



קניית השלום השקעות בע"מ

דוח מעקב שנתי | יוני 2011

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@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"), ומוותרת את אופק הדירוג יציב.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31 במרץ 2011:

שנות פירעון האג"ח *	יתרת האג"ח בספרים 31.3.11 (מ' ש)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג. האג"ח 31.3.11	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2005-2015	498	מדד	4.95%	424	יוני-05	לא סחיר	אג"ח א'

* ליום 31.03.2011, סכום של כ- 198 מיליון ש"ח, ייפרע בין השנים 2011-2015 והיתרה, בהיקף של כ- 300 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-1.1 מיליארד ש"ח.

דירוג סדרת האג"ח נתמך, בין היתר, בתזרים הפרמננטי המשמעותי שהחברה מפיקה ממצבת הנכסים המניבים, אשר יש בו כדאי לשרת את חובות החברה; קניית השלום הינה חלק מקבוצת עזריאלי, הפועלת בישראל למעלה מ- 20 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, המתבטאת בבעלות בנכס ייחודי בעל מיצוב גבוה- מרכז עזריאלי, אשר נכון ליום 31.03.2011, שוויו מוערך בכ- 4 מיליארד ש"ח, המשועבד לפי שיעור LTV של כ- 26% בלבד², ונכסים נוספים, בלתי משועבדים (לא כולל נכסי נדל"ן המשועבדים לטובת אג"ח א'), בהיקף של כ- 1.3 מיליארד ש"ח וכן החזקה במניות סחירות לא משועבדות של חברת גרנית הכרמל, בשווי של כ-587 מיליון ש"ח; יחסי כיסוי ואיתנות ההולמים את רמת דירוג החברה. מנגד, לחברה קיימת תלות בביצועי מרכז עזריאלי ת"א אשר מהווה מעל 60% מה-NOI של החברה (למרות שלהערכת מדרוג, 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 (60.68%), הינו בעל מניות ומכהן כדירקטור במידרוג. מר יוסף זינגר אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

² עפ"י חישובי מדרוג המתבססים על נתונים שפורסמו בדוחות חברה האם - קבוצת עזריאלי בע"מ

לחברה נכסי נדל"ן, המושכרים בתפוסה גבוהה לאורך זמן, תורמים ליצירת תזרים פרמנטי גבוה ויציב, הצפוי לגדול בשל השלמת פיתוח נכסים נוספים; תלות מסויימת בתוצאות מרכז עזריאלי המתאזנת לאור העובדה שהשטחים במתחם מושכרים לשוכרים רבים.

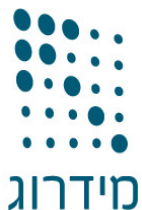
פורטפוליו הנכסים המניבים של החברה כולל הן שטחי מסחר והן שטחי משרדים, המושכרים בשיעור תפוסה משוקלל של הקרוב לתפוסה מלאה. עד לסוף שנת 2011 החברה צפויה להתחיל באכלוסם של 2 קניונים נוספים (עכו וקריית אתא), אשר צפויים להניב NOI שנתי של כ-40 מיליון ₪ בשנה (בתפוסה מלאה) ואשר נחתמו חוזה שכירות לגבי יותר מ-80% מהשטחים להשכרה בהם. כמו כן, החברה מתכננת להמשיך בפיתוחם של פרויקט משולב (מסחר ומשרדים) בראשל"צ ומתחם משרדים בחולון, בסך יתרת עלות צפויה של כמיליארד ₪, על פני מספר שלבים עד לשנת 2016, כאשר כפי שדיווחה החברה האם בדוחותיה יתכן שמימון הפרויקטים בהקמה יבוצע באמצעות שימוש ביתרת הנזילות מהנפקת המניות של חברת האם, מהתזרים הפרמנטי של החברה ויתכן שחלק מהפיתוח ימומן באמצעות הלוואות ליווי בנקאיות. יצוין, כי מרבית ה-NOI המייצג של החברה כיום, 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 שמשתקף מיציבות התפוסות הגבוהות של נכסי החברה לאורך זמן. יצוין, כי המשך הבנייה וההרחבה של קניונים ומרכזים מסחריים בישראל, עלול לעורר לחצים להקטנת דמי השכירות על מנת להקל על עומס השוכרים.

הנזילות הכוללת 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 31.03.2011 לקבוצת עזריאלי יתרת נזילות של כ-2.1 מיליארד ₪ (סולו), אשר יש בה כדי לאפשר מתן תמיכה תזרימית למימון מספר פרויקטים בתכנון והקמה של החברה. למעשה חלק ניכר מהחוב הפיננסי של החברה נובע מחוב לחברת האם (כ-1.2 מיליארד ₪ לסוף שנת 2010) מיוחסים לחוב החברה כלפי חברת האם. יצוין, כי לחוב הנ"ל ישנם מאפיינים מסויימים הדומים להון עצמי (החוב נחות לאג"ח בפירוק, חברת האם המירה כ-400 מיליון ₪ מתוך הלוואת הבעלים להון עצמי בשנת 2010 ובכך למעשה מחלה על חלק מהחוב).

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

הקבוצה לא נוהגת לשמור על יתרות נזילות משמעותיות בחברה. מקורות החברה כוללים בעיקר את התזרים הפרמנטי הניכר שנכסיה מייצרים ומימון מחברת האם (ראה לעיל). כמו כן, לחברה גמישות פיננסית טובה, הנובעת מנכסי נדל"ן לא משועבדים ומניות סחירות לא משועבדות של חברת גרנית הכרמל בע"מ. בנוסף, נכסי הנדל"ן של החברה משועבדים ב-LTV נמוך ביותר על פי תחשיבי מידרוג, כנגד האג"ח (ערך התחייבותי של 0.5 מיליארד ₪). בהתחשב בגמישות הפיננסית, באיתנות חברת האם וב-FFO הניכר שנובע מפעילות החברה, מידרוג מעריכה כי יכולת עמידת החברה בהתחייבותיה הינה טובה מאוד ביחס לחלויות החלות עליה בשנים הקרובות. כמו כן, יצוין, כי, להערכת



מידרוג, בשל ה-NOI, התפוסות והמיצוב הגבוה של מרכז עזריאלי ת"א וכן ה-LTV הנמוך (26.6% בלבד)², לחברה לא צפויים קשיים מהותיים במחזור ההלוואה בגין המתחם, בגובה של כמיליארד ש"ח, באוגוסט 2013.

שיפור ביחסי הכיסוי בשנים האחרונות בעקבות אכלוס נכסים, יחסי איתנות התואמים את רמת דירוג החברה

בעקבות אכלוס נכסים בהרצליה ובמודיעין ובשל האכלוס הצפוי של נכסים חדשים בעכו וקריית אתא, במקביל לקיטון בחוב הפיננסי, יחסי הכיסוי של החברה השתפרו בשנים האחרונות. כמו כן, רמת המינוף, גם בהתחשב בחוב לחברת האם, הינה טובה ותואמת את דירוג החברה.

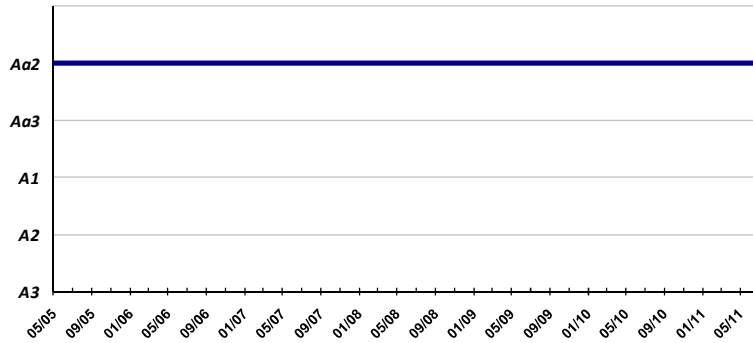
אופק הדירוג

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 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



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, 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 בנייני משרדים, מגורים להשכרה וחניון. בנוסף, קנית השלום מחזיקה בחברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ (60.68%) 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.

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 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") 2011.

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.