



קנית השלום השקעות בע"מ

דוח מעקב | ספטמבר 2014

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
rang@midroog.co.il

קניית השלום השקעות בע"מ

דירוג סדרה	דירוג: Aa2	אופק הדירוג: יציב
------------	------------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa2 לסדרת אג"ח א' של חברת קניית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קניית השלום" ו/או "החברה"), ומותירה את אופק הדירוג יציב.

להלן פירוט האג"ח של החברה ליום 30 ביוני 2014:

סדרת אג"ח	ספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרה בספרים 30.06.14 (מ' ₪)	יתרת שנת פירעון *
אג"ח א' **	לא סחיר	יוני-05	4.95%	מדד	358	2014-2015

* ליום 30.06.2014, סכום של כ- 27 מיליון ₪ ייפרע בשנת 2014 והיתרה תיפרע בשנת 2015 ** יצוין כי להבטחת התחייבויותיה כלפי מחזיקי אגרות החוב (סדרה א'), רשמה קניית השלום שעבודים קבועים מדרגה ראשונה, ללא הגבלת סכום, על נכסים שונים בחברות הקבוצה. כולל נכסי נדל"ן, בשווי של כ-1.3 מיליארד ₪.

דירוג סדרת האג"ח נתמך, בין היתר, במצבת הנכסים המניבים המובילה של החברה ובתזרים הפרמננטי המשמעותי אשר מופק מנכסים אלו, אשר יש בו כדי לשרת את צרכי החברה והתחייבויותיה. יש לציין, כי נכון ליום 30.06.2014, חובות החברה כוללים חוב בגובה של כ-2.6 מיליארד ₪ לחברת האם - קבוצת עזריאלי בע"מ (99.1%), המדורגת Aa2 באופק יציב, אשר לא נפרע באופן שוטף בשנים האחרונות ואשר אין כנגדו שעבוד, כאשר כנגד האג"ח משועבדים נכסים בשווי משמעותי, באופן התומך גם כן ביכולת שירות החוב של החברה; קניית השלום הינה חלק מקבוצת עזריאלי, הפועלת בישראל כ-30 שנה בייזום והקמה של נדל"ן מניב ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול של נכסים מניבים ובפרט של נכסים מסחריים, בהם קניונים ומגדלי משרדים בבעלות החברה. נכסים אלו הינם מהגדולים והוותיקים בארץ ושומרים על שיעורי תפוסה גבוהים ויציבות בהכנסות; נזילות, גמישות פיננסית ונגישות טובה למקורות מימון על ידי חברת האם; גמישות פיננסית טובה מאוד, המתבטאת בבעלות בנכס ייחודי, בעל מיצוב גבוה - מרכז עזריאלי, אשר, לפי הערכת שווי ליום 30.06.2014, שוויו מוערך בכ-4.8 מיליארד ₪. כמו כן, לחברה נכסים רבים שאינם משועבדים, בהיקף משמעותי וכן החזקה במניות שאינן משועבדות של חברת גרנית הכרמל. בשנה האחרונה מימשה החברה חברות המוחזקות ע"י גרנית, לרבות השלמת מכירת חברת טמבור בכ-500 מיליון ₪ (כ-280 מיליון ₪ עלו כדיבידנד לחברה, והיתרה שימשה לפירעון חובות של חברת גרנית הכרמל), הסכם למימוש מתקני ההתפלה בפלמחים תמורת כ-430 מיליון ₪ (ככל שיושלם) והסכם למכירת הפעילו הסולארית של סופרגז בכ-175 מיליון ₪ ככל שיושלם; יחסי כיסוי ואיתנות ההולמים את רמת דירוג החברה. יש לציין, כי בנטרול החוב הבין חברתי, יחסים אלו הינם אף טובים יותר. מנגד, מרכז עזריאלי ת"א אחראי על חלק משמעותי מהכנסות החברה. אולם, להערכת מידרוג, בטווח הבינוני-ארוך צפוי שיפור מסוים בפזר לאחר השלמת מספר נכסים בבנייה. כמו כן, למעט נכסים בהיקף שאינם מהותי בטקסט ארה"ב, העדר פיזור פעילות למדינות נוספות יוצר לחברה חשיפה להאטה משמעותית במשק הישראלי ו/או פגיעה משמעותית בתחום הקניונים, בשל פתיחתם של מרכזים נוספים.

ביום 9 ביולי 2014 הודיעה החברה על פטירתו של מר דוד עזריאלי ז"ל, יו"ר הדירקטוריון ובעל השליטה בחברת האם. ביום 21 ביולי 2014, מינה דירקטוריון חברת האם את הגב' דנה עזריאלי כיו"ר דירקטוריון קבוצת עזריאלי. עוד קודם לכן, לאור הידרדרות במצבו הבריאותי של מר דוד עזריאלי ז"ל, מינה דירקטוריון החברה את הגב' דנה עזריאלי כממלאת



מקומו. דנה עזריאלי כיהנה מזה כ-13 שנים בתפקידים שונים בקבוצה, לרבות סגנית יו"ר הדירקטוריון משנת 2010. להערכת מידרוג, תרומתו של מר עזריאלי לחברה השפיעה באופן חיובי על הצלחתה ופעילותה של החברה ובהתבססותה כחברה כמובילה בתחומה בישראל. אף על פי כן, בשלב זה לא ניתן להעריך האם פטירתו של מר עזריאלי תוביל לשינוי במדיניות התפעולית והפיננסית של החברה וחברת האם וכי התוכניות העתידיות כפי שהוצגו למידרוג לא השתנו. מידרוג תמשיך לבחון את התנהלות החברה ביחס למדיניות הפיננסית בעבר.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

מצבת נכסים מניבים המושכרים בתפוסה גבוהה לאורך זמן, תורמת ליצירת תזרים פרמננטי גבוה ויציב; ריכוזיות פעילות החברה במתחם מרכז עזריאלי ת"א מתמתנת בשל הפרמטרים הפיננסיים והאיכותיים הבולטים לטובה בנכס

פורטפוליו הנכסים המניבים של החברה כולל הן שטחי מסחר והן שטחי משרדים, המושכרים בשיעורי תפוסה קרובים לתפוסה מלאה ואשר מניבים NOI שנתי בהיקף משמעותי. כמו כן, החברה מתכננת להמשיך בפיתוחם של פרויקט משולב (מסחר ומשרדים) בראשל"צ ומתחם משרדים בחולון. שלב א' במתחם בחולון נפתח ומתוך כ-60 אלף מ"ר להשכרה בשלב א', לגבי כ-50 אלף מ"ר כבר נחתמו הסכמי שכירות. בניית שלב ב' צפויה להסתיים בשנת 2015 כאשר כ-10 אלף מ"ר מתוך כ-60 אלף מ"ר להשכרה כבר הושכרו. השפעת ההשכרות על ה-NOI טרם באה לידי ביטוי בדוחות הכספיים ותבוא לידי ביטוי לאחר כניסת השוכרים למושכר. בניית הקניון בראשל"צ צפויה להסתיים במהלך שנת 2016. בניית הנכסים, בשלב זה, נעשתה מתוך מקורות עצמיים של החברה וחברת האם וללא נטילת הלוואות ליווי בנקאי. יציין, כי מרבית ה-NOI של החברה נובע ממתחם מרכז עזריאלי ת"א. אולם, במתחם הנ"ל ישנם מאות שוכרים וכן מדובר בנכס בעל מיצוב בולט לטובה, הן באופיו והן במיקומו, אשר מושכר בתפוסה מלאה לאורך זמן. חלק קטן יחסית מסך פעילות החברה מיוחס לחו"ל ולפיכך, היא חשופה בעיקר לשינויים קיצוניים בתחום מגזר הנדל"ן המניב למסחר ושטחי משרדים בישראל. אולם, המוניטין והמיצוב הגבוה של נכסי החברה צפויים לסייע לה גם בעיתות משבר, ביחס לכלל הענף, כפי שמשתקף מיציבות התפוסות הגבוהות של נכסי החברה לאורך זמן ובעליית מחירי שכירות מתמשכת. יציין, כי המשך הבנייה וההרחבה של קניונים ומרכזים מסחריים בישראל, עלול לעורר לחצים להקטנת דמי השכירות על מנת להקל על עומס השוכרים, אף על פי שהגידול בדמי השכירות בשנים האחרונות נעשה במקביל לגידול בפדיונות החנויות עצמן.

הגמישות, הנגישות למקורות מימון והאיתנות הפיננסית הבולטת לטובה של חברת האם - קבוצת עזריאלי בע"מ, מקטינה את רמות הסיכון בפעילות החברה, בין היתר, בשל יכולת תרומה תזרימית של חברת האם לצורך פעילות הייזום של החברה

נכון ליום 30.06.2014, לקבוצת עזריאלי, החברה האם, יתרת נזילות של כ-0.3 מיליארד ₪, אשר, בהתחשב בנגישות חברת האם למקורות מימון ובתזרים הפרמננטי הניכר של החברה, יש בה, להערכת מידרוג, כדי לאפשר מתן תמיכה תזרימית למימון מספר פרויקטים בתכנון והקמה של קניית השלום, במידת הצורך. למעשה, חלק ניכר מהחוב הפיננסי של החברה נובע, כאמור, מחוב בין חברתי לחברת האם. יציין, כי לחוב הנ"ל ישנם מאפיינים מסויימים הדומים להון עצמי (קיימות מגבלות על החזר החוב עד לפירעון האג"ח, חברת האם המירה כ-400 מיליון ₪ מתוך הלוואת הבעלים להון עצמי בשנת 2010, בשנים האחרונות החברה לא החזירה את החוב וכדומה). במידה ולצורך חישוב היחסים הפיננסיים,



החוב לחברת האם היה מתווסף להון העצמי, היחסים היו אף טובים יותר באופן משמעותי לעומת היחסים הנגזרים מהדוחות הכספיים¹.

גמישות פיננסית בולטת לטובה ביחס ללוח הסילוקין; מרבית הנזילות בקבוצה מוחזקת בחברת האם

יתרות הנזילות בקבוצה נשמרות בעיקר בחברת האם - קבוצת עזריאלי ולא בחברת קנית השלום. מקורות החברה כוללים בעיקר את התזרים הפרמננטי הניכר שנכסיה מייצרים ומימון מחברת האם (ראה לעיל). כמו כן, לחברה גמישות פיננסית טובה מאוד, הנובעת מנכסי נדל"ן לא משועבדים, נכסי נדל"ן המשועבדים לטובת האג"ח המדורגות של החברה. השלמת המימון מחדש של מרכז עזריאלי ת"א הביא לגידול בהיקף הנכסים הלא משועבדים וכן לקיטון משמעותי בתשלומי הריבית. בהתחשב בגמישות הפיננסית, באיתנות חברת האם וב-FFO הניכר שנובע מפעילות החברה, אשר צפוי להמשיך ולצמוח, מידרוג מעריכה כי לחברה מקורות בולטים לטובה ביחס ללוח הסילוקין וזאת אף בהתחשב בתשלום הבולט של קרן האג"ח ביוני 2015 בהיקף של מעל 300 מיליון ש.

אופק הדירוג

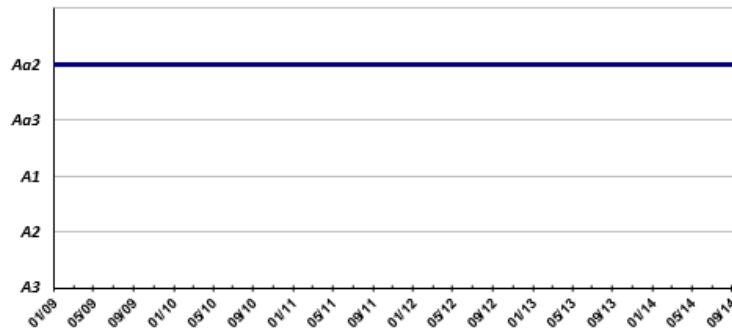
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול בהיקפי פעילות החברה באופן התורם לפיזור, תוך שמירה על יחסי הכיסוי ברמתם הנוכחית
- השלמת בניית ואכלוס הנכסים בייזום

גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה ובאופק הדירוג

- הרעה משמעותית ביחסי הכיסוי
- אי עמידה בתנאים והגבלות מהותיים הקיימים בשטר הנאמנות של סדרת אג"ח א'
- מדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע באיתנות הפיננסית ובנתוני הנזילות
- שינויים מהותיים בליבת העסקים ובמאפיינים הפיננסיים בשל כניסה להשקעות חדשות
- ירידה בדירוג חברת קבוצת עזריאלי בע"מ הנובעת מגורמים מהותיים שיש בהם כדי להשפיע גם על החברה

¹ למעט כאשר נאמר אחרת, החברה נבחנת על בסיס הסולו המורחב, אשר כולל הצגת החברות הבנות המוחזקות בהתאם לכללי ה-IFRS, למעט גרנית הכרמל, אשר אינה פועלת בתחום הנדל"ן, בה ההשקעה מוצגת לפי שיטת השווי המאזני.



פרופיל החברה

חברת קנית השלום השקעות בע"מ, מקבוצת עזריאלי בע"מ (חברה ציבורית), העוסקת בייזום, פיתוח וניהול של נכסי נדל"ן, שהעיקריים בהם הינם מרכז עזריאלי בת"א, הכולל קניון, שלושה מגדלי משרדים וחניון, קניון עזריאלי מודיעין, הכולל בנוסף בנייני משרדים, מגורים להשכרה וחניון, מרכז עזריאלי חולון, קניון עכו, בנייני משרדים ביוסטון וקרקע בראשל"צ. בנוסף הרצליה ביזנס פארק הכולל בנייני משרדים, מרכז מסחרי (outlet) וחניון וקניון עזריאלי קרית אתא הנמצאים בבעלות גמל תשואה להשקעות בע"מ (חברה בבעלות מלאה של קנית השלום), קניון עזריאלי חולון (40%, 60% נוספים מוחזקים ישירות על ידי קבוצת עזריאלי בע"מ). בנוסף, קנית השלום מחזיקה בחברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ (100%) אשר הינה חברת אחזקות, הפועלת באמצעות חברות בנות בתחומי תזקיני נפט, מים ועוד. קנית השלום הינה חברה בשליטתה של קבוצת עזריאלי (99.1%), המדורגת במידרוג Aa2. מייסד החברה ובעל השליטה מר דוד עזריאלי נפטר בחודש יולי 2014.

מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח מעקב יוני 2013

תאריך דוח: 21 בספטמבר 2014

מושגי יסוד:

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.

סולם דירוג התחייבויות

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

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.

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") 2014.

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 בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונות, שלמות, התאמתו, דיוק 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 למחצבה הכספית 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.