

קניית השלום השקעות בע"מ

דוח מעקב שנתי | יוני 2012

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

קניית השלום השקעות בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa2 לסדרת אג"ח א' של חברת קניית השלום השקעות בע"מ¹ (להלן: "קניית השלום" ו/או "החברה"), ומותירה את אופק הדירוג יציב.

להלן פירוט האג"ח של החברה ליום 31 במרץ 2012:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח בספרים 31.3.12 (מ' ש)	יתרת שנות פירעון האג"ח *
אג"ח א' **	לא סחיר	יוני-05	4.95%	מדד	460	2012-2015

* ליום 31.03.2012, סכום של כ- 153 מיליון ש"ח, ייפרע בין השנים 2012-2015 והיתרה, בהיקף של כ- 307 מיליון ש"ח, תיפרע בתשלום אחד בשנת 2015 ** יצוין כי להבטחת התחייבותיה 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- 1.2 מיליארד ש"ח.

דירוג סדרת האג"ח נתמך, בין היתר, במצבת הנכסים המובילים המובילה של החברה ובתזרים הפרמנטים המשמעותיים אשר מופק מנכסים אלו אשר יש בו כדי לשרת את צרכי החברה והתחייבותיה. יש לציין, כי נכון ליום 31.12.2011 חובות החברה כוללים חוב בגובה של כ- 1.4 מיליארד ש"ח לחברת האם, אשר לא נפרע באופן שוטף בשנים האחרונות ואשר היו נדחה בפירוק לעומת האג"ח, 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 מסחרי מניב, אשר נהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול של נכסים מניבים ובפרט של נכסים מסחריים, בהם קניונים ומגדלי המשרדים בבעלות החברה. נכסים אלו הינם מהגדולים והוותיקים בארץ ושומרים על שיעורי תפוסה גבוהים ויציבות בהכנסות; בנזילות ומקורות למימון השקעות חדשות על ידי חברת האם - קבוצת עזריאלי בע"מ; גמישות פיננסית טובה מאוד, המתבטאת בבעלות בנכס ייחודי, בעל מיצוב גבוה - מרכז עזריאלי, אשר, לפי הערכת שווי ליום 31.12.2011, שוויו מוערך בכ- 4.3 מיליארד ש"ח, המשועבד לפי שיעור LTV של כ- 23%² בלבד, ונכסים נוספים, בלתי משועבדים (לא כולל נכסי נדל"ן המשועבדים לטובת אג"ח א'), בהיקף של כ- 1.5 מיליארד ש"ח וכן החזקה במניות סחירות לא משועבדות של חברת גרנית הכרמל, בשווי של כ- 400 מיליון ש"ח נכון ליום 13.06.12 וזאת - בנוסף לגמישות הנגזרת מנכסים בהיקף משמעותי אשר משועבדים לטובת האג"ח; יחסי כיסוי ואיננות ההולמים את רמת דירוג החברה. יש לציין, כי בנטרול החוב הבין חברתי יחסים אלו הינם אף טובים יותר. מנגד, להערכת מדרוג, למועד הדוח לחברה קיימת תלות מסוימת בביצועי מרכז עזריאלי ת"א אשר אחראי על חלק ניכר מה-NOI של החברה. אולם להערכת מידרוג, בטווח הבינוני-ארוך, צפוי שיפור מסוים בפיזור לאחר השלמת מספר נכסים בבנייה. כמו כן, העדר פיזור פעילות למדינות נוספות, יוצר לחברה חשיפה להאטה משמעותית במשק הישראלי ו/או פגיעה משמעותית בתחום הקניונים, בשל פתיחתם של מרכזים נוספים.

¹ מר יוסף זינגר אשר הינו מנכ"ל חברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ אשר נמצאת בשליטת קניית השלום (60.6%). הינו בעל מניות ומכהן כדירקטור במידרוג. מר יוסף זינגר אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

² על פי חישובי מדרוג המתבססים על נתונים שפורסמו בדוחות חברת האם - קבוצת עזריאלי בע"מ

מצבת נכסים מניבים המושכרים בתפוסה גבוהה לאורך זמן, תורמים ליצירת תזרים פרמננטי גבוה ויציב; הסיכון בשל התלות במרכז עזריאלי קטן בשל הפרמטרים הפיננסיים והאיכותיים הבולטים לטובה בנכס

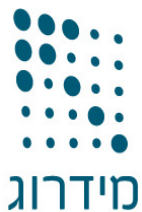
פורטפוליו הנכסים המניבים של החברה כולל הן שטחי מסחר והן שטחי משרדים, המושכרים בשיעור תפוסה קרובה לתפוסה מלאה ואשר מניבים NOI משמעותי. כמו כן, החברה מתכננת להמשיך בפיתוחם של פרויקט משולב (מסחר ומשרדים) בראשל"צ ומתחם משרדים בחולון, על פני מספר שלבים עד לשנת 2016 (בשנת 2013 החברה מתכננת לסיים את בניית השלב הראשון של הפרויקטים בחולון). כאשר בניית הנכסים, בשלב זה, נעשתה מתוך ההון העצמי וללא נטילת הלוואות ליווי בנקאי. יצוין, כי מרבית ה-NOI של החברה נובע ממתחם מרכז עזריאלי ת"א (מגדלי המשרדים והקניון יחדיו). אולם, במתחם הנ"ל ישנם מאות שוכרים וכן מדובר בנכס בעל מיצוב בולט לטובה, הן באופיו והן במיקומו. 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 לחברה גם בעיתות משבר, ביחס לכלל הענף, כפי שמשקף מיציבות התפוסות הגבוהות של נכסי החברה לאורך זמן. יצוין, כי המשך הבנייה והרחבה של קניונים ומרכזים מסחריים בישראל, עלול לעורר לחצים להקטנת דמי השכירות על מנת להקל על עומס השוכרים.

הנזילות הבולטת לטובה ואיתנותה הפיננסית הניכרת 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 31.03.2012 לקבוצת עזריאלי, החברה האם, יתרת נזילות של כ-1 מיליארד ₪, אשר, בהתחשב בתזרים הפרמננטי הניכר של החברה יש בה, להערכת מדרוג, כדי לאפשר מתן תמיכה תזרימית למימון מספר פרויקטים בתכנון והקמה של קניית השלום. למעשה, חלק ניכר מהחוב הפיננסי של החברה נובע כאמור מחוב בין חברתי לחברת האם. יצוין, כי לחוב הנ"ל ישנם מאפיינים מסוימים הדומים להון עצמי (החוב נחות לאג"ח בפירוק, חברת האם המירה כ-400 מיליון ₪ מתוך הלוואות הבעלים להון עצמי בשנת 2010 ובכך למעשה מחלה על חלק מהחוב וכדומה). במידה ולצורך חישוב היחסים הפיננסיים, החוב לחברת האם היה מתווסף להון העצמי, היחסים היו אף טובים יותר באופן משמעותי לעומת היחסים הנגזרים מהדוחות הכספיים..

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

יתרות הנזילות בקבוצה נשמרות בעיקר בחברת האם - קבוצת עזריאלי ולא בחברת קניית 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 אג"ח המדורגות של החברה ומניות סחירות לא משועבדות של חברת גרנית הכרמל בע"מ אשר מביאים ליחס בולט לטובה בין היקף הבטוחות והנכסים הלא משועבדים ובין היקף סדרת האג"ח. בנוסף, נכסי הנדל"ן של החברה משועבדים ב-LTV נמוך מאוד. בהתחשב בגמישות הפיננסית, באיתנות חברת האם וב-FFO הניכר שנובע מפעילות החברה, מידרוג מעריכה, כי לחברה מקורות בולטים לטובה ביחס לחלויות החלות עליה בשנים הקרובות (פירעון אג"ח של כ-50 מיליון ₪ לשנה). כמו כן, יצוין, כי, להערכת מידרוג, בשל ה-NOI, התפוסות והמיצוב הגבוה של מרכז עזריאלי ת"א וכן ה-LTV הנמוך (23%)



בלבד (על פי תחשיבי מדרוג), לחברה לא צפויים קשיים מהותיים במחזור ההלוואה בגין המתחם, בגובה של כמיליארד ש"ח, באוגוסט 2013.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

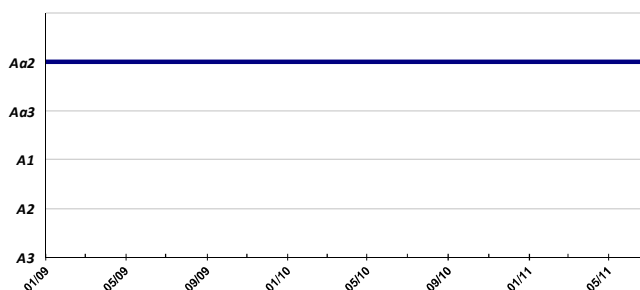
- גידול בהיקפי פעילות החברה באופן התורם לפיזור, תוך שמירה על יחסי הכיסוי ברמתם הנוכחית
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות וביתרות הנזילות של החברה לאורך זמן
- השלמת בניית ואכלוס הנכסים בייזום

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 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 שיש בהם כדי להשפיע גם על החברה

4

היסטוריית דירוג



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, הרצליה ביזנס פארק,



מידרוג

הנמצא בבעלות גמל תשואה להשקעות בע"מ (חברה בבעלות מלאה של קנית השלום), הכולל בנייני משרדים, מרכז מסחרי (outlet) וחניון, קניון עזריאלי חולון (40%, 60% נוספים מוחזקים ישירות על ידי קבוצת עזריאלי בע"מ), קניון עזריאלי מודיעין, הכולל בנוסף בנייני משרדים, מגורים להשכרה וחניון. בנוסף, קנית השלום מחזיקה בחברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ (60.6%) אשר הינה חברת אחזקות, הפועלת באמצעות חברות בנות בתחומי תזקיני נפט, צבע וגמר בניה, מים ועוד. קנית השלום הינה חברה בשליטתה של קבוצת עזריאלי (99.1%), המדורגת במידרוג Aa2.

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 2012

תאריך דוח: 28 ביוני 2012

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 בצידוד, 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד 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 שאלה 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") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 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 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 למצבה הכספי 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.