



דוח מיידי ופעולת דירוג

יוני 2007

קניית השלום השקעות בע"מ

מידרוג מודיעה על הסרה מרשימת המעקב (Watch List) של דירוג אג"ח סדרה א' אשר הונפק בחודש מאי 2005 ע"י קניית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קניית השלום"). הכנסת הדירוג לרשימת המעקב נעשתה לצורך בחינת הדירוג על רקע רכישת כ - 64% ממניות גרנית הכרמל השקעות בע"מ (להלן: "גרנית הכרמל") ע"י קניית השלום.

ההסרה מרשימת המעקב הינה לאחר שמידרוג בדקה את השלכות הרכישה על יחסי הכיסוי והאיתנות הפיננסית של קניית השלום בהתחשב בפרמטרים הכוללים את הנתונים העסקיים והפיננסיים של גרנית הכרמל והאסטרטגיה העסקית על רקע החלפת השליטה בחברה ואופן מימון הרכישה.

בשלב ביניים מימון הרכישה בסכום של כ-710 מ' ש"ח התבצע באמצעות אשראי ז"ק מבנקים וממקורות עצמיים. בשלב השני, החברה שוקלת להחליף את החוב הבנקאי במימון נוסף מחברת האחות קניית ניהול השקעות ומימון בע"מ (קניית ניהול) - מדורגת Aa2, ו/או מצדדים שלישיים.

מידרוג מודיעה כי בכפוף לאמור להלן, דירוג אג"ח סדרה א' יוותר (Aa2 secured):

- הלוואה מקניית ניהול בסכום שלא יפחת מ-130 מיליון ש"ח תהא הלוואה נחותה, שמועד פירעונה, לרבות בגין קרן, ריבית והצמדה, יחול לאחר גמר פירעון אג"ח א'.
- החברה תלווה סכומים נוספים ברמת בכירות זהה לכלל חובות החברה, בין מקניית ניהול ובין מגופים שלישיים, בהיקפים שלא יעלו על 345 מיליון ש"ח. יודגש כי למרות האמור בדוח הדירוג הראשוני, במידה וקניית ניהול תעביר את הסכומים האמורים, יהיו הנ"ל שווים בדרגת קדימות לכלל חובות החברה האחרים והחזרם לא יהא כפוף למנגנון ה-EBITDA.
- יתרת המימון בסך 235 מיליון ש"ח תועבר מקניית ניהול כהלוואה הכפופה למנגנון ה-EBITDA (כפי שהוגדר בדוח הדירוג הראשוני וכמפורט להלן). סכום זה יתווסף ליתרת החוב אשר כפופה למנגנון ה-EBITDA ואשר עומדת נכון ליום 30.6.2006 על 257 מ' ש"ח.

מתזרים המזומנים הנובע (לרבות מימוש, מימון מחדש וכו') ממניות גרנית הכרמל, יפרעו ההלוואות על פי סדר הקדימות הבא: ראשית חובות אשר אינם כפופים למנגנון ה-EBITDA, לאחר מכן, הלוואות אשר כפופות למנגנון ה-EBITDA ולבסוף, ההלוואות הנחותות. יודגש כי התזרים האמור לעיל יוכל לפרוע את מלוא ההלוואות לקניית ניהול, בהתאם למפל התשלומים המפורט לעיל, אף ללא התחשבות במנגנון ה-EBITDA ו/או בנחיתות ו/או במועד הפירעון המאוחר של ההלוואות הנחותות

מחברת:
אביטל איגנר
ראש צוות
a.ignier@midroog.co.il

אנשי קשר:
אביטל בר דיין
סמנכ"ל
ראש תחום תאגידיים
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

למען הסר ספק סך המימון אשר נלקח לצורך רכישת כ- 64% ממניות גרנית הכרמל מסתכם בכ- 710 מיליון ש"ח. כמו כן, החברה צפויה לקבל מימון נוסף מקנית ניהול ו/או מבנקים למימון בניית מספר פרויקטים, הכוללים את המגדל המרובע במרכז עזריאלי, מרכז העיר מודיעין ושני בנייני משרדים בהרצליה ביזנס פארק (להלן "נכסים בבניה"), מימון זה מוערך בכ- 590 מיליון ש"ח. מימון נוסף זה, ככל שיילקח, לא יהא כפוף למנגנון ה-EBITDA, כמפורט להלן עד לסכום של 590 מיליון ש"ח, ובתנאי שהושקע בנכסים האמורים לעיל בפועל (לפי היקפי ההשקעה מיום 30.6.2006 בניכוי אשראי שנמשך כנגד הנכסים מיום זה) ו/או שקיימים כנגדו יתרות מזומנים ו/או ששימש לפירעון אשראי העומד (עד לגבול האשראי העומד ביום 30.6.2006) כנגד הנכסים אמורים לעיל.

תנאי מימון אלו מתווספים לדירוג אשר ניתן בחודש מאי 2005 לאגרות חוב סדרה א' בסכום כולל של עד 500 מיליון ש"ח, אשר מתוכם סכום של עד 300 מיליון ש"ח יפרע ב-40 תשלומים שווים של סה"כ קרן וריבית (לוח שפיצר) בין השנים 2005-2015 וסכום של עד 200 מיליון ש"ח יפרע בתשלום אחד בשנת 2015. לטובת האג"ח המדורגות נרשם 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, בשינויים המחוייבים ע"פ מסמך זה, לתנאים הבאים שעוגנו בשטר הנאמנות¹:

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 ש"ח 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 ש"ח מסך ההנפקה כך שעם חתימת הסכם המתייחס למימון הקמת הפרויקט במרכז העיר מודיעין או עם השקעת סך של 100 מיליון ש"ח בפרויקט 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 ש"ח.

התפתחויות אחרונות

רכישת השליטה בחברת גרנית הכרמל - החברה רכשה כ-64% ממניות גרנית הכרמל

בחודש נובמבר 2006, רכשה קנית השלום את השליטה בגרנית הכרמל, כ-54% מבעל השליטה הקודם, בורוגלן בע"מ (כולל 0.79% מאת מר אייל רוזנר). עסקה זו בוצעה לפי שווי חברה בסך של כ-275 מ' דולר. בחודש דצמבר 2006, רכשה קנית השלום 10% נוספים מידי חברה בשליטת מר ישעיהו לנדאו אשר ממשיכה להחזיק בכ-15% ממניות גרנית הכרמל. רכישת מניות זו בוצעה לפי שווי חברה של כ-260 מ' דולר. סך ההשקעה בכ-64% ממניות גרנית הכרמל הסתכמה ב-741 מ' ש. מימון העסקה בשלב הראשון נעשה באמצעות נטילת מימון בנקאי לזמן קצר. בשלב השני, החברה החליפה את המימון הבנקאי בחוב מחברת האחות קנית ניהול באופן שצוין לעיל.

גרנית הכרמל הינה חברת החזקות הפועלת במספר תחומים עיקריים וביניהם: שיווק והפצה של תזקיני נפט, יצור שיווק והפצה של חומרי סיכה, שמנים ומוצרים נלווים, ייצור שיווק והפצה של מוצרי צבע ושל מוצרים משלימים לבנייה, טיהור, התפלת מים וייצור חשמל, טיפול בשפכים, השקעות בנדל"ן, תשתיות לתקשורת סלולרית, שיווק כלי רכב כבדים, פרויקטים בתיירות, פרויקטים של תשתיות עירוניות ומותגים.

מימון פרויקטים בבניה באמצעות חוב מקנית ניהול אשר שווה במעמדו לחוב בנקאי ו/או אג"ח סדרה א'

החברה מתכוונת לממן את הפרויקטים בבנייה הכוללים את המגדל המרובע במרכז עזריאלי, מרכז העיר מודיעין ושני בנייני משרדים בהרצליה ביזנס פארק באמצעות נטילת הלוואה מקנית ניהול אשר יחד עם המימון של רכישת גרנית הכרמל תעמוד על כ-1,300 מ' ש. סך החוב שיועבר מקנית ניהול להשלמת הפרויקטים בבניה צפוי לעמוד על כ-590 מ' ש אשר מעמדו יהיה כמעמד חוב בנקאי ו/או האג"ח של קנית השלום כאמור לעיל.

התפתחויות פיננסיות עיקריות

עליה בהכנסות וברווחיות הן מנכסים קיימים והן מגילום מלא של טקסס וגמל ועצמה

עליה בהכנסות כתוצאה מעלית שכר דירה ושיעורי תפוסה וגילום מלא של נתוני גמל, עצמה והנכסים בטקסס. סך ההכנסות עמדו בשנת 2006 על כ-296 מ' ש לעומת כ-258 מ' ש בשנת 2005 וסך הרווח הנקי בשנת 2006 עמד על כ-34 מ' ש לעומת כ-4.3 מ' ש בשנת 2005. העליה ברווח הנקי הינה תוצאה של עליה בהכנסות וירידה משמעותית בהוצאות המימון.

המשך יציבות ביחסי האיתנות הפיננסית – יחסי האיתנות הפיננסית הכלכליים פרופורמה צפויים להרעה מסוימת אך אלו עדיין תואמים את דירוג החברה

סך החוב של החברה עלה מכ-1.84 מיליארד ש ב-31.12.2005 לכ-2.44 מיליארד ש נכון ל-31.12.2006. חוב זה אינו כולל חוב נחות לחברה קשורה בסך של כ-269 מ' ש נכון ל-31.12.2005 וכ-342 מ' ש נכון ל-31.12.2006. הגידול בחוב נובע מנטילת מימון ביניים לזמן קצר לרכישת מניות גרנית הכרמל. יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי עמד נכון ל-31.12.2006 על כ-4.5% בדומה ליחס זה נכון ל-31.12.2005. נתוני הפרופורמה אשר כוללים תוספת חוב בגין מימון השלמת בניית הפרויקטים בבניה ומימון עסקת גרנית הכרמל באמצעות הלוואות בדרגות קדימות שונות אשר בחלקן שקולות להון עצמי, מציגים שיפור ביחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי לכ-7.4%. יחסי האיתנות הפיננסית הכלכליים אשר לוקחים בחשבון את השווי העודף של נכסי החברה (בעיקר בגין מרכז עזריאלי), צפויים להרעה מסוימת בנתוני הפרופורמה אשר כוללים גידול בחוב שאינו נחות מקנית ניהול בסך של כ-935 מ' ש. חוב זה ניתן ו/או ינתן עבור מימון רכישת גרנית הכרמל ומימון פרויקטים בבניה הכוללים את המגדל המרובע, מרכז העיר מודיעין ושני מגדלי משרדים בהרצליה ביזנס פארק. מידרוג מעריכה כי על אף ההרעה המסוימת הצפויה ביחסי האיתנות הפיננסית הכלכליים פרופורמה, אלו תואמים את דירוג החברה.

יחסי הכיסוי פרופורמה צפויים לרשום שיפור ביחס לשנת 2006 ותואמים את דירוג החברה

יחסי הכיסוי (חוב ל-FFO וחוב ל-EBITDA) רשמו הרעה מסוימת בנתוני שנת 2006 לעומת נתוני שנת 2005. ההרעה נובעת ממימון ביניים שנלקח למימון רכישת גרנית הכרמל בסוף שנת 2006 אשר הגדילו את החוב. יחס החוב ל-EBITDA עלה מכ-9.1 בשנת 2005 לכ-10.5 בשנת 2006. יחס החוב ל-FFO עלה מכ-14.0 בשנת 2005 לכ-19.9 בשנת 2006. יחסי הכיסוי פרופורמה אשר כוללים את החוב שאינו נחות מקנית ניהול בגין השקעה בגרנית הכרמל והשקעה בפרויקטים בבניה ואת הדיבידנד הצפוי להערכת החברה מגרנית הכרמל והכנסות מהפרויקטים בבניה, צפויים לרשום שיפור ביחס לשנת 2006 ותואמים את דירוג החברה.

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך -מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר

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 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 שאגרת החוב נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, 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"). 2007

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 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 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.