

## קניית ניהול השקעות ומימון בע"מ

Aa2	דירוג סדרת אג"ח
-----	-----------------

הדירוג ניתן לסדרת אג"ח בסך של עד 1,600 מיליון ₪. סך של 800 מ' ₪ עומדים לפירעון ב-10 תשלומים שווים בין השנים 2007-2016. היתרה בסך 800 מ' ₪ יעמוד לפירעון בתשלום אחד בשנת 2016. אגרות החוב צמודות, קרן וריבית, למדד המחירים לצרכן ונושאות ריבית שנתית בשיעור שיקבע במכרז. חלק מתמורת ההנפקה תועבר כהלוואה לקניית השלום לצורך מימון הרחבת פעילותה העיסוקית. לפירוט אודות קניית השלום ראה דוח מיידי ופעולת דירוג מינואר 2007 ודוח מעקב מאוגוסט 2006.

### פרופיל החברה

קניית ניהול השקעות ומימון בע"מ (להלן: "קניית ניהול" או "החברה"), מקבוצת עזריאלי, עוסקת בייזום, פיתוח וניהול של נכסי נדל"ן ובעיקר קניונים בישראל. החברה הוקמה בשנת 1982 על ידי מר דוד עזריאלי אשר רכש את הקרקע עליה ממוקם כיום קניון איילון.

בבעלות החברה (מלאה וחלקית) ארבעה קניונים בישראל – קניון איילון (100%), קניון הנגב (100%), קניון ירושלים (100%) וקניון חולון (60%). למעט קניון חולון אשר נרכש בשנת 2000, כל הקניונים נבנו על ידי קניית ניהול. קניון איילון אשר היה הקניון הראשון במדינה נפתח ב-1985, קניון הנגב נפתח בשנת 1990 וקניון ירושלים נפתח בשנת 1993. כמו כן מחזיקה החברה ב 19.7 דונם בצומת הצ'ק פוסט בחיפה.

בנוסף, לחברה פעילות לא מהותית של החזקת נכסים מניבים בטקסס בשטח של כ-52 אלף מ"ר (חלק החברה) מזה משרדים בשטח של כ-39 אלף מ"ר ומסחר בשטח של כ-13 אלף מ"ר.

קניית ניהול הינה בבעלות מלאה של משפחת עזריאלי אשר מחזיק בבעלות מלאה גם את חברת האחות קניית השלום אשר האג"ח שלה מדורג בדירוג Aa2 Secured debt.

### נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ₪	30.6.2006	31.12.2005	31.12.2004
הכנסות	164,660	317,014	315,744
מזה, הכנסות משכר דירה	129,791	246,306	245,881
הכנסות (הוצאות) מימון	-3,526	37,908	6,155
רווח נקי	80,776	67,020	138,402
EBITDA	114,452	219,679	221,590
FFO	82,785	155,643	150,454
רכוש קבוע	943,217	933,042	921,913
חוב פיננסי	536,553	552,136	467,742
יתרות נזילות	547,623	497,532	339,265
חוב נטו	-11,070	54,604	128,477
הון עצמי לסך מאזן חשבונאי	65.2%	63.3%	65.0%
חוב ל-CAP חשבונאי	29%	31%	29%
חוב נטו ל-CAP חשבונאי	-1%	3%	8%
חוב ל-FFO	3.2	3.5	3.1
חוב ל-EBITDA	2.3	2.5	2.1

מחברת:  
אביטל איגנר  
אנליסטית בכירה  
[a.ignar@midroog.co.il](mailto:a.ignar@midroog.co.il)

אביטל בר דייך  
סמנכ"ל  
ראש תחום תאגידיים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto: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](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

דוח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 12.3.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

## תיאור נכסים ומאפייני פעילות עיקריים

**לחברה בעלות על 4 קניונים ותיקים בישראל בשטח של כ-104 אלף מ"ר המניבים שכר דירה בהיקף של**

**כ-244 מ' ש"ח לשנה**

בבעלות החברה 4 קניונים בישראל הכוללים כ-93 אלף מ"ר שטחי מסחר וכ-11 אלף מ"ר שטחי משרדים, אשר מניבים שכר דירה כולל של כ-244 מ' ש"ח לשנה. הקניונים הינם בבעלות מלאה למעט קניון חולון אשר מוחזק ב-60% על ידי קניית ניהול ו-40% על ידי קניית השלום (חברה אחות בקבוצת עזריאלי, באמצעות חברה בת). הקניונים הינם ותיקים מאוד ומושכרים בתפוסה של 100%. העלות ההיסטורית בספרים של נכסי החברה בישראל עמדה נכון ל-30.6.2006 על כ-758 מ' ש"ח. כנגד נכסים אלו עומד חוב בסך של כ-371 מ' ש"ח.

בנוסף, בבעלות קבוצת עזריאלי באמצעות קניית השלום 4 קניונים (כולל 40% מקניון חולון) אשר פעילותם סינרגטית לפעילותה של קניית ניהול.

### **לחברה מספר נכסים בטקסס אשר משקלם בפעילות החברה אינו מהותי**

לחברה מספר נכסים בטקסס בשטח כולל של כ-52 אלף מ"ר (חלק החברה) אשר מזה שטחי משרדים בהיקף של כ-39 אלף מ"ר ושטחי מסחר בהיקף של כ-13 אלף מ"ר. הנכסים בטקסס מניבים שכר דירה שנתי בהיקף של כ-14 מ' ש"ח ועלותם בספרים הסתכמה נכון ליום 30.6.2006 בכ-166 מ' ש"ח. היקף החוב העומד כנגד הנכסים בטקסס עומד על כ-139 מ' ש"ח, כ-84% מהעלות בספרים.

### **פירוט נכסי החברה**

שיעור	מימון 31.12.06 (אלפי ש"ח)	עלות בספרים 30.6.06	שיעור החזקה	הכנסות לשנה כיום (אלפי ש"ח)	שיעור תפוסה	שנת הפעלה/ רכישה	מ"ר להשכרה (חלק החברה)			נכס
							משרדים	מסחר	סה"כ	
לא משועבד	0		100%	71,911	100%	1985		22,000	22,000	קניון איילון
משועבד	3,652	632,535	100%	59,802	100%	1990	7,900	23,000	30,900	קניון הנגב ומשרדים
משועבד	260,827		100%	95,954	100%	1993	3,000	38,500	41,500	קניון ירושלים ומשרדים
משועבד	106,878		125,714	60%	16,830	100%	*1998		9,390	9,390
	<b>371,357</b>	<b>758,249</b>		<b>244,497</b>			<b>10,900</b>	<b>92,890</b>	<b>103,790</b>	<b>סה"כ ישראל</b>
										<b>נכסים בטקסס</b>
משועבד	37,238	38,206	100%	2,225	72%	2000	17,274		17,274	רגיסי
משועבד	36,458	46,851	100%	4,570	97%	2001		13,172	13,172	נורטצייס
משועבד	66,071	81,079	40%	7,177	87%	2003	21,615		21,615	סאן פליפה
	<b>139,767</b>	<b>166,136</b>		<b>13,972</b>			<b>38,889</b>	<b>13,172</b>	<b>52,061</b>	<b>סה"כ טקסס</b>
	<b>511,124</b>	<b>924,385</b>		<b>258,469</b>			<b>49,789</b>	<b>106,062</b>	<b>155,851</b>	<b>סה"כ נכסים בישראל ובחול</b>

\* נרכש על ידי קניית בשנת 2000

### **פיזור גיאוגרפי בין אזורים כלכליים שונים בישראל – רמת גן, ירושלים, באר שבע וחולון**

ארבעת הקניונים של החברה מפוזרים בין אזורים כלכליים שונים בישראל – רמת גן, ירושלים, באר שבע וחולון. הקניונים ממוקמים בריכוזי אוכלוסיה גבוהים ונהנים ממעמד של בלעדיות באזור הפעילות בבאר שבע, ירושלים וחולון.

### **פיזור שוכרים גבוה – אין לחברה שוכר אשר ההכנסה ממנו תורמת מעל ל-5% מהכנסות החברה**

**משכירות**

### פיזור שימושים נמוך – דומיננטיות של נכסים מסחריים

פיזור השימושים של החברה הינו נמוך שכן החלק הארי של הכנסות החברה מתקבלות מנכסים מסחריים. הדומיננטיות של נכסים מסחריים חושפת את החברה למחזוריות הכלכלית במשק אשר משפיעה באופן ישיר על הפדיון משוכרים בקניונים ובכך גם על מחירי שכר הדירה. מידרוג מעריכה כי מאפיינים כגון מיקומי הקניונים באזורים מרכזיים ובעלי ריכוזי אוכלוסיה, בלעדיות באזורי הפעילות ומוניטין רב שנים של החברה המנהלת, פועלים להקטנת מידת החשיפה למחזוריות הכלכלית.

### שיעורי תפוסה גבוהים ויציבים על פני שנים בקניוני החברה

שיעורי התפוסה בנכסי החברה הינם גבוהים. הקניונים של החברה הינם בתפוסה מלאה, למעט קניון איילון, אשר בשל השיפוצים ובניית בתי הקולנוע בשנים 2005-2006, קטנו השטחים להשכרה באופן זמני ב-4,000 מ"ר. ולאחר סיום השיפוצים, הקניון חזר לתפוסה מלאה. במרבית הקניונים ישנן אף רשימות המתנה לחנויות בקניון וכן דמי פינוי. מידרוג מעריכה כי שיעורי התפוסה הגבוהים מצביעים על יציבות בפעילות החברה, בעיקר בתחום הקניונים.

### שיעורי תפוסה 2001-2006

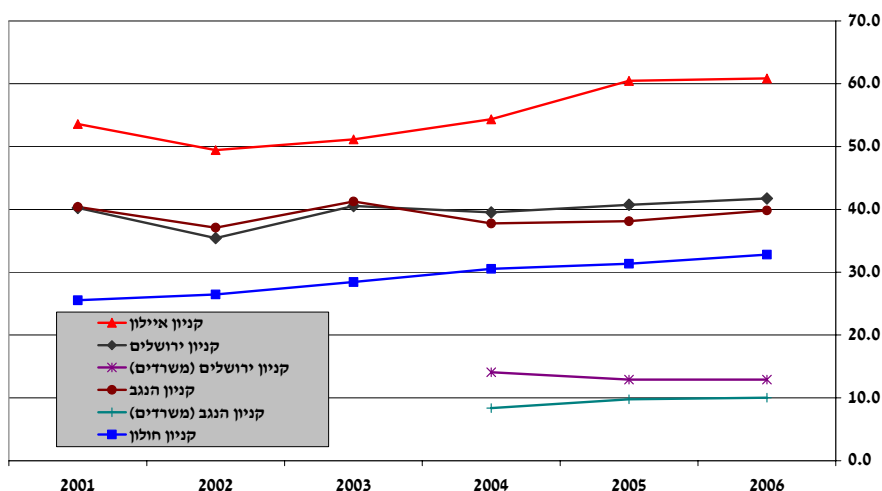
2001	2002	2003	2004	2005	2006 יוני	שיעורי תפוסה
100%	100%	100%	100%	100%*	100%*	קניון איילון
100%	100%	100%	100%	100%	100%	קניון ירושלים
			100%	100%	100%	קניון ירושלים (משרדים)
100%	100%	100%	100%	100%	100%	קניון הנגב
			96%	98%	100%	קניון הנגב (משרדים)
99%	99%	99%	99%	99%	100%	קניון חולון
			72%	72%	72%	Canit Regency (משרדים)
			96%	97%	97%	Canit Nerthchase (מרכז מסחרי)
			78%	81%	84%	7500 San Felipe (משרדים)
			86%	83%	89%	6363 Weedway (משרדים)
			76%	79%	81%	1616 Vess (משרדים)

\*לא כולל שטחים בסך של כ-4,000 מ"ר שעברו שיפוץ לבתי קולנוע

### גידול בהכנסות למ"ר משנת 2002 בקניון איילון וקניון חולון ועליה משנת 2004 בקניונים בירושלים ובאר

שבע

מחיר למ"ר - נכסים בישראל (דולר לחודש)



**חוזים קצרים יחסית הנובעים מאופי פעילות השכרת נכסים מניבים מסוג קניונים. חלק ניכר, (כ-78%) מן החוזים מסתיימים בין השנים 2007-2009**

על פי ניסיון העבר, על אף פקיעת החוזים בין השנים 2007-2009, להערכת החברה, לא תתקשה בחידוש החוזים או השכרת השטחים מחדש במידה ויתפנו.

## **בעלות, ניהול ואסטרטגיה**

### **קנית ניהול הינה חברה פרטית בבעלות מלאה של משפחת עזריאלי**

קנית ניהול הינה חלק מקבוצת חברות פרטיות בבעלותו המלאה של מר דוד עזריאלי ומשפחתו ואשר עוסקות בעיקר בייזום והחזקת נדל"ן מניב, בעיקר קניונים. החברה מתכוונת בעתיד להפוך לציבורית אך להישאר בשליטה מלאה של מר דוד עזריאלי ומשפחתו.

### **הנהלה איכותית מאוד ובעלת ניסיון רב בתחום ייזום, הקמה והשכרת נכסים מניבים ובעיקר קניונים**

יו"ר הדירקטוריון הינו מר דוד עזריאלי אשר משמש כיו"ר מספר חברות בבעלותו וממלא תפקיד פעיל בעיקר ברמת האסטרטגיה העסקית של החברה ובהחלטות השקעה בתחום הקניונים.

נשיא הקבוצה הינו מר מנחם עינן, אלוף במילואים, בעל עבר צבאי בתפקידים בכירים ומגוונים ואשר משמש כמנכ"ל החברה ונשיא קבוצת עזריאלי משנת 1992.

סמנכ"ל הכספים של קנית ניהול ושל קבוצת עזריאלי עד לדצמבר 2006 היה מר תמיר פוליקר, אך מר פוליקר סיים את תפקידו כסמנכ"ל הכספים של הקבוצה ועבר לתפקיד של מנכ"ל חברת סונוול, אשר נרכשה על ידי חברת האחות קנית השלום במסגרת רכישת גרנית הכרמל. החל מחודש מרס 2007 ישמש יובל ברונשטיין בתפקיד סמנכ"ל הכספים של קבוצת עזריאלי. מר ברונשטיין שימש בעבר כמשנה לחשב הכללי במשרד האוצר שם עבד ב-12 השנים האחרונות והיה אחראי על המימון באגף החשב הכללי.

מר פאר נדיר הינו מנכ"ל החברה וכן משמש כמנכ"ל של קבוצת קניוני עזריאלי. מר נדיר החל את עבודתו בחברה בשנת 1988 ושימש בעבר כסמנכ"ל הכספים של הקבוצה.

### **בעלי תפקידים בחברה**

<b>תפקיד</b>	<b>שם</b>
יו"ר הדירקטוריון	מר דוד עזריאלי
נשיא	מר מנחם עינן
מנכ"ל קנית ניהול	מר פאר נדיר
סגן נשיא ומנהל כספים	יובל ברונשטיין
סגן נשיא	גב' דנה עזריאלי

### **רכישת גרנית הכרמל על ידי קנית השלום (חברה אחות) תלויה בהפניית תשומת לב ניהולית רבה לשיפור**

#### **פעילות גרנית הכרמל**

חברת האחות קנית השלום רכשה את חברת גרנית הכרמל באמצעות מימון בנקאי אשר יוחלף במימון מקנית ניהול. הנהלת החברה אשר משמשת גם כהנהלת קנית השלום מתכוונת להפנות תשומת לב ניהולית רבה לשיפור פעילותה של גרנית הכרמל. המהלך הראשון הינו מינויו של מר תמיר פוליקר למנכ"ל סונוול.

#### **להלן פירוט האסטרטגיה העסקית של החברה**

- החברה משמשת כמסלקה של קבוצת עזריאלי ויתרות המזומנים שלה משמשות למימון פעילותה של הקבוצה ובעיקר פעילותה של קנית השלום. עיקר תמורת ההנפקה, כ-1,300 מ' ש"ח, ישמש למימון פעילותה של קנית השלום אשר כוללת, השקעה בפרויקטים של ייזום ובפרט, בניית

המגדל המרובע במרכז עזריאלי, בניית מרכז העיר מודיעין ובניית שני בנייני משרדים בהרצליה ביזנס פארק. חלק נכבד מהסכום שיועבר לקניית השלום ישמש להחלפת הלוואה בנקאית שנלקחה למימון רכישת גרנית הכרמל על ידי קניית השלום.

- מיזוג פעילויות הקבוצה כך שבשלב הראשון יתבצע מיזוג אנכי של קניית השלום לתוך קניית ניהול כך שקניית ניהול תהיה חברת האם לקניית השלום. בשלב השני מתוכננת הנפקה של קניית ניהול לאחר סיום בניית פרויקטי הייזום והפיכתה לציבורית, כך שתיוותר בשליטה מלאה של מר דוד עזריאלי ומשפחתו.
- שמירה על יתרות נזילות גבוהות, גם במחיר של נטילת חוב על מנת לשמור על גמישות בביצוע השקעות על פי הזדמנויות עסקיות, הן במהלך העסקים הרגיל של החברה והן בתחומים אחרים דוגמת רכישת גרנית הכרמל.
- בניית קומה נוספת בקניון איילון בשטח של כ-8000 מ"ר. החברה נמצאת כיום בשלבים של אישור התב"ע. תחילת הבנייה מתוכננת בעוד כשנה וחצי.

#### **מיזוג אנכי ושינוי מבנה קבוצת עזריאלי**

במידה ויבוצע מיזוג אנכי בין שתי החברות קניית ניהול וקניית השלום מידרוג מעריכה על בסיס הנתונים הקיימים ואשר הוצגו בפניה כי לא יהיה שינוי בדירוג קניית ניהול.

## **שיקולים עיקריים לדירוג**

פעילות יציבה ורבת שנים בתחום ייזום הבניה והחזקת קניונים, החברה הקימה את הקניון הראשון בישראל – קניון איילון בשנת 1985; החזקה, השכרה ותפעול של 4 קניונים המפוזרים באזורים כלכליים שונים בישראל – רמת גן, ירושלים, באר שבע וחולון ובנוסף, פעילות לא מהותית של החזקת משרדים ומסחר בטקסס; מרבית הקניונים נהנים ממעמד של בלעדיות באזורי הפעילות ושמרו על שיעורי תפוסה גבוהים, בשנות פעילותם הרבות; החברה הינה חלק מקבוצת עזריאלי אשר מחזיקה בבעלותה המלאה כ-7 קניונים ברחבי הארץ, אשר הגדולים והוותיקים שביניהם נבנו על ידה; הכנסות החברה משכר דירה מושפעות מהמחזוריות הכלכלית במשק, אך המאפיינים הייחודיים של הקניונים פעלו למיתון השפעת ההאטה הכלכלית על שיעורי התפוסה ומחירי שכר הדירה; חברה פרטית בבעלות מלאה של משפחת עזריאלי עובדה המקטינה את השקיפות כלפי בעלי האג"ח; קבוצת עזריאלי מתכננת מיזוג אנכי כך שקניית ניהול תהיה חברת האם של קניית השלום (היום חברת אחות) אך לא תהיה ערבות בין החברות בקבוצה; מידרוג מעריכה כי המיזוג האנכי אינו צפוי לשנות את דירוגן של שתי החברות קניית השלום וקניית ניהול; קניית ניהול משמשת כמסלקה בקבוצת עזריאלי להעברת כספים למימון פעילות חברות אחרות בקבוצה ובעיקר קניית השלום. מרבית תמורת ההנפקה (כ-1,300 מ' ש"ח) תשמש למימון פרויקטים בבניה בקניית השלום הכוללים את המגדל המרובע במרכז עזריאלי, מרכז העיר מודיעין ושני בנייני משרדים בהרצליה; חלק מן המימון שיועבר לקניית השלום הינו נחות לחוב אג"ח או בנקים בקניית השלום; הנהלה איכותית מאוד ובעלת ניסיון רב בתחום ייזום, הקמה והשכרת קניונים; גמישות פיננסית גבוהה מאוד הנובעת מנכסים מהותיים שאינם משועבדים, נכסים עם LTV נמוך ויתרות נזילות גבוהות; איתנות פיננסית גבוהה גם לאחר הנפקת החוב בסך 1.6 מיליארד ש"ח; יציבות של תזרים המזומנים הגבוה על פני שנים אשר תורם ליציבות יחסי הכיסוי התואמים את דירוג החברה;

- קניית ניהול הינה חלק מקבוצת עזריאלי אשר פועלת בישראל מעל 20 שנה בייזום והקמה של נדל"ן מסחרי מניב ונהנית מניסיון רב בניהול של נכסים מניבים ובפרט, קניונים. ישנה סינרגיה גבוהה בפעילות של שתי החברות האחיות, קניית השלום וקניית ניהול אשר מחזיקות ומנהלות כיום שבעה קניונים.
- נכסים איכותיים, ותיקים ובעלי מוניטין רב שנים אשר מרביתם למעט קניון איילון, נהנים ממעמד של בלעדיות באזור הפעילות.
- נכסי החברה יצרו במהלך השנים וכן ממשיכים ליצור תזרים מזומנים חזק ויציב. ה-FFO הממוצע בשנים האחרונות עמד על כ-140-160 מ' ש לשנה.
- גמישות פיננסית גבוהה מאוד הנובעת מקיומו של נכס מהותי (קניון איילון) חופשי משעבוד ונכס נוסף, קניון הנגב, אשר יתרת החוב כנגדו עומדת על כ-3.7 מ' ש (ביחס לשווי של כ-750 מ' ש להערכת החברה). בנוסף, לחברה יתרות נזילות גבוהות מאוד אשר יעמדו לפי מאזן הפרופורמה לאחר הגיוס על סכום של כ-850 מ' ש.
- איתנות פיננסית גבוהה גם לאחר הנפקת החוב. יחס ההון העצמי הכלכלי לסך המאזן, בהתחשב בשווי הכלכלי של נכסי החברה, צפוי לפי נתוני הפרופורמה לאחר גיוס החוב לעמוד על כ-55% ויחס החוב ל-CAP הכלכלי צפוי לעמוד על 43%. יחס החוב נטו ל-CAP צפוי להיות נמוך באופן משמעותי שכן החברה מחזיקה ביתרות נזילות גבוהות ויעמוד לפי נתוני הפרופורמה על כ-26%. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות הפיננסית הינם טובים ותואמים את דירוגה של החברה.
- הנהלה איכותית, ותיקה ומנוסה אשר תרמה באופן מהותי לפעילות רבת השנים של הקבוצה, למוניטין הרב שנצבר, לאיתור ההזדמנויות העסקיות ולרווחים הגבוהים שנצברו במהלך השנים.
- שליטה מלאה בנכסיה בישראל – החברה מחזיקה בנכסיה בישראל בבעלות מלאה או בבעלות מלאה של קבוצת עזריאלי כך שהיא שולטת באופן מלא בנכסיה.
- פיזור השוכרים בחברה הינו גבוה – אין לחברה שוכר אשר תורם למעלה מ-5% מהכנסות החברה משכירות.

## גורמי סיכון עסקיים

### 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 ההיצע 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 בענף.

### חברה פרטית – רמת שקיפות נמוכה לבעלי אגרות החוב

החברה הינה חברה פרטית ועל כן רמת השקיפות כלפי בעלי אגרות החוב הינה נמוכה. בעתיד מתכוונת החברה להפוך לציבורית, מהלך אשר יגביר את רמת השקיפות שלה כלפי בעלי אגרות החוב.

## אין לחברה מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת

כיום, אין לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת. החברה אינה מחלקת ולא חילקה דיבידנד כלל לבעל המניות ובכוונתה לא לחלק דיבידנדים. יחד עם זאת, הפיכתה של החברה לציבורית יכולה להביא לצורך בחלוקת דיבידנד בעתיד. החברה משלמת ושילמה בשנים האחרונות דמי ניהול שנתיים בסך של כ-15 מ' ש"ח לבעל המניות.

## גורמי סיכון פיננסיים

**החברה מלווה ממקורותיה כספים למימון פעילויות בקבוצת עזריאלי ובעיקר לקניית השלום, חלק מחוב זה הינו נחות ביחס לחוב בנקים**

קניית ניהול צברה במשך השנים יתרות מזומנים גבוהות ומשמשת כמסלקה לצורך מימון השקעות של חברות אחרות בקבוצה ובעיקר לחברת האחות קנית השלום. מסך תמורת ההנפקה בסך 1.6 מיליארד ש"ח, תעביר קנית ניהול למימון פעילותה של קנית השלום סכום של כ-1.3 מיליארד ש"ח. (להלן, "החוב העתידי") חלק מחוב זה יצטרף לחוב קיים של קנית השלום לחברה. החוב הקיים וחלק מהחוב העתידי נחות ביחס לחובות בנקאיים אחרים שנלקחו או ילקחו על ידי קנית השלום אשר נפרעים מעודפים בלבד<sup>1</sup>. יתרת החוב תיפרע גם מן מהתזרים השוטף.

## אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הנפקת החברה והפיכתה לציבורית תוך הגברת השקיפות
- גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג
- ירידה בגמישות הפיננסית בתוך כך ירידה בנכסים חופשיים משיעבוד
- ירידה באיתנות הפיננסית כתוצאה מגידול ברמת החוב הפיננסי.
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית ובנתוני הנזילות.
- שינויים בליבת העסקים ובמאפיינים הפיננסיים בשל כניסה להשקעות מהותיות חדשות.
- שינוי בתמהיל הפעילות בין פעילות ייזום לבין בעלות ותפעול נכסים מניבים באופן אשר יעלה את הסיכון העיסקי.
- ירידה בדירוג של קנית השלום.

<sup>1</sup> מנגנון ה-EBITDA המפורט בשטר האג"ח של קנית השלום

## ניתוח פיננסי

**יציבות יחסית בהכנסות משכר דירה וברווחיות התפעולית. הרווח הנקי מושפע מהכנסות/הוצאות מימון בגין תיק ניירות ערך של החברה וחד פעמית בשנת 2005 ממימוש ערבות בסך 100 מ' ₪**

סך ההכנסות משכר דירה בישראל נהנות מיציבות יחסית על פני השנים. ההכנסות משכר דירה בישראל, נמצאות במגמת עלייה מתונה החל משנת 2003 ומושפעות מהמחזוריות הכלכלית במשק. ההכנסות בישראל צמודות למדד המחירים לצרכן.

בשנת 2004 נרשמה עלייה משמעותית בהכנסות משכירות מכ-232 מ' ₪ לכ-245 מ' ₪ כתוצאה מרכישת נכסים בטקסס אשר נרכשו בשנת 2003 והכנסתם נרשמה במלואה בשנת 2004.

הרווח הגולמי והתפעולי לפני מימון רשם יציבות יחסית ברמה של כ-195-190 מ' ₪ אם כי מובחנת ירידה מתונה בין שנת 2004 לשנת 2005. נתוני המחצית הראשונה של שנת 2006 בגילום שנתי מצביעים על עליה ביחס לשנים 2004 ו-2005.

### רווח והפסד

אלפי ₪	H1-2006	2005	2004	2003	2002
הכנסות משכירות	129,791	246,306	245,881	231,646	232,220
הכנסות אחרות (בעיקר מחניה, דמי ניהול ואחזקה)	34,869	70,708	69,863	69,401	66,815
<b>סך הכנסות</b>	<b>164,660</b>	<b>317,014</b>	<b>315,744</b>	<b>301,047</b>	<b>299,035</b>
עלות הכנסות	45,914	90,717	88,350	77,786	81,148
<b>רווח גולמי</b>	<b>118,746</b>	<b>226,297</b>	<b>227,394</b>	<b>223,261</b>	<b>217,887</b>
הוצאות הנהלה וכלליות	10,259	17,415	15,806	16,649	13,734
הוצאות מכירה ושיווק	528	1,346	1,138	1,472	2,271
דמי ניהול לחברות קשורות	7,604	15,039	14,850	14,114	14,554
<b>רווח מפעילות רגילות לפני מימון</b>	<b>100,355</b>	<b>192,497</b>	<b>195,600</b>	<b>191,026</b>	<b>187,328</b>
הכנסות (הוצאות) מימון נטו	-3,526	37,908	6,155	5,549	-25,351
<b>רווח מפעולות לאחר מימון</b>	<b>96,829</b>	<b>230,405</b>	<b>201,755</b>	<b>196,575</b>	<b>161,977</b>
הכנסות (הוצאות) אחרות נטו	2,460	-100,194	-2,127	84	-4,508
<b>רווח לפני מס</b>	<b>99,289</b>	<b>130,211</b>	<b>199,628</b>	<b>196,659</b>	<b>157,469</b>
מיסים על ההכנסה	18,513	60,276	54,811	62,605	58,273
<b>רווח מפעולות לאחר מס</b>	<b>80,776</b>	<b>69,935</b>	<b>144,817</b>	<b>134,054</b>	<b>99,196</b>
חלק ברווחי חברות מוחזקות	0	-2,915	-2,346	-1,400	-700
<b>רווח לפני השפעה מצטברת</b>	<b>80,776</b>	<b>67,020</b>	<b>142,471</b>	<b>132,654</b>	<b>98,496</b>
השפעה מצטברת לתחילת השנה של שינוי שיטה חשבונאית	0	0	-4,069	0	0
<b>רווח נקי לשנה</b>	<b>80,776</b>	<b>67,020</b>	<b>138,402</b>	<b>132,654</b>	<b>98,496</b>

### תנודתיות בהוצאות/הכנסות המימון המשפיעה על הרווחיות

הוצאות המימון הינן תנודתיות ומושפעות בעיקר מהוצאות/הכנסות מימון כתוצאה משינויים בשווי ניירות ערך סחירים. לחברה תיק ניירות ערך בשווי כולל של כ-483 מ' ₪ נכון ליום 30.6.2006 המורכב מכ-305 מ' ₪ מניות, כ-170 מ' ₪ אג"ח קונצרני וממשלתי. החברה החלה לנהל תיק ניירות ערך החל משנת 2002 ותשואת תיק ניירות הערך משפיעה על היקף הוצאות/הכנסות המימון שלה. סך הוצאות המימון בגין הלוואות בנקאיות הסתכמו בכ-25-35 מ' ₪ לשנה בשנים האחרונות. בשנים 2003-2005 השפיעה התשואה על תיק ניירות הערך באופן חיובי על רווחיות החברה בטווח של כ-27-52 מ' ₪. במחצית הראשונה של שנת 2006 נרשמו הכנסות מימון נמוכות יותר בסכום של כ-14 מ' ₪.



**פירוט הוצאות מימון ורווח ללא הכנסות מימון מניירות ערך**

אלפי ₪	H1-2006	2005	2004	2003	2002
הוצאות מימון בגין הלוואות לזמן ארוך	19,686	33,481	30,107	25,228	23,509
רווח מניירות ערך	13,822	52,955	31,713	27,068	-413
רווח מפעולות רגילות לאחר מימון בניכוי רווח מניירות ערך	83,007	177,450	170,042	169,507	162,390
רווח לאחר הוצאות אחרות בניכוי רווח מניירות ערך	85,467	77,256	167,915	169,591	157,882

**רווח לאחר מימון גבוה במגמת עלייה גם בניטרול הכנסות המימון מתיק ניירות ערך**

**בשנת 2005, נפגעה הרווחיות באופן חד פעמי בגין מימוש ערבות שנתנה קנית ניהול לחברה בבעלות בעל השליטה בסך 100 מ' ₪ בגין מימון רכישת גמל ועצמה**

בשנת 2005 נרשמו הוצאות אחרות בסך של כ-100 מ' ₪ אשר נבעו ממימוש ערבות שניתנה על ידי קנית ניהול לחברה בבעלות בעל השליטה בסך של 100 מ' ₪. ערבות זו ניתנה לבנק בישראל בגין קבלת מימון לרכישת חלק בחברות גמל ועצמה שביצע בעל השליטה באמצעות חברה בבעלותו. בשנת 2005, עם המכירה של גמל ועצמה, מימש הבנק את מלוא הערבות לפרעון ההלוואה שניתנה לרכישת גמל ועצמה. הפגיעה ברווחיות היתה חד פעמית ועל אף מימוש הערבות, הרווח הנקי של החברה עמד בשנת 2005 על כ-67 מ' ₪.

**החברה רשמה הפרשה להפסדים בגין השקעות בחברות הזנק בסכומים לא מהותיים ביחס לפעילותה. החברה אינה מתכוונת להשקיע סכומים מהותיים נוספים בתחום ההיי טק**

**יציבות בסעיף הרכוש הקבוע וההלוואות לחברות קשורות וגידול בהיקף יתרות הנזילות המגדילות את הגמישות הפיננסית של החברה**

הסעיף העיקרי בצד הנכסים הינו סעיף הרכוש הקבוע אשר עמד נכון ל-30.6.2006 על כ-943 מ' ₪ וכולל בעיקר את הקניונים בישראל (כ-760 מ' ₪). סעיף זה עלה משמעותית בשנת 2003 בעקבות הרכישה של הנכסים בטקסס.

סעיף מרכזי נוסף הינו הלוואות לצדדים קשורים אשר עמד נכון ל-30.6.2006 על כ-353 מ' ₪. כאמור לעיל, החברה משמשת כמסלקה להעברת כספים לחברות אחרות בקבוצת עזריאלי ובעיקר למימון פעילות קנית השלום. סך של כ-260 מ' ₪ הינם הלוואות לקנית השלום והיתרה לחברות אחרות בקבוצה אשר עוסקות בנדל"ן מניב בישראל ובקנדה.

**גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מיתרות נזילות גבוהות, נכסים לא משועבדים ונכסים משמעותיים אחרים ב-LTV נמוך**

סעיף משמעותי נוסף הינו סעיף הניירות ערך סחירים. סעיף זה רשם גידול משמעותי בשנים האחרונות הן בעקבות הצטברות מזומנים בחברה והשקעתם והן מגידול בשווי השוק של ניירות אלו. יתרות המזומן הגבוהות מסווגות לטווח קצר והינן נזילות ותורמות לגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה. זאת ועוד, לחברה נכס מהותי אשר אינו משועבד – קניון אילון. כנגד קניון הנגב קיימת הלוואה מזערית בסך של כ-3.7 מ' ₪, כך שבקלות רבה יכולה החברה להסיר את השעבוד או לקבל כנגד הנכס הלוואות נוספות בהיקפים משמעותיים.

**נתונים עיקריים מן המאזן**

31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.6.2006	אלפי ₪
					<b>נכסים</b>
92,470	56,676	89,176	38,005	64,104	מזומנים ושווי מזומנים
33,831	168,654	250,089	459,527	483,519	ניירות ערך סחירים
356,457	367,322	373,485	357,538	352,817	הלוואות לצדדים קשורים
883,525	940,521	921,913	933,042	943,217	רכוש קבוע נטו
57,110	72,767	73,422	73,668	87,133	סעיפים נכסיים אחרים
<b>1,423,393</b>	<b>1,605,940</b>	<b>1,708,085</b>	<b>1,861,780</b>	<b>1,930,790</b>	<b>סך נכסים</b>
					<b>התחייבויות</b>
24,887	31,983	33,000	34,818	35,573	אשראי לזמן קצר מתאגידים (בנקאיים (בעיקר חלויות שוטפות)
435,565	466,928	434,742	517,318	500,980	הלוואות מתאגידים בנקאיים
121,657	134,857	130,239	130,314	135,417	סעיפי התחייבות נוספים
841,284	972,172	1,110,104	1,179,330	1,258,820	הון עצמי
<b>1,423,393</b>	<b>1,605,940</b>	<b>1,708,085</b>	<b>1,861,780</b>	<b>1,930,790</b>	<b>סך התחייבויות והון</b>

**חוב פיננסי נמוך ערב ההנפקה אשר צפוי לעלות באופן משמעותי בעקבות ההנפקה. על אף זאת, יחסי האיתנות הפיננסית הנסמכים על שווי כלכלי של נכסי החברה נותרים גבוהים ותואמים את הדירוג**

סך החוב הפיננסי ל-30.6.06 עמד על כ-536 מ' ₪ וכלל בעיקר חוב בגין קניונים בארץ, כ-395 מ' ₪ וחוב בגין נכסים בטקסס. כנגד חוב זה, החזיקה החברה יתרות נזילות גבוהות, כ-548 מ' ₪, כך שנכון ל-30.6.2006 החוב הפיננסי נטו היה שלילי. החברה מתכוונת להנפיק חוב בגובה של כ-1.6 מיליארד ₪ כך שסך החוב צפוי לעלות לכ-2.1 מיליארד ₪. כ-1.3 מיליארד ₪ יועברו לחברת האחות קנית השלום ויתרות המזומן צפויות לעלות לכ-850 מ' ₪.

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה ערב גיוס החוב הינם מעולים – יחס ההון העצמי לסך המאזן החשבונאי עמד על כ-65% נכון ל-30.6.2006 ויחס ההון העצמי הכלכלי בהתחשב בשווי הכלכלי של הנכסים (אחרי בדיקות רגישות של מידרוג) עמד על כ-80%. לאחר גיוס החוב, צפויה הרעה ביחסי האיתנות כך שיחס ההון העצמי החשבונאי לסך המאזן יעמוד על כ-36% ויחס ההון העצמי הכלכלי לסך המאזן יעמוד על כ-55%. מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות לאחר הגדלת החוב נותרים ברמה התואמת את הדירוג.

**חוב ויחסי איתנות פיננסית פרופורמה**

31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	30.6.2006	פרופורמה	אלפי ₪
460,452	498,911	467,742	552,136	536,553	2,152,136	חוב פיננסי
126,301	225,330	339,265	497,532	547,623	847,623	יתרות נזילות
334,151	273,581	128,477	54,604	-11,070	1,304,513	חוב פיננסי נטו
59.1%	60.5%	65.0%	63.3%	65.2%	35.7%	הון עצמי לסך מאזן
				80.5%	55.0%	הון עצמי כלכלי לסך מאזן
34%	32%	29%	31%	29%	62%	חוב ל-CAP
25%	18%	8%	3%	-1%	38%	חוב נטו ל-CAP
				16%	43%	חוב ל-CAP כלכלי
				0%	26%	חוב נטו ל-CAP כלכלי

**תזרים מזומנים חזק ויציב ויחסי כיסוי טובים מאוד. יחסי הכיסוי נשארים ברמה התואמת את הדירוג גם לאחר הגדלת החוב המיועדת**

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת וכן ה-FFO הינם יציבים על פני שנים. סך ה-FFO (תזרים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר) עלה באופן עקבי בשנים האחרונות מכ-136 מ' ש' בשנת 2002 לכ-156 מ' ש' בשנת 2005 וכ-83 מ' ש' במחצית הראשונה של שנת 2006.

תזרים המזומנים מפעילות השקעה כולל בעיקר פעילות השקעה בניירות ערך וכן בשנת 2003, רכישת נכסים בטקסס ובשנת 2005 שיפוץ בקניון איילון.

**תזרים מזומנים ויחסי כיסוי חוב**

אלפי ש'	H1-2006	2005	2004	2003	2002
תזרים מפעילות שוטפת	84,796	157,574	154,698	141,170	120,743
תזרים מפעילות השקעה	-42,929	-275,201	-87,863	-218,657	-37,223
תזרים מפעילות מימון	-15,454	66,067	-34,174	42,173	-30,244
FFO	82,785	155,643	150,454	144,667	135,991
EBITDA	114,452	219,679	221,590	214,988	211,235
<b>יחסי כיסוי</b>					
חוב ל-FFO	3.2	3.5	3.1	3.4	3.4
חוב נטו ל-FFO	שלילי	0.4	0.9	1.9	2.5
חוב ל-EBITDA	2.3	2.5	2.1	2.3	2.2
חוב נטו ל-EBITDA	שלילי	0.2	0.6	1.3	1.6

**ערב ההנפקה, יחסי כיסוי החוב הינם מעולים הן כתוצאה מיצירת תזרים מזומנים גבוה והן כתוצאה מרמת חוב נמוכה. לאחר ההנפקה צפויה הרעה ביחסי כיסוי החוב אך אלו עדיין תואמים את הדירוג**

יחס החוב הפיננסי ל-FFO בשנים האחרונות (לפני הנפקת החוב) עמד על רמה של כ-3 שנים ויחס החוב נטו היה שלילי נכון למחצית הראשונה של שנת 2006. אך לאחר גיוס החוב, צפוי יחס הכיסוי לעלות באופן משמעותי. מידרוג מעריכה כי גם במקרה קיצון שההלוואה לא תניב תזרים מזומנים כלל, יחסי הכיסוי נטו תואמים את הדירוג ויחסי כיסוי החוב ברוטו יהיו גבוהים, אך לא באופן קיצוני מאלו המקובלים לדירוג החברה. בהנחה שקנית השלום (אשר אגרות החוב המגובות נכסים שלה מדורגות בדירוג גבוה של Aa2) תשלם הן את הריבית והן את הקרן של ההלוואה שתקח מקנית ניהול בגובה 1.3 מיליארד ש', יחסי כיסוי החוב יוותרו ברמה התואמת באופן מלא 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

**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 מאוד.	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](http://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](http://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.