

קניית השלום השקעות בע"מ

אופק: יציב	Aa2	אג"ח secured
------------	-----	--------------

הדירוג ניתן לגיוס אגרות חוב סדרה א' בסכום כולל של עד 500 מיליון ₪, אשר מתוכם סכום של עד 300 מיליון ₪ יפרע ב-40 תשלומים שווים של סה"כ קרן וריבית (לוח שפיצר) בין השנים 2005-2015 וסכום של עד 200 מיליון ₪ יפרע בתשלום אחד בשנת 2015. לטובת אג"ח המדורגות ירשם שעבוד ראשון בדרגה על אגרות החוב שהונפקו ע"י החברות גמל תשואה והשקעות בע"מ ("גמל") ועצמה ושות' להשקעות מכבים בע"מ ("עצמה") (ביחד: "החברות") ואשר מובטחות בשעבודים על זכויות החברות בנכסי מקרקעין וכן ירשם שעבוד ראשון בדרגה על מניות גמל ועוצמה. הדירוג ניתן תחת התחייבות החברה לתנאים הבאים שעוגנו בשרט הנאמנות¹:

אביטל איגנר
 אנליסטית בכירה
a.ignier@midroog.co.il
 אביטל בר דיין, סמנכ"ל
 ראש תחום תאגידים
 ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
 מגדל המילניום
 רח' הארבעה 17
 תל-אביב, 64739
 טל': 03-6844700
 פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

1. החל משנת 2013, מועד פרעון ההלוואות לטווח ארוך שהועמדו לחברה עבור מימון מרכז עזריאלי, ועד למועד פרעון אגרות החוב יישמר בידי החברה, בחשבון שישועבד בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה, לטובת מחזיקי אגרות החוב, סכום של 50 מיליון ₪ מכספי המימון מחדש באותו מועד.
2. לפעול בקשר עם חוב החברה לחברות קשורות הקיים נכון למועד גיוס האג"ח וכל חוב עתידי של החברה לכל חברה קשורה ("להלן - חוב החברה") כך שיתקיימו התנאים הבאים:
 - 2.1 יתרת חוב החברה ככל שתהיה, תיפרע, ככל שתיפרע, מעודפי מזומנים שוטפים של החברה. לעניין סעיף זה "עודפי מזומנים שוטפים" - EBITDA שתחושב בהתאם לכללי חשבונאות מקובלים, בניכוי תשלומים על חשבון קרן וריבית של אג"ח או חובות בנקאיים ולאחר תשלומי מס.
 - 2.2 במקרה של פירוק החברה, יתרת חוב החברה לחברות קשורות תשולם, ככל שתשולם, רק לאחר פרעון מלוא הסכומים המגיעים למחזיקי אגרות החוב

¹ התחייבויות נוספות במועד גיוס האג"ח כוללות: 1. לשמור על סכום של 100 מיליון ₪ מסך ההנפקה כך שעם חתימת הסכם המתייחס למימון הקמת הפרויקט במרכז העיר מודיעין או עם השקעת סך של 100 מיליון ₪ בפרוייקט מודיעין, תפקע התחייבותה של החברה ביחס לסכום זה. במחצית הראשונה של שנת 2006 חתמה החברה על הסכם מימון עם מוסד בנקאי להקמת פרויקט מרכז מודיעין 2. בתוך 30 יום ממועד קבלת תמורת ההנפקה אצל החברה, יפרע על חשבון חוב החברה, מתוך תמורת ההנפקה, סך של עד 350 מיליון ₪.

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת²

התקדמות בניה בשלושה פרויקטים של ייזום במודיעין, המגדל המרובע והרצליה ביזנס פארק

החברה נמצאת בשלבים מתקדמים של בנייה בשלושה פרויקטים של ייזום:

1. פרויקט מרכז העיר מודיעין – הפרויקט כיום נמצא בשלב של סיום בניית מרתפים. החברה חתמה הסכמים להשכרה של כ-42% מהשטח של המרכז המסחרי (מהווה כ-49% מההכנסות הצפויות מהמרכז המסחרי) ויתרת השטחים נמצאים בשלבים מתקדמים של מו"מ. החברה נמצאת גם במו"מ מתקדם להשכרת חלק גדול משטחי המשרדים של המרכז. במחצית הראשונה של שנת 2006 חתמה החברה על הסכם מימון עם בנק למימון הקמת הפרויקט.
2. פרויקט בניית הבניין המרובע – החברה החלה בבניה של המגדל המרובע בינואר 2006. עד למועד כתיבת הדוח נחתם הסכם להשכרת 13 הקומות הראשונות לחברת אפריקה מלונות. הסכם השכירות הינו לתקופה של כ-12 שנים עם אופציה להאריך לתקופות נוספות של 6 ו-7 שנים נוספות. החברה מנהלת מו"מ להשכרת שטחי המשרדים בבניין. סיום הבניה צפוי לסוף 2007.
3. בניינים I ו- H בהרצליה ביזנס פארק – החברה נמצאת בשלבים מתקדמים של בניית בנייני המשרדים I ו- H בקומפלקס הרצליה ביזנס פארק. הבניינים נבנים עבור חברת תוכנה אשר שוכרת את השטחים מראש בחוזה ל-10 שנים עם אופציה להארכה ל-10 שנים נוספות. הבניינים צפויים להימסר באוקטובר 2006.

גידול בשיעורי התפוסה של נכסי גמל ועוצמה

שיעורי התפוסה כפי שנבדקו בדוח הדירוג הקודם, בנכסי גמל ועוצמה היו נמוכים יחסית בעיקר בבניינים בקומפלקס הרצליה ביזנס פארק. שיעורי התפוסה עלו מכ-84% נכון למרץ 2005 למעל ל-92% נכון ליוני 2006. השכרת השטחים הפנויים נעשתה תוך עליה מתונה במחירי שכר הדירה למ"ר. הגידול בשיעורי התפוסה הביא לגידול בהכנסות משכירות בחברה הבת.

מימוש מספר נכסים מנכסי גמל ועוצמה

במהלך התקופה הנסקרת מומשו מספר נכסים מנכסי גמל ועוצמה. הנכסים בהר חוצבים וחולון נמכרו לשותף וכן נמכרו בניין משרדים קטן בשטח של כ-850 מ"ר בתל אביב, 2 קומות משרדים בשטח של כ-450 מ"ר בת"א ומרתף בחיפה. מימושים אלו הינם בהתאם לאסטרטגיה העסקית של החברה למכור נכסים אשר אינם בליבת עסקיה.

חידוש חוזה עם שוכר מהותי בבניין המשולש במרכז עזריאלי

החברה חידשה את החוזה עם שוכר מהותי אשר ההכנסות בגינו מהוות כ-10% מהכנסות החברה משכירות. החוזה חודש עד לסוף 2010 וכולל שתי תקופות אופציה נוספות של שנתיים כל אחת.

התפתחות התוצאות הכספיות

ירידה צפויה ברווחיות כתוצאה מהגדלת החוב וגידול בהוצאות המימון

סך הכנסות החברה עלו וכן הרווח מפעולות אך בשל הגידול בהוצאות מימון בגין גיוס החוב בסך כ-500 מ' ש, רשמה החברה ירידה ברווחיות. כמו כן, הגידול באינפלציה תרם לגידול בהוצאות המימון כתוצאה מהפרשי הצמדה גבוהים. הוצאות המימון נטו קוזזו בחלקם בסכומים גבוהים יחסית כתוצאה מהכנסות מתיק ניירות הערך של החברה. בשנת 2005 מכרה החברה חלק משמעותי מתיק זה אשר שימש לרכישת אג"ח שהנפיקו חברות בנות שלה מצד שלישי ועל כן הקיזוז בהוצאות המימון היה נמוך יותר בשנת 2005.

² מאז פרסום תקציר הדוח האנליטי בחודש מאי 2005

עודף שווי מהותי בנכסי החברה

יחסי האיתנות הפיננסית החשבונאיים של החברה במאוחד הינם נמוכים יחסית. יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד נכון ל-31.12.2005 על כ-4.5% לעומת יחס של כ-5.5% נכון ל-31.12.2004 (לפני איחוד עם גמל ועוצמה), ויחס החוב (ללא חוב לחברה קשורה מקבוצת עזריאלי) ל-CAP עמד נכון ל-31.12.2005 על כ-82% ויחס החוב נטו (ללא חוב לחברה קשורה) ל-CAP עמד על כ-77% לעומת כ-73% ו-55% בהתאמה נכון ל-31.12.2004. הירידה ביחסי האיתנות הפיננסית נובעת מהגידול בחוב כצפוי מהנפקת האג"ח בסך של 500 מ' ש"ח לרכישת אג"ח גמל ועוצמה. לצורך בחינת האיתנות הפיננסית מתחשבת מידרוג בשווי העודף המשמעותי בנכסי החברה ובמיוחד במרכז עזריאלי כך שיחסי האיתנות הפיננסית הכלכליים הינם טובים יותר.

יחסי כיסוי טובים התואמים את דירוג החברה

יחסי הכיסוי של החברה כצפוי, עלו מעט לאחר גיוס החוב. יחס החוב הפיננסי והחוב נטו ללא חוב לחברה קשורה ל-FFO עמדו נכון ל-31.12.2005 על כ-14 ו-13 בהתאמה ועלו מכ-13 ו-10 בהתאמה נכון ל-31.12.2004 כתוצאה מעליית רמת החוב. יחס החוב ללא חוב לחברה קשורה ל-FFO נכון ל-31.3.2006 עמד על כ-15. מידרוג מעריכה כי על אף העליה המתונה ביחסי הכיסוי, לחברה יחסי כיסוי טובים מאוד אשר תואמים את הדירוג שלה.

שיקולים עיקריים לדירוג

קניית השלום הינה חלק מקבוצת עזריאלי אשר פועלת בישראל למעלה מ-20 שנה בייזום והקמה של נדל"ן מסחרי מניב ואשר נהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול של נכסים מניבים ובפרט נכסים מסחריים; בבעלות החברה נכס ייחודי – מרכז עזריאלי; לאחר שהמשבר בענף הנדל"ן ובענף המשרדים גרם לירידה במחירי שגר הדירה של הנכסים המוחזקים על ידי קניית, גמל ועוצמה, נרשמת בתקופה האחרונה מגמת שיפור הן בשיעורי התפוסה והן במחירי השכירות אשר הגדילו את הכנסות החברה; מידרוג מעריכה כי יחסי הכיסוי הנובעים משני מקורות תזרים עיקריים בולטים לטובה; מאידך, יחסי LTV^3 החשבונאיים של החברה הינם גבוהים, אך מידרוג מעריכה כי קיים שווי עודף משמעותי בנכס מהותי אשר בהתחשב בו, יחסי ה- LTV טובים משמעותית. מידרוג מעריכה כי עובדה זו תסייע במימון מחדש של ההלוואה בגין הנכס המהותי בשנת 2013; לקניית השלום פעילות ייזום והקמה של נכסים. פעילות זו מאופיינת ברמת סיכון גבוהה יותר מהשכרת נכסים מניבים; חתימה על הסכם השכרה מראש של שטחים נרחבים בפרויקטים בהקמה מקטינים במידה מסוימת את הסיכון הכרוך בפעילות הייזום.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

סיכון ענפי

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן ככלל, ומגזר הנכסים המניבים בפרט, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות היצע והביקוש לנכסים. מידרוג מעריכה כי פיזור גבוה של נכסים ושוכרים והסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית עשויים להגן מפני מחזור שלילי של ענף הנכסים. תקופת השכירות הממוצעת בנכסי החברה הינה לתקופות קצרות יחסית, כמקובל בישראל, של כ-3-5 שנים.

פעילות ייזום בשלושה פרויקטים תורמת להגדלת הסיכון העסקי של החברה

החברה נמצאת במהלך של ייזום והקמת שלושה פרויקטים. עד ליום 30.6.2006 השקיעה החברה בשלושת פרויקטים אלו סכום של כ-137 מ' ש"ח. מידרוג מעריכה כי בתחום הייזום טמון סיכון עסקי גבוה יותר בהשוואה לתחום הנכסים

³ LTV – Loan To Value היחס שבין חוב פיננסי בגין נכס לבין שווי.

המניבים. מאידך, חתימה על הסכם השכרה מראש של שטחים נרחבים בפרויקטים מקטינים במידה מסוימת את הסיכון הכרוך בפעילות הייזום של החברה.

פיזור גיאוגרפי נמוך – מרבית ההכנסות מקורן בשני נכסים מהותיים – מרכז עזריאלי והרצליה ביזנס פארק

הפיזור הגיאוגרפי של נכסי החברה הינו נמוך יחסית. מרבית ההכנסות (במאוחד הכוללים את הכנסות החברה וחברות בנות) מקורן במרכז עזריאלי, הממוקם במרכז תל אביב, ונכס נוסף הממוקם באזור התעשייה בהרצליה פיתוח, אזור מוטה הייטק ומאופיין בעודף היצע של שטחי משרדים.

לאורך שנות האג"ח יתבצע מימון מחדש של נכס מהותי

מבנה ההנפקה מותיר תשלום של כ-40% מסכום הגיוס בשנה האחרונה (שנת 2015). בשנת 2015 מתכננת החברה לפרוע את הקרן באמצעות מימון מחדש (refinance) של ההלוואות כנגד הנכסים המשועבדים. תשלום הקרן האחרון, בסך של 40% מסכום הגיוס, מתבצע כשנתיים לאחר מועד ה-refinance של קניית השלום על מרכז עזריאלי. מידרוג מעריכה כי סמיכות ביצוע ה-refinance של שתי הלוואות גדולות טומנת בחובה סיכון מסוים למחזיקי האג"ח. יחד עם זאת, רמת ה-LTV הצפויה בשנת המימון מחדש (8/2013), גם לאחר הפעלת מקדם שחיקה אורבנית (נלקח מטעמי שמרנות), על שווי מרכז עזריאלי תאפשר, להערכת מידרוג, מימון מחדש ואף תותר עודפים מהותיים בחברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ירידה ברמת החוב של החברה ביחס לשווי הכלכלי של נכסיה
- שיפור ניכר בפעילות החברות הבנות ובפרט שיפור ניכר ביחסי כיסוי החוב של החברות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- ירידה ביחסי הכיסוי
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית ובנתוני הנזילות
- שינויים בליבת העסקים ובמאפיינים הפיננסיים בשל כניסה להשקעות חדשות
- שינוי בתמהיל הפעילות בין פעילות ייזום לבין בעלות ותפעול נכסים מניבים באופן אשר יעלה את הסיכון העיסקי

אודות המנפיק

חברת קניית השלום השקעות בע"מ, מקבוצת עזריאלי, עוסקת בייזום, פיתוח וניהול של נכסי נדל"ן, שהעיקריים שבהם הנם מרכז עזריאלי שבת"א הכולל את הקניון, שני מגדלי משרדים, חניון ובניין שלישי בשלבי בניה, והרצליה ביזנס פארק הנמצא בבעלות חברה בת הכולל בנייני משרדים ומרכז מסחרי (outlet). סך השטחים להשכרה שבידי קניית השלום במאוחד כולל נכסי החברות הבנות עומדים על כ-225 אלף מ"ר (מזה משרדים (ומחסנים) כ-180 אלף מ"ר ומסחרי כ-45 אלף מ"ר), החברה מחזיקה גם ב-33% ממגדל משרדים בטקסס. בנוסף, החברה עוסקת בייזום של שלושה פרויקטים: מרכז העיר מודיעין בשטח של כ-60 אלף מ"ר, המגדל המרובע במרכז עזריאלי בשטח של כ-40 אלף מ"ר וכן בניית בניינים H ו-I בקומפלקס הרצליה ביזנס פארק בשטח של כ-11 אלף מ"ר.

מחזיק באג"ח קניית השלום יוכל לקבל את הדוח המלא בכפוף להסכם הנאמנות

סולם הדירוג

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

מידרוג משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, 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") 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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 צריכים 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. 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.