



ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ

דוח דירוג ראשוני | פברואר 2010

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט
nadava@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
ran@midroog.co.il

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

ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ

דירוג: A1	דירוג סדרה חדשה- סדרה ד'
-----------	--------------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A1 לסדרת אג"ח חדשה - סדרה ד', בסך של עד 270 מיליון ₪, שתנפיק חברת ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ. פירעונות סדרת אגרת החוב שתונפק יחלו בשנת 2011 ויפרשו על פני 9 תשלומים שנתיים שווים בשיעור של 4% מהקרן, ו- 64% מהקרן תשולם בתשלום האחרון. לטובת סדרת האג"ח ישועבדו זכויות החברה במרכז ביג בבאר-שבע.

כ- 70 מיליון ₪ מתוך תמורת הגיוס ישמשו לצורך פירעון תשלום אג"ח קיים העומד לפירעון בחודש מאי 2010. עד לפירעון זה תופקד התמורה (70 מיליון ₪) בפיקדון בנקאי יעודי. יתרת התמורה תשמש לצורך פעילות שוטפת ופיתוח נכסים בארץ.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16 לפברואר 2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (אשר אינן נכללות בדירוג):

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 30.09.2009 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.נ האג"ח 30.9.09 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2012	144,866,464	מדד	6%	133,000,000	07/06/2006	1097641	אג"ח א
2010-2012	66,693,268	מדד	6%	60,750,000	07/06/2006	1097658	אג"ח ב
2015-2019	554,387,148	מדד	4.85%	489,002,216	29/03/2007	1106947	אג"ח ג

רופיל החברה

חברת ביג מרכזי קניות (2004) (להלן "החברה" ו/או "ביג") הוקמה בדצמבר 2004 כחברה פרטית אשר איגדה החזקה במספר נכסים, שכיום הינם חלק מהפורטפוליו של החברה (ראה/ו פירוט בהמשך). במאי 2006 ביצעה החברה הנפקה ראשונה לציבור והפכה ציבורית. מאז היווסדה, עוסקת החברה בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בהחזקה, בתפעול ובהשכרה של מרכזי קניות פתוחים (להלן "מרכזים"), הידועים גם כ- "Power Centers", "Outlet", ו- "Retail Boxes". כמו כן, עוסקת החברה בייזום פרויקטים להקמת מרכזים חדשים ורכישת מרכזים קיימים. במסגרת חלק מהמרכזים מקימה החברה גם שטחי משרדים להשכרה.

ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ- נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	30.9.2008	30.9.2009	
120,282	148,921	109,111	125,444	הכנסות מהשכרה ודמי ניהול
220,515	124,502	132,916	70,559	עלייה בשווי ההון של נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בפיתוח
185,331	92,496	90,616	128,747	רווח נקי
841,380	1,243,322	1,157,770	1,209,648	חוב פיננסי'
770,889	1,099,015	1,068,764	1,192,280	חוב פיננסי, נטו
573,868	642,156	650,641	764,248	הון עצמי
1,635,934	2,125,146	2,010,404	2,151,678	סך מאזן
1,541,233	2,045,834	1,964,992	2,104,839	CAP
1,470,742	1,901,527	1,875,986	2,087,471	נטו, CAP
35%	30%	32%	36%	הון עצמי למאזן
55%	61%	59%	57%	חוב פיננסי ל- CAP
52%	58%	57%	57%	חוב פיננסי, נטו ל- CAP, נטו

נכסי החברה

להלן נתונים עיקריים על נכסיה המניבים של החברה, נכון ליום 30.9.2009, באלפי ₪:

שיעור תפוסה Q1-3 2009	סטטוס וסוג שיעבוד	LTV	יתרת הלואה ליום 30/9/2009	שיעור תשואת על - NOI בסיס 2009 במונחים שנתיים	NOI חלק חברה		שווי הון (חלק החברה)	שיעור החזקה בנכס	שטח במ"ר	הנכס
					FY 2008	Q1-3 2009				
100% בקירוב	-	-	-	9.0%	32,595	25,444	378,150	100%	29,400	ביג באר שבע
100% בקירוב	שעבוד לבנק פועלים כנגד מסגרת אשראי לא מנוצלת	-	-	9.3%	16,162	12,669	182,490	50%	27,165	ביג פולג
100% בקירוב	הנכס משועבד לבנק פועלים כנגד העמדת ההלוואה	72.8%	191,699	9.1%	22,260	17,922	263,460	100%	22,300	ביג כרמיאל
100% בקירוב	-	-	-	8.5%	17,366	13,173	206,480	100%	21,060	ביג קריות
100% בקירוב	הנכס משועבד לבנק פועלים כנגד העמדת ההלוואה	66.1%	50,068	8.5%	6,156	4,824	75,760	50%	16,315	ביג רגבה
100% בקירוב	-	-	-	8.7%	7,138	9,026	138,240	100%	12,240	ביג יוקנעם
96%-97% בקירוב	הנכס משועבד לבנק מרכנתיל דיסקונט כנגד העמדת ההלוואה	47.5%	30,363	9.0%	-	*1,173	63,877	27%	11,370	ביג נצרת 72%
100% בקירוב	הנכס משועבד לבנק פועלים כנגד העמדת ההלוואה	52.5%	33,435	****6.9%	4,297	3,286	63,635	50%	11,180	ביג בית שמש
100% בקירוב	הנכס משועבד לבנק פועלים כנגד העמדת ההלוואה	65.6%	35,613	8.5%	4,196	3,458	54,282	50%	10,655	ביג קסטינה
100% בקירוב	שעבוד לבנק פועלים כנגד מסגרת אשראי לא מנוצלת	-	-	****7.7%	11,027	8,235	142,305	100%	10,600	ביג אילת
100% בקירוב	הנכס משועבד לבנק פועלים כנגד העמדת ההלוואה	56.3%	29,440	7.6%	-	*2,072	52,250	50%	10,040	ביג טבריה
100%	שעבוד לבנק פועלים כנגד מסגרת אשראי לא מנוצלת	-	-	8.5%	7,410	5,699	89,555	100%	10,000	ביג ראשון
95%	הנכס משועבד לבנק פועלים כנגד העמדת ההלוואה	35.9%	13,731	7.4%	-	**	38,250	50%	8,645	ביג קרית גת
75% בקירוב	הנכס משועבד לבנק לאומי כנגד העמדת ההלוואה	61.5%	12,526	8.0%	-30	1,216	20,359	50%	4,700	מודיעין
100% בקירוב	-	-	-	****3.7%	1,310	1,101	39,345	50%	3,065	ביג יהוד
			396,876		129,887	109,298	1,808,437		208,734	סה"כ

* הנכס החל להניב בשנת 2009 ** הנכס החל להניב בשנת 2010 *** שווי הנכס כולל זכויות בלתי מנוצלות **** הנכסים

ביאלית ובית שמש טרם מניבים במלואם

יציבות בשכר הדירה חרף האטה כלכלית

נכון ליום 30 בספטמבר 2009, ביג הינה בעלת הזכויות (בעצמה וביחד עם אחרים) ב- 15 נכסים, בשטח בנוי כולל של כ- 209 אלף מ"ר. כמו כן, לחברה זכויות בלתי מנוצלות בנכסים אלו, בשטח כולל של כ- 345 אלף מ"ר. מרבית הנכסים (12) הינם מרכזים מסחריים פתוחים, המופעלים ע"י החברה. המרכזים ממוקמים לרוב באזורים מרוחקים ממרכז הארץ, מחוץ לערים ובסמוך אליהן, במקומות בהם מחירי הקרקע נמוכים באופן יחסי. מצב זה מהווה יתרון עבור החברה, בכך שמאפשר לה שלא לנצל בכל מקרה את מלוא זכויות הבנייה, להעניק חנייה חנים ללקוחות ולגבות שכ"ד



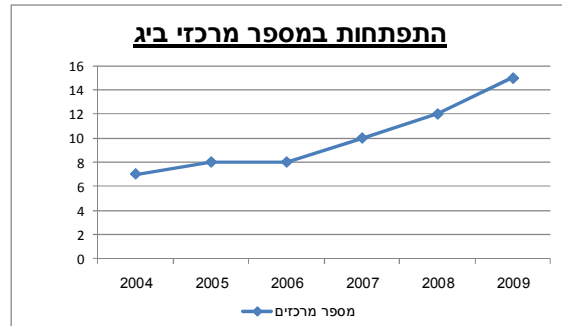
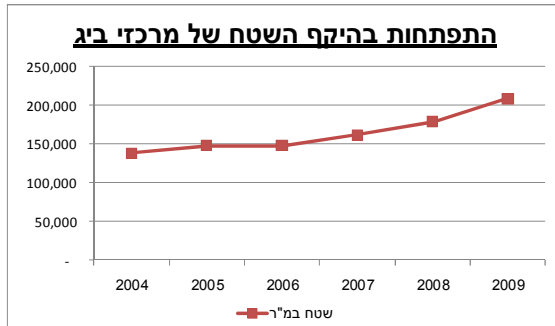
מידרוג

נמוך יחסית מהשוכרים, לעומת מרכזים מסחריים, קניונים, באזורי ביקוש. כתוצאה מכך נהנית החברה משיעורי תפוסה גבוהים ביותר והכנסות שכ"ד יציבות, גם בתקופות מיתון, כפי שניתן לראות בטבלה - בצמיחה עקבית בהכנסות ממרכזים זהים בין השנים 2007, 2008 ו-3 רבעונים ראשונים של 2009.

עיקר הכנסות השכירות של החברה מגיעות משכ"ד קבוע למ"ר ורק מיעוטו (כ-8%-6%) הוא כאחוז מהפדיון. המרכזים כוללים שוכרים הנחשבים כעוגנים - בראש ובראשונה סופרמרקטים שנועדו למשוך קהל לקוחות רחב. כמו כן, כוללים המרכזים חנויות גדולות ("Big Boxes") של שוכרים, שמתקשים לאתר מתחמים דומים במרכזי הערים, כגון חנויות עשה זאת בעצמך, חנויות עודפים וכד'. על אף האמור לעיל, נרשמת בתקופה האחרונה מגמה של כניסת חנויות אופנה קטנות יותר, המשלמות שכ"ד גבוה יותר למ"ר.

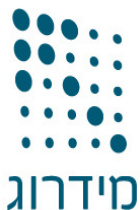
שיעור ה- NOI של החברה מהמרכזים נע לרוב בין 7%-9%, דבר המעיד על כך שהנכסים אינם משוערכים מעבר לסביר, זאת - בהתבסס על עסקאות אחרונות של נכסים מניבים בישראל. מכיוון שלרוב החברה יוזמת את הקמת נכסיה, יש לה אחוזי תשואה גבוהים יותר על ההשקעה, לעומת חברות הרוכשות מרכזים פועלים. מרבית נכסי החברה משועבדים, חלקם כנגד הלוואה וחלקם כנגד מסגרות אשראי, המנוצלות בחלקן. שיעור ה- LTV של הנכסים המשועבדים כנגד הלוואות אינו גבוה ועומד על כ-63%. על אף שרק 4 ממרכזי החברה אינם משועבדים, מדובר במרכזים גדולים הכוללים, בין היתר, את מרכז ביג בבאר שבע, שהינו המרכז הגדול ביותר של החברה. השווי הכולל של הנכסים שאינם משועבדים עומד על 762 מיליון ₪.

התפתחות החברה לאורך השנים



מרכזי ביג	שנת הקמה/רכישה
באר שבע, פולג, כרמיאל, קריות, רגבה, בית שמש, אילת	עד 2004
ביג ראשון	2005
-	2006
ביג קסטינה, ביג יהוד	2007
ביג יוקנעם, מודיעין	2008
נצרת, טבריה, קרית גת	2009

החברה הוקמה בשנת 2004, לאחר מיזוג בין 2 חברות פרטיות. במועד האיחוד החזיקה החברה ב-7 נכסים, שכללו את 4 הנכסים הגדולים של החברה כיום - באר שבע, פולג, כרמיאל וקריות. מאז 2004 החברה הגדילה את מצבת נכסיה ביותר מפי 2, כפי שניתן לראות בגרף ההתפתחות במספר מרכזי ביג. עם זאת, נכסים אלו הם בד"כ קטנים יחסית ועל



כן היקף השטח שבבעלות החברה גדל במשך השנים באופן מתון יותר, כפי שניתן לראות בגרף התפתחות בהיקף השטח של מרכזי ביג.

פרויקטים בייזום בארץ

בכוננת החברה להמשיך ולפעול להקמת מרכזים חדשים בארץ. החברה נמצאת בשלבי ייזום ראשוניים ב- 5 פרויקטים. להלן נתונים עיקריים לגביהם (באלפי ₪):

שם פרויקט	אחוז אחזקה	שותפים	שימוש	שטח פרויקט	עלות קרקע שהושקעה	עלות צפויה לפרויקט חלק ביג	מתוכנן הון עצמי	הון חיצוני	NOI צפוי חלק החברה	שיעור NOI	מועד תחילת פרויקט	מועד סיום פרויקט - צפוי
ביג אשקלון	50%	יובל גד	מסחר, משרדים	57,000	11,000	65,000					טרם נקבע	
ביג צורעה	100%		מסחר	29,000	17,100	130,000	35,000	95,000	24,300	16.5%	2011	2013
ביג אשדוד	36%	י.רשי, ביג מג, קדמת עדן	מסחר	61,000	8,750	57,600	30,000	50,000	13,414	20.2%	החל	2012
ביג פרדס חנה	50%	מגה אור החזקות בע"מ	מסחר	26,500	-	17,000	4,000	13,000	2,800	16.5%	2010	2011
ביג יהוד - הרחבה	50%	איקרוס	מסחר	20,000	26,000	55,000	5,000	50,000	10,320	*15.1%	2010	2012
סה"כ				193,500	62,850	324,600	74,000	208,000	50,834			

* תשואה כוללת על המרכז הקיים + הרחבה

בנוסף ל- 5 הפרויקטים הנ"ל סיימה החברה לבנות, ממקורותיה העצמיים (בהשקעה של 27.5 מיליון ₪), מרכז בקרית שמונה. עקב תביעה שהוגשה לבית משפט, המבקשת למנוע את פתיחת המרכז, בטענה כי נבנה על פי היתר אשר אינו תואם את התב"ע החלה, הטיל בית המשפט העליון צו האוסר על פתיחת המרכז עד לקבלת החלטה סופית בעניין ע"י בית המשפט המחוזי.

פעילות החברה בחו"ל

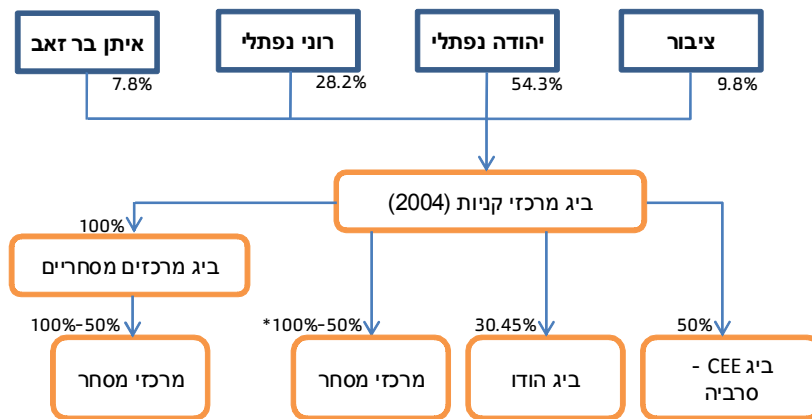
נכון למועד הדוח, החברה פעילה בסרביה ובהודו. בסרביה מחזיקה החברה דרך שותפות בחברות מקומית ב- 3 קרקעות, אשר החברה מעוניינת להקים בהן רשת מרכזים פתוחים, באופן דומה לאלו הקיימים בארץ. באחת מהקרקעות כבר ניתן היתר בנייה לבניית שלב א' של הפרויקט והחל שיווק השטחים. בהודו מחזיקה החברה, דרך שותפות עם ליהמן ברדרס (קרנות הנדל"ן) ושותפים אחרים, לרבות שותף מקומי, בחברה מקומית ב- 3 מגרשים. באחד המגרשים הסתיימה הקמתו של מרכז מסחרי והוחל בהפעלתו בינואר 2010.

רכישת קניאל

במאי 2008 רכשה החברה מחצית מההחזקה בחברות קניאל תעשיות אריזה בע"מ וקניאל אריזות משקה בע"מ (להלן 2 החברות "קניאל" ו/או "החברות"), בתמורה לכ- 111 מיליון ₪. על מניות החברות מוטל שעבוד לטובת בנק דיסקונט, בגין מסגרת אשראי מנוצלת בסך של כ- 70 מיליון ₪. רכישת החברות נעשתה על מנת לפתח את שטחי המרקעין, עליהם היו ממוקמים מפעלי החברות בפתח תקווה ובכפר סבא. לאחר הרכישה רוכזה פעילות קניאל בשטח בכפר סבא. מכיוון שהפעילות התעשייתית של חברות קניאל אינה בתחום הפעילות של ביג, ההשקעה בוצעה ביחד עם שותף נוסף, אשר היה הבעלים של חברות קניאל במשך מספר שנים טרם מועד העסקה, כך שביג אחראית על פיתוח החלק הנדל"ני והשותף המקורי אחראי על הניהול התעשייתי. בנוסף, חברות קניאל מינו יו"ר פעיל בעל ידע בתחום ובין היתר, הנפיקו לו בתמורה 1% ממניות חברות קניאל.

בעל השליטה בביג מרכזי קניות הינו מר יהודה נפתלי, שבהחזקתו כ- 54.3% ממניות החברה. בעלי עניין נוספים בחברה הינם מר רוני נפתלי ומר איתן בר זאב שבהחזקתם כ- 28.2% ו- 7.8%, בהתאמה, ממניות החברה. יתרת המניות, בשיעור של כ- 9.8%, מוחזקות ע"י הציבור.

תרשים מבנה ובעלות:



* למעט המרכז בנצרת ופרויקט באשדוד

נושאי משרה

בהתחשב בעובדה שהחברה הוקמה בשנת 2004, וותק נושאי המשרה בחברה ובעיקר הוותק של ההנהלה הבכירה, מעיד על יציבות ניהולית. כמו כן, נושאי המשרה הינם בעלי ניסיון מקצועי עשיר, בין היתר, בתחומי הקמעונאות והנדל"ן. להלן טבלה המרכזת את פרטי נושאי המשרה העיקריים בחברה:

שם ממלא התפקיד	תפקיד נוכחי בחברה	שנת לידה	וותק בקבוצה	תאור התפקיד הנוכחי ותאור תפקידים קודמים
יהודה נפתלי	יו"ר הדירקטוריון ובעל שליטה בחברה	1943	מיום ייסוד החברה	יו"ר הדירקטוריון ובעל שליטה בחברה.
איתן בר זאב	מנכ"ל	1952	11.08.2004	מנכ"ל קבוצת ביג מרכזי קניות. לשעבר מנכ"ל אלוניאל בע"מ (מקדונלדס ישראל).
ישראל יעקבי	משנה למנכ"ל	1956	01.05.2005	משנה למנכ"ל קבוצת ביג מרכזי קניות. לשעבר סמנכ"ל אלוניאל בע"מ (מקדונלדס ישראל).
איתמר יהודה רגב	סמנכ"ל בינוי ופיתוח עסקי	1969	07.07.2008	סמנכ"ל בינוי ופיתוח עסקי של קבוצת ביג מרכזי קניות. לשעבר נציג קבוצת אנגל בקנדה ומנכ"ל תורג בע"מ.
חי גאליס	סמנכ"ל ניהול ותפעול	1976	01.09.2003	סמנכ"ל ניהול ותפעול של קבוצת ביג מרכזי קניות, מנהל מרכזים בקבוצת ביג מרכזי קניות.
אסף נגר	חשב	1977	28.01.2007	חשב קבוצת ביג מרכזי קניות. לשעבר מבקר בפירמת רואי החשבון ארנסט אנד יאנג ישראל.

דירוג החברה מושפע לחיוב מאסטרטגיית החברה למצות את מלוא הפוטנציאל והניסיון שרכשה בשוק בישראל, לפיה בכוננת החברה להמשיך ולפעול להקמה ופיתוח של מרכזים פתוחים נוספים בארץ, הן באופן בלעדי והן יחד עם שותפים. עיקר הפיתוח צפוי להיעשות בשטחים שכבר נרכשו ע"י החברה למטרה זו בעבר ובהרחבת מרכזים קיימים ופחות באמצעות רכישת מרכזים קיימים, עקב העובדה כי במחירי השוק הנוכחיים יקשה על החברה לאתר מרכזים מניבים לרכישה בתשואות סבירות.

בפיתוח הצפוי יינתן דגש בהקמת מרכזי "Life Style", שהינם מרכזים הכוללים מתחם דמוי רחוב עירוני, עם חנויות בצדי הרחוב וחנייה חופשית מסביב למתחם, עקב הערכות החברה לגידול בביקוש לסוג כזה של מרכזים מסחריים.

מנגד, אסטרטגיית החברה לפעול להתרחבות בחו"ל - כיום בהודו וסרביה, הינה בעלת מאפייני סיכון גבוהים יותר, שם לחברה אין יתרונות יחסיים בולטים ועליה לצבור ניסיון, ותק ומוניטין, בשוק בו תפעל. החברה ממתנת את רמת הסיכון על ידי קיומו של שותף המכיר את שוק המטרה; יציין, כי הכניסה למדינה תאפשר לחברה לפתח את המותג ביג.

לחברה אין מדיניות לחלוקת דיבידנדים. בשנת 2009 חילקה החברה דיבידנד בסך 30 מיליון ₪, מתוכם 10 מיליון בתחילת 2009 בגין רווחי שנת 2008 וסך של 10 מיליון ₪ בכל אחת מהשנים 2008 ו-2007.

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה היא מבין הוותיקות בישראל בתחום פעילות המרכזים הפתוחים ונחשבת למובילה בתחומה; כמו כן, לחברה הנהלה בעלת ידע מקצועי והיכרות טובה עם השוק; החברה נהנית משיעורי תפוסה גבוהים ומתזרים יציב מנכסיה אשר הינם בעלי ותק בפעילות; לחברה גמישות פיננסית ורמת נזילות טובה, המתבטאים בנכסים לא משועבדים, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ותזרים שירוי (FFO), המאפשר יחסי כיסוי התואמים את דירוגה. אף שיחסי איתנות החברה אינם בולטים לטובה לרמת דירוגה, רמת המינוף הנמוכה של נכסיה מקנה לה גמישות בהורדת שכ"ד בעת הצורך; תחום פעילות החברה, הנהנה מהשקעה נמוכה יחסית בעלות הקרקע והפיתוח, לעומת מתחמים מסחריים אחרים, מקטין את רמת החשיפה בפרויקטים יזמיים; לחברה גידור טבעי כנגד סיכונים אינפלציה; לחברה אין תלות בשוכר מהותי. מנגד, החברה חשופה לגידול ברמת התחרותיות בשוק בשנים הבאות; לחברה תמהיל פעילות מרוכז בתחום המסחר במרכזים פתוחים בלבד; החברה חשופה לסיכונים פעילות ייזום בחו"ל, תחום שבו טרם הוכיחה יכולת ביצוע משמעותית; החברה חשופה לסיכונים פעילות ייזום בארץ; לחברה מספר מצומצם של נכסים מרכזיים, המניבים את עיקר הכנסותיה, יחד עם זאת, רמת הסיכון הגלומה בחשיפה לנכסים אלו הינה נמוכה, לאור הוותק הרב של הנכסים; החברה חשופה לסיכונים מתחום הנדל"ן המניב ולתנודתיות בשווי ההוגן של נכסיה; החברה חשופה לפעילות קניאל; בבסיס הדירוג נמצאת ההנחה כי החברה אינה עומדת לפעול בשווקים נוספים בחו"ל, בכללם בארה"ב. היה והחברה תחל לפעול בשווקים חדשים בחו"ל, מידרוג תבחן את מדיניות החברה, היקף ההשקעה ורמת המינוף על ההשקעה.

החברה הינה מבין מובילות השוק בתחומה

החברה הינה מבין החברות הוותיקות בישראל בתחום פעילות המרכזים הפתוחים. לחברה ידע וניסיון רב בתכנון ופיתוח מרכזי קניות ויצירת תמהיל עסקים נכון והיא נחשבת בין מובילות השוק בתחומה. הנהלת החברה הינה בעלת ידע בתחום הקמעונאי ובתחום הנדל"ן, וכן בעלת הכרות טובה עם השוק ועם השחקנים העיקריים הפעילים בו.

תזרים יציב מנכסים מניבים בעלי ותק בפעילות

נכסי החברה נמצאים בשיעורי תפוסה גבוהים ומניבים תזרים NOI יציב, אשר צפוי להמשיך ולהשתפר עם התחלת הגבה של מרכזים חדשים. עלויות קרקע ופיתוח זולות מהוות יתרון חשוב לחברה, שכן הן מאפשרות גמישות פיננסית הבאה לידי ביטוי, בין היתר, במתן חנייה חינם ללקוחות המרכזים וגביית שכ"ד נמוך מהשוכרים. זו אחת הסיבות לכך שנכסי החברה מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים במהלך השנים, גם בתקופות של מיתון כלכלי. כמו כן, מרבית נכסי החברה בעלי ותק פעילות של מספר שנים, כשהגדולים ביניהם (כדוגמת באר שבע, כרמיאל וקריות) פועלים למעלה מעשור.

גמישות פיננסית טובה

נכון ליום 30 בספטמבר 2009, לחברה נכסים בלתי משועבדים בשווי של כ- 762 מיליון ₪ ובנוסף - נכסים משועבדים בסך כ- 414 מיליון ₪, כנגד מסגרת אשראי הכוללת מסגרת לא מנוצלת העומדת כיום על 100 מיליון ₪. היקף ההלוואות שכנגדן משועבדים הנכסים הינו נמוך יחסית, כפי שבא לידי ביטוי ביחס ה-LTV, שעומד על כ- 63%. מנגד, לחברה חוב פיננסי נטו בסך 1.192 מיליארד ₪, ממנו 766 מיליון ₪ בגין אג"ח.

יחסי איתנות וכיסוי חוב טובים

לחברה שיעור הון עצמי לסך מאזן גבוה העומד על למעלה מ- 30%. רמת איתנות פיננסית זו הינה סבירה ביחס לחברות בענף הפעילות שלה אולם אין היא בולטת לטובה בהשוואה לחברות אחרות המצויות ברמת דירוגה. כמו כן, התזרים הפרמננטי ורמת חוב סבירה יוצרים יחסי כיסוי נוחים, בהשוואה לחברות בעלות פעילות דומה. בהנחה של הגבה מלאה למרכזים שבנייתם הסתיימה עומדים יחסים אלו בשנת 2010 על כ- 17.5 שנים (ראה פרק הניתוח הפיננסי).

פיתוח מרכזים פתוחים פחות חשוף לסיכונים ביחס למרכזים מסחריים אחרים

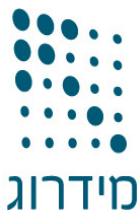
מיקומם של מרכזי ביג באזורים המרוחקים לרוב ממרכז הארץ ואופי הבנייה בהם - של מבנים נמוכים, בעלי חללים גדולים ובסטנדרטים פשוטים ביחס לקניונים רגילים, מביא לכך שעלויות הפיתוח של המרכזים נמוכות באופן משמעותי ביחס לקניונים ומשך ההקמה מהיר ולוקח כ- 12-15 חודשים בלבד. עיקר הקושי בהקמת מרכז חדש הינו בשלב התכנון וקבלת האישורים הסטטוטוריים, שיכול אף לקחת מספר שנים. מרגע שמתקבלים האישורים, הקמת המרכזים, כאמור, מהירה. מצב זה מאפשר לחברה להשקיע סכומים נמוכים יחסית מהון עצמי וכן להחזיר את ההשקעה - באמצעות מימון מחדש לאחר פתיחת המרכז, לאחר תקופה קצרה.

גידור טבעי לסיכונים החברה הכרוכים בשיעורי האינפלציה

החברה חשופה לשינויים במדד המחירים לצרכן כתוצאה ממבנה החוב, המורכב ברובו מחובות צמודים למדד. עם זאת, הכנסות החברה מדמי שכירות צמודות אף הן למדד ומהוות גידור תזרימי טבעי לשינויים בשיעורי האינפלציה.

היעדר תלות בשוכר יחיד

לחברה שני שוכרים - טיב טעם ושופרסל, אשר שיעור ההכנסה מהם, מתוך סך הכנסות החברה, הינו כ- 4.5%.



טיב טעם שוכרת מהחברה את מלוא השטחים הנמצאים במרכז ביג ראשון הממוקם בראשון לציון, בחוזה ארוך טווח המסתיים ב- 2015. מיקומו של הנכס בצומת מרכזית בכניסה לעיר עשוי לסייע בתרחיש של עזיבת שוכר יחיד. שופרסל שוכרת מהחברה מתחמים במספר מרכזים של החברה. שופרסל מהווה עוגן חשוב במרכזים, ושוכר מהותי לחברה. עם זאת, מכיוון שתחום השיווק הקמעונאי הפך בשנים האחרונות לתחרותי ביותר ובניגוד למגמת היציאה של רשתות השיווק הקמעונאיות ממרכזי המסחר הסגורים (קניונים), הביקוש לשטחים במרכזים הפתוחים נתון יציב, ניתן להניח כי במידה ושופרסל תבקש להפסיק את פעילותה במרכזי ביג, החברה תצליח למצוא שוכר חלופי בתנאי שכ"ד דומים.

סיכונים עסקיים

רמת התחרותיות בענף המרכזים המסחריים צפויה לגדול

על פי התחזיות, מתוכננים בשנים הבאות להיבנות ברחבי ישראל עשרות רבות של מרכזים מסחריים, בשטח כולל של מאות אלפי מ"ר, שיכללו קניונים גדולים, מרכזים שכונתיים ומרכזי קניות פתוחים. הגידול בהיצע המרכזים המסחריים עלול להביא להחרפת התחרות ולירידה בשכ"ד למ"ר.

תמהיל פעילות מרוכז

בניגוד לחברות אחרות הפועלות בתחום הנדל"ן המניב, שבבעלותן נכסים בעלי תמהיל שימושים מגוון - כגון משרדים, שטחי מסחר מסוגים שונים וכד', עיקר הפעילות של ביג הינו בתחום מצומצם של בעלות והפעלת מרכזי קניות פתוחים. על אף היתרונות שקיימים בהתמחות, ריכוזיות הפעילות בתחום ספציפי, מהווה חשיפה לפעילות בעלת מאפייני סיכון עסקי דומים.

החברה טרם הוכיחה יכולת ביצוע משמעותית בתחום הייזום בחו"ל

החברה מנסה, כאמור, להיכנס בשנים האחרונות לפעילות בשווקים בחו"ל. נכון ל-30 בספטמבר, השקיעה החברה בסרביה כ- 56 מיליון \$ ובהודו כ- 42 מיליון \$. לאחר תאריך הדוח השקיעה החברה סכום נוסף בסרביה, בסך 8.3 מיליון \$. כוונת החברה להמשיך להשקיע בסרביה עד 15 מיליון \$ נוספים ולא להשקיע סכומים נוספים לפרויקטים בהודו. פעילות הייזום, מעצם היותה בחו"ל, מהווה חריגה מתחום ההתמחות של החברה. לחברה חסר ניסיון וידע בייזום בחו"ל ועדיין חלה עליה חובת ההוכחה לגבי ההשקעות שביצעה עד כה. יחד עם זאת, החברה ממתנת את רמת הסיכון הזו באמצעות שותפים מקומיים אשר מכירים את שוקי המטרה.

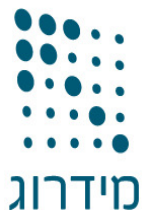
חשיפה לסיכונים הכרוכים בשוק הנדל"ן המניב

ענף הנדל"ן המניב מושפע משינויים בביקושים, מצמיחה או האטת המשק. משברים פיננסיים והשפעותיהם עלולים להביא לירידה בביקושים לשטחי מסחר, לשחיקה בדמי השכירות ולקושי בגיוס מקורות אשראי. פעילות הייזום בענף הנדל"ן הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם.

סיכונים פיננסיים

חשיפה למספר מצומצם של נכסים מרכזיים בפורטפוליו

מתוך 15 נכסים מניבים, למעלה מ- 60% מתזרים ה- NOI של החברה מקורו ב- 4 מרכזים עיקריים - באר שבע, כרמיאל, קריות ופולג. ריכוזיות הכנסות החברה במספר מועט של מקורות הכנסה משמעותיים מקטין את פיזור ההכנסות של החברה על פני נכסיה ויש בו כדי להעלות את רמת הסיכון והתלות בנכסים אלו. עם זאת, נכסים אלו הינם



מבין הוותיקים של החברה אשר הוכיחו יציבות אף בעיתות משבר. על כן, להערכת מידרוג, אף שקיימת חשיפה הרי שרמת החשיפה של החברה בגין נכסים אלו אינה גבוהה.

חשיפה לפעילות ייזום בארץ

בכוונת החברה לפעול בשנים הקרובות לפיתוח 5 מרכזים חדשים בארץ, בהשקעה כוללת של כ- 325 מיליון ₪, מתוכה השקעה מהון עצמי של כ- 74 מיליון ₪ (בנוסף להון שהושקע ברכישת קרקע בסך כ- 63 מיליון ₪). פעילות יזמית זו הינה בעלת מאפייני סיכון רבים יותר מניהול והפעלת נכסים מניבים, החל ממצאיא שוכרים, הפעלת הנכס תוך מניעת התנגדויות והטמעת פעילות הנכס לאורך זמן. יצוין כי החברה נוהגת להגיע להסכמות בעל פה ובכתב עם שוכרי העוגן בשלבי הייזום הראשוניים של הפרויקט.

החברה חשופה לשינויים בשווי ההון של הנכסים

תקני החשבונאות הבינלאומיים, אותם אימצה החברה, קובעים הצגת נכסי הנדל"ן להשקעה לפי שוויים ההוגן, המשקפים את תנאי השוק לאותו מועד. ירידה בשווי ההון של נכסי הנדל"ן המניב עלולה לפגוע בתוצאות הכספיות של החברה ורמת איתנותה הפיננסית. יש לציין, כי רמת המינוף של החברה על נכסיה טובה ביחס לענף.

חשיפה לפעילות קניאל

חברות קניאל אינן עומדות ביחסים פיננסיים שנקבעו עם הבנקים הממונים, דבר אשר גרר דרישה מטעם הבנקים להעמיד כבטוחה נוספת את הקרקע בכפר סבא, דרישה אשר נענתה ע"י חברות קניאל, הפועלות בימים אלו לשעבד את הקרקע לטובת הבנק. חשיפת החברה מתבטאת באפשרות שתידרש להזרמת כספים נוספים לחברות במידת הצורך, זאת על אף שלהערכת מידרוג חשיפה זו מוגבלת, עקב שווי הקרקעות שבבעלות חברות קניאל.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי של החברה, מעבר למוצג בדוח דירוג זה
- הרחבת תיק הנכסים, תוך שמירה על יחסי הכיסוי והאיתנות
- שיפור פרמננטי משמעותי ביחסי הכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- עליה ביחסי הכיסוי, כך שיחס החוב נטו ל- FFO יעלה על- 20
- יחס החוב הפיננסי ל- CAP יעלה על 60%
- עליה בסיכון העסקי עקב מדיניות השקעות לא שמרנית לרבות גידול בהיקף הפעילות היזמית של החברה, כך שתהווה למעלה מ- 20% מסך המאזן
- באם לא יועמדו לטובת הסדרה בטחונות ספציפיים - קיטון בגמישות הפיננסית, כך שיחס שווי נכסים בלתי משועבדים ליתרת אג"ח ירד מתחת ל- 1.3
- היקף חלוקת הדיבידנד השנתית יעלה על 30% מה- FFO השנתי

בינ מרכזי קניות (2004) בע"מ: דוח רווח והפסד (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	30.9.2008	30.9.2009	
120,282	148,921	109,111	125,444	הכנסות מהשכרה ודמי ניהול
220,515	124,502	132,916	70,559	עלייה בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בפיתוח
3,196	5,204	3,101	4,649	הוצאות מכירה ושיווק
14,032	19,182	13,211	13,639	הוצאות הנהלה וכלליות
763	1,080	465	413	פחת והפחתות
299,262	225,041	207,418	159,095	רווח תפעולי
-51,352	-85,569	-86,123	-72,310	הכנסות (הוצאות) מימון נטו
14	-11,620	193	13,007	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות כלולות, נטו
247,924	127,852	121,488	99,792	רווח לפני מסים על הכנסה
62,593	35,356	30,872	-28,955	מסים על הכנסה (הטבת מס)
185,331	92,496	90,616	128,747	רווח נקי

גידול בהכנסות בזכות כניסה לפעילות של מרכזים חדשים

ב- 9 החודשים הראשונים של 2009 (להלן "תקופת הדוח") חל גידול של כ- 15% מהכנסות השכרה ודמי ניהול, ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול הינו כתוצאה מהתחלת פעילות של 4 מרכזים חדשים ביחס לתקופה המקבילה, אך גם כתוצאה מגידול שוטף בשכ"ד משוכרים קיימים.

עלייה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה

עיקר העלייה שנרשמה בסעיף זה בתקופה הדוח הינה כתוצאה מהצגתם לראשונה של המרכזים טבריה וקריית גת על פי שוויים ההוגן. גם עיקר הרווחים שנבעו לחברה בגין חלקה ברווחי חברות כלולות הינם כתוצאה משערוך נדל"ן להשקעה, לאחר שבתקופת הדוח הוצג לראשונה המרכז בנצרת על פי שוויי ההוגן בעקבות התחלת הפעלתו.

גידול ברווח הנקי כתוצאה מהטבת מס

בתקופה הדוח רשמה החברה גידול של למעלה מ- 40% ברווח הנקי, בעיקר כתוצאה מהטבת מס בשל הרפורמה בשיעורי המס על פי חוק ההסדרים.

ביג מרכזי קניות (2004): מקורות ושימושים (אלפי ₪)

<u>31.12.2007</u>	<u>31.12.2008</u>	<u>30.9.2008</u>	<u>30.9.2009</u>	
31,445	53,062	28,833	31,451	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
-	42,314	42,314	-	החזר על חשבון קרקע
-	4,669	6,169	-	החזר הלוואה מצדדים קשורים
46,836	-	-	-	הנפקת הון מניות (בניכוי הוצאות הנפקה)
58,150	249,845	260,835	29,313	קבלת הלוואות לזמן ארוך מתאגידים בנקאיים ואחרים, נטו
-	95,106	9,298	-	קבלת אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים ואחרים, נטו
-	1,652	639	51	פיקדונות משוכרים, נטו והפרשי תרגום בגין יתרות מזומן של פעילות חוץ
498,648	-	-	-	הנפקת אג"ח (בניכוי הוצאות הנפקה) ואג"ח להמרה
-	-	-	129,469	ירידה במזומנים ושווי מזומנים
635,079	446,648	348,088	190,284	סך מקורות
-	2,659	-	2,344	השקעה בפיקדונות לזמן קצר בתאגידים בנקאיים
592	1,316	1,138	343	השקעה ברכוש קבוע ובנכסים בלתי מוחשיים
46,371	-	2,500	-	תשלום על חשבון שירותי בנייה וקרקע
-	124	-	-	תשלום על חשבון השקעה במניות
12,269	52,827	45,377	-	רכישת חברות מאוחדות שאוחדו לראשונה
18,283	112,680	112,442	21	השקעה בחברות כלולות
121,933	145,269	96,814	55,914	השקעה בנדל"ן לפיתוח ובנדל"ן להשקעה
23,024	6,616	17,233	1,769	מתן הלוואות (לזמן קצר ולזמן ארוך)
6,033	-	-	7,972	מתן הלוואה לצדדים קשורים
4,135	-	-	21,584	פירעון אג"ח להמרה
10,000	10,000	10,000	20,000	דיבידנד ששולם
328,903	-	-	79,173	פירעון אשראי לזמן קצר מתאגידים בנקאיים ואחרים, נטו
198	-	69	1,164	פיקדונות משוכרים, נטו והפרשי תרגום בגין יתרות מזומן של פעילות חוץ
-	44,000	44,000	-	פירעון הלוואות מבעלי עניין
63,338	71,157	18,515	-	עלייה במזומנים ושווי מזומנים
635,079	446,648	348,088	190,284	סך שימושים

יציבות תזרימית מפעילות שוטפת

החברה מציגה יציבות בתזרים מפעילות שוטפת. לכאורה, התזרים מפעילות שוטפת לשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2009, בגילום שנתי, נמוך מהתזרים בשנת 2008, אך בפועל לא צפויה הרעה בתזרים ב- 2009. זאת מכיוון שעיקר תשלומי הריבית והמס לכלל השנה בוצעו בתחילת השנה. בשל כך, תזרים במונחים שנתיים, המתבסס על שלושת הרבעונים הראשונים, יוצר הטיה לרעת החברה.

שימוש ביתרת מזומנים ובמזומנים מפעילות שוטפת לצורך פעילות מימון והשקעה

במהלך תקופת הדוח חלה ירידה של כ- 129.5 מיליון ₪ ביתרת המזומנים של החברה. עיקר השימוש שעשתה החברה במזומנים היה בפעילות השקעה בנדל"ן לפיתוח ובנדל"ן להשקעה - בסך כ- 56 מיליון ₪ - בהשלמת המרכז בקרית שמונה, הקמת בנייני משרדים בבית שמש, בנין מסחרי באילת והמשך הפיתוח במרכז בקרית גת וכן בפירעון אג"ח ואשראי לבנקים בלמעלה מ- 100 מיליון ₪ ובחלוקת דיבידנד בסך 20 מיליון ₪ (דיבידנד נוסף בסך 10 מיליון ₪ חולק בדצמבר).

ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ: מאזן (אלפי ₪)

<u>31.12.2007</u>	<u>31.12.2008</u>	<u>30.9.2008</u>	<u>30.9.2009</u>	
70,491	141,648	89,006	12,179	מזומנים ושוי מזומנים
-	2,659	-	5,189	פקדונות בתאגידים בנקאיים
6,145	4,438	6,616	5,918	שוכרים
26,315	33,401	26,460	48,886	חייבים ויתרות חובה
45,274	-	-	-	חייבים בגין תשלום על חשבון קרקע
14,369	14,120	32,679	16,901	הלוואה לזמן ארוך
27,065	168,592	180,649	184,671	השקעה בחברות כלולות
1,330,227	1,554,526	1,542,429	1,733,810	נדל"ן להשקעה
114,515	203,561	130,412	141,984	נדל"ן להשקעה בפיתוח
1,061	1,685	1,688	1,484	רכוש קבוע, נטו
472	516	465	656	נכסים בלתי מוחשיים
1,635,934	2,125,146	2,010,404	2,151,678	סה"כ נכסים
2,904	136,845	39,205	109,841	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
44,000	-	-	-	הלוואה מבעלי עניין
22,274	18,026	17,806	22,648	התחייבויות לספקים ולנותני שירותים
26,409	47,872	25,334	22,003	זכאים ויתרות זכות
-	10,000	-	-	דיבידנד שהוכרז
111,424	368,479	377,215	406,341	התחייבויות לתאגידים בנקאיים ואחרים
646,700	675,301	678,520	650,171	אג"ח, נטו
80,352	62,697	62,830	43,295	אג"ח להמרה במניות
524	70	70	70	מרכיב אופציות המרה של אג"ח הניתנות להמרה
1,370	3,109	2,009	1,945	פקדונות משוכרים
124	235	193	173	התחייבויות בשל הטבות לעובדים
125,985	160,356	156,581	130,943	מסים נדחים
573,868	642,156	650,641	764,248	הון עצמי
1,635,934	2,125,146	2,010,404	2,151,678	סה"כ התחייבויות והון עצמי

גידול בסעיף נדל"ן להשקעה תוך שמירה על היקף החוב הפיננסי וקטון ביתרת המזומנים

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2009 נרשמה יציבות בסך המאזן של החברה. ביחס ליום 31 בדצמבר 2008, חל גידול בהיקף הנדל"ן להשקעה של החברה בכ- 180 מיליון ₪, שבעיקרו נבע מסיום עבודות הפיתוח של מרכזים חדשים - טבריה וקריית גת וכן משערוכים של מרכזים קיימים. הגידול בנדל"ן להשקעה לא לווה בגידול בחוב הפיננסי וכפועל יוצא חל קטון בהיקף היתרות הנזילות של החברה אשר עומדות, נכון ליום 30 בספטמבר, על כ- 17.4 מיליון ₪ בלבד. עם זאת, לטענת החברה, מצב זה נובע מהחלטה עסקית לשמירה על יתרת נזילות מינימאלית, לאור המרווח הגדול בין עלות המימון ובין הריבית על פיקדונות לז"ק. בנוסף, באפשרות החברה לשמור על יתרות נזילות נמוכות מכיוון שברשותה, נכון להיום מסגרות אשראי חתומות, לא מנוצלות, בהיקף של כ- 100 מיליון ₪ ו-4 מרכזים מניבים שאינם משועבדים.

ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ: יחסי איתנות (אלפי ₪)

<u>31.12.2007</u>	<u>31.12.2008</u>	<u>30.9.2008</u>	<u>30.9.2009</u>	
70,491	144,307	89,006	17,368	יתרות נזילות (כולל פיקדונות)
841,380	1,243,322	1,157,770	1,209,648	חוב פיננסי
770,889	1,099,015	1,068,764	1,192,280	חוב פיננסי, נטו
1,541,233	2,045,834	1,964,992	2,104,839	CAP
1,470,742	1,901,527	1,875,986	2,087,471	CAP, נטו
573,868	642,156	650,641	764,248	הון עצמי
1,635,934	2,125,146	2,010,404	2,151,678	סך מאזן
55%	61%	59%	57%	חוב פיננסי ל- CAP
52%	58%	57%	57%	חוב פיננסי, נטו ל- CAP, נטו
35%	30%	32%	36%	הון עצמי למאזן

לחברה יחסי איתנות טובים ויציבים לאורך שנים

החברה שומרת על רמת יציבות פיננסית גבוהה לאורך זמן, כפי שבאה לידי ביטוי ביחסי האיתנות: שיעורי החוב הפיננסי ל- CAP והחוב פיננסי נטו ל- CAP נטו, במהלך 3 השנים האחרונות, שמרו על יציבות של 55%-61% ו- 52%-58% בהתאמה. שיעור ההון העצמי למאזן, שרשם ירידה מסוימת בשנת 2008, עלה ב- 2009 חזרה לרמה דומה לזו שנרשמה ב- 2007 של כ- 36%-35%. השינויים ביחסי האיתנות נובעים מתקופות השקעה בהן נמצאת החברה אשר במהלכן גדל החוב הפיננסי אך הנכס טרם מניב רווחים לחברה.

רווחיות החברה בשנת 2009 תביא לכך, שלאחר גיוס אג"ח בהיקף של 200 מיליון ₪ תחול ירידה מסוימת בלבד ביחסי האיתנות של החברה, כך ששיעור החוב ל- CAP לא יעלה על 60%. ניתן להניח, כי לאחר שהנכסים המניבים להשקעה שירכשו ו/או יפותחו בכספי התמורה יחלו לייצר הכנסות ורווח לחברה, יחול שיפור ביחסי האיתנות.

ביג מרכזי קניות (2004) בע"מ: יחסי כיסוי (אלפי ₪)

<u>31.12.2007</u>	<u>31.12.2008</u>	<u>30.9.2008</u>	<u>30.9.2009</u>	
37,555	55,352	34,627	29,659	FFO
841,380	1,243,322	1,157,770	1,209,648	חוב פיננסי
770,889	1,099,015	1,068,764	1,192,280	חוב פיננסי, נטו
22.4	22.5	25.1	30.6	חוב פיננסי ל- FFO במונחים שנתיים
20.5	19.9	23.1	30.1	חוב פיננסי, נטו ל- FFO במונחים שנתיים
300,025	226,121	207,883	159,508	EBITDA
79,510	101,619	74,967	88,949	EBITDA בניכוי שערורים
			68,540	FFO במונחים שנתיים ובהנבה מלאה על בסיס הדוחות
			17.6	יחס חוב פיננסי ל- FFO
			17.4	יחס חוב פיננסי נטו ל- FFO
			62,540	FFO במונחים שנתיים ובהנבה מלאה בניכוי CAPEX
			19.3	יחס חוב פיננסי בניכוי CAPEX ל- FFO
			19.1	יחס חוב פיננסי נטו בניכוי CAPEX ל- FFO

שיפור ביחסי הכיסוי בשנת 2009 כתוצאה מגידול ב- FFO

בתקופת הדוח יצרה החברה תזרים FFO בסך של כ- 30 מיליון ₪, המגלם סך של כ- 40 מיליון ₪ במונחים שנתיים. לכאורה, מדובר בשחיקה בתזרים ביחס לשנת 2008, שבמהלכה רשמה החברה תזרים בסך של כ- 55 מיליון ₪. עם זאת, תזרים ה- FFO לשנת 2009, הנגזר מהדוחות הכספיים, נמוך באופן מהותי מהתזרים המייצג של החברה העומד, על פי נתוני פרופורמה של החברה, על כ- 69 מיליון ₪.

על בסיס תזרים ה- FFO המייצג, רושמת החברה בשנת 2009 שיפור ביחסי הכיסוי - חוב פיננסי ל- FFO וחוב פיננסי נטו ל- FFO, ביחס לשנים 2007-2008, לרמה של 17.6 ו-17.4 בהתאמה.

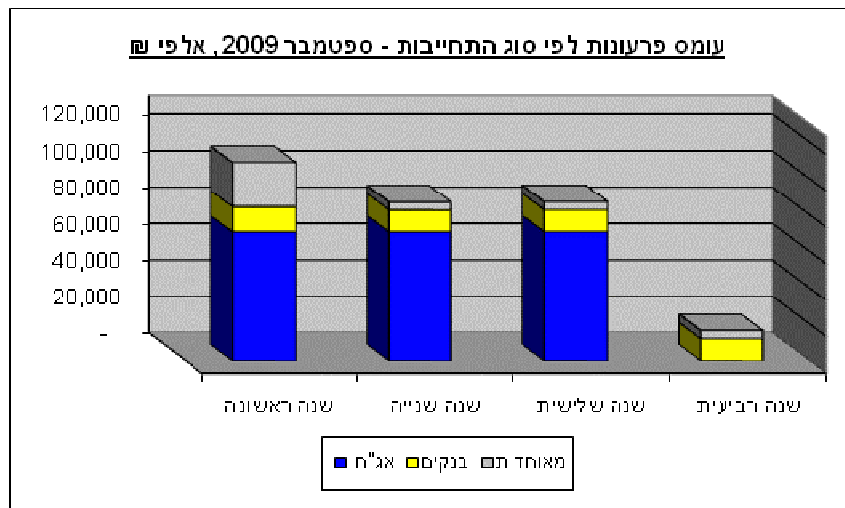
לאחר הגיוס צפויה הרעה מסוימת ביחסי הכיסוי

מכיוון שחלק ניכר מהשיפור שחל ביחסי הכיסוי של החברה בשנת 2009 נבע מגידול ב- NOI, שלא לווה בגידול בחוב הפיננסי - כתוצאה מתחילת הנבה של מרכזים חדשים, תתקשה החברה בשלב הראשון לשמור על יחסי הכיסוי שרשמה בשנת 2009. זאת מכיוון, שעל אף שהתמורה מהגיוס אשר תושקע בנדל"ן מניב תביא לגידול בתזרים ה- FFO, הגידול המקביל שיחול בחוב הפיננסי יביא לשחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי. עם זאת, בהנחה שהחברה תפרע במשך הזמן חלק מהחוב באמצעות התזרים השוטף מפעילות, ישובו וישתפרו יחסי הכיסוי.

גמישות פיננסית טובה

לחברה פירעון התחייבויות של כ- 110 מיליון ₪ בשנה הקרובה ושל כ- 90 מיליון ₪ בכל שנה מהשנתיים שלאחר מכן. עיקר הסכומים לפירעון בשנים אלו, בהיקף של כ- 71 מיליון ₪ בשנה, הינם בגין סדרות אג"ח א' ו-ב'. בשנה הרביעית פוחת היקף התשלום לכ- 17 מיליון ₪, עם סיום הפירעון של סדרות אלו. החל משנת 2015, נכנסת סדרת אג"ח ג' לשלב פירעון והחברה צפויה לשלם מדי שנה, במשך 5 שנים, סך של למעלה מ- 110 מיליון ₪. הסכום לפירעון בשנה הקרובה כולל כ- 24 מיליון ₪ בגין התחייבויות של חברות מאוחדות (בעיקר החברות המחזיקות במרכזים טבריה וקריית-גת).

נכון ל- 30 בספטמבר 2009, לחברה יתרות נזילות בסך 17.4 מיליון ₪, מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בסך 189 מיליון ₪, נכסים בלתי משועבדים בסך 762 מיליון ₪ ותזרים FFO בסך 69 מיליון ₪. נכון למועד פרסום הדוח, לחברה מסגרת אשראי לא מנוצלת לזמן קצר ע"ס 100 מיליון. לאור האמור לעיל, לא יקשה על החברה, להערכת מידרוג, לעמוד בעומס הפירעונות הנ"ל.



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 בציוד, 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 (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

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

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") 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 צריכה 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.