

ביג מרכזי קניות בע"מ

28 ביולי, 2021

הנפקה חדשה

מתן דירוג 'ilAA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד
245 מיליון ₪ ע.ב.

אנליסט אשראי ראשי:

יאיר דיק, 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

איש קשר נוסף:

גיל אברהמי, 972-3-7539719 gil.avrahami@spglobal.com

מתן דירוג 'ilAA-' להנפקת איגרות חוב בהיקף של עד 245 מיליון ₪ ע.נ.

S&P מעלות מודיעה בזאת על דירוג 'ilAA-' לאיגרות חוב בהיקף של עד 245 מיליון ₪ ע.נ. שיונפקו על ידי ביג מרכזי קניות בע"מ (ilAA-/Stable/ilA-1+) באמצעות הנפקת סדרה חדשה, סדרה י"ט, המובטחת על ידי שלושה נכסים בסרביה. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר למחזור חוב פיננסי קיים, למימון מחדש של הלוואות בין-חברתיות שהועמדו לטובת חברות הפרויקט ולפעילות שוטפת.

לפרטים נוספים אודות הדירוג ולדרישות רגולטוריות נוספות, ראו [דוח דירוג מ-27 במאי, 2021](#).

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	ביג מרכזי קניות בעמ
דירוג(י) המנפיק			
27/05/2021	21/05/2018	ilA-1+	טווח קצר
27/05/2021	06/05/2018	ilAA-\Stable	טווח ארוך
דירוג(י) הנפקה			
<u>ניירות ערך מסחריים</u>			
27/05/2021	21/05/2018	ilA-1+	ניירות ערך מסחריים
חוב בכיר מובטח			
27/05/2021	06/05/2018	ilAA	סדרה ו,ח,י
27/05/2021	19/08/2020	ilAA	סדרה טז
27/05/2021	10/07/2018	ilAA	סדרה יא
27/05/2021	14/07/2019	ilAA	סדרה יג
27/05/2021	17/11/2019	ilAA	סדרה יד
27/05/2021	19/08/2020	ilAA	סדרה יז
חוב בכיר בלתי מובטח			
27/05/2021	06/05/2018	ilAA-	סדרה ה,ז,ט
27/05/2021	31/03/2019	ilAA-	סדרה יב
28/07/2021	28/07/2021	ilAA-	סדרה יט
היסטוריית דירוג המנפיק			
			טווח ארוך
		ilAA-\Stable	מאי 06, 2018
			טווח קצר
		ilA-1+	יולי 08, 2018
		ilA-1	מאי 21, 2018
פרטים נוספים			
16:19 28/07/2021		זמן בו התרחש האירוע	
16:19 28/07/2021		זמן בו נודע לראשונה על האירוע	
החברה המדורגת		יוזם הדירוג	

ביג מרכזי קניות בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא ישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכניותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה. בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דווחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.

ביג מרכזי קניות בע"מ

27 במאי, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

יאיר דיק, 972-3-7539739 yair.dyk@spglobal.com

איש קשר נוסף:

גיל אברהמי, 972-3-7539712 gil.avrahami@spglobal.com

תוכן עניינים

3.....	תמצית
4.....	תחזית הדירוג
4.....	התרחיש השלילי
4.....	התרחיש החיובי
5.....	תרחיש הבסיס
5.....	הנחות עיקריות
5.....	יחסים עיקריים
5.....	תחזיות תרחיש הבסיס
6.....	תיאור החברה
6.....	הפרופיל העסקי
8.....	הפרופיל הפיננסי
9.....	נזילות
10.....	חלויות חוב
10.....	ניתוח התניות
10.....	התאמות לדירוג
11.....	ניתוח שיקום חוב
11.....	שיקולים עיקריים
11.....	הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי
11.....	מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון
12.....	התאמות לדיווח הכספי

ביג מרכזי קניות בע"מ

13.....מתודולוגיה ומאמרים קשורים.

14.....רשימת דירוגים

ביג מרכזי קניות בע"מ

iIAA-/Stable/iIA-1+

אשרור דירוג המנפיק

תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> חשיפה גבוהה יחסית (כ-60%) לענף מרכזי המסחר המאופיין במגמות שליליות. חשיפה למדינות במזרח אירופה המאופיינות להערכתנו בסיכון מדינה בינוני-גבוה (בעיקר באמצעות אפי נכסים). חשיפה לנכס מהותי ברומניה (קניון קוטרוצ'ן) המהווה כ-12% משווי הנדל"ן המניב המאוחד, אם כי החשיפה צפויה לפחות בשנים הקרובות. מיצוב תחרותי נמוך בארה"ב. 	<ul style="list-style-type: none"> מעמד תחרותי גבוה ומותג מוביל בתחום המרכזים המסחריים בישראל. תיק נכסים מניבים גדול בשווי של כ-16.7 מיליארד ₪. שיפור בפיזור המגזרי (בעקבות השליטה באפי נכסים) יחד עם תמהיל שוכרים מגוון. עומס דמי שכירות לפדיונות שוכרים נמוך יחסית. גמישות פיננסית גבוהה ונגישות טובה למגוון מקורות מימון. חיזוק משמעותי של בסיס ההון בשנה האחרונה.

בהתאם להערכתנו, משבר הקורונה פגע בצורה מתונה יותר בפעילותה של ביג מרכזי קניות בע"מ ("ביג" או "החברה") בשנת 2020 בהשוואה למתחרותיה העיקריות. ה-NOI (net operating income) של החברה פחת בכ-14%, בעיקר בשל הקלות בדמי השכירות שהעניקה החברה לשוכריה לנוכח הגבלות התנועה וסגירת בתי עסק שהוגדרו כלא חיוניים במסגרת תקנות שעת חירום שהפעילה הממשלה. שיעורי התפוסה נותרו גבוהים ויציבים בכל אזורי הפעילות. אנו סבורים כי הפגיעה בחברה הייתה מתונה יותר בהשוואה למתחרות העיקריות בישראל, בין היתר בשל אופי הנכסים הפתוחים, שנתפסו כבטוחים יותר ושהוטלו עליהם הגבלות מתונות יותר בהשוואה לקניונים, יחד עם עומס נמוך יחסית של דמי שכירות מפדיונות שוכרים שתמך בשמירה על שיעורי תפוסה יציבים.

ברבעון הראשון של 2021 השלימה החברה הצעת רכש חליפין למניות אפי נכסים בע"מ והפכה לבעלת השליטה בה. לאחר קיבול חלקי עלתה ביג להחזקה של כ-61.6% (לעומת כ-22.8%) בחברת אפי נכסים. העלייה בשיעור ההחזקה תורמת להערכתנו את פרופיל הסיכון העסקי של החברה, בין היתר בשל הגידול המשמעותי בשווי ומספר הנכסים המניבים, היתרונות לגודל באזורי הפעילות, השיפור בגיוון המגזרי (בין היתר למגזרי המשרדים והדיור להשכרה) והרחבת הפיזור הגיאוגרפי של הפעילות. היות שהצעת הרכש נעשתה בדרך של החלפת מניות, בסיס ההון של ביג גדל באופן משמעותי בעקבות העסקה, אך אנו מעריכים כי יחס המינוף המאזני (מאוחד) יישאר גבוה מ-60%.

ביג מרכזי קניות בע"מ

יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון נשאר יציב, אך חלה עלייה ביחס המינוף המתואם. יחס כיסוי הריבית נשאר יציב ב-2020 על אף הקיטון המשמעותי ב-EBITDA בעקבות ההקלות בדמי שכירות שהעניקה החברה לשוכריה עקב משבר הקורונה. זאת משום שחלה ירידה בהוצאות המימון, הן בשל אינפלציה שלילית שהפחיתה את הוצאות ההצמדה והן בשל גיוסי חוב בריבית נמוכה. יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי עלה ב-2020 לכ-65% לעומת כ-62% בסוף 2019 (על בסיס איחוד חלקי יחסי). זאת בשל גידול בחוב (בעיקר בשל רכישת נכסים חדשים בסרביה והשקעות בפרויקטי הייזום בישראל וסרביה, שהתקזזו חלקית מול מכירת נכסים מניבים בארה"ב) ושחיקה מסוימת בהון בעיקר בשל הירידה בפעילות עקב משבר הקורונה והחשיפה המטבעית לדולר שנחלש מול השקל.

אנו סבורים כי עדיין קיימת אי ודאות רבה, גם אם הולכת ופוחתת, לגבי התפתחות מגפת הקורונה והשפעותיה הכלכליות. ייצור החיסונים גובר ברחבי העולם, וקצב ההתחסנות עולה. נראה שעד סוף הרבעון השלישי של 2021 יוכלו רוב המדינות המפותחות להשיג התחסנות נרחבת לנגיף, שתעזור לסלול את הדרך לחזרה לרמות נורמליות יותר של פעילות חברתית וכלכלית. אולם ייתכן כי בחלק מהשווקים המתפתחים תושג התחסנות זו רק לקראת סוף השנה או אף לאחר מכן. אנו נשענים על הנחות אלו לגבי קצב התקדמות החיסונים בהערכת השלכותיה הכלכליות של המגפה והשפעתה על איכות האשראי של ארגונים וחברות (ראו דיווחים באתר [S&P מעלות](#) ובאתר [S&P Global Ratings](#)). עם התפתחות המצב, נעדכן את הנחותינו והערכותינו בהתאם.

תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הקרובים תשמור ביג על היחסים מתואמים חוב לחוב והון עצמי של 60%-65% ו-EBITDA להוצאות מימון של מעל 2.0x (על בסיס מאוחד). הערכתנו משקפת את היתרונות התחרותיים של נכסי ביג בשל היותם מרכזים פתוחים עם עומס נמוך של דמי שכירות לפדיון שוכרים, גורמים שיובילו להתאוששות מהירה יחסית ממשבר הקורונה, בביצועים התפעוליים ובתזרימי המזומנים.

התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה תחרוג לאורך זמן מהיחסים הפיננסיים שצוינו לעיל. להערכתנו, תרחיש זה עשוי להתממש אם קצב ההתאוששות ממשבר הקורונה יהיה איטי משמעותית מהערכתנו או שתחול שחיקה בשיעורי התפוסה, ירידה פרמננטית בדמי השכירות ופגיעה נוספת בשווי הנכסים המניבים.

התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם היחס המתואם חוב לחוב והון עצמי יפחת לכ-55%-60% ויחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון יהיה כ-2.5x לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית, תוך שמירה על מעמדה התחרותי המוביל של החברה ועל נזילות הולמת.

תרחיש הבסיס

הנחות עיקריות

- צמיחה בכלכלות בהן פועלת החברה בשנים 2021-2022. להלן האינדיקטורים העיקריים על פי תחזיות S&P Global Ratings:

אינפלציה		שיעור אבטלה		צמיחת תמ"ג ריאלית		
2022	2021	2022	2021	2022	2021	
1.5%	0.5%	5.0%	6.0%	3.5%	4.5%	ישראל
3.0%	2.8%	6.8%	7.1%	3.0%	4.0%	רומניה
2.2%	2.10%	4.6%	5.50%	3.1%	6.5%	ארה"ב
3.0%	2.0%	10.0%	10.6%	3.0%	4.5%	סרביה

- רווח גולמי (על בסיס מאוחד) של כ-1.0-1.1 מיליארד ₪ ב-2021 ושל כ-1.2-1.2 מיליארד ₪ ב-2022. רווחיות גולמית של כ-70%-74%.
- השקעות בהיקף כולל של כ-3.0-3.2 מיליארד ₪ בשנים 2021-2022, בעיקר בהקמת נדל"ן מניב (גלילות, יהוד מבנה משרדים, אור עקיבא, כרמי גת), ובפרויקטי ייזום נדל"ן מניב ורכישה של נכסים חדשים תחת אפי נכסים.
- מימוש נכסים בארה"ב בהתבסס על האסטרטגיה העסקית של החברה.
- חלוקת דיבידנד של לפחות 30% מה-FFO (funds from operations) בהתאם למדיניות החברה.

יחסים עיקריים

יחס פיננסי	2020A	2021E	2022E
EBITDA/הוצאות מימון	2.8x	2.3x-2.1x	2.3x-2.1x
חוב/חוב והון עצמי	65.5%	63%-62%	64%-62%
חוב/EBITDA	16.7x	14x-13x	14x-13x

A-בפועל. E-צפוי

תחזיות תרחיש הבסיס

רווח גולמי של כ-1.0-1.1 מיליארד ₪ ב-2021 ושל כ-1.2-1.3 מיליארד ₪ ב-2022

הערכתנו מתבססת על התאוששות מהירה יחסית בתחום המרכזים המסחריים בישראל לאור הירידה בתחלואה בישראל וצמצום ההגבלות על התנועה. בסרביה אנו צופים גידול מתמשך בפעילות, בהתבסס על

ביג מרכזי קניות בע"מ

העסקאות שהשלימה החברה לרכישת נכסים מניבים חדשים והשקעות נוספות בשנתיים הקרובות. בארה"ב אנו מניחים ירידה בפעילות בשנים הקרובות, בהתבסס על האסטרטגיה העסקית למימוש הנכסים. כמו כן, אנו צופים צמיחה משמעותית בפעילות אפי נכסים בהתבסס על הפרויקטים המניבים שבהקמה ונכסים מניבים שנרכשו, בין היתר ברומניה, פולין, צ'כיה, סרביה וישראל.

ירידה מתונה במינוף ושחיקה ביחס הכיסוי

אנו צופים ירידה מתונה במינוף בשנתיים הבאות בהתבסס על הגידול המשמעותי בפעילות והגידול בתזרים השוטף ובבסיס ההון. עם זאת, בהתאם לתוכניות הפיתוח והפרויקטים בהקמה, אנו צופים צורכי השקעה גבוהים ומעריכים כי המינוף יעמוד בטווח של כ-62%-64% בשנתיים הקרובות. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון צפוי להישחק מעט עם הגידול הצפוי בחוב האבסולוטי וכפועל יוצא בהוצאות המימון. בנוסף, האינפלציה החזויה בשנתיים הקרובות צפויה להגדיל את הוצאות המימון היות שכמחצית מהחוב צמוד למדד. עם זאת אנו מעריכים כי היחסים הצפויים הולמים את רמת הדירוג הנוכחית.

תיאור החברה

ביג מרכזי קניות בע"מ היא חברת נדל"ן מניב מהמובילות בישראל בתחום המרכזים המסחריים. בנוסף פועלת החברה בארה"ב ובסרביה. בסוף 2020 כלל תיק הנכסים המניבים של החברה 60 מרכזים מסחריים מניבים (26 בישראל, 25 בארה"ב ו-9 בסרביה). סך הנדל"ן להשקעה על בסיס מאוחד עמד בסוף 2020 על כ-7.2 מיליארד ש"ח (לא כולל שווי השקעה בחברות כלולות בסך של כ-3.3 מיליארד ש"ח). בנוסף היו לחברה קרקעות ופרויקטים בהקמה בהיקף כולל של כ-1.1 מיליארד ש"ח.

ברבעון הראשון של 2021 השלימה החברה עלייה לשליטה בחברת אפי נכסים בע"מ, הפועלת בעיקר בייזום, הקמה ותפעול של מבני משרדים, תעשייה ומסחר בישראל ובאירופה, וכן בייזום ופיתוח של יחידות דיור להשכרה ולמכירה באירופה ובפרויקטי BOT בישראל. סך הנדל"ן להשקעה של אפי נכסים עמד בסוף 2020 על כ-9 מיליארד ש"ח וסך הנדל"ן להשקעה בהקמה עמד על כ-1.3 מיליארד ש"ח.

הפרופיל העסקי

הערכת פרופיל הסיכון העסקי של ביג נתמכת על ידי מיצובה העסקי המוביל בתחום המרכזים המסחריים הפתוחים בישראל הפועלים תחת המותג BIG. להערכתנו, הנכסים בישראל הם באיכות גבוהה, כפי שמשקף בגידול ב-NOI מנכסים זהים בשנים האחרונות ובשמירה על שיעורי תפוסה גבוהים מאוד לאורך זמן. היקף תיק הנכסים בישראל ובחו"ל והעלייה בשווי בשנים האחרונות תוך שמירה על תמהיל שוכרים מגוון, היעדר תלות בשוכר עיקרי ופיזור גיאוגרפי הולם של הפעילות בין ישראל, ארה"ב וסרביה, מחזקים את הערכתנו לפרופיל הסיכון העסקי.

ביג מרכזי קניות בע"מ

עם התפרצות מגפת הקורונה בתחילת 2020 והפעלת תקנות שעת חירום בישראל שכללו, בין היתר, סגירת בתי עסק שהוגדרו כלא חיוניים והגבלות על התנועה, הודיעה החברה כי לא תפעל לגבות את דמי השכירות הבסיסיים אלא כאחוזים מפידין בלבד. להערכתנו, התגובה המהירה של הנהלת החברה תרמה לשמירה על מערכת יחסים הולמת עם השוכרים ועשויה לתרום בטווח הבינוני-ארוך לשמירה על מיצוב עסקי גבוה. בשנת 2020 הציגה החברה פגיעה מתונה יותר בפעילות בהשוואה למתחרים העיקריים, כמשתקף בירידה של כ-14% ב-NOI לעומת ירידה ממוצעת של כ-30%-50% בתחום הקניונים. אנו מעריכים כי למודל העסקי של החברה מספר יתרונות תחרותיים; אופי הנכסים הפתוחים שהיו הראשונים לחזור לפעילות ובאופן כללי הוטלו עליהם פחות הגבלות; ועומס נמוך של דמי שכירות לפדיונות שוכרים בהשוואה למתחרות מדורגות מובילות. להערכתנו, עומס דמי השכירות הנמוך תומך בשמירה על שיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן.

ברבעון הראשון של 2021 השלימה החברה הצעת רכש חליפין למניות אפי נכסים, ולאחר קיבול חלקי עלתה להחזקה של כ-61.6% (מכ-22.8% לפני הצעת הרכש) ולשליטה בחברה. הגדלת ההחזקה באפי נכסים תורמת להערכתנו את פרופיל הסיכון העסקי של החברה. תיק הנכסים המניבים המאוחד של ביג גדל משמעותית לשווי של כ-16.7 מיליארד ₪ תוך שיפור משמעותי בגיוון המגזרי לתחומי המשרדים והדירור להשכרה המהווים כ-40% מסך השווי המאוחד, וכך פחתה החשיפה הגבוהה לתחום המרכזים המסחריים. יחד עם זאת, החשיפה לענף זה, המאופיין במגמות שליליות, נותרה גבוהה יחסית. בעקבות הרכישה גדל הפיזור הגיאוגרפי של תיק הנכסים למדינות נוספות. בנוסף השלימה החברה את רכישת חלק השותף בחברת הבת CEE-BIG הפועלת בסרביה ועלתה לשיעור החזקה של 95% (מכ-82%).

ברבעון הרביעי של 2020 דיווחה החברה על כוונתה למכור את פעילותה בארה"ב. בהמשך למכירת נכסים מניבים בארה"ב בשנתיים האחרונות, דיווחה החברה באפריל 2021 על הסכם למכירת שני מרכזים מסחריים באריזונה המהווים כ-10% מסך שווי הנכסים המניבים בארה"ב בתמורה לכ-145 מיליון ₪ (חלק החברה). להערכתנו, המיקוד העסקי של הפעילות בישראל ובאירופה תומך בפרופיל הסיכון העסקי היות שאנו מעריכים כי החברה היא שחקנית קטנה מאוד בשוק האמריקאי, ללא יתרון תחרותי מובהק ויתרון לגודל בשוק זה, וכי בישראל ובמזרח אירופה, בעיקר בסרביה ורומניה, יש לחברה יתרונות תחרותיים מובהקים יותר. פרופיל הסיכון העסקי מושפע לשלילה מחשיפה לנכס מהותי, קניון קוטרוצ'ן ברומניה, המהווה כ-12% משווי הנכסים המניבים המאוחדים. עם זאת, חשיפה זו מתמתנת להערכתנו בשל איכותו הגבוהה של הנכס הנובעת ממיקומו המרכזי, מתמהיל השוכרים בו ומביצועיו התפעוליים. כמו כן, בהתבסס על הצפי שלנו להמשך גידול תיק הנכסים המניבים בשנים הקרובות, חשיפה זו עשויה לפחות. בנוסף, לחברה חשיפה למדינות במזרח אירופה המאופיינות להערכתנו בסיכון מדינה בינוני-גבוה (בעיקר באמצעות אפי נכסים).

ביג מרכזי קניות בע"מ

Table 1.

Big Shopping Centers Ltd. -- Peer Comparison (Mil. NIS) – Fiscal year ended Dec. 31, 2020

Industry Sector: Real Estate Investment Trust Or Company

	Big Shopping Centers Ltd.	Gazit Globe Ltd.	Melisron Ltd.	Isras Investment Company Ltd.	Airport City Ltd.	Amot Investments Ltd.	Bayside - Gav Yam - Land Corp. Ltd.
National Credit Rating	iiAA- /Stable/ iiA-1+	iiAA- /Negative /iiA-1+	iiAA- /Negative /iiA-1+	iiAA- /Stable	iiAA/Stable /iiA-1+	iiAA/Stable /iiA-1+	iiAA/Stable
Revenue	714.7	2,406.0	1,115.0	594.4	902.8	768.5	545.7
EBITDA	453.6	1,403.0	735.0	384.9	570.0	699.2	484.2
Funds from operations (FFO)	264.8	504.0	307.0	229.0	346.6	489.7	267.8
Interest expense	159.9	673.0	247.0	79.0	88.6	121.8	147.8
Cash flow from operations	202.9	364.0	309.0	309.6	217.0	495.9	255.2
Cash and short-term investments	334.4	1,450.0	1,284.0	1,074.0	1,442.5	651.9	2,539.1
Debt	7,564.7	23,664.5	9,461.0	2,499.0	4,294.0	5,977.8	3,702.4
Equity	3,989.5	11,866.5	7,557.0	3,553.4	7,580.5	6,316.0	3,616.0
Valuation of investment property	9,083.5	34,239.0	18,590.0	5,838.3	13,407.6	13,839.2	7,670.1
Adjusted ratios							
EBITDA margin (%)	63.5	58.3	65.9	64.8	63.1	91.0	88.7
EBITDA interest coverage (x)	2.8	2.1	3.0	4.9	6.4	5.7	3.3
Debt/EBITDA (x)	16.7	16.9	12.9	6.5	7.5	8.5	7.6
FFO/debt (%)	3.5	2.1	3.2	9.2	8.1	8.2	7.2
Debt/debt and equity (%)	65.5	66.6	55.6	41.3	36.2	48.6	50.6

הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי נתמך בחיזוק משמעותי של בסיס ההון כתוצאה מהצעות רכש החליפין למניות אפי נכסים ולחלק השותף בסרביה (כ-13%) באמצעות החלפת מניות שהושלמו ברבעון הראשון של 2021. במסגרת הצעות הרכש הנפיקה החברה מניות ואופציות בהיקף כולל של כ-1.8 מיליארד ₪, המשקף גידול של כ-45% בהון העצמי של החברה. כמו כן, אנו מעריכים כי אופציות סדרה 5 שמועד מימושן ביוני 2021 ונסחרות בתוך הכסף ימומשו ויובילו לגידול של כ-130 מיליון ₪ בהון העצמי.

ב-2020 פחת ה-EBITDA בכ-17%, בעיקר בשל הקלות בדמי השכירות שהעניקה החברה לשוכריה בצל משבר הקורונה והגבלות הממשלה על התנועה. עם זאת, יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון נותר יציב על כ-2.8 לעומת כ-2.7 ב-2019, בין היתר בעקבות ירידה בהוצאות המימון כתוצאה מאינפלציה שלילית של כ-0.6% שהובילה לירידה בהוצאות ההצמדה (כמחצית מהחוב צמוד למדד) ומגיוסי חוב בריבית נמוכה. להערכתנו, למרות האינפלציה הצפויה בשנים הקרובות בהתבסס על הנחות של S&P Global Ratings, שעשויה להשפיע לשלילה על יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון, יחס זה יישאר ברמה ההולמת את הדירוג הנוכחי.

ביג מרכזי קניות בע"מ

יחס המינוף המתואם חוב לחוב והון עצמי עמד בסוף 2020 על כ-65% לעומת כ-62% בסוף 2019 (על בסיס איחוד חלקי יחסי). העלייה נבעה מגידול בחוב (בעיקר בשל רכישת נכסים חדשים בסרביה והשקעות בפרויקטי הייזום בישראל וסרביה, שהתקזזו חלקית על ידי מכירת נכסים מניבים בארה"ב) ושחיקה מסוימת בהון בעיקר בשל הירידה בפעילות ובשל החשיפה המטבעית לדולר שנחלש מול השקל. אנו צופים ירידה במינוף בשנתיים הבאות בהתבסס על הגידול המשמעותי בפעילות, צפי לגידול בתזרים השוטף והגידול בבסיס ההון עם העלייה לשליטה בחברת אפי נכסים. עם זאת, בהתבסס על תוכניות ההשקעה, תוכניות הפיתוח והפרויקטים בהקמה, אנו צופים צורכי השקעה גבוהים ומעריכים כי המינוף יעמוד בטווח של כ-62%-64% בשנתיים הקרובות, רמה שלהערכתנו הולמת את הדירוג הנוכחי.

Table 2.

Big Shopping Centers Ltd. -- Financial Summary (Mil. NIS)

Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company

	2020	2019	2018	2017	2016
Revenue	714.7	840.7	813.0	743.1	691.6
EBITDA	453.6	548.8	531.1	488.4	445.1
Funds from operations (FFO)	264.8	328.2	344.4	292.3	262.2
Interest expense	159.9	200.0	208.6	175.1	171.1
Cash flow from operations	202.9	272.3	255.6	263.3	205.1
Cash and short-term investments	334.4	946.1	410.4	314.0	546.2
Debt	7,564.7	6,622.9	5,969.3	5,002.6	4,627.1
Equity	3,989.5	4,048.9	3,436.5	3,235.7	2,959.3
Valuation of investment property	9,083.5	9,125.8	8,919.3	8,425.0	7,806.4
Adjusted ratios					
EBITDA margin (%)	63.5	65.3	65.3	65.7	64.4
EBITDA interest coverage (x)	2.8	2.7	2.5	2.8	2.6
Debt/EBITDA (x)	16.7	12.1	11.2	10.2	10.4
FFO/debt (%)	3.5	5.0	5.8	5.8	5.7
Debt/debt and equity (%)	65.5	62.1	63.5	60.7	61.0

נזילות

רמת הנזילות של ביג היא הולמת על פי הקריטריונים שלנו, שכן אנו מעריכים כי היחס בין המקורות ברמת ודאות גבוהה לשימושים של החברה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021. הערכה זו נתמכת בשמירה לאורך זמן על יתרות מזומנים בהיקף משמעותי ובתזרים המזומנים מתיק הנכסים המניב. בנוסף, להערכתנו לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנתמכת בשיעור LTV (loan to value) נמוך במרבית הנכסים המשועבדים בישראל, בנכסים מניבים בלתי משועבדים בשווי של כ-1 מיליארד ₪ (נכון לסוף 2020), בהחזקה של מניות סחירות של חברת אפי נכסים ובמסגרות אשראי חתומות ומחייבות בהיקף של כ-660 מיליון ₪. אנו סבורים כי לחברה נגישות גבוהה לשוק ההון, המשתקפת בגיוסי החוב שהשלימה החברה בשנים האחרונות, ותומכת בהערכתנו לרמת הנזילות.

ביג מרכזי קניות בע"מ

להלן המקורות והשימושים העיקריים של החברה ב-12 החודשים שהחלו ב-1 בינואר, 2021:

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> • חוב זמן קצר וחלויות שוטפות של הלוואות זמן ארוך ואג"ח בהיקף של כ-860 מיליון ₪. • השקעות הון עצמי מחייבות בפרויקטי ייזום בהיקף מינימלי של כ-20-30 מיליון ₪. 	<ul style="list-style-type: none"> • מזומן, שווי מזומן ונכסים פיננסיים סחירים לא מוגבלים בהיקף של כ-320 מיליון ₪. • מסגרות אשראי חתומות בלתי מנוצלות בתוקף מעל 12 חודשים בסך כ-660 מיליון ₪. • FFO במזומן (*) של כ-250-260 מיליון ₪. • תזרים נטו ממכירת נכסים בארה"ב בהיקף של כ-145 מיליון ₪. • תקבולים מהנפקת סדרת אג"ח י"ח בסך כ-575 מיליון ₪ (הושלם).

(*) כולל EBITDA חזוי בניכוי הוצאות מס וריבית תזרימיים. לא כולל אפי נכסים.

חלויות חוב					
שנה	2021	2022	2023	2024	2025 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	973 (*)	1,145	615	743	3,790

(*) כולל חוב בלווי בנקאי. נציין כי מתוך סך האג"ח של כ-5.1 מיליארד ₪, כ-2.4 מיליארד ₪ משויך לסדרות מובטחות.

ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי הבנקים ומחזיקי איגרות החוב. נכון ליום 31 בדצמבר, 2020, לחברה מרווח הולם ביחס למרבית התניות הפיננסיות. לחברה מרווח מצומצם יחסית בהתניה הפיננסית על סדרת אג"ח ה' בקשר עם יחס החוב הפיננסי נטו ל-NOI. להערכתנו הקיטון במרווח ב-2020 נבע בעיקר מהקיטון המשמעותי ב-NOI בעקבות משבר הקורונה. אנו צופים כי עם ההתאוששות בפעילות כבר ב-2021 החברה תשמור על מרווח הולם בהתניה זו ובכלל בכל התניות הפיננסיות.

התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

ניתוח שיקום חוב

שיקולים עיקריים

- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של ביג מרכזי קניות בע"מ המובטחות בנכסי נדל"ן (סדרות ו', ח', י', י"א, י"ג, י"ד, ט"ז ו-י"ז). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '2', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%. דירוג שיקום החוב של סדרות האג"ח המובטחות בנכסי נדל"ן מוגבל על ידי העובדה ששיעור ה-LTV המקסימלי בשטר הנאמנות שלהן הוא 75%.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilAA', זהה לדירוג המנפיק, לסדרות האג"ח של ביג מרכזי קניות בע"מ שאינן מובטחות (סדרות ה', ז', ט' ו-י"ב). דירוג שיקום החוב לסדרות אלו הוא '4', ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 30%-50%.

הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2026
- מיתון עמוק במדינות הפעילות יתבטא, בין היתר, בעלייה משמעותית באבטלה ובירידה חדה בצריכה הפרטית. במקביל יתגברו משמעותית הלחצים התחרותיים בענף הקמעונאות ויפחת הביקוש לשטחי מסחר פיזיים. מגמות אלו יובילו לירידה בדמי השכירות ובשיעור התפוסה של הנכסים ולירידה משמעותית בשווי הנכסים.
- אנו מניחים כי בדרך לכשל הפירעון ההיפותטי, החברה תגדיל את היקף החוב בסדרות האג"ח המובטחות עד לשיעור ה-LTV המקסימלי.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים ובאיכות של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- שווי הנכסים של החברה יקטן ב-40% בהתחשב באיכות הנכסים, בלחצים התחרותיים בענף הקמעונאות ובצורך במימוש מהיר.
- שווי הנדל"ן להשקעה בפיתוח יקטן ב-55% מימוש מהיר.
- במהלך תהליך ההתדרדרות ההיפותטי במצב החברה, היא תשתמש ב-60% ממסגרות האשראי המובטחות אליהן משועבדים הנכסים.
- אנו מניחים כי החברה תוותר על נכסים הממומנים בהלוואות ללא זכות חזרה ששוויים תחת הנחות התרחיש יהיה נמוך מגובה ההלוואות בזמן אירוע כשל הפירעון ההיפותטי.

מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-6.2 מיליארד ₪

ביג מרכזי קניות בע"מ

- עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
 - שווי פנוי לכיסוי חוב: 5.9 מיליארד ₪
 - סך חוב בנקאי בכיר ומסגרות אשראי: כ-2.2 מיליארד ₪
 - שווי פנוי לכיסוי אג"ח מובטחות בנכסי נדל"ן: כ-3.7 מיליארד ₪ (מתוכם כ-2.1 מיליארד ₪ משועבדים ספציפית לסדרות האג"ח והיתרה פארי פאסו עם סדרות האג"ח הלא מובטחות)
 - סך אג"ח מובטח בנכסי נדל"ן: כ-2.8 מיליארד ₪
 - הערכת שיעור שיקום חוב מובטח: 70%-90%. בנוסף לשווי הבטוחות הספציפיות, התחשבנו גם בשווי הנכסים הלא משועבדים, שיכסה את החוב המובטח, פארי פאסו עם סדרות האג"ח הלא מובטחות.
 - סך אג"ח לא מובטחות ויתרת אג"ח מובטחות שלא כוסו על ידי הבטוחה הספציפית): כ-3.7 מיליארד ₪
 - שווי פנוי לכיסוי אג"ח לא מובטח: כ-1.5 מיליארד ₪
 - הערכת שיקום חוב לא מובטח: 30%-50%
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית ואמורטיזציה חלקית של החוב.

השפעת הערכת שיקום חוב על דירוג החוב ביחס לדירוג המנפיק

דירוג הסדרה מעל/מתחת לדירוג המנפיק	ציון הערכת שיקום חוב	תיאור	הערכת שיקום חוב באחוזים
3+ נוצ'ים	1+	צפי להחזר מלא	100%
2+ נוצ'ים	1	שיקום חוב גבוה מאד	100%-90%
1+ נוצ'	2	שיקום חוב גבוה	90%-70%
0 נוצ'ים	3	שיקום חוב משמעותי	70%-50%
0 נוצ'ים	4	שיקום חוב ממוצע	50%-30%
1- נוצ'	5	שיקום חוב צנוע	30%-10%
2- נוצ'ים	6	שיקום חוב זניח	10%-0%

דירוגי שיקום חוב מוגבלים במדינות מסוימות על מנת להביא בחשבון סיכויי שיקום חוב מופחתים במדינות אלו. דירוגי שיקום חוב של הנפקות חוב לא מובטחות מוגבלות גם הן בדרך כלל (למידע נוסף ראו שלב 6, פסקאות 90-98 של המתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016).

התאמות לדיווח הכספי

- על מנת להביא את הנתונים הפיננסיים לבסיס משותף בהשוואה לחברות מדורגות אחרות, אנו מבצעים התאמות לנתונים המדווחים בדוחות הכספיים אשר משמשים אותנו בחישוב היחסים הפיננסיים. להלן ההתאמות העיקריות לנתונים המאוחדים של ביג מרכזי קניות בע"מ לשנת 2020:
- איחוד יחסי של חברות מוחזקות המוצגות על בסיס שווי מאזני.
 - קיזוז עודפי מזומנים, כהגדרתנו, מהחוב הפיננסי המדווח.

ביג מרכזי קניות בע"מ

Table 3.

Big Shopping Centers Ltd.--Reconciliation Of Reported Amounts With S&P Global Ratings' Adjusted Amounts (Mil. NIS) for the Fiscal Year Ended Dec 31, 2020

Big Shopping Centers Ltd. reported amounts

	Debt	Shareholders' equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	7,233.1	3,989.5	598.1	309.2	142.2	453.6	159.2
S&P Global Ratings adjustments							
Cash taxes paid	--	--	--	--	--	(17.3)	--
Cash interest paid	--	--	--	--	--	(160.3)	--
Reported lease liabilities	15.7	--	--	--	--	--	--
Accessible cash and liquid investments	(334.4)	--	--	--	--	--	--
Capitalized interest	--	--	--	--	11.2	(11.2)	(11.2)
Deconsolidation/consolidation	650.2	(390.7)	116.5	104.1	6.1	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	--	--	45.1	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	--	--	55.0
Noncontrolling interest/minority interest	--	390.7	--	--	--	--	--
EBITDA: Other	--	--	--	(4.9)	--	--	--
Interest expense: Other	--	--	--	--	0.4	--	--
Total adjustments	331.5	--	116.5	144.4	17.7	(188.8)	43.7
S&P Global Ratings adjusted amounts							
	Debt	Equity	Revenue	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	7,564.7	3,989.5	714.7	453.6	159.9	264.8	202.9

מתדולוגיה ומאמרים קשורים

- מתדולוגיה: מתדולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתדולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתדולוגיה: מתדולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתדולוגיה: מתדולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתדולוגיה: מתדולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתדולוגיה: מתדולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתדולוגיה - כללי: מתדולוגיה לקישור הדירוג לטווח ארוך עם הדירוג לטווח קצר, 7 באפריל, 2017
- מתדולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- מתדולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018

ביג מרכזי קניות בע"מ

- [מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות](#), 1 באפריל, 2019
- [מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה](#), 1 ביולי, 2019
- [הגדרות הדירוג של S&P Global Ratings](#), 5 בינואר, 2021
- [דעות ופרשנות: הקשר בין סולם הדירוג הגלובלי לבין סולם הדירוג הישראלי](#), 26 ביוני, 2018

רשימת דירוגים

תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	תאריך שבו פורסם הדירוג לראשונה	דירוג	ביג מרכזי קניות בעמ
18/05/2020	21/05/2018	ilA-1+	דירוג(י) המנפיק
18/05/2020	06/05/2018	ilAA-\Stable	טווח קצר טווח ארוך
			דירוג(י) הנפקה
18/05/2020	21/05/2018	ilA-1+	<u>ניירות ערך מסחריים</u> ניירות ערך מסחריים
			חוב בכיר מובטח
18/05/2020	06/05/2018	ilAA	סדרה ו,ח,י
19/08/2020	19/08/2020	ilAA	סדרה טז
18/05/2020	10/07/2018	ilAA	סדרה יא
18/05/2020	14/07/2019	ilAA	סדרה יג
18/05/2020	17/11/2019	ilAA	סדרה יד
19/08/2020	19/08/2020	ilAA	סדרה יז
			חוב בכיר בלתי מובטח
18/05/2020	06/05/2018	ilAA-	סדרה ה,ז,ט
18/05/2020	31/03/2019	ilAA-	סדרה יב
			היסטוריית דירוג המנפיק
		ilAA-\Stable	טווח ארוך מאי 06, 2018
		ilA-1+	טווח קצר יולי 08, 2018
		ilA-1	מאי 21, 2018
			פרטים נוספים
	09:08 27/05/2021		זמן בו התרחש האירוע
	09:08 27/05/2021		זמן בו נודע לראשונה על האירוע
	החברה המדורגת		יזם הדירוג

ביג מרכזי קניות בע"מ

S&P מעלות הוא שמה המסחרי של חברת "אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ". לרשימת הדירוגים המעודכנים ביותר ולמידע נוסף אודות מדיניות המעקב אחר דירוג האשראי, יש לפנות לאתר אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ בכתובת www.maalot.co.il

כל הזכויות שמורות ©. אין לשנות, לבצע הנדסה לאחור, לשכפל, להפיץ בכל צורה ובכל דרך, או לאחסן במאגר מידע או במערכת לאחזור מידע את התוכן (לרבות דירוגים, אנליזות ומידע הקשורים לדירוגים, הערכות, מודלים, תוכנה ותוצריה), וכל חלק ממנו (להלן, "יחדיו", "התוכן"), מבלי לקבל את הסכמתה מראש ובכתב של אס אנד פי גלובל רייטינגס מעלות בע"מ או חברות הקשורות לה (להלן, "יחדיו", "S&P"). התוכן לא יישמש למטרות לא חוקיות או לא מורשות. S&P וצדדים שלישיים הנותנים לה שירותים, לרבות הדירקטורים, המנהלים, בעלי המניות, העובדים או השלוחים שלהם (להלן, "יחדיו", "S&P והצדדים הקשורים") אינם ערבים לדיוקו, שלמותו, עדכנותו או זמינותו של התוכן. S&P והצדדים הקשורים אינם אחראים לטעויות או השמטות (בין אם הן נובעות מרשלנות ובין אם לאו), מכל סיבה שהיא, לתוצאות הנובעות משימוש בתוכן, או לאבטחתו או תחזוקתו של מידע שמסרו המשתמשים. התוכן מסופק על בסיס AS-IS (כמות שהוא). **S&P והצדדים הקשורים לא נותנים כל התחייבות או מצג, מפורש או משתמע, לרבות, אך לא רק, בעניין האיכות המספקת או התאמה לצורך כזה או אחר, היעדר באגים, טעויות תוכנה או פגמים, שתפקודו של התוכן לא ישובש או שהתוכן יפעל עם כל תצורת תכנה או חומרה.** בכל מקרה, S&P והצדדים הקשורים לא יישאו בכל אחריות לנזקים ישירים ו/או עקיפים מכל מין וסוג, לרבות נזקים נלווים או תוצאתיים, פיצויים לדוגמה, פיצויים עונשיים או פיצויים מיוחדים, עלויות, הוצאות, הוצאות משפטיות או הפסדים (ובכלל זה, מבלי לגרוע מכלליות האמור, פיצויים בגין הפסד הכנסות או רווחים, אבדן הזדמנויות עסקיות או הפסדים שנגרמו מרשלנות), אשר נגרמו בקשר עם שימוש בתוכן, גם במידה ונמסר להם מראש על האפשרות לנזקים כאמור.

דירוגים וניתוחים אנליטיים אחרים, לרבות הדירוגים ומידע אחר הכלול בתוכן, מהווים הבעת דעה שהינה נכונה למועד פרסומה ואינם מהווים דבר שבעובדה. הדירוגים והניתוחים האנליטיים האחרים של S&P אינם מהווים המלצה לרכוש, להחזיק או למכור ניירות ערך כלשהם, או לקבלת החלטה בעניין ביצוע השקעות, ואינם מתייחסים לנאותותם של ניירות ערך כלשהם. S&P אינה נוטלת על עצמה כל מחויבות לעדכן את התוכן לאחר פרסומו בכל צורה או פורמט. אין להסתמך על התוכן בקבלת החלטות השקעה או החלטות עסקיות אחרות, והוא אינו תחליף לכישורים, שיקול דעת או ניסיון של המשתמשים, הנהלתם, עובדיהם, יועציהם ו/או לקוחותיהם בקבלת החלטות כאלה. S&P אינה משמשת כ"מומחה" או כיועץ לעניין השקעות ו/או ניירות ערך, אלא במקום בו היא רשומה ככזאת. דוחות דירוג נכונים למועד פרסומם. S&P מעדכנת את דוחות הדירוג בעקבות מעקב שוטף אחר אירועים או מעקב שנתי.

S&P אוספת מידע ממקורות אמינים להערכתה, אך אינה מבקרת את המידע והיא אינה מחויבת לבצע בדיקת נאותות או אימות עצמאי של המידע שהיא מקבלת. S&P מפרסמת דוחות הקשורים לדירוג מסיבות שונות שאינן בהכרח תוצאה של ועדת דירוג, ובכלל זה פרסום עדכון תקופתי לגבי דירוג אשראי וניתוחים קשורים.

במידה שרשויות הרגולציה מאפשרות לחברת דירוג להכיר בתחום שיפוט מסוים בדירוג שנקבע בתחום שיפוט אחר למטרות רגולטוריות מסוימות, S&P שומרת לעצמה את הזכות לקבוע, להפסיק או להשעות הכרה כזו בכל עת על פי שיקול דעתה הבלעדי. S&P והצדדים הקשורים אינם נוטלים על עצמם כל מחויבות הנובעת מקביעה, הפסקה או השעיה של הכרה בדירוג או כל חבות לכל נזקים שנטען שנבעו מהן.

על מנת לשמר את העצמאות והאובייקטיביות של פעולותיהן של היחידות השונות של S&P, S&P שומרת על הפרדה בין פעולות אלו. כתוצאה מכך, ייתכן וליחידות מסוימות יהיה מידע אשר אינו זמין ליחידות אחרות של S&P. S&P גיבשה נהלים ותהליכים על-מנת לשמור על סודיות מידע מסוים שאינו פומבי המתקבל בקשר לכל הליך אנליטי שהיא מבצעת.

S&P מקבלת תמורה כספית עבור מתן שירותי הדירוג והניתוחים האנליטיים שהיא מבצעת, בדרך כלל מהמנפיקים או מהחמתים של ניירות הערך המדורגים, או מהחייבים. S&P שומרת לעצמה את הזכות להפיץ את חוות הדעת שלה והניתוחים האנליטיים. הדירוגים הפומביים של S&P והאנליזות מופיעים באתר S&P מעלות, בכתובת www.maalot.co.il או באתר S&P, בכתובת www.standardandpoors.com, ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.