



ביג מרכזי קניות בע"מ

מעקב ו יולי 2011

1

מחברים:

שי פילר, אנליסט

shayf@midroog.co.il

נדב גורן - אנליסט בכיר

nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

ranq@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה

bardayan@midroog.co.il

ביג מרכזי קניות בע"מ

אופק דירוג: יציב	דירוג: A2	דירוג סדרות (Issue)
------------------	-----------	---------------------

מידרוג מודיעה על דירוג לראשונה של סדרות אג"ח א', ב' ו-ג' שבמחזור, של חברת ביג מרכזי קניות בע"מ (להלן: "החברה") בדירוג A2 באופק יציב. כמו-כן, מודיעה מידרוג על הורדת דירוג סדרת אג"ח ד' מדירוג A1 באופק יציב לדירוג A2 באופק יציב, בהתאם לדירוג שאר הסדרות.

פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	יתרת אג"ח בספרים 31/03/2011 (אלפי ₪)	מועד הנפקה ראשוני	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2012	מדד	6%	100,201	07/06/2006	1097641	אג"ח א*
2010-2012	מדד	6%	45,682	07/06/2006	1097658	אג"ח ב*
2015-2019	מדד	4.85%	571,488	29/03/2007	1106947	אג"ח ג
2011-2020	מדד	3.77%	267,242	21/02/2010	1118033	אג"ח ד

984,613

*לאחר תאריך המאזן פרעה החברה כ- 50 מיליון ₪ מאג"ח א' וכ- 23 מיליון ₪ מאג"ח ב'

הורדת הדירוג נובעת מהגידול בחוב הפיננסי והרעה ביחסי הכיסוי של החברה, אשר חרגו מאופק הדירוג אותו הציבה מידרוג בדירוג הראשוני¹, עבור סדרה ד' אשר מגובה בנכס. הרעה זו נבעה עקב השקעות שביצעה החברה ברכישת נכסים מניבים בארה"ב, בהיקף משמעותי ביחס לפעילות הכוללת. נכסים אלו נרכשו ברמות מינוף גבוהות (הלוואות מסוג Non-Recourse), בניגוד לרמות המינוף הנמוכות יחסית אשר אפיינו את פעילות החברה עד כה. בד בבד, במהלך התקופה אף חל קיטון במצבת הנכסים הלא משועבדים, אשר גרע מהגמישות הפיננסית של החברה. רמת הדירוג הנוכחית והאופק היציב נתמכים במיצוב הטוב של הנכסים המניבים של החברה בישראל. נכסים אלו, אשר מהווים את ליבת פעילות החברה, שומרים על יציבות המאופיינת ברמת תפוסה גבוהה ועליה מתמדת ועקבית בתזרימים משכ"ד.

על אף העלייה ברמת המינוף וההרעה ביחסי הכיסוי, מידרוג מציינת לחיוב את ההשקעה בארה"ב זאת לאור אפשרויות הצמיחה המועטות העומדות בפני החברה בישראל, יתרון בפיזור נכסים והוספת זרוע פעילות נוספת. יש אף לציין לחיוב את אסטרטגיית החדירה לשוק בארה"ב תוך שימוש בשותפים מבוססים בעלי נוכחות ומוניטין משמעותיים בשוק זה.

¹ דוח הדירוג הראשוני מחודש פברואר 2010, מפורסם באתר מידרוג.

גידול משמעותי בהיקף הפעילות, עם כניסה לשוק המרכזים המסחריים בארה"ב; עיקר הכנסות החברה עודן נובעות מהפעילות בישראל

בחודש מאי 2010 החלה החברה לפעול בשוק הנדל"ן האמריקאי באמצעות חברת ביג ארה"ב, ורכשה ביחד עם חברות מקומיות מבוססות, מרכזים מסחריים בעלי מאפיינים דומים לאלה שבבעלות החברה בישראל, תוך כדי ניצול מקורות החברה בישראל ואף גיוס מקורות נוספים.

נכון למועד הדוח מחזיקה החברה בכ- 25 מרכזים, רובם בשותפות חלקית עם חברת נדל"ן מקומית Kimco Realty² Corporation וכן פועלת לאיתור ורכישת נכסים נוספים.

בעקבות זאת, חל גידול משמעותי בהיקף פעילות החברה, כפי שבא לידי ביטוי, בין היתר, בהיקף השטחים להשכרה, אשר הוכפל וכן תזרים NOI אשר גדל מ- 154 מיליון ש"ח בשנת 2009 לכ- 258 מיליון ש"ח על בסיס הפעילות המייצגת. נכון למועד דוח זה השטח להשכרה של החברה בארה"ב (חלק החברה) מהווה כ- 59% מסך שטחי המסחר של החברה. עם זאת מכיוון ששכ"ד למ"ר בארה"ב נמוך באופן משמעותי מזה שבישראל, וכן שיעורי התפוסה נמוכים יותר (כ- 88% בארה"ב לעומת קרוב ל- 100% בישראל) עדיין מייצרים המרכזים בישראל את עיקר הכנסות (כ- 63% מסך ה- NOI המייצג לפעילות הנוכחית).

אסטרטגיית הפעילות בארה"ב הינה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יותר מאלה שבישראל

אופן הפעילות בארה"ב הינו בעל פרופיל סיכון גבוה יותר מזה שאפיין את החברה בפעילותה בישראל. מרבית הנכסים בארה"ב נרכשו ברמות מינוף גבוהות ובהתאם לכך, רמות ה- LTV בנכסים אלו עומדות על כ- 75% ומעלה, ומקצתם אף בסביבות ה- 100%.

כמו כן, בניגוד לפעילות בישראל אשר התרחבה באופן הדרגתי, בארה"ב השקיעה החברה בתוך כשנה כ- 90 מיליון דולר מהון עצמי.

החברה פועלת בשיתוף עם גופים מקומיים גדולים ומבוססים, על מנת להשיג גישה לעסקאות "Off Market". לגופים אלו יחסים טובים עם שוכרים מרכזיים בתחום, אשר מעניק להם יציבות יתר בתקופות משבר, וכן קשרים עם גורמי מימון מקומיים. בצורה זו מחפה החברה על העובדה כי אין לה יתרון יחסי מובהק או מותג חזק בשוק האמריקאי.

שחיקה ביחסי הכיסוי והאיתנות של החברה

הכניסה לפעילות בארה"ב, על מאפייניה השונים כפי שתוארו לעיל, הביאו לגידול משמעותי של כ- 1.5 מיליארד \$ בהיקף החוב וכתוצאה מכך לשחיקה ביחסים הפיננסיים.

על אף גידול בתזרים ה- FFO, אשר נאמד על ידי מידרוג נכון למועד הדוח בכ- 90 מיליון \$ (לעומת כ- 69 מיליון בדוח הדירוג הקודם- טרם הכניסה לארה"ב) חלה הרעה ביחס חוב ל- FFO מייצג אשר עומד על כ- 28. כמו כן חלה הרעה ביחסי האיתנות חוב ל- CAP אשר גדל מ כ- 56% בסוף שנת 2009 לכ- 66% בסוף שנת 2010. יחסים אלו חרגו מאופק הדירוג אשר נקבע על ידי מידרוג בעת הדירוג הראשוני והובילו להורדת הדירוג הנוכחית של סדרה ד'. יחד עם זאת יצוין,

² KIMCO מדורגת ע"י חברת מודייס Baa1 (דירוג מקומי).



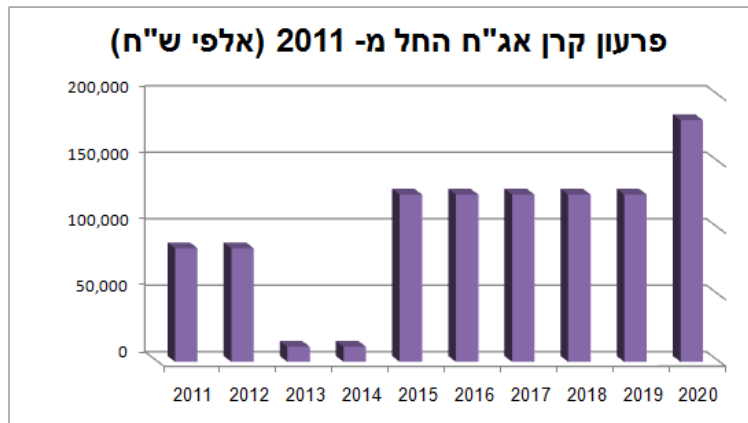
יחסי הכיסוי והאיתנות הללו הולמים את רמת הדירוג הנוכחית של החברה. נתוני כיסוי החוב לרבעון הראשון אינם מייצגים, להערכת מידרוג, את פעילות החברה, שכן הם מושפעים לרעה, בין היתר, מהפרשי עיתוי בתשלומי ריבית.

הרעה בגמישות הפיננסית של החברה, עקב הגידול בחוב והקיטון בנכסים לא משועבדים

מאז דוח הדירוג הראשוני בחודש פברואר 2010, שיעבדה החברה 2 מנכסיה (ביג קריות וביג ראשון) אשר שווים הכולל מסתכם בכ - 390 מיליון ₪. נכון למועד הדוח, נכסי החברה הבלתי משועבדים כוללים 2 מרכזים בישראל וכן 4 מרכזים בארה"ב. חלק מנכסי החברה משועבדים לטובת מסגרות אשראי הכוללות נכון ל 31.3.2011 יתרה בלתי מנוצלת של כ - 91 מיליון ₪, וכן ישנו נכס המשועבד ללא הלוואה או מסגרת אשראי. מהלכים אלו הרעו את יחס הנכסים הבלתי משועבדים לחוב אג"ח (עבור כלל הסדרות) מ- 0.9 במועד הדירוג הקודם לכ- 0.45 כיום.

היקף החוב הפיננסי של החברה נכון ל 31.03.2011 עומד על כ - 3 מיליארד ₪, מתוכו כמיליארד ש"ח הינו חוב אג"ח. בשנתיים הקרובות לחברה עומס פירעונות בינוני ביחס להיקף הפעילות שלה, של כ - 85 מיליון ₪ בשנה. החל משנת 2015 תחול עלייה בהיקף הפירעונות השנתי עם התחלת תשלומי הקרן עבור אג"ח ג' והוא יעמוד על כ - 125 מיליון ₪.

מסך החוב הפיננסי של החברה כמיליארד ₪ הינן הלוואות Non – Recourse כנגד נכסים משועבדים בגין הפעילות בארה"ב, הלוואות אלה יפרעו ברובן החל מסוף שנת 2016 ואילך. מועד הפירעונות ארוך יחסית ומקנה לחברה זמן להשביח את הנכסים. עם זאת, במידה ולא יחול גידול בשווי הנכסים המשועבדים במהלך השנים, יתכן שהחברה תידרש להזרים הון עצמי במועד חידוש הלוואות על מנת לשמור על נכסים אלו או לשמוט אותם.



* נכון למועד הדוח פרעה החברה את כל חלויות האג"ח לשנת 2011

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.03.2011	
120,282	148,921	170,525	240,021	85,403	הכנסות
96,738	126,005	143,846	197,382	63,577	רווח גולמי
299,262	225,041	239,935	447,302	87,621	רווח תפעולי
65%	68%	70%	66%	62%	שיעור רווח תפעולי בניכוי שיעורים
14,032	19,182	17,497	28,865	8,898	הוצאות הנה"כ
185,331	92,496	177,206	266,090	30,135	רווח נקי
70,491	144,307	24,290	274,538	92,794	יתרות נדילות (כולל פקדונות)
841,380	1,243,322	1,204,127	2,717,562	2,549,067	חוב פיננסי
770,889	1,099,015	1,179,837	2,443,024	2,456,273	חוב פיננסי, נטו
1,541,233	2,045,834	2,150,413	4,086,206	3,951,000	CAP
1,470,742	1,901,527	2,126,123	3,811,668	3,858,206	נטו, CAP
573,868	642,156	804,498	1,138,034	1,164,441	הון עצמי
1,635,934	2,125,146	2,200,287	4,163,981	4,026,354	סך מאזן
54.6%	60.8%	56.0%	66.5%	64.5%	חוב פיננסי ל- CAP
52.4%	57.8%	55.5%	64.1%	63.7%	חוב פיננסי, נטו ל- CAP, נטו
35.1%	30.2%	36.6%	27.3%	28.9%	הון עצמי למאזן
33,999	55,352	57,390	75,657	9,214	FFO לתקופה
24.7	22.5	21.0	35.9		חוב פיננסי ל- FFO
22.7	19.9	20.6	32.3		חוב פיננסי נטו ל- FFO
				89,869	FFO* מייצג ל-2011
				28.4	חוב פיננסי ל- FFO מייצג
				27.3	חוב פיננסי נטו ל- FFO מייצג
79,510	101,619	119,611	215,428	53,128	EBITDA בניכוי שיעורים
10.6	12.2	10.1	12.6	12.0	חוב פיננסי ל- EBITDA בניכוי שיעורים, במונחים שנתיים
9.7	10.8	9.9	11.3	11.6	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA בניכוי שיעורים, במונחים שנתיים

אופק הדירוג

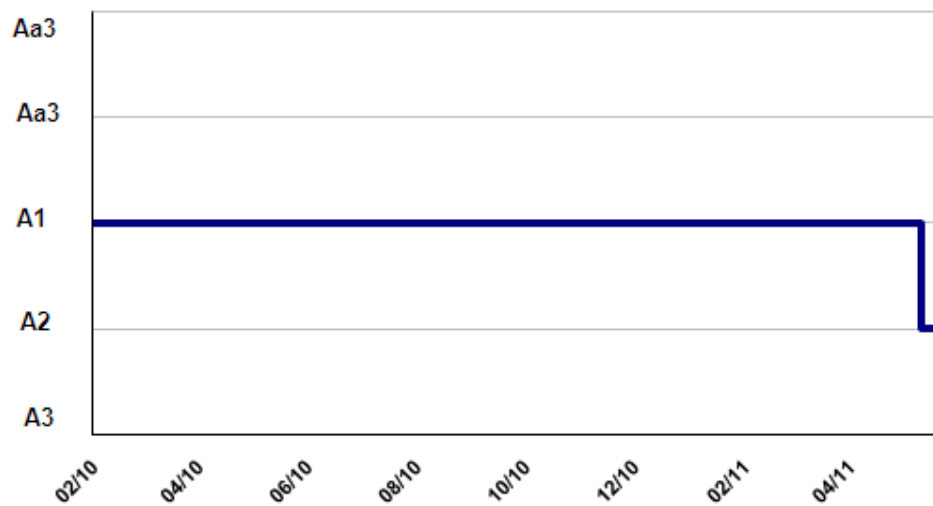
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג, או אופק הדירוג:

- גידול בתזרים החברה ובדגש על הנכסים בארה"ב
- שיפור יחסי הכיסוי והאיתנות הפיננסית
- גידול במצבת הנכסים הלא משועבדים של החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג, או אופק הדירוג:

- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
- גידול מהותי נוסף ברמת המינוף של החברה והרעה ביחסי הכיסוי

גרף היסטוריית הדירוג



אודות החברה

חברת ביג מרכזי קניות הוקמה והתאגדה בישראל בדצמבר 2004, כחברה פרטית אשר איגדה החזקה במספר נכסים. החברה מתמחה בתפעול, החזקה 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 ונהפכה לחברה ציבורית.

בשנת 2010 החלה החברה לפעול בתחום מרכזי הקניות בארה"ב וכיום מהווה זרוע זו נדבך מרכזי בפעילות. בנוסף לחברה פעילות בהיקף מצומצם גם בסרביה ובהודו.

בעל השליטה בחברה הינו מר יהודה נפתלי המחזיק בכ- 48% ממניות החברה ואף מכהן כיו"ר דירקטוריון החברה. בעלי עניין נוספים בחברה הינם מר רוני נפתלי (25% ממניות החברה) ומר איתן בר זאב (6.5%).

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (<i>FFO</i>) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (<i>CFO</i>) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>
* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות 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") 2011.

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. דירוגיה של 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.