



ביג מרכזי קניות בע"מ

פעולת דירוג ו יוני 2012

מחבר:

נדב גורן - אנליסט בכיר
nadavq@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

ביג מרכזי קניות בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת ביג מרכזי קניות בע"מ (להלן: "ביג", "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להרחבת סדרת אג"ח ד', בהיקף של עד 190 מיליון ש"ח. תמורת האג"ח תשמש את החברה לפירעון חובות וכן להשקעה בהרחבת הפעילות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18.06.2012. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. 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.

פירוט האג"ח במחזור של החברה*:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.3.12 מיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א	1097641	07/06/2006	6%	מדד	51	2012
אג"ח ב	1097658	07/06/2006	6%	מדד	23	2012
אג"ח ג	1106947	29/03/2007	4.85%	מדד	736	2015-2019
אג"ח ד	1118033	21/02/2010	3.77%	מדד	262	2013-2020
1,072						

* לאחר תאריך המאזן פרעה החברה את מלוא היתרה של סדרות אג"ח א' ו-ב'

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמכים בפעילות בתחום המרכזים המסחריים הפתוחים בישראל, שבה נחשבת החברה כמובילת שוק. הפעילות בישראל כוללת בעלות וניהול של 17 מרכזים מסחריים, המאופיינים בשיעורי תפוסה יציבים וגבוהים, לצד עומסי שכ"ד נמוכים על השוכרים, באופן שמבטיח תזרים מזומנים עקבי מפעילות; החברה שומרת על צמיחה עקבית בפעילות הנתמכת בפיתוח והקמה של מרכזים נוספים בישראל, כמו גם, ברכישת נכסים בארה"ב. רמת הפעילות הנוכחית, הכוללת נכסים מניבים בשווי העולה על 4 מיליארד ש"ח והון עצמי של כ-1.5 מיליארד ש"ח מגלמת היקף פעילות בינוני - גבוה ביחס לחברות מובילות בתחום; הפרופיל הפיננסי של החברה תואם את רמת הדירוג הנוכחית וכולל תזרים FFO מייצג לפעילות הנוכחית של כ-110 מיליון ש"ח ויחס כיסוי חוב ל-FFO, הנע סביב 25-30; החברה השלימה לאחרונה גיוס הון של כ-30 מיליון דולר מצד חברת מגדל לפעילות בארה"ב באופן שיאפשר את המשך הפיתוח של הפעילות שם תוך שמירה על רמות מינוף סבירות; גמישותה הפיננסית של החברה הינה מספקת ביחס לצורכי הנזילות ושירות החוב בשנים הקרובות וכוללת נכון ליום 31.3.12, בין היתר, נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ-480 מיליון ש"ח (על אף שסכום זה צפוי לפחות בכ-164 מיליון ש"ח, ככל שהחברה תשעבד את הנכס ביקנעם לטובת סדרה ד') ומסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בסך 150 מיליון ש"ח (כ-110 מיליון ש"ח נכון למועד הדוח).

החברה מציגה צמיחה עקבית בפעילות, הנתמכת ברכישת נכסים בארה"ב, לצד צמיחה בפעילות בישראל

נכון למועד הדוח מחזיקה ומנהלת החברה, לבד ועם שותפים, פורטפוליו מניב הכולל כ- 42 מרכזים מסחריים פתוחים בישראל וארה"ב, אשר שוויים בספרים ליום 31.3.12 עומד על למעלה מ- 4 מיליארד \$. בעוד שהפעילויות בישראל ובארה"ב מהוות את מנועי הצמיחה העיקריים, נוקטת החברה באסטרטגיית התרחבות שונה בכל אחד מהשווקים הללו. בישראל מתבססת הצמיחה בפעילות על רכישת קרקעות והקמת מרכזים מסחריים חדשים, תוך שהחברה אחראית על הנכס, החל משלב התכנון, המשך בשלב ההקמה והאכלוס וכלה בניהול השוטף. בארה"ב פועלת החברה לרכישת נכסים קיימים הפועלים מספר שנים. מרבית הנכסים נרכשים עם שותפים, אשר הבולטת מביניהם הינה חברת Kimco Realty Corporation, אשר אף משמשת כאחראית על ניהולם השוטף. במובן זה תפקידה של החברה בנכסים בארה"ב מצומצם יותר ביחס לנכסים שבישראל.

על אף שהשלמת הפיתוח בשנים הקרובות של מספר נכסים צפויה להביא לגידול בהיקף הפעילות של החברה, גודלו של שוק המרכזים המסחריים הפתוחים בישראל מהווה מגבלה על החברה, בכל הקשור לקצב הצמיחה ורמת הפעילות הכוללת. בשל כך, עצם כניסת החברה לפעילות בארה"ב, החל משנת 2010, אשר ייצרה לחברה מנוע צמיחה נוסף ואף שיפרה את הפיזור הגיאוגרפי בפעילות, הינה חיובית.

הפרופיל הפיננסי של החברה תואם לרמת הדירוג הנוכחית; גיוס הון בפעילות בארה"ב חיובי בכך שמאפשר את המשך הרחבת הפעילות תוך שמירה על רמות מינוף סבירות

הרחבת הפעילות בארה"ב, אשר נעשתה באופן מהיר וברמות מינוף גבוהות הביאה לשחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה ביחס לעבר בכל הקשור לרמות המינוף הכוללות וליחסי כיסוי חוב. נכון למועד הדוח מעריכה מידרוג, כי החברה מייצרת תזרים NOI שנתי של כ- 310 מיליון \$ (כשני שליש ממנו נובע מהפעילות בישראל) ותזרים FFO שנתי של כ- 110 מיליון \$ בשנה, המגלם יחסי כיסוי חוב ל- FFO של כ- 25-30. נתוני הדוחות הכספיים לרבעון הראשון, מהם נגזר כי רשמה החברה FFO של למעלה מ- 38 מיליון \$, אינם מייצגים, שכן הושפעו לטובה מדחיית תשלום ריבית ע"ס 18 מיליון \$ מ- 31.3.12 (אשר היה יום שבת) ל- 1 באפריל.

במהלך הרבעון הראשון השלימה החברה בהצלחה גיוס הון, בהיקף של כ- 30 מיליון דולר ארה"ב, בפעילות בארה"ב תמורת 20% מההחזקות בביג ארה"ב. מידרוג רואה בגיוס זה כגורם חיובי, אשר יוצר לביג את המקורות להמשך הרחבת הפעילות שלא באמצעות הזרמה ממקורותיה העצמיים ואף מאפשר לה לרכוש נכסים ברמות מינוף סבירות. גיוס ההון היה אף גורם עיקרי, לצד רווחים שוטפים מפעילות ושיערוך נכסים, אשר הביאו לגידול משמעותי בהיקף ההון העצמי הכולל, אשר הסתכם ליום 31.3.12 בכ- 1.47 מיליארד \$ ולשיפור ביחסי הכיסוי חוב ל- CAP אשר הסתכמו למועד זה בכ- 60%. גיוס האג"ח הקרוב, כמו גם השלמת רכישות נכסים נוספות (כגון נכס בארה"ב שעל מו"מ לרכישתו דיווחה החברה בחודש יוני 2012) צפויים, להערכת מידרוג, להחזיר את יחסי המינוף של החברה לרמות דומות לאלו שהוצגו בשנתיים האחרונות.

גמישותה ונזילותה הפיננסית של החברה מספקות ביחס לצרכי שירות החוב בשנים הקרובות

מלבד חובות בנקאיים בארץ ובח"ל אשר ניתנו כנגד שיעבוד נכסים, לחברה חובות אג"ח בהיקף של כ- 1 מיליארד ש"ח (כ- 1.2 מיליארד ש"ח לאחר הגיוס הצפוי). נכון למועד הדוח, פרעה החברה את מלוא חלויות קרן האג"ח לשנת 2012 ובשנים 2013-2014 צפויים פירעונות קרן נמוכים של כ- 12 מיליון ש"ח בשנה בלבד. פריסת האג"ח תומכת בגמישות החברה בטווח הקצר והבינוני לאור היקפי התזרימים השוטפים מפעילות. מעבר לכך, מחזיקה החברה בנכסים בלתי משועבדים בשווי של כ- 480 מיליון ש"ח ומסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף של כ- 150 מיליון ש"ח. יש לציין, כי על אף שהיקף הנכסים הבלתי משועבדים הינו ברמה מספקת ביחס לצרכי התזרים ושירות החוב, מדובר בהיקף נמוך בהשוואה לשנים קודמות, אשר אף צפוי לפחות בכ- 164 מיליון ש"ח נוספים, במידה והחברה תשעבד את הנכס ביקנעם לטובת אג"ח ד' (בנוסף לנכס בבאר-שבע, המשועבד כיום).



* הסכומים לשנת 2012 נפרעו בפועל

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	31.03.2012	גיוס אג"ח*	רכישת נכס בארה"ב**	פרפורמה	
240,021	367,539	98,941				הכנסות
197,382	282,780	77,842				רווח גולמי
82%	77%	79%				שיעור רווח גולמי
447,302	437,171	172,740				רווח תפעולי
66%	64%	67%				שיעור רווח תפעולי בניכוי שערוכים
28,865	40,863	9,162				הוצאות הנה"כ
272,126	95,895	111,084				רווח נקי
274,538	194,117	207,336	40,000	-133,000	114,336	יתרות נזילות
2,717,562	2,956,550	2,850,091	130,803	247,000	3,227,894	חוב פיננסי
2,443,024	2,762,433	2,642,755	90,803	380,000	3,113,558	חוב פיננסי, נטו
4,087,140	4,604,133	4,716,315	130,803	247,000	5,094,118	CAP
3,812,602	4,410,016	4,508,979	90,803	380,000	4,979,782	CAP נטו
1,159,349	1,278,782	1,471,567	0	0	1,471,567	הון עצמי
4,164,915	4,709,331	4,842,080	130,803	380,000	5,352,883	סך מאזן
66.5%	64.2%	60.4%			63.4%	חוב פיננסי ל- CAP
64.1%	62.6%	58.6%			62.5%	חוב פיננסי נטו ל- CAP נטו
27.8%	27.2%	30.4%			27.5%	הון עצמי למאזן
75,657	100,059	38,177			119,463	FFO לתקופה
35.9	29.5	18.7			27.0	חוב פיננסי ל- ***FFO
32.3	27.6	17.3			26.1	חוב פיננסי נטו ל- ***FFO
215,428	235,549	67,039				EBITDA בניכוי שערוכים
12.6	12.6	10.6				חוב פיננסי ל- EBITDA בניכוי שערוכים***
11.3	11.7	9.9				חוב פיננסי נטו ל- EBITDA בניכוי שערוכים***

* חושב לפי גיוס הרחבת אג"ח ד' ב- 190 מיליון ₪ ע.ג. פחות פירעון אג"ח מסדרות א' ו- ב' ע"ס 75 מיליון ₪ שבוע
בפועל ותחזית לשימוש ב- 40 מיליון ₪ מתמורת הגיוס להגדלת נזילות

** חושב לפי מחיר רכישה של 100 מיליון דולר עבור חלק החברה בנכס (80%) ולקיחת הלואה בנקאית כנגד שעבוד
הנכס בשיעור LTV של 65%

*** במונחים שנתיים

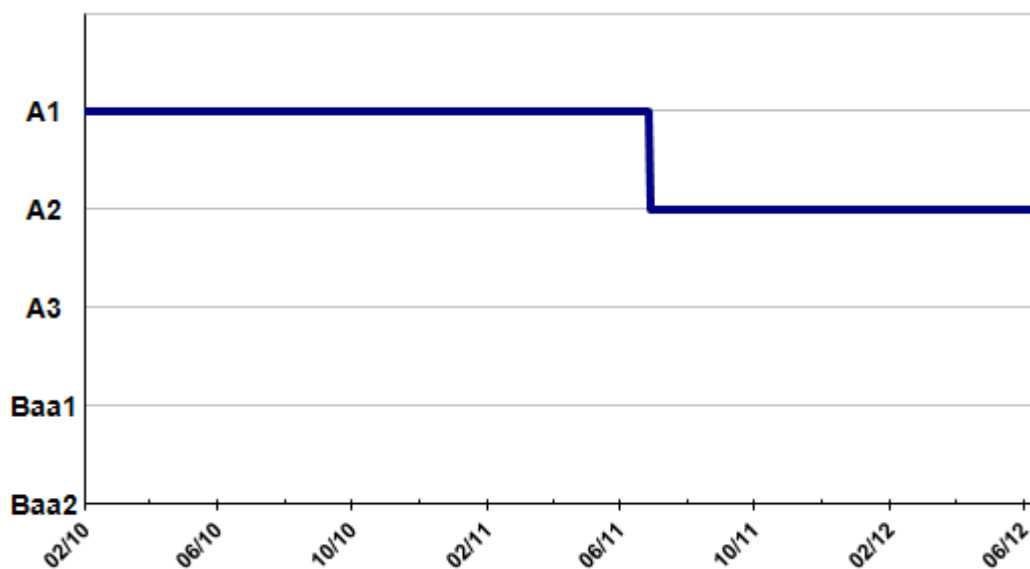
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג, או אופק הדירוג:

- 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 אתרונן](#), יולי 2011.

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.

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 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") 2012.

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 בעינייה 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 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.