



ביג מרכזי קניות בע"מ

מעקב ו יולי 2013

1

מחבר:

ניר יוסף - אנליסט
niry@midroog.co.il

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

ביג מרכזי קניות בע"מ

אופק דירוג: יציב	דירוג: A1	דירוג סדרות (Issue)
------------------	-----------	---------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג, מדירוג A2 לדירוג A1 והותרת אופק דירוג יציב לסדרות האג"ח שבמחזור המדורגות של חברת ביג מרכזי קניות בע"מ (להלן: "ביג", "החברה").

פירוט האג"ח במחזור של החברה המדורג על ידי מידרוג:

יטרת שנות פירעון האג"ח	ערך בספרים ליום 31.3.13 (מיליוני ₪)	הצמדה	ריבית שנתית (נקובה %)	מועד הנפקה מקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2015-2019	753	מדד	4.85%	29/03/2007	1106947	אג"ח ג
2014-2020	414	מדד	3.77%	21/02/2010	1118033	אג"ח ד

1,166

* במהלך חודש יולי הנפיקה ביג סדרה חדשה בהיקף של כ- 180 מיליון ₪, אשר אינה מדורגת על ידי מידרוג

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, בהמשך השיפור בפרופיל הפיננסי של החברה, כפי שבא לידי ביטוי בשיפור ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי, וכן מהצפי להמשך השיפור ביחסים אלו, עם פתיחתם של נכסים מניבים נוספים שביזום; לחברה ותק פעילות רב בשוק המרכזים המסחריים בישראל והיא נתפשת כאחת ממובילות שוק זה, מנגד, בארה"ב החברה אינה מותג מוכר, אך העובדה, כי החברה פועלת עם שותפים אסטרטגיים בולטים, כגון Kimco (קרן ריט אמריקאית, מדורגת על ידי Moody's Baa1) ו-Foursquare Properties, מאפשרת לה להינות מהיתרון התחרותי של אותם שותפים; נכסי החברה, רושמים יציבות בפרמטרים התפעוליים על פני זמן, כאשר בישראל החברה שומרת על תפוסות גבוהות ופיזור שוכרים לצד עומס שוכרים נמוך, לאורך זמן, באופן המשפר את נראות תזרים המזומנים מפעילות החברה; גמישות פיננסית טובה ביחס לצורכי הנזילות ושירות חוב האג"ח של החברה, הכוללת, נכון ליום 31.3.13, נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ- 600 מיליון ₪, כאשר החברה מעריכה, כי בתוך כשנה יגדל היקף הנכסים המניבים הלא משועבדים לכ- 975 מיליון ₪. בהקשר זה יש לציין כי לטובת אג"ח ד' משועבדים נכסים מניבים בשווי של כ- 694 מיליון.

אופק הדירוג משקף את היציבות בפעילות שמציגה החברה ואת הערכת מידרוג כי לא צפוי שינוי משמעותי בפעילותה בטווח השנתיים הקרובות.

המשך הצמיחה בפעילות, גם בארה"ב וגם בישראל

במהלך התקופה שעברה ממועד דוח הדירוג הקודם,¹ החברה רכשה 2 מרכזים בארה"ב, השיקה מספר מרכזים מסחריים פתוחים בישראל וגם את קניין בית שמש, כאשר בקרוב החברה צופה לפתוח קניין חדש בטבריה, אשר מאופיין בעיקרו בתמהיל שוכרים מתחום האופנה. נכון למועד דוח זה החברה מחזיקה ומנהלת, לבד ועם שותפים, 44 נכסים מניבים בישראל ובארה"ב (ללא הקניין החדש בטבריה), אשר שויים ליום 31.3.13 עומד על כ- 4.1 מיליארד \$ (על פי חלק החברה בנכסים). בישראל, החברה יוזמת ומנהלת את נכסיה והיא נחשבת לשחקן בולט בתחום המרכזים המסחריים בארץ הפתוחים, כפי שבא לידי ביטוי באיכות תיק הנכסים בארץ - המאופיין בפיזור גיאוגרפי, פיזור שוכרים ותפוסות גבוהות על פני זמן. מנגד, בארה"ב החברה אינה שחקן בולט בשוק, אך במרבית המקרים לחברה שותף אסטרטגי בנכסים, כגון Kimco ו-Foursquare Properties, אשר הינם שחקנים בולטים יחסית בשוק האמריקאי.

שיפור מתמשך בפרופיל הפיננסי; צפי להמשך שיפור

כפי שצויין בדוחות הדירוג הקודמים² הרחבת הפעילות בארה"ב פגעה בפרופיל הפיננסי של החברה, כפי שבאה לידי ביטוי בשחיקה ביחסי האיתנות ויחסי הכיסוי התזרימיים. בשנים האחרונות, הציגה החברה מדי שנה שיפור קל בפרופיל הפיננסי וזאת משום שהמשך ההתרחבות של החברה נעשה במינוף יחסית נמוך, תוך הצפת רווחים. נכון למועד דוח זה, מעריכה מידרוג, כי החברה מייצרת תזרים FFO שנתי בהיקף של כ- 130-125 מיליון \$ (על פי חלק חברה), כאשר תזרים זה צפוי לגדול עם פתיחתם של מרכזים חדשים בשנים הקרובות. בהתבסס על הצפי לגידול בתזרים ה- FFO, ובהתבסס להערכות החברה לגידול בחוב הפיננסי של החברה, מידרוג מעריכה כי בשנים הקרובות יעמדו יחסי הכיסוי חוב ל- FFO על כ- 20 עד 25 שנים. נכון למועד הדוח, יחס האיתנות חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו עומד על כ- 61%, אך גם הוא צפוי להשתפר ככל שיפתחו מרכזים חדשים בישראל שימומנו בשיעור מינוף נמוך יחסית. אף שפרופיל פיננסי זה אינו בולט לרמת הדירוג, הרי שבהתחשב בקצב התקדמות פעילות החברה ואיכלוס הנכסים, הנתמכת ביציבות פעילות נכסי החברה המניבים, מעריכה מידרוג את הפרופיל הפיננסי של החברה כתואם לרמת הדירוג.

גמישות ונזילות טובות ביחס לצרכי שירות החוב בשנים הקרובות

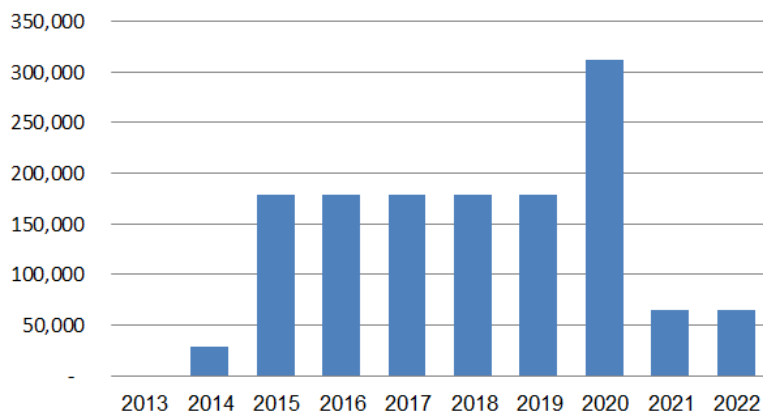
נכון למועד דוח הדירוג, לחברה חוב אג"ח בהיקף של כ- 1.35 מיליארד \$ (לאחר גיוס האג"ח שנעשה במהלך חודש יולי) ויתרת נזילות בהיקף של כ- 410 מיליון \$ (לאחר הגיוס האמור). בשנת 2013 לחברה לא נותרו פרעונות קרן אג"ח ובשנת 2014 פרעון קרן האג"ח מסתכם לכ- 30 מיליון \$ בלבד (בהתחשב בפרעונות האג"ח החדש). יחד עם זאת, החל משנת 2015 צפויה עלייה בחלות האג"ח השוטפת, והיא צפויה לעמוד על כ- 180 מיליון \$, מדי שנה, בשנים 2015-2019. מלבד יתרות הנזילות והתזרימים השוטפים מפעילות לחברה יכולת לשרת את האג"ח בזכות גמישות פיננסית הנובעת מהחזקה בנכסים מניבים שאינם משועבדים בהיקף של כ- 600 מיליון \$, אשר צפויים לעלות לכ- 975 מיליון \$ בתחילת שנת 2014 במידה והחברה לא תמחזר את החוב בגין הנכס בכרמיאל. כמו כן, יש לציין כי לטובת אג"ח ד', אשר היקפו נאמד בכ- 414 מיליון \$, משועבדים נכסים מניבים בהיקף של כ- 694 מיליון \$. מידרוג מעריכה את גמישותה

¹ דוח פעולת דירוג מחודש יוני 2012.

² הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

הפיננסית של החברה כטובה ביחס לצורכי הנזילות של החברה, ובהתחשב בתזרים השוטף של החברה ובנגישותה הטובה לשוק ההון.

לוח סילוקין אג"ח ביג (כולל את כלל סדרות האג"ח)



ביג - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2012 *IFRS 11	31.03.2013 *IFRS 11	
170,525	240,021	367,539	433,821	240,204	65,515	הכנסות
143,846	197,382	282,780	336,482	197,994	48,996	רווח גולמי
239,935	447,302	437,171	539,724	405,842	91,558	רווח תפעולי
17,497	28,865	40,863	45,664	39,501	7,591	הוצאות הנה"כ
182,674	272,126	95,895	282,255	276,807	58,362	רווח נקי
24,290	274,538	194,117	384,041	345,286	193,621	יתרות נזילות (כולל פקדונות)
1,204,127	2,717,562	2,956,550	3,406,918	2,124,861	2,099,480	חוב פיננסי
1,179,837	2,443,024	2,762,433	3,022,877	1,779,575	1,905,859	חוב פיננסי, נטו
2,151,070	4,087,140	4,604,133	5,439,757	4,062,208	4,151,364	CAP
2,126,780	3,812,602	4,410,016	5,055,716	3,716,922	3,957,743	נטו, CAP
819,777	1,159,349	1,278,782	1,625,064	1,588,950	1,666,190	הון עצמי
2,200,944	4,164,915	4,709,331	5,653,235	4,215,353	4,213,500	סך מאזן
56.0%	66.5%	64.2%	62.6%	52.3%	50.6%	חוב פיננסי ל- CAP
55.5%	64.1%	62.6%	59.8%	47.9%	48.2%	חוב פיננסי, נטו ל- CAP, נטו
37.2%	27.8%	27.2%	28.7%	37.7%	39.5%	הון עצמי למאזן
57,390	75,657	100,059	134,666			FFO לתקופה
21.0	35.9	29.5	25.3			חוב פיננסי ל- FFO
20.6	32.3	27.6	22.4			חוב פיננסי נטו ל- FFO
119,611	215,428	235,549	281,712	150,848	39,491	EBITDA בניכוי שיערוכים
10.1	12.6	12.6	12.1	14.1	13.3	חוב פיננסי ל- EBITDA בניכוי שיערוכים, במונחים שנתיים
9.9	11.3	11.7	10.7	11.8	12.1	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA בניכוי שיערוכים, במונחים שנתיים

* נתונים אלו הינם לאחר יישום תקן IFRS 11 ועל כן אינם מהווים מספרי השוואה עבור שנים קודמות

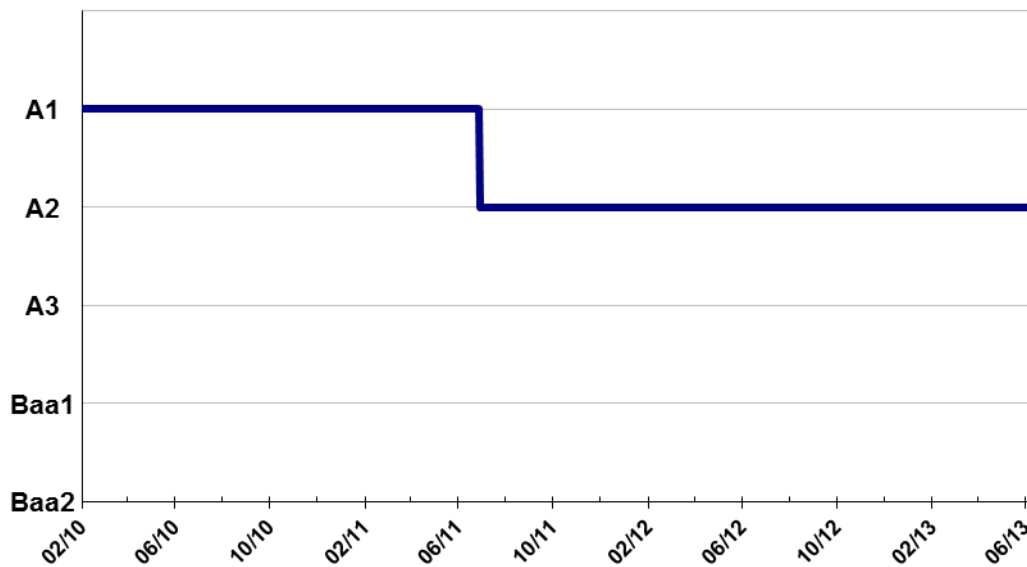
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג, או אופק הדירוג:

- גידול בתזרים ה- FFO תוך שיפור בנתוני הפעילות של הפורטפוליו 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 ברמת המינוף של החברה והרעה ביחסי הכיסוי

גרף היסטוריית הדירוג



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 (7.2%).

דוחות מתודולוגיים:

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

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

[דוח דירוג אחרון](#), יוני 2012.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 17 ביולי 2013

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.

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

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 קטגורית הדירוג שאלה 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.



דו"ח מספר: CRB090713190M
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") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 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.