

# רני צים מרכזי קניות בע"מ

9 בדצמבר, 2021

אנליסט אשראי ראשי:

יאיר דיק, 972-3-7539739 [yair.dyk@spglobal.com](mailto:yair.dyk@spglobal.com)

איש קשר נוסף:

הילה פרלמוטר, 972-3-7539729 [hila.perelmuter@spglobal.com](mailto:hila.perelmuter@spglobal.com)

## תוכן עניינים

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

רני צים מרכזי קניות בע"מ

14..... רשימת דירוגים

## רני צים מרכזי קניות בע"מ

iiBBB+/Stable

אשרור דירוג המנפיק

### תמצית

סיכונים עיקריים	חוזקות עיקריות
<ul style="list-style-type: none"> <li>חשיפה לפעילות ייזום, שלהערכתנו מגלמת סיכונים ענפיים ותפעוליים גבוהים יותר מפעילות הנדל"ן המניב.</li> <li>גיוון מגזרי מוגבל עם חשיפה בעיקר לתחום המרכזים המסחריים.</li> <li>תלות בשלושה נכסים עיקריים המהווים כ-55% מסך השווי.</li> <li>יחס כיסוי חזוי חלש בשנתיים הקרובות.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>הכרות גבוהה ומובילות במגזר הערבי היוצרים יתרונות תחרותיים.</li> <li>התמקדות במרכזי מסחר פתוחים המאופיינים בעומס דמי שכירות לפדיון נמוכים יחסית.</li> </ul>

**הביצועים התפעוליים בשנה האחרונה היו בהתאם לציפיותינו.** ה-NOI (net operating income) ב-2020 הסתכם בכ-33.5 מיליון ₪ ומשקף גידול של כ-7% ביחס ל-2019. בשלושת הרבעונים הראשונים של 2021 ה-NOI צמח לכ-38 מיליון ₪ ומשקף גידול של כ-62% ביחס לאותה התקופה ב-2020. עיקר הגידול נבע מהגדלת ההחזקה בפעילות המרכזים המסחריים במגזר הערבי לאחר רכישת השותף. שיעור התפוסה נותר יציב על כ-91%.

**יחס כיסוי ה-EBITDA להוצאות מימון נותר חלש יחסית, יחס המינוף חוב לחוב והון עצמי נותר יציב.** בשלושת הרבעונים הראשונים של 2021 עמד יחס הכיסוי על כ-0.85x לעומת כ-1.5x באותה התקופה ב-2020. על אף שה-EBITDA צמחה באותה התקופה בכ-50%, הוצאות המימון עלו בשיעור חד יותר בעיקר בשל איחוד הפעילות והחוב במגזר הערבי ובשל שיעור אינפלציה גבוה יותר וכפועל יוצא בעלויות ההצמדה (כ-50% מהחוב צמוד למדד ואנו מחשיבים עלויות אלה כחלק מהוצאות המימון לחישוב יחס הכיסוי). יחס המינוף המאזני עמד ב-30 בספטמבר 2021 על כ-64% לעומת כ-63% אשתקד. על אף הגידול בחוב, ההון עצמי גדל משמעותית, בין היתר בשל רווחי שערורך וממימוש אופציות למניות (סדרה 1).

### תחזית הדירוג

תחזית הדירוג היציבה משקפת את הערכתנו כי ב-12 החודשים הבאים תציג החברה ביצועים תפעוליים יציבים ותשמור על מעמדה התחרותי במגזר הערבי בתחום מרכזי המסחר וכי לא יחולו עיכובים מהותיים בפרויקטי

## רני צים מרכזי קניות בע"מ

הייזום וסטיות מתקציב הפיתוח. היחסים שאנו רואים כהולמים את הדירוג הנוכחי הם יחס כיסוי EBITDA להוצאות מימון של כ-1.3 בממוצע ויחס חוב לחוב והון עצמי של כ-65% בממוצע.

### התרחיש השלילי

אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית אם החברה תיכנס לפרויקטי ייזום בהיקפים גבוהים משצפינו תוך העלאת שיעור המינוף ומבלי לקזז זאת, לדוגמה, באמצעות הנפקות הון. אנו עשויים לנקוט פעולת דירוג שלילית גם אם תחול פגיעה בפרופיל הנזילות, התדרדרות בביצועים התפעוליים או חריגה ביחס חוב לחוב והון עצמי אל מעל 65% או ירידה ביחס EBITDA להוצאות מימון מתחת ל-1.0x לאורך זמן.

### התרחיש החיובי

נשקול פעולת דירוג חיובית אם החברה תרחיב את תיק הנכסים המניבים באופן משמעותי תוך שיפור גיוון הנכסים והקטנת התלות בנכסים בודדים, תוך שמירה על ביצועים תפעוליים יציבים ועל יחס מינוף של כ-60% לאורך זמן וכחלק ממדיניות פיננסית.

## תרחיש הבסיס

### הנחות עיקריות

- צמיחה של כ-6.5% בתמ"ג, שיעור אינפלציה של כ-1.5% ושיעור אבטלה של כ-5.1% ב-2021. המשך התאוששות הכלכלית ב-2022 שתתבטא בצמיחה של כ-4% בתמ"ג, באינפלציה של כ-2.2% ובירידה בשיעור האבטלה לכ-5%.
- NOI של כ-50 מיליון ₪ ב-2021 ושל כ-68-72 מיליון ₪ ב-2022 (לא כולל הנכס בנתיבות תחת חברה כלולה), בהתבסס על תמהיל החוזים הקיימים ועל תרומה של נכסים בשלבי הקמה סופיים הצפויים להתחיל להניב בחודשים הקרובים.
- שיעור NOI מההכנסות של כ-75%.
- שיעור נכסים (בעיקר עם סיום שלב ההקמה של פרויקט הייזום) ורווח ממימוש נכסים בהיקף מינימלי של כ-200 מיליון ₪ בשנים 2021-2022.
- השקעות בהיקף כולל של כ-650-700 מיליון ₪ ב-2021-2023, הכוללות בעיקר הקמת נדל"ן מניב (בעיקר בכפר סבא, טירה, טייבה, רהט, טמרה, אום אל פאחם ובקעת אונו).
- השלמת מימוש 50% מפרויקט גני תקווה ב-2021 ומימוש נכסים נוספים ב-2022.
- הנפקת סדרת אג"ח חדשה (סדרה ג') בלתי מובטחת בהיקף של עד 300 מיליון ₪ שתשמש בעיקר לפירעון מוקדם מלא של סדרה א' ולפעילות שוטפת.

יחסים עיקריים			
2022E	2021E	2020A	יחס פיננסי
1.4x-1.2x	1.0x	1.1x	EBITDA/הוצאות מימון
65%-64%	67%-65%	65.1%	חוב/חוב והון עצמי
25x	35x	47x	חוב/EBITDA

A-בפועל. E-צפוי

### תחזיות תרחיש הבסיס

#### צמיחה של כ-50% ב-NOI ב-2021 ושל כ-35%-40% ב-2022

הערכתנו מתבססת בעיקר על תרומה מלאה של הנכסים במגזר הערבי שאוחדו לראשונה ברבעון הרביעי של 2020, ועל תרומה של נכסים מניבים שהקמתם צפויה להסתיים ברבעון הראשון של 2022, בין היתר כפר סבא שלב א' המושכר במלואו ל"עושר עד", גני תקווה וטירה ששיעור ההשכרה המקדמי מעל 90%. יש לציין כי אנו צופים צמיחה מהותית נוספת ב-2023 עם התחלת ההנבה של הפרויקטים בטיבה, רהט שלב א', כפר סבא שלב ב' ופרויקט ההרחבה בטירה.

#### עלייה מתונה במינוף ושחיקה קלה ביחס הכיסוי ב-2021, צפי לשיפור ביחס הכיסוי וירידה במינוף ב-2022

אנו צופים עלייה קלה במינוף ב-2021 בין היתר בשל היקף ייזום נרחב והנפקת החוב הצפויה בסוף השנה. עם זאת, אנו מעריכים כי יחס המינוף ירד לרמה של כ-65% ב-2022, בין היתר בשל צפי לשערוכי נכסים משמעותיים בגין השלמת פרויקטי ייזום וצפי למימוש נכסים. יחס הכיסוי צפוי להיות ברמה של כ-1.0x, מעט נמוך מ-2020, בין היתר בשל העלייה בחוב ובהוצאות המימון ובשל גידול בהוצאות ההצמדה בהינתן הגידול באינפלציה. השפעת הגידול בהוצאות המימון קוזזה חלקית על ידי הגידול המשמעותי בבסיס ה-EBITDA. בראייה קדימה אנו צופים כי יחול שיפור משמעותי ביחס הכיסוי עם הגידול הצפוי בפעילות בהתבסס על הפרויקטים בהקמה והוא יעמוד בטווח של 1.4x-1.2x.

### תיאור החברה

רני צים מרכזי קניות בע"מ היא חברת נדל"ן מניב הפועלת ברכישה, ייזום, פיתוח, הקמה וניהול של מרכזים מסחריים בישראל, בעיקר בפרופריה ובאזורי פיתוח. נכון להיום יש לחברה שבעה נכסים מניבים פעילים בשווי כולל של כ-888 מיליון ₪ (כולל חלקה היחסי בנכס בנתיבות המוחזק בחברה כלולה), עם שיעור תפוסה ממוצע של כ-92% (ללא נוף הגליל הנמצא בשלבי השבחה, שיעור התפוסה הוא 98%). כמו כן, לחברה שלושה פרויקטים בשלבי אכלוס ששווקו כמעט במלואם וצפויים להיפתח ברבעון הראשון של 2022 ולהניב NOI של כ-17 מיליון ₪. בנוסף יש לחברה 11 פרויקטים בשלבים שונים של ייזום, הקמה ותכנון, שעם השלמתם צפויים

## הפרופיל העסקי

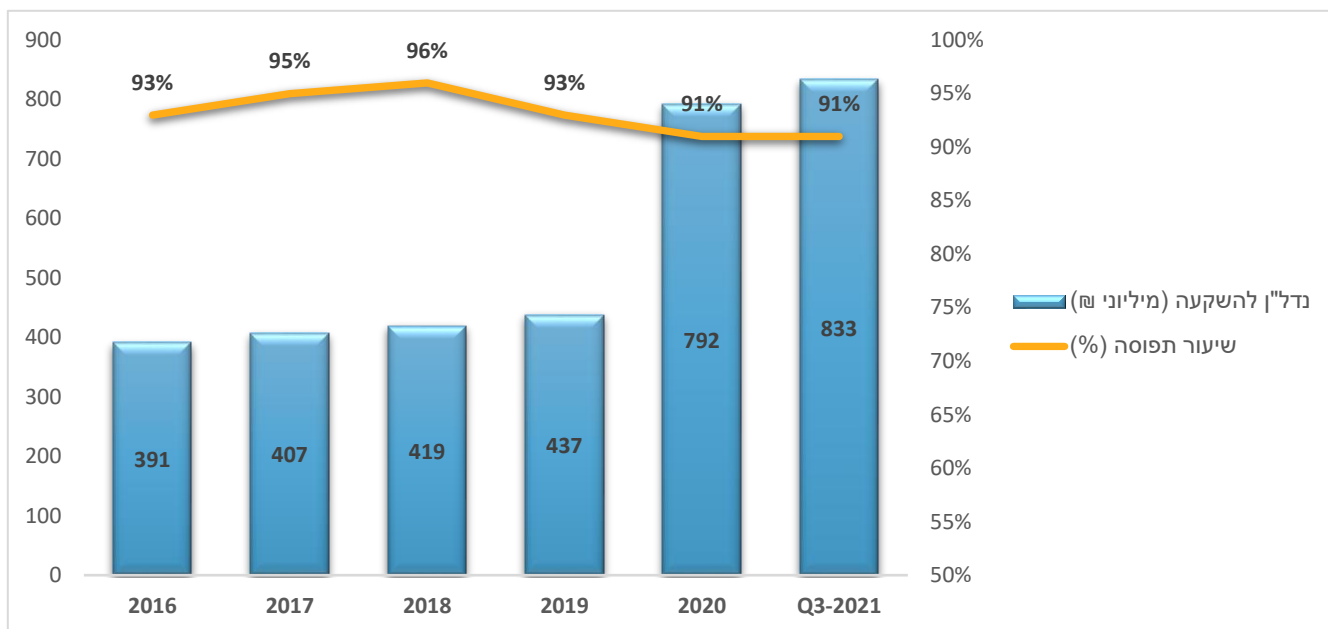
פרופיל הסיכון העסקי של החברה נתמך בגידול המשמעותי בתיק הנכסים המניבים בשנים האחרונות כאשר נכון ל-30 בספטמבר, 2021, עמד על כ-888 מיליון ₪ (כולל חלקה היחסי בנכס בנתיבות המוחזק בחברה כלולה). בשנת 2020 השלימה החברה מספר עסקאות שהגדילו את תיק הנכסים המניבים וברבעון הראשון של 2022 צפויה החברה לפתוח 3 נכסים מניבים חדשים, בכפר סבא, טירה וגני תקווה. הגידול בתיק הנכסים המניבים של החברה והגידול הצפוי בפיזור הנכסים תומך את הערכתנו בפרופיל הסיכון העסקי.

נכון להיום פועלת החברה במגזר הערבי (תחת המותג "Seven") באמצעות החזקה מלאה בנכסים מניבים באום אל פאחם ובירכא ובפרויקטים בשלבים שונים של ייזום ותכנון בטירה, טייבה, טמרה, רהט (שלב א' וב') ואום אל פאחם (שלב ב'). הפעילות במגזר הערבי תומכת להערכתנו בפרופיל הסיכון העסקי, שכן אנו מעריכים את רמת התחרות באזורים אלה כנמוכה יחסית וחשופה פחות למגמות סחר מקוון ו"שמיים פתוחים". הרגלי הצריכה של אוכלוסיית היעד יציבים והצריכה אף נמצאת במגמת עלייה בשנים האחרונות כאשר המרכזים שבבעלות ובתפעול החברה מותאמים לצורכי אוכלוסייה זו. לדעתנו, המודל העסקי של החברה מאופיין במספר יתרונות תחרותיים, בין היתר התמקדות במרכזי מסחר פתוחים שעומס דמי השכירות בהם נמוך בהשוואה למרכזי מסחר סגורים, ומרביתם מעוגני סופרמרקטים ושוכרים חיוניים (כ-40% מסך דמי השכירות השנתיים).

במהלך 2021 דיווחה החברה על כניסה לתחום הייזום, הקמה ובנייה רוויה למגורים בחברה הערבית. נכון להיום, זכתה החברה בפרויקט לבניית 36 יחידות דיור בפארדיס. לדעתנו, היות ומרבית הקרקעות בחברה הערבית מצויים בבעלות פרטית, ההיכרות רבת שנים במגזר הערבי עשויה לתרום לצבר ההזמנות העתידי ולגידול בפעילות. עם זאת בשלב הנוכחי אנו לא צופים גידול משמעותי ותרומה לרווח מתחום זה בשנים הקרובות.

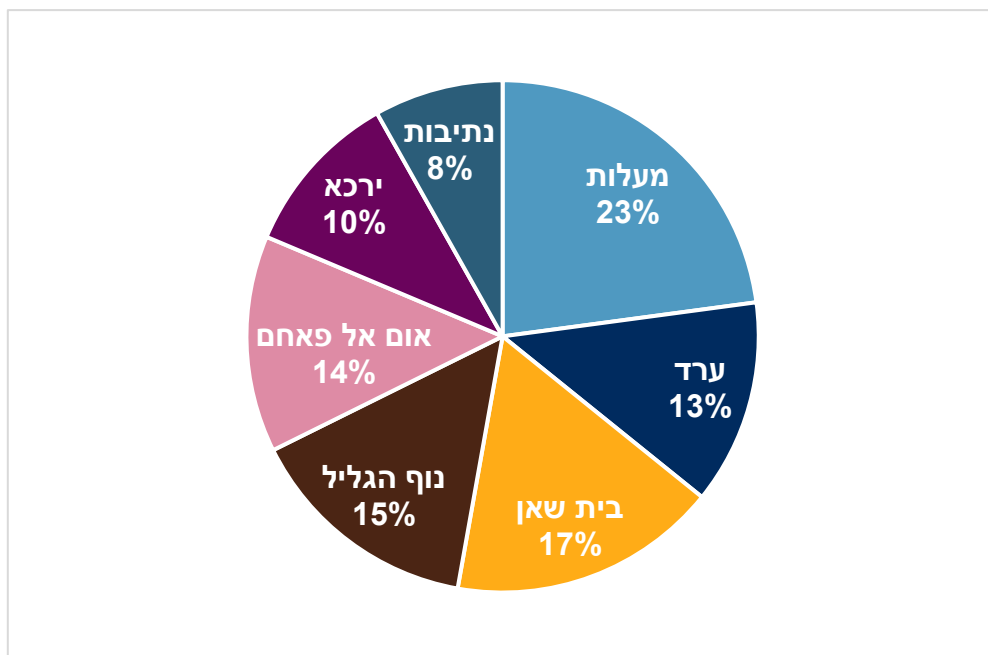
מאידך, פרופיל הסיכון העסקי מוגבל לדעתנו בשל היקף הפעילות המצומצם, היעדר גיוון מגזרי וריכוזיות במספר נכסים ושוכרים מהותיים. נכון להיום, לחברה נכס מהותי במעלות המהווה כ-23% משווי תיק הנכסים המניבים, ושלושת הנכסים המהותיים ביותר של החברה מהווים כ-55% משווי תיק הנכסים המניבים. כמו כן לחברה שוכר מהותי ("ינות ביתן") שהיווה מעל 10% מסך דמי השכירות השנתיים בשנת 2020, אולם יש לציין כי דמי השכירות ממנו מתפרשים על מספר נכסים בחוזי שכירות ארוכים יחסית, מה שמפחית את הסיכון. גם החשיפה הגבוהה לייזום בטווח הקצר-בינוני היא גורם מגביל לדעתנו. עם זאת בטווח הקצר צפויה החברה להשלים אכלוס של שלושה מרכזים חדשים ובטווח הבינוני-ארוך צפויה להשלים את ההקמה של 11 פרויקטים נוספים אשר צפויה להגדיל את ה-NOI בכ-120 מיליון ₪. ההרחבה המשמעותית של תיק הנכסים המניבים שלה בשנים הבאות צפויה להפחית את החשיפה לנכסים ושוכר מהותי באופן משמעותי.

תרשים 1: התפתחות הנדל"ן להשקעה ושיעור התפוסה



(\* הירידה בשיעור התפוסה ב-2020 נבעה מרכישת המרכז המסחרי בנוף הגליל" ששיעור התפוסה בו הוא כ-73%.  
בנטרול נכס זה עומד שיעור התפוסה על כ-98%.

תרשים 2: התפלגות שווי הנכסים המניבים (נכון ל-30 בספטמבר, 2021)



## הפרופיל הפיננסי

פרופיל הסיכון הפיננסי של רני צים מרכזי קניות נתמך בתזרים המזומנים היציב מתיק הנכסים המניבים הקיים. יחס המינוף חוב לחוב והון עצמי עלה ב-30 בספטמבר, 2021, לכ-64% מכ-63% ב-30 בספטמבר, 2020 ומכ-52% ב-30 בספטמבר 2019. העלייה במינוף נבעה בעיקר מעלייה להחזקה מלאה בפעילות המגזר הערבי (ואיחוד הנכסים וההתחייבויות בגינה) בשנת 2020. להערכתנו, בסוף שנת 2021 צפוי יחס המינוף לעלות לכ-65%-67%, בין היתר בהתבסס על תוכניות ההשקעה של החברה בייזום והקמה של נכסים מניבים חדשים. אולם בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים כי החברה לא תחרוג לאורך זמן מרמה של 65%, בהתבסס על המדיניות הפיננסית שהוצגה בפנינו, האפשרות למימוש נכסים, והאפשרות להנפקות הון במידת הצורך לאיזון המינוף, בדומה להנפקת ההון בסך כ-95 מיליון ₪ שהושלמה ב-2020 ולמימוש האופציות למניות (סדרה 1) במהלך 2021. יחס הכיסוי EBITDA להוצאות מימון עמד על כ-0.85 בשלושת הרבעונים הראשונים של 2021 לעומת כ-1.5 באותה התקופה ב-2020. על אף הגידול המשמעותי ב-EBITDA במהלך התקופה, הוצאות המימון עלו בשיעור חד יותר בשל צרכי ההשקעה של החברה ועליה בהיקף החוב ובשל גידול בהוצאות ההצמדה עם העלייה באינפלציה (מעל ל-50% מהחוב הפיננסי צמוד למדד). אנו צופים כי יחס הכיסוי ישתפר בשנים הקרובות עם השלמת הפרויקטים שכיום נמצאים בפיתוח.

### תרשים 3: יחס חוב לחוב והון עצמי

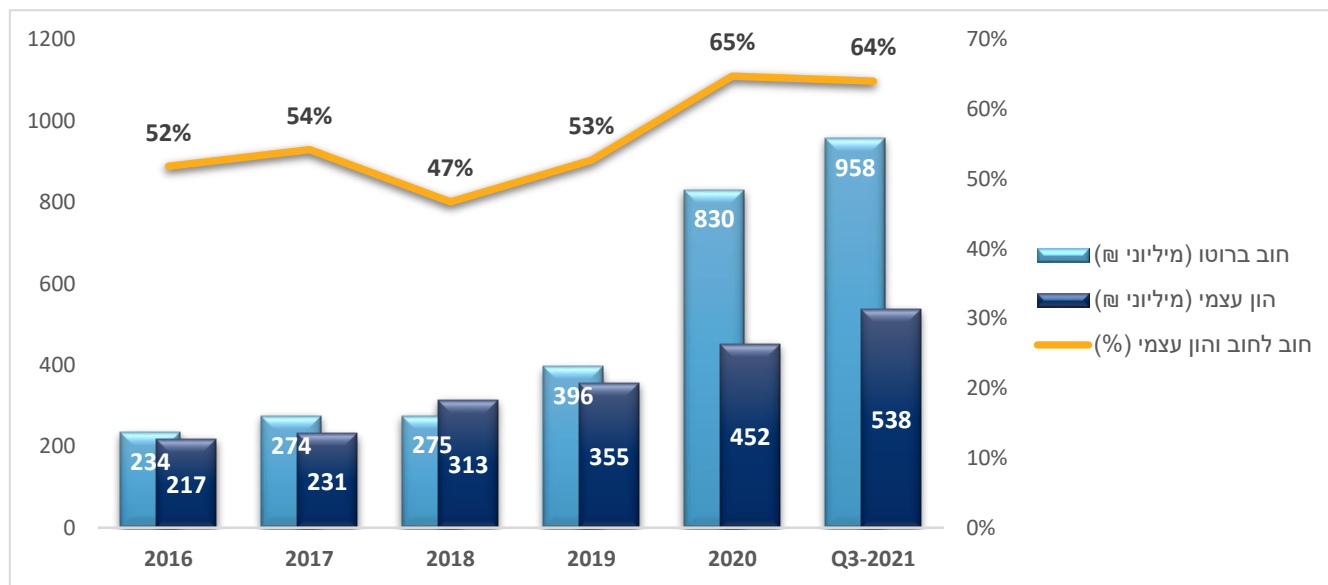




Table 2.

**Rani Zim Shopping Centers Ltd. – Financial Summary (Mil. NIS)**

<b>Industry Sector: Real Estate Investment Trust or Company</b>				
	2020	2019	2018	2017
Revenue	44.5	41.2	39.7	35.7
EBITDA	17.9	15.4	19.7	17.6
Funds from operations (FFO)	6.8	5.1	11.8	10.1
Interest expense	16.6	11.9	12.3	10.8
Cash flow from operations	2.3	7.1	4.6	14.9
Cash and short-term investments	30.4	14.5	11.8	17.0
Debt	842.6	399.4	275.5	275.8
Equity	451.8	355.1	313.5	231.4
<b>Adjusted ratios</b>				
EBITDA margin (%)	40.4	37.3	49.8	49.2
EBITDA interest coverage (x)	1.1	1.3	1.6	1.6
Debt/EBITDA (x)	47.0	26.0	14.0	15.7
FFO/debt (%)	0.8	1.3	4.3	3.7
Debt/debt and equity (%)	65.1	52.9	46.8	54.4

**נזילות**

על פי הקריטריונים שלנו, רמת הנזילות של החברה היא "הולמת". אנו מעריכים כי היחס בין המקורות ברמת ודאות גבוהה לשימושים של החברה יעלה על 1.2x ב-12 החודשים שהחלו ב-1 באוקטובר, 2021. הערכתנו נתמכת ביתרת המזומנים שבקופת החברה, בתזרים המזומנים היציב מתיק הנכסים המניבים ובנגישות טובה למערכת הבנקאית ולשוק ההון כפי שמשתקף מהנפקות החוב וההון שהחברה ביצעה בשנה האחרונה.

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

שימושים עיקריים	מקורות עיקריים
<ul style="list-style-type: none"> <li>אשראי לזמן קצר וחלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך ואג"ח של כ-146 מיליון ₪.</li> <li>השקעות הון עצמי בהיקף מינימלי של כ-15 מיליון ₪.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>מזומנים, שווי מזומנים והשקעות לזמן צר בהיקף של כ-45 מיליון ₪.</li> <li>מסגרת אשראי בלתי מנוצלת בתוקף למעל 12 חודשים בהיקף של כ-38 מיליון ₪.</li> <li>FFO (funds from operation) של כ-20-25 מיליון ₪.</li> <li>תקבולים ממכירת 50% מנכס 'נוף הגליל' בהיקף של כ-110 מיליון ₪ (חתום).</li> </ul>

## רני צים מרכזי קניות בע"מ

יצוין כי בבחינת הנזילות איננו כוללים חוב פרויקטלי במסגרת ליווי בנקאי סגור.

חלויות חוב					
שנה	1.10.2021- 30.9.2022	1.10.2022- 30.9.2023	1.10.2023- 30.9.2024	1.10.2024- 30.9.2025	1.10.2025 ואילך
חלויות (מיליון ₪)	186	90	150	193	338

### ניתוח התניות

לחברה מספר התניות פיננסיות כלפי בנקים ומחזיקי איגרות החוב. להבנתנו, נכון ליום 30 בספטמבר, 2021, לחברה מרווח הולם ביחס להתניות הפיננסיות. אנו צופים כי החברה תשמור על מרווח הולם על כל התניות הפיננסיות בטווח הקרוב. במהלך 2021, החברה הציגה חריגה מאמת מידה פיננסית (לעלייה בשיעור הריבית) בסדרת אג"ח א' בקשר עם יחס החוב הפיננסי נטו ל-NOI ובעקבות כך עלה שיעור הריבית ב-0.25%. בנובמבר 2021 דיווחה החברה כי שיעור הריבית עודכן (הפחתה של 0.25%) לאחר שהציגה בדוחות הרבעוניים ל-20 בספטמבר, 2021 כי היא עומדת באמת המידה הפיננסית. יצוין כי בכונת החברה לבצע פדיון מוקדם מלא של אג"ח סדרה א' במסגרת הנפקת אג"ח סדרה ג' המתוכננת.

### התאמות לדירוג

פיזור עסקי: ניטרלי

מבנה הון: ניטרלי

נזילות: ניטרלי

מדיניות פיננסית: ניטרלי

ניהול, אסטרטגיה וממשל תאגידי: ניטרלי

השוואה לקבוצת ייחוס: ניטרלי

### ניתוח שיקום חוב

#### שיקולים עיקריים

- אנו בוחנים את שיעור שיקום החוב של סדרות האג"ח הקיימות וסדרת האג"ח שבכונת החברה להנפיק (סדרה ג') בהינתן תרחיש כשל פירעון היפותטי. הערכתנו לשיעור שיקום החוב מתבססת, בין היתר, על ירידה בשווי הנכסים בדרך לכשל פירעון היפותטי ועל מפל התשלומים בהינתן סדר קדימות הנשייה.
- אנו מאשררים את הדירוג 'ilA' לסדרת האג"ח של רני צים מרכזי קניות בע"מ, המובטחת בנכסי נדל"ן (סדרה ב'), רמת דירוג (נוץ') אחת מעל דירוג המנפיק. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '2' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה 70%-90%.

## רני צים מרכזי קניות בע"מ

- אנו קובעים דירוג 'ilBBB+', זהה לדירוג המנפיק, לאיגרות החוב בלתי מובטחות בהיקף של עד 300 מיליון ש"ח. שתנפיק החברה באמצעות הנפקת סדרה חדשה, סדרה ג'. דירוג שיקום החוב לסדרה זו הוא '4' ומשקף את הערכתנו כי בהינתן כשל פירעון היפותטי, שיעור שיקום החוב יהיה בטווח 30%-50%.
- התרחיש שלנו כולל פירעון מוקדם מלא של אג"ח סדרה א' מתקבולי ההנפקה של הסדרה החדשה, סדרה ג', ושימוש ביתרת התקבולים לפעילות שוטפת.

### הנחות עיקריות לתרחיש כשל פירעון היפותטי

- שנת אירוע כשל פירעון היפותטי: 2024
- מיתון עמוק בכלכלת ישראל יתבטא, בין היתר, בעלייה משמעותית באבטלה וירידה 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 וכן לירידה משמעותית בשווי הנכסים. בעקבות כך תחול פגיעה מהותית בתזרימי המזומנים לרמה הנמוכה מצורכי שירות קרן וריבית.
- החברה תמשיך לפעול כעסק חי, הערכה הנתמכת במיקומים של נכסיה שיאפשרו לה להשיג מימון מחדש כדי לפרוע חלק מהתחייבויותיה.
- שווי הנכסים של החברה יקטן בכ-40% בהתחשב באיכות הנכסים, בלחצים התחרותיים בענף הקמעונאות ובצורך במימוש מהיר.
- שווי הנדל"ן להשקעה בפיתוח יקטן בכ-50% במימוש מהיר.
- אנו מניחים כי התקבולים מהנפקת אג"ח סדרה ג' ישמשו לפדיון מוקדם מלא של אג"ח סדרה א', ויתרת התקבולים ישמשו בעיקר למימון פרויקטי הייזום של החברה.

### מפל תשלומים בסיסי בעת כשל הפירעון

- שווי כעסק חי (ברוטו) לפי שווי נכסי: כ-913 מיליון ש"ח
  - עלויות אדמיניסטרטיביות: 5%
  - שווי פנוי לכיסוי חוב: כ-867 מיליון ש"ח
  - סך חוב בנקאי מובטח: 541 מיליון ש"ח
  - שווי מופחת של הבטוחות הספציפיות של סדרת אג"ח ב': כ-227 מיליון ש"ח
  - סך חוב אג"ח מובטח (סדרה ב'): כ-276 מיליון ש"ח
  - הערכת שיעור שיקום חוב מובטח (סדרה ב'): 70%-90%.
  - שווי פנוי לכיסוי אג"ח לא מובטח: כ-99 מיליון ש"ח
  - סך חוב אג"ח לא מובטח (אג"ח ג'): כ-305 מיליון ש"ח
  - הערכת שיעור שיקום חוב מובטח (סדרה ג'): 30%-50%.
- נתוני החוב כוללים ריבית צבורה חצי-שנתית.

**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 רני צים מרכזי קניות בע"מ לשנת 2020:

- הפחתת חלק החברה ברווחי חברות כלולות מה-EBITDA והוספה של דיבידנדים שהתקבלו מחברות כלולות ל-EBITDA.
- סיווג הוצאות מימון בתזרים מפעילות שוטפת.

Table 3.

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

**Ashtrom Properties Ltd. reported amounts**

	Debt	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Reported	830.2	25.4	16.9	20.1	15.5
<b>S&amp;P Global Ratings adjustments</b>					
Cash interest paid	--	--	--	(11.2)	--
Reported lease liabilities	12.4	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	0.8	--	--	--
Dividends received from equity investments	--	2.2	--	--	--
Income (expense) of unconsolidated companies	--	(8.2)	--	--	--
Nonoperating income (expense)	--	--	--	--	--
Reclassification of interest and dividend cash flows	--	--	--	--	(13.2)
Interest expense: Other	--	--	(0.3)	--	--
Reported lease liabilities	12.4	--	--	--	--
Share-based compensation expense	--	0.8	--	--	--

	Debt	EBITDA	Interest expense	S&P Global Ratings' adjusted EBITDA	Cash flow from operations
Total adjustments	12.4	(5.2)	(0.3)	(11.2)	(13.2)
<b>S&amp;P Global Ratings adjusted amounts</b>					
	Debt	EBITDA	Interest expense	Funds from operations	Cash flow from operations
Adjusted	842.6	20.1	16.6	9.0	2.3

### מתודולוגיה ומאמרים קשורים

- מתודולוגיה - כללי: עקרונות הדירוג של S&P, 16 בפברואר, 2011
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת ניהול וממשל תאגידי של חברות ומבטחים, 13 בנובמבר, 2012
- מתודולוגיה: סיכון ענפי, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת סיכון מדינה, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה כללית לדירוג תאגידים, 19 בנובמבר, 2013
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת פרופיל הנזילות של תאגידים, 16 בדצמבר, 2014
- מתודולוגיה: מתודולוגיה להערכת שיקום חוב של תאגידים לא-פיננסיים, 7 בדצמבר, 2016
- מתודולוגיה: גורמי מפתח לדירוג חברות נדל"ן, 26 בפברואר, 2018
- מתודולוגיה - כללי: דירוג אשראי בסולמות מקומיים, 25 ביוני, 2018
- מתודולוגיה: מתודולוגיה לחישוב יחסים פיננסיים והתאמות, 1 באפריל, 2019
- מתודולוגיה - כללי: דירוג חברות בקבוצה, 1 ביולי, 2019
- מתודולוגיה - כללי: סיכונים אשראי הנובעים מגורמי סיבה, חברה וממשל תאגידי ESG, 10 באוקטובר, 2021
- 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 שבו פורסם הדירוג לראשונה	תאריך אחרון בו נעשה עדכון לדירוג	דירוג	רני צים מרכזי קניות בעמ
17/12/2020	17/12/2020	ilBBB+\Stable	דירוג(י) המנפיק טווח ארוך
17/12/2020	17/12/2020	ilA-	דירוג(י) הנפקה <u>חוב בכיר מובטח</u> סדרה ב
09/12/2021	09/12/2021	ilBBB+	<u>חוב בכיר בלתי מובטח</u> סדרה ג
		ilBBB+\Stable	היסטוריית דירוג המנפיק טווח ארוך דצמבר 17, 2020
		15:20 09/12/2021 15:20 09/12/2021 החברה המדורגת	פרטים נוספים זמן בו התרחש האירוע זמן בו נודע לראשונה על האירוע יוזם הדירוג

## רני צים 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](http://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, 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. 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](http://www.maalot.co.il) או באתר S&P, בכתובת [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), ויכולים גם להיות מופצים באמצעים אחרים, כולל בפרסומים של S&P ושל צדדים שלישיים.