



קנית ניהול השקעות ומימון בע"מ

דוח מעקב שנתי | יולי 2009

1

מחברת:

ענבל כהן-שרמון, רו"ח - אנליסטית
inbal@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



קניית ניהול השקעות ומימון בע"מ

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

בהמשך לדוח המידי, שפורסם בחודש דצמבר 2008 בעקבות רכישת קניין גבעתיים, מודיעה מידרוג על אישור דירוג Aa2 באופק יציב של אג"ח א' שבמחזור, אותה הנפיקה חברת קניית ניהול השקעות ומימון בע"מ ("קניית ניהול" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 31.12.08 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ענ האג"ח 31.12.08 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2009-2017	758,556	מדד	4.8%	703,000	3/2007	לא סחיר	אג"ח א'

*סכום של כ- 319 מיליון ₪, מהסכום המונפק, ייפרע ב- 8 תשלומים שווים בין השנים 2009-2016 ויתרה, כ- 439 מיליון ₪, תיפרע בתשלום אחד בשנת 2017.

דירוג החברה וקביעת האופק היציב נתמכים בטעמים הבאים: קניית ניהול הינה חלק מקבוצת עזריאלי, הפועלת בישראל למעלה מ- 20 שנה, בניהול, ייזום והקמה של נדל"ן מסחרי מניב, ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים ובפרט נכסים מסחריים; הקניונים אשר בבעלות החברה, הינם מהגדולים והוותיקים בארץ ושומרים על שיעורי תפוסה גבוהים, למרות מצב חוסר הוודאות השורר במשק הישראלי. יחד עם זאת, מידרוג סבורה כי יתכן ותהיה הרעה מסויימת, שטרם באה לידי ביטוי בפעילות החברה, כתוצאה מהמשבר הפיננסי והמיתון בישראל; לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנובעת מנכסים לא משועבדים ונכסים בעלי שיעורי LTV נמוכים; לחברה איתנות פיננסית גבוהה; יציבות בתזרימי המזומנים, התורמים ליציבות ביחסי הכיסוי. מנגד, רכישותיה האחרונות של החברה בעלות היקף תזרימי משמעותי, פגעו בנזילותה וביחסי איתנותה.

שינוי מבנה ההחזקה בחברה - החל מחודש נובמבר 2008, מחזיקה החברה בחברת קנית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קנית השלום" או "החברה הבת"), המדורגת על ידי מידרוג בדירוג **Aa2** באופק יציב.

אופן פעילות החברות מצביע על רמת קוהרנטיות משמעותית בפעילותן ומצביע על רמת תמיכה גבוהה של חברת האם - קנית ניהול, בפעילות החברה הבת - קנית השלום. הסממנים המרכזיים המבטאים את רמת התמיכה כוללים, בין היתר, מטה ניהול משותף של החברות, ובמיוחד - תמיכתה בחברה הבת על ידי מתן הלוואות² לפיתוח פעילותה, כך שחלק משמעותי מחובות חברת קנית השלום הינו לחברה. בהתאם לכך, שינוי במצבה הפיננסי של קנית השלום, עלול להשפיע על דירוג חברת קנית ניהול.

רכישת קניין גבעתיים - בחודש דצמבר 2008 התקשרה החברה בהסכם עם חברת נכסים ובנין (מרכזים מסחריים) בע"מ וכלל חברה לביטוח בע"מ, לרכישת מלוא זכויותיהם (100%) בקניין גבעתיים בתמורה לכ- 795 מיליון ₪.

רכישת מניות בנק לאומי - בחודש מאי 2009 רכשה החברה כ- 71 מיליון מניות בנק לאומי לישראל בע"מ, המהווה כ- 5% מסך מניות הבנק, תמורת כ- 742 מיליון ₪, במחיר הנמוך בכ- 3% ממחיר המניה. הרכישה מומנה באמצעות הלוואות קצרות טווח, שחלקן הארכו. מחיר מניות בנק לאומי תגודתי, אך נע סביב מחיר הרכישה. נכון למועד כתיבת דוח זה, שוויין של כ- 5% ממניות בנק לאומי נאמד בכ- 770 מיליון ₪.

התפתחות התוצאות הכספיות

הכנסות משערוך נדל"ן להשקעה - החברה הכירה לראשונה בשנת 2007 בעליית שווי הוגן לנכסיה, בהיקף של כ- 318 מיליון ₪. בשנת 2008 זקפה החברה הכנסה לשערוך נדל"ן להשקעה, בהיקף של כ- 112 מיליון ₪.

רווחיות גולמית גבוהה ויציבה - החברה שומרת על רווחיות גולמית גבוהה ויציבה, בהיקף של כ- 95% וכ- 97%, בשנים 2007 ו- 2008, בהתאמה.

נידול בהוצאות המימון - עליית המדד, בשיעור של כ- 4.5%, במהלך שנת 2008 והפסדים מניירות ערך, הגדילו את הוצאות המימון של החברה לשנה זו.

נמישות פיננסית גבוהה ונזילות נמוכה - לחברה מספר נכסים לא משועבדים - קניין איילון, קניין ירושלים וקניין הנגב, בשווי של כ- 3.3 מיליארד ₪, קרקע בצ'ק פוסט בחיפה, מניות לאומי קארד ונכס בעל שיעור LTV נמוך. נציין כי כתוצאה מרכישת קניין גבעתיים, קטנו יתרותיה הנזילות של החברה. הלוואות הבנקאיות אותן נטלה החברה הינן כנגד נכסים ספציפיים (קניין גבעתיים ומניות לאומי).

עלייה במינוף הפיננסי כתוצאה מהשקעות החברה - כתוצאה מרכישת קניין גבעתיים וכ- 5% ממניות בנק לאומי, עלו יחסי המינוף של החברה. יחס ההון עצמי לסך המאזן עומד על 57.86% ועל 57.4%, בשנים 2008 ו- 2007, בהתאמה.

¹ ממועד פרסום פעולת הדירוג האחרונה באוגוסט 2008

² אשר חלקן אף נידחות מפני אג"ח של קנית השלום



שיעור חובה הפיננסי ל-*CAP* של החברה עומד על 30.02% ועל 30.23%, בשנים 2008 ו-2007 בהתאמה. לאחר רכישת קניון גבעתיים וכ- 5% ממניות בנק לאומי, ניכרת הרעה ביחסי האיתנות של החברה. יחס ההון העצמי למאזן עומד על כ- 47.64% ויחס החוב ל-*CAP* עומד על כ- 42.44% אם כי היחסים בולטים לטובה. יצוין, כי בעת הדירוג הראשוני, הונח כי תהיה עליה ברמת המינוף של החברה, התואמת את דירוגה הנוכחי.

יחסי כיסוי סבירים לדירוג - במהלך התקופה הנסקרת ביצעה החברה השקעות משמעותיות - רכישת קניון גבעתיים וכ- 5% ממניות בנק לאומי, אשר הגדילו את החוב הפיננסי של החברה והרעו את יחסי הכיסוי. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, גם בהתחשב בעלייה בחוב הפיננסי ובשחיקת יחסי הכיסוי, אלו סבירים לדירוגה של החברה. יחס ה-*FFO* המותאם³ לחובות החברה ליום 31.12.08, בתוספת חוב החברה לרכישת קניון גבעתיים וכ- 5% ממניות בנק לאומי, עומד על 14.08 שנים. נציין כי התזרים הנובע מקניות גבעתיים מבוסס על תוצאות שנת 2008 אשר אינם משקפים במלואם את האסטרטגיה העיסוקית של החברה ביחס לנכס זה. יחס ה-*FFO* המותאם, בנטרול חובות החברה בגין חברת הבת ובניכוי הכנסת הריבית מחברת הבת, עומדים על 12.24 שנים.

אופק הדירוג

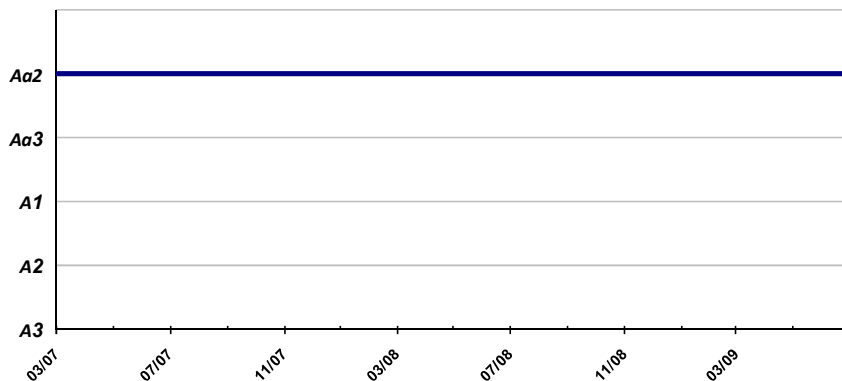
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול בהיקפי פעילות החברה תוך שיפור באיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי
- הנפקת החברה והפיכתה לציבורית תוך הגברת שקיפותה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה ואופק הדירוג

- ירידה בגמישות הפיננסית, במקביל לירידה בנכסים חופשיים משעבוד
- ירידה באיתנות הפיננסית כתוצאה מגידול ברמת החוב הפיננסי
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית ובנתוני הנזילות
- שינויים בליבת העסקים ובמאפיינים הפיננסיים, בשל כניסת החברה להשקעות מהותיות חדשות
- שינוי בתמהיל הפעילות בין פעילות ייזום לבין בעלות ותפעול נכסים מניבים, באופן אשר יעלה את הסיכון העסקי
- ירידה בדירוג חברת קנית השלום

³ *FFO* מותאם - בתוספת תשואה בגין החזקת החברה בלאומי קארד (תשואת דיבידנד בגין רווחים שוטפים) ובמניות בנק לאומי וכן בתוספת הכנסות ריבית מחברה הבת



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) חמישה קניונים בישראל - קניון איילון (100%), קניון הנגב (100%), קניון ירושלים (100%), קניון חולון (60%) וקניון גבעתיים (100%). למעט קניון חולון אשר נרכש בשנת 2000 וקניון גבעתיים אשר עסקת רכישתו הושלמה בשנת 2009, 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.

במאי 2008 רכשה החברה 20% מהון מניותיה של חברת לאומי קארד ולאחרונה זכתה במרכז לרכישת כ- 5% מהון מניות בנק לאומי.

קניית ניהול הינה בבעלות מלאה של משפחת עזריאלי. לאחרונה בוצע שינוי מבנה בקבוצת החברות עזריאלי, כך שקניית ניהול מחזיקה בחברת קניית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קניית השלום" ו/או "החברה הבת"), בשיעור החזקה של 100%. אג"ח של חברת הבת מדורגת Aa2 באופק יציב.

	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 ברטנו בציד, 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 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") 2009.

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. דירוגי 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 אינבסטורס סרויס לטד. (*Moody's Investors Service Ltd.*) (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 זממן 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.