגיף הקורונה

החברה פועלת במגזר הנכסים המניבים למסחר, ועיקר פעילותה בתחום המרכזים המסחריים הפתוחים, כאשר הפעילות בישראל מהווה כ- 63% מה- NOI, פעילות ארה"ב כ- 23% והפעילות בסרביה כ- 14%. תחום המניבים למסחר חשוף להשפעות המסחר המקוון על השוק הקמעונאי. מגמת הקניות באון-ליין מצויה בעלייה על חשבון החנויות הפיזיות ברחבי העולם ובישראל, אם כי בישראל עודנה נמוכה יחסית לארה"ב ולכן מגמה זו צפויה להתחזק, לצד המשך רשתות פיזיות שיפעלו על פני מספר ערוצים. כתוצאה מכך תחום הנדל"ן המסחרי חווה תמורות בתמהיל השוכרים, בעיצוב חווית הקנייה, ותמהיל התרבות והפנאי במרכזים המסחריים. להערכת מידורג, המרכזים המסחריים הפתוחים מאופיינים בתמהיל שוכרים ושימושים בסיסי ויומיומי המקנים לו יציבות טובה יותר יחסית למרכזים סגורים המוטים לרשתות האופנה.

NOI פילוח לפי מדינות, מיליוני ש"ח



ענף הנדל"ן המסחרי חשוף למגבלות אפשריות בשל התפרצות נוספות של נגיף הקורונה המייצר אי וודאות ותנודות כלכליות בעולם ובישראל. לאור ירידה בשיעור התחלואה בישראל ושיעור גבוה של מחסנים, חלו הקלות משמעותיות במגבלות שהוטלו והחל מפברואר 2021, המשק חזר לפעול תחת מגבלות מינוריות. על פי תחזיתו מאוקטובר 2021, צופה בנק ישראל דעיכה הדרגתית של המגפה, לצד גלי תחלואה נוספים והגבלות "רכות" שיביאו לפגיעה מוגבלת במשק, כך שהתוצר צפוי לצמוח בשנים 2021 ו-2022 בשיעור של 5.5% ו-7%, בהתאמה. הפדיונות במרכזים המסחריים בישראל עלו במהלך שנת 2021 בשיעורים גבוהים בעקבות שוך מגיפת הקורונה והיציאה מהסגר שהובילו לביקושים צרכניים גבוהים, וכן כתוצאה גם מהצמצום בטיסות לחו"ל. התפרצות הביקושים הקמעונאיים עשויה להאט בשנה הקרובה עם הסטת ביקושים לעבר צריכה של פנאי ונופש. רמת הריביות הנמוכה בישראל

<sup>1</sup> בנק ישראל: התחזית המקרו כלכלית של חטיבת המחקר, אוקטובר 2021

ובעולם תומכת בשוויים של הנכסים בתחום הנדל"ן המניב וכך גם הנזילות הגבוהה בשווקים תוצאת ההרחבה המוניטרית בכלכלות המרכזיות. תחום הנדל"ן המניב, ובפרט הנדל"ן הקמעונאי חשוף לשחיקת שוויים במידה שתעלה הריבית בתקופה הקרובה.

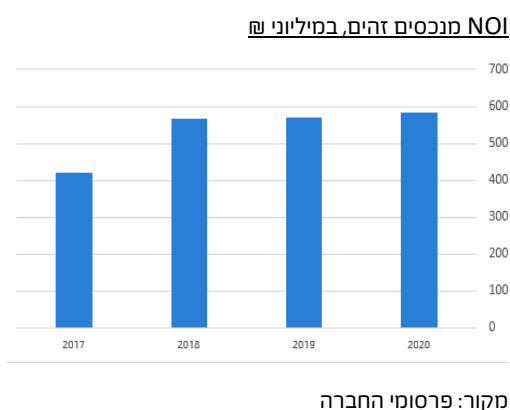
במהלך שנת 2021 החברה החלה להגדיל את הפעילות, בעיקר בסרביה. סרביה מדורגת ע"י Moody's בדירוג Ba2 עם אופק דירוג יציב. על אף שיפור באינדיקטורים כלכליים בסרביה, בין היתר, תחזית צמיחה ממוצעת של 4% בשנים 2022-2023 על פי הבנק העולמי; גידול בהכנסה הפנויה לנפש; ועלייה במכירות הריטייל YoY לספטמבר 2021 של כ- 4.3%, מדובר בכלכלה חלשה מאוד ויש בכך כדי להגדיל את סיכון הפעילות.

דרך השליטה באפי נכסים, החברה חשופה למדינות במזרח ובמרכז אירופה, בעיקר רומניה, זאת לצד פעילותה של אפי נכסים בישראל. רומניה מדורגת ע"י Moody's בדירוג Baa3 עם אופק דירוג יציב. הדירוג נסמך על פוטנציאל צמיחה בטווח הזמן הבינוני ונטל חוב מתון, זאת לצד מאזן חלש ותנודתיות פוליטית גדולה.

## פרופיל עסקי

### היקף פעילות במגמת צמיחה ופיזור נכסי וגאוגרפי בולטים לחיוב, עם שיעורי תפוסות גבוהים מאוד בנכסים לאורך זמן, משפיעים לחיוב על יציבות הפעילות

צבר הנכסים של החברה כולל 55 נכסים מניבים (בנטרול נכסים בארה"ב שמכירתם הושלמה), מתוכם 28 מרכזים מסחריים בישראל, 15 מרכזים מסחריים ברחבי ארה"ב, ו-12 נכסים מניבים בסרביה, מרביתם נכסים מסחריים לצד 2 נכסי לוגיסטיקה בסרביה. לחברה מספר פרויקטים בהקמה, וקרקעות החברה הכוללים, לצד המשך פיתוח הנדל"ן המסחרי, גם ייזום משרדים, מגורים, דיור מוגן ומלונאות. החברה מציגה גידול עקבי בשווי הנדל"ן להשקעה, העומד נכון ל-30.09.2021 על כ- 11 מיליארד ₪. תפוסות החברה בישראל עומדות לאורך זמן על כ- 99% אחוזי תפוסה ובשקלול הפעילות בארה"ב ובסרביה, עומדת התפוסה על 96%. פיזור הפעילות נפרס על פני שלוש טריטוריות שונות, כאשר רובו מתבצע בסביבת פעילות חזקה ויציבה תורם לפרופיל העסקי של החברה.



בישראל לחברה מיצוב עסקי חזק והיא מובילת שוק בענף המרכזים המסחריים הפתוחים, כפי שניתן לראות מהגידול העקבי ב-NOI מנכסים זהים. להערכת מידורג, נכסים אלה דפנסיביים ביחס לענף הנדל"ן המסחרי, המאופיינים בעומס שכירות נמוך העומד על כ- 7% (עומס השכירות הממוצע בענף עומד על 12%-13%) וזאת לצד צמיחה בפדיונות בנכסים בישראל בתשעת החודשים הראשונים של 2021 לעומת התקופה המקבילה של 2019 וזאת למרות חודשיים של סגר. בארה"ב מהווה החברה שחקן קטן ללא יתרון יחסי ואילו בסרביה, בה פועלת החברה שנים רבות, היא מהווה שחקן משמעותי, ומחזיקה ב-10 נכסים מניבים בתחום המסחר, ביניהם נכסי Retail Parks מהגדולים במדינה.

במהלך 2020 ותחילת 2021 החברה העניקה הקלות לשוכרים בהיקף של כ- 110 מיליון ₪. ההקלות בשכר הדירה שניתנו לשוכרים הביאו אמנם להפחתה בהכנסות, אך עזרו לחברה לשמר את התפוסות הגבוהות בנכסיה ולצמצום פיגעה בשוכרים.

החברה חשופה דרך השליטה באפי נכסים לפעילות בענף המשרדים, והדיר להשכרה, אשר להערכת מידורג מהווים תחומים מסוכנים פחות מענף הנדל"ן המסחרי.

## פרופיל פיננסי

**מינוף גבוה ויחסי כיסוי איטיים ביחס לרמת הדירוג, לצד תזרימי מזומנים חזקים ובמגמת צמיחה**

הגידול בנדל"ן להשקעה וירידה בהוצאות המימון הביאו עמם גידול בהיקף ה-FFO של החברה, כך שבשנת 2021 הוא צפוי לעמוד על כ-370 מיליון ₪ (סולו ללא חלקה של החברה ב-FFO של אפי נכסים), היקף הבולט לחיוב. בהתאם לתרחיש הבסיס של מידרוג, היקף ה-FFO צפוי להמשיך ולצמוח לאחר תחילת הנבה מפרויקטים בייזום וזאת לצד ירידה עקבית בהוצאות המימון ודיבידנדים אפשריים מאפי נכסים, אם כי מידרוג לא הניחה תזרים משמעותי ממקור זה. מידרוג צופה בתרחיש הבסיס ירידה מתונה בהיקף ה-FFO לטווח של 340-350 מיליון ₪ בשנים 2022-2023 בשל מימוש חלק מהפעילות בארה"ב לצד הנבה ממספר נכסים חדשים. בתרחיש הבסיס מידרוג הביאה בחשבון הנבה רק של חלק מהפרויקטים המצויים כיום בהקמה, לצד גידול בחוב הפיננסי בגין אותה פעילות ייזום. נציין כי היקף ה-FFO השנתי של החברה מכסה בממוצע כ-90% מהחוב הלא מובטח של החברה בהתאם ללוח הסילוקין.

החברה מממנת חלק מהגידול במצבת הנכסים באשראי, אשר מביא לגידול מתמשך בחוב הפיננסי נטו של החברה ואשר הביאה בעבר לעלייה מתונה ברמות המינוף המתבטאת ביחס חוב נטו ל-CAP נטו שעמד על כ-61% ליום 31.12.2020. ערב רכישת השליטה באפי נכסים (על פי איחוד אפקטיבי) - בהשוואה לכ-57% ליום 31.12.2019. עם זאת, לאחר ביצוע עסקת רכישת השליטה באפי נכסים באמצעות הנפקת הון מניות וללא מימון בחוב פיננסי, יחס זה השתפר מהותית ועומד על כ-50% על בסיס מדידה באיחוד אפקטיבי שבו אפי נכסים נכללת על בסיס אקוויטי.

תחת תרחיש הבסיס מידרוג מעריכה כי שיעור המינוף יישמר בטווח של 54%-50%, שהינו שיעור מינוף הולם ביחס לרמת הדירוג.

**גמישות פיננסית חלשה ביחס לרמת הדירוג בעיקר לאור מיעוט נכסים לא משועבדים**

לחברה נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪, בנוסף קרקעות ונכסים בהקמה בהיקף של כ-420 מיליון ₪ ומניות אפי נכסים בהיקף של כ-3.9 מיליארד ₪ (שווי שוק ממוצע על פי 90 ימי מסחר). רכישת השליטה באפי נכסים הביאה לגידול משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה, יחד עם זאת, שווי הנכסים הלא משועבדים מסך המאזן עומד נכון ל-30.09.2021 על כ-32%, שיעור שאינו הולם את רמת הדירוג. מידרוג מעריכה כי יחס זה ישתפר לכ-39% כך שהיקף הנכסים הפנויים משעבוד יעמוד על כ-6.3 מיליארד ₪, מתוכם היקף הנכסים המניבים הלא משועבדים יעמוד על כ-2 מיליארד ₪ לאחר פירעון מסגרת אשראי ושחרור נכס משעבוד. כאמור, מרבית החוב של החברה מובטח בנכסים כאשר מידרוג מעריכה כי יחס החוב המובטח לנדל"ן להשקעה יעמוד על כ-45%, שהינו חלש מעט ביחס לדירוג.

מנגד, לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי בסך של כ-780 מיליון ₪ נכון ל-30.09.2021 וזאת לצד מסגרות אשראי חתומות בהיקף של 600 מיליון ₪ (תוך הנחה של אי חידוש מסגרת אשראי בסך של 313 מיליון ₪ לפי כוונת החברה). אמצעים אלה משקפים יחס של כ-140% ביחס לשירות הקרן הלא מובטח במשך שנתיים מייצגות, יחס אשר הולם לדירוג.

לחברה לוח סילוקין נוח בשנים 2022-2024, כאשר בשנת 2025 עומד בפני החברה תשלום אג"ח מהותי בהיקף של כ-913 מיליון ₪, כ-60% מסכום זה אג"ח מובטח. כמו כן הנכסים המניבים של החברה מציגים שיעורי תפוסה גבוהים ותזרים יציב מדמי שכירות, מאפיינים אשר מממנים את הסיכון שבמימון מחדש של חוב מובטח. לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, כך שכ-71% מהחוב הפיננסי של החברה הינו אג"ח סחיר בישראל, המממן בחלקו גם פעילות בארה"ב ובסרביה. עלויות המימון של החברה פחתו עם השנים.



### שיקולים נוספים לדירוג

דירוג החברה בפועל Aa3.il גבוה בנוטש אחד מהדירוג הנגזר ממטריצת הדירוג A1.il, וזאת לאור השיקולים הבאים: מובילות החברה בתחום המרכזים מסחריים הפתוחים בישראל, והניסיון הנרחב בצברה בתחום, בשילוב עם אופיים הדפנסיבי של הנכסים, מביאים לפדיונות גבוהים של השוכרים ולעומס שכירות נמוך; נכסי החברה ממשיכים להציג תפוסות מלאות ופתיחה כמעט מלאה של כלל החנויות בנכסי החברה, נתון בולט במיוחד על רקע קשיי ענף הקמעונאות בישראל במהלך השנתיים האחרונות ובפרט בצל קשיי הקורונה; מעמד החברה בישראל מקבל את ביטויו גם בשיעורי שיווק גבוהים בפרויקטים בהקמה. בנוסף, שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית, בהון העצמי ופיזור הגאוגרפי והנכסי של החברה, זאת לצד שיפור ביחס המינוף בשל רכישת השליטה באפי נכסים באמצעות הנפקת הון בהיקף של כ- 1.7 מיליארד ₪.

### מטריצת הדירוג

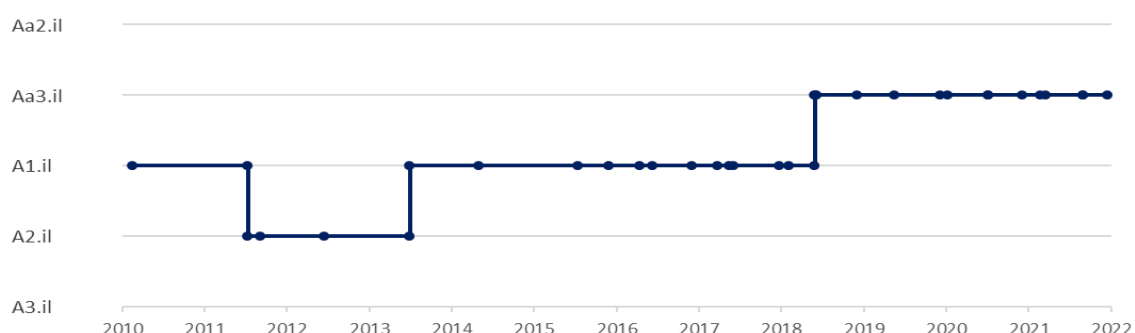
| תחזית מידרוג |         | ליום 30.09.2021 |           | פרמטרים                                                             | קטגוריה       |  |
|--------------|---------|-----------------|-----------|---------------------------------------------------------------------|---------------|--|
| ניקוד        | מדידה   | ניקוד           | מדידה [1] |                                                                     |               |  |
| A.il         | ---     | A.il            | ---       | תחום פעילות וסביבה כלכלית                                           | סביבת הפעילות |  |
| Aaa.il       | 16.4    | Aaa.il          | 15.7      | סך מאזן (מיליארד ₪)                                                 | פרופיל עסקי   |  |
| Aa.il        | ---     | Aa.il           | ---       | איכות הנכסים, פיזור נכסים ושוכרים                                   |               |  |
| Aa.il        | 54%-50% | Aa.il           | 50%       | חוב פיננסי נטו/ CAP נטו                                             | פרופיל סיכון  |  |
| Aa.il        | 340-350 | Aa.il           | 370       | היקף FFO שנתי (LTM מיליוני ש"ח)                                     | פרופיל פיננסי |  |
| A.il         | 21-23   | A.il            | 25        | חוב פיננסי נטו/ FFO                                                 |               |  |
| A.il         | 39%     | A.il            | 32%       | שווי נכסי לא משועבד / סך מאזן                                       |               |  |
| A.il         | 45%     | A.il            | 50%       | חוב פיננסי מובטח / נדל"ן להשקעה                                     |               |  |
| Aa.il        | 140%    | Aa.il           | 255%      | יתרות נזילות ומסגרות אשראי / שירות קרן חוב לא מובטח לשנתיים מייצגות |               |  |
| A1.il        |         |                 |           | 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

חברת ביג מרכזי קניות הוקמה והתאגדה בישראל בדצמבר 2004, כחברה פרטית אשר איגדה החזקה במספר נכסים. החברה מתמחה בתפעול, אחזקה והשכרה של מרכזי קניות פתוחים הידועים גם כ- "Power Centers", "Outlet", ו- "Retail Boxes", וכן בייזום פרויקטים על ידי רכישה או הקמה. ב- 2006 ביצעה החברה הנפקת מניות והפכה לחברה ציבורית. לחברה פעילות גם בארה"ב (ביום 19.11.2020 דיווחה החברה על קבלת החלטה אסטרטגית למימוש הפעילות בארה"ב) ובסרביה. החל מינואר 2021, החברה הינה בעלת השליטה באפי נכסים (כ- 64%). בעלי השליטה בחברה הינם מר יהודה נפתלי ומר רוני נפתלי המחזיקים בסה"כ כ- 40.5% ממניות החברה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[ביג מרכזי קניות בע"מ - דוחות קשורים](#)

[דירוג חברות נדל"ן מניב - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[התאמות לדוחות כספיים והצגת מדדים פיננסיים מרכזיים בדירוג תאגידי - דוח מתודולוגי, מאי 2020](#)

[שיקולים מבניים בדירוג מכשירי חוב בתחום המימון התאגידי - דוח מתודולוגי, ספטמבר 2019](#)

[דירוגים לזמן קצר - דוח מתודולוגי, דצמבר 2019](#)

[טבלת זיקות והחזקות](#)

[סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il) הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

## מידע כללי

|                      |                                      |
|----------------------|--------------------------------------|
| 30.12.2021           | תאריך דוח הדירוג:                    |
| 03.09.2021           | התאריך האחרון שבו בוצע עדכון הדירוג: |
| 16.02.2010           | התאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה:     |
| ביג מרכזי קניות בע"מ | שם יוזם הדירוג:                      |
| ביג מרכזי קניות 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 גבוה 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 קטגוריית הדירוג שאלה 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.

## סולם דירוג מקומי לזמן קצר

|        |                                                                                                                                             |
|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| P-1.il | מנפיקים המדורגים Prime-1.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, 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 מידורג, בעלי יכולת טובה לעמוד בהתחייבויותיהם לטווח קצר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.      |
| P-3.il | מנפיקים המדורגים Prime-3.il הינם, על פי שיפוטת של מידורג, 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 קיימים<sup>2</sup>

| דירוג זמן קצר | דירוג זמן ארוך            |
|---------------|---------------------------|
| Prime-1.il    | Aaa.il                    |
|               | Aa1.il                    |
|               | Aa2.il                    |
|               | Aa3.il                    |
|               | A1.il                     |
|               | A2.il                     |
| Prime-2.il    | A3.il                     |
|               | Baa1.il                   |
|               | Baa2.il                   |
| Prime-3.il    | Baa3.il                   |
| NotPrime      | Ba1.il, Ba2.il, Ba3.il    |
|               | B1.il, B2.il, B3.il       |
|               | Caa1.il, Caa2.il, Caa3.il |
|               | Ca.il                     |
|               | C.il                      |

<sup>2</sup> 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' מידורג בע"מ (להלן: "מידורג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידורג 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 מידורג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג וליסיוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידורג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידורג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידורג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידורג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידורג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידורג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידורג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידורג הינם לפי סולם מקומי וכאמור הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכונים אשראי של מנפיקים וכן של התחייבויות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידורג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידורג 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 מידורג 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 מידורג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידורג 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 בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידורג 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 מידורג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידורג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידורג 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 מידורג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידורג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידורג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידורג 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, מידורג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידורג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידורג. מידורג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידורג, 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 מידורג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרם 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 מידורג, בין במעשה ובין במחדל.

מידורג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידורג 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 מידורג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>