



כלכלית ירושלים בע"מ

מעקב | יוני 2016

1

אנשי קשר:

אורן שרייבר, אנליסט בכיר - מעריך דירוג ראשי
orans@midroog.co.il

רן גולדשטיין, סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
ranq@midroog.co.il

מנדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il

כלכלית ירושלים בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Baa1.il	דירוג סדרות (Issue)
-------------------	---------	---------------------

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג מ- Baa2.il לדירוג Baa1.il ועל הוצאת הסדרות מרשימת הבחינה תוך שינוי אופק הדירוג לחיובי, עבור סדרות האג"ח ו' ו- ט' עד יג' שבמחזור של חברת כלכלית ירושלים בע"מ (להלן: "כלכלית ירושלים" ו"או" החברה").

להלן אגרות החוב המדורגות על ידי מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	דירוג	אופק דירוג	תאריך פירעון סופי
ו'	1980192	Baa1.il	חיובי	31/12/2017
ט'	1980234	Baa1.il	חיובי	31/10/2017
ו*'	1980317	Baa1.il	חיובי	31/07/2023
יא'	1980341	Baa1.il	חיובי	01/06/2018
יב'	1980358	Baa1.il	חיובי	01/06/2026
יג'	1980366	Baa1.il	חיובי	30/04/2023

*סדרת אג"ח ו' נושאת בטוחה בדרך של שעבוד מניות של חברת הבת דרבן השקעות בע"מ (להלן: "דרבן")

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, בשיפור משמעותי ביתרות הנזילות והגמישות של החברה ברמת הסולו ביחס לאג"ח, הנובעת משיפור הגמישות בגין יתרות של מניות לא משועבדות של החברות הבנות "מבני תעשייה בע"מ" ו-"דרבן השקעות בע"מ", מנכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף של כ-280 מ' ש ומניות של חברות בנות שאין כנגדן אשראי בשווי של כ-640 מ' ש (נכון ליום 31 במרץ 2016, כיום שווי המניות של מבני תעשייה מוערך בכ-700 מ' ש בתוספת למניות דרבן לפי אותו שווי של מרץ, 2016 של כ-322 מ' ש), בנכסים משועבדים בשיעור מינוף נמוך יחסית (שיעור LTV ממוצע של כ-50%) ובמסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-47 מ' ש (לתאריך הדוח המסגרת הלא מנוצלת עומדת על היקף של כ-187 מ' ש, לאחר פירעון ניצול המסגרת בתקבולים שהתקבלו ממכירות הנכסים בקנדה); בשיפור ביחסי האיתנות¹, שעומדים ברמת המאוחד בקבוצה כ-16% הון למאזן וחוב נטו ל-CAP נטו של כ-71% (על פי נתוני דוחות רבעון ו, 2016), ביחס לשיעורי האיתנות ההיסטוריים, כאשר יחסים אלו השתפרו בשקלול האירועים שהתרחשו לאחר תאריך המאזן, עם גיוס הון ברמת מבני תעשייה שתרם בנטו עוד כ-44 מ' ש, מימוש אופציות ברמת כלכלית ירושלים של כ-48 מ' ש ומכירות נכסים בעלי מינוף גבוה שתרמו לקיטון בחוב מחד, וגידול ביתרות הנזילות, מאידך; בתזרים מזומנים יציב ומשמעותי, בעל מקורות מספקים לשירות חובות החברה ברמת הסולו בשנים הקרובות, במיוחד לאור הנפקות ההון ומכירות הנכסים המוצלחות שבוצעו; בפעילות נדל"ן מניב משמעותית ברמת הסולו המורחב, אשר מפוזרת על פני מספר מדינות, בהן ישראל, גרמניה, צרפת וקנדה. פעילות החברה בחו"ל נמצאת בתהליכי צמצום וחלק מהנכסים אף נמכרו לאחר תאריך המאזן כך ששיעור התרומה של ישראל נהיה משמעותי יותר. סך הנכסים שהחברה מחזיקה מסתכם בכ-122 נכסים (כולל נכסים המוחזקים על ידי חברות כלולות), אשר מרביתם נכסים מיוצבים, בעלי שיעורי תפוסה סבירים ברמה של כ-85%-90%. הפיזור הנכסי של החברה הינו סביר, כאשר חמשת הנכסים המרכזיים של החברה, לאחר השלמת המכירות לאחר תאריך המאזן של הנכסים בקנדה וללא מקבץ "מריל לינץ", תורמים כ-47% ל-NOI של החברה;

¹ דירוג החברה לוקח בחשבון ניתוח של רמות הנזילות והגמישות ברמת הסולו, כמו גם ניתוח תזרים המזומנים העתידי של החברה. יחד עם זאת, נציין כי יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי נמדדים ברמת המאוחד, וזאת לאור ההשפעות הצולבות המשמעותיות בין כלל חברות הקבוצה



מנגד, לקבוצה חשיפה לפעילות החברות הבנות "סויטלנד" ו"מירלנד". לגבי "סויטלנד", הקבוצה נדרשת להמשיך ולתמוך בחברה לאור בעיות תזרימיות של החברה והערבות של החברות בקבוצה שניתנה כנגד הלוואות ואג"ח של "סויטלנד". כמו כן, הקבוצה עדיין חשופה לפעילות בשוק הרוסי על ידי חברת "מירלנד", אשר נמצאת בתהליך של גיבוש הסדר חוב, כאשר בהקשר זה נציין כי ההצעה הנוכחית עומדת בפני קשיים היות וחלק מסדרות האג"ח של "מירלנד" דיווחו לאחרונה על דיונים בנושא הצעה משלהם להסדר חוב שייתכן וישפיע לשלילה על הקבוצה ביחס להסדר המוצע הנוכחי.

אופק הדירוג נתמך, בין היתר, בשיפור האפשרי של יחסי האיתנות של הקבוצה, שעתיד להתרחש במידה והקבוצה תעמוד בתכניתיה להקטנת המינוף בדרך של מימוש נכסים בעלי מינוף גבוה, שימוש בתזרים הפנוי ממימושי הנכסים שאינם בליבת הפעילות לצורך קיטון נוסף בחובות והמשך פירעון הלוואות ואג"ח משמעותיים בשנים הקרובות; בשיפור חזוי ביחסי הכיסוי של הקבוצה, שצפויים לנוע ברמת המאוחד ביחסים של 25-30 בטווח הזמן הקצר, אשר מושפעים, בין היתר, בקיטון במינוף שמקטין את סך חובות הקבוצה, בחיסכון בעלויות ריבית "יקרות" יותר לאור פירעון הלוואות בעת המימושים ובחלק מהתזרים הפנוי מהמימושים, יחד עם המשך פיתוח של הנכסים הקיימים ונכסים חדשים, כדוגמת המרכזי המסחרי בחולון שצפוי להיפתח לקראת סוף שנת 2016.

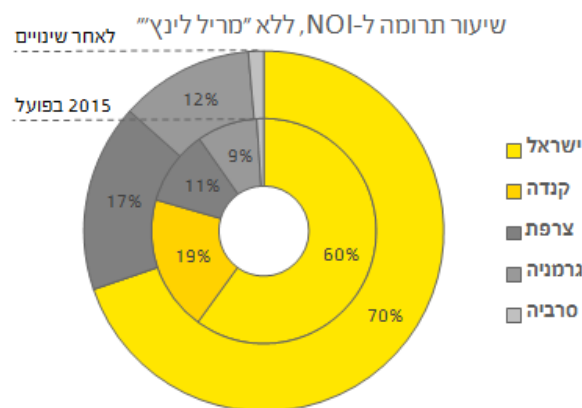
סדרת האג"ח ' שהחברה הנפיקה כוללת שעבוד המורכב ממניות של החברה בחברות הבת שלה "דרבן השקעות בע"מ". יש לציין כי להערכת מידרוג, ביטחונות אלו נבחנו ונקבע כי לא נמצא מקום לתת דירוג שונה לעומת הסדרות האחרות, זאת בהתאם למרכיב הביטחונות, היקף הנזילות של החברה, היקף המניות והנכסים הנוספים הלא משועבדים בחברה והגמישות של החברה לשירות אג"ח אלו.

יש לציין כי לאורך הדוח, שימוש במילה "חברה" משמעותו חברת כלכלית ירושלים בע"מ מבחינת הפעילות והנתונים הכספיים ברמת הסולו, כאשר שימוש במילה "קבוצה" משמעותו קבוצת מבנה, הכוללת את פעילות כלכלית ירושלים, מבני תעשייה, דרבן, מירלנד וסויטלנד.

תרחיש הבסיס של מידרוג לוקח בחשבון שמירה על שיעורי התפוסה הממוצעים של החברה כפי שהינם כיום, כאשר יתכנו סטיות לא מהותיות מהממוצע לאור תהליכי החלפת שוכרים שמתבצעים באופן שוטף. שינויים מהותיים ב-NOI יתקיימו בין היתר, לאור המכירות החזיות של הנכסים בישראל ובחול, יחד עם הנבה של נכסים חדשים כדוגמת הנכס בייזום בחולון, כאשר נלקחו מבחינה רגישות מסוימים לאורך שנות התחזית בגין נכסים שנמצאם בסיכון גבוה יותר לירידה בתפוסות או פגיעה בשוכר המהותי יחד עם השפעות של שחיקת שער חליפין בנוגע לנכסים בחו"ל. מבחינת היקף החוב של הקבוצה וההשלכות שלו על יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי, נלקחו בחשבון מכירות של נכסים שיביאו לפירעון של חובות עליהם בהתאם לתחזיות הקבוצה כפי שהוצגו למידרוג, פירעון אג"ח לפי לוח הסילוקין ומחזור חובות על נכסים במינוף נמוך בישראל, אשר יתרמו לשיפור יחסי הכיסוי גם לאור קיטון סך החוב וגם לאור השיפור הצפוי ב-FFO לאור קיטון בתשלומי הריבית. כמו כן, נלקחה בחשבון ההנחה כי מקבץ הנכסים של החברה בצרפת, המזוהה כ "מריל לינץ", אינו מהווה חלק ממצבת הנכסים של החברה, וזאת לאור הליך ה-Safeguard שהוא נמצא בו (ראו הרחבה בהמשך), כאשר הנ"ל משפיע לחיוב על מינוף החברה ויחסי האיתנות לאור שיעור LTV גבוה בו נמצא מקבץ זה.

החברה, מלבד היותה בעלת השליטה בחברות מבני תעשייה בע"מ ודרבן השקעות בע"מ, מחזיקה ברמת הסולו בפעילות נדל"ן משמעותית, בעיקר בישראל, קנדה, צרפת וגרמניה

החברה, ברמת הסולו המורחב, פעילה בתחום הנדל"ן המניב וייזום נדל"ן מניב ומגורים במספר מדינות, העיקריות שבהן הינן ישראל, קנדה, צרפת וגרמניה. נכון למועד לנתוני הדוחות הכספיים במרץ, 2016, החברה החזיקה בכ-122 נכסים בישראל ובחו"ל (כולל החזקות בנכסים שנמצאים תחת חברות כלולות, על פי נתוני החברה כפי שפורסמו בדוח הדירקטוריון במרץ, 2016). נכסים אלו כוללים בעיקר נכסים מסחריים, משרדים, תעשייה ולוגיסטיקה. בשנים האחרונות החברה בפרט, וקבוצת כלכלית ירושלים (להלן: "קבוצת מבנה" ו/או "הקבוצה") נמצאת בתהליך של צמצום הפעילות בחו"ל והתמקדות בפעילות בישראל. צמצום זה בא לידי ביטוי בחברה במכירות של נכסים במדינות גרמניה וקנדה בעיקר, האחרונות שבהן הושלמו במהלך 2016 עם מכירת הנכסים וודבין ופמברוק בקנדה, באופן שמשאיר לחברה נכס נוסף לא מהותי בקנדה, הנמצא בתכניות למכירה אף הוא. לשם המחשה, ניתן לראות להלן את פילוח ה-NOI ברמה הגיאוגרפית בשנת 2015 והמחשה לתרומה הגיאוגרפית ל-NOI לאחר השלמת מכירות הנכסים שבוצעו במהלך 2016 וכולל תכניות מכירה של נכסים של החברה בארץ ובחו"ל בטווח הזמן הקצר (יש לציין כי הנתונים של 2015 בפועל והנתונים לאחר שינויים הינם בנטרול תרומת מקבץ "מרייל לינץ'"):



סקירת הנתונים התפעוליים והפיננסיים של נכסי החברה מצביעה על פיזור נכסי טוב הנמצא במגמת שיפור, כאשר על פי שיעור התרומה ל-NOI (חלק חברה) ברמת הנכס, חמשת הנכסים המרכזיים של החברה צפויים לתרום כ-47% לסך ה-NOI, בהתאם לשינויים שתוארו לעיל, ביחס לכ-54% תרומה של חמשת הנכסים המרכזיים בשנת 2015. מנגד, לחברה מח"מ חוזים נמוך יחסית ביחס לנכסים בישראל, העומד במוצע על כ-2.3 שנים (כולל אופציות הארכת חוזים המח"מ עומד על כ-5 שנים), אשר נובע, בין היתר, מאורך החוזים של חלק משמעותי מהשוכרים יחד עם העובדה כי החברה לא פתחה או רכשה נכס חדש בשנים האחרונות, אשר יכול היה לתרום לשיפור מח"מ החוזים המשוקלל.

שיעורי התפוסה בנכסים של החברה הינם יציבים בשנים האחרונות, כאשר בשנת 2015 שיעורי התפוסה הממוצעים בכלל החברה עמדו על כ-85%. בהתחשב בנכסים שנמכרו לאחר תאריך המאזן ובנכסים המתוכננים להימכר על פי תכניות החברה, שיעור התפוסה צפוי להשתפר משמעותית לאור שיעורי תפוסה נמוכים באופן יחסי של הנכסים הללו.



מידרוג

מלבד האמור לעיל, החברה נמצאת בשלבי ייזום סופיים של נכס מסחרי נוסף בישראל, הממוקם בחולון, הצפוי לתרום באופן משמעותי לחברה בהתייצבותו, כאשר פתיחתו צפויה לקראת סוף 2016. הנכס טומן בחובו פוטנציאל השבחה נוסף לחברה בגין זכויות נוספות לא מנוצלות. כמו כן, לחברה קרקע בהיקף משמעותי ברחוב הסוללים בת"א, עם זכויות מאושרות להקמה של שטחי תעסוקה, מגורים ומסחר בהיקף של כ-81 מ"ר הנמצאת בתהליכי תכנון. על פי עדכון מהחברה, היא לא צופה להתחיל פיתוח וייזום משמעותיים בקרקע בטווח הזמן הקצר, אשר צפויה לתרום לחברה באופן משמעותי יותר בטווח הזמן הבינוני-ארוך.

החברה חשופה לפעילות חברות הקבוצה, בהתאם להחזקות במספר חברות נוספות הפועלות בתחום הנדל"ן בישראל ובחול, בהן מבני תעשייה, דרבן, מירלנד וסויטלנד

החברה, אשר פרט לפעילות הנדל"ן אותה מחזיקה באופן ישיר ועקיף מספר חברות בנות, ועל כן חשופה לפעילותן, כמפורט להלן:

מבני תעשייה בע"מ (להלן: "מבני תעשייה") - חברה ציבורית המוחזקת בשיעור של כ-78.34% על ידי החברה. בשנים האחרונות החברה נסמכה על דיבידנדים שנתיים בהיקף של כ-80-70 מ' ש, אך לאור הקשיים התזרימיים אליהם נקלעה מבני תעשייה, נוצר קושי בהסתמכות על דיבידנדים אלו. כנגזרת מכך, ולאחר הנפקות ההון המוצלחות שבוצעו על ידי החברה (יורחב בהמשך), תחזית התזרים של החברה לא לוקחת בחשבון דיבידנדים אלו. יתרה מכך, בהנפקת זכויות שבוצעה על ידי מבני תעשייה בחודשים האחרונים, החברה השתתפה בהיקף של כ-156 מ' ש. יש לציין כי מבני תעשייה הנפיקה בהצלחה אג"ח בהיקף של כ-700 מ' ש, מובטח בשעבוד על נכסים בשווי של כ-1 מיליארד ש, עם מח"מ של כ-6.9 שנים, ובכך הצליחה לייצר מקורות תזרים לשימושים הגבוהים של השנים הקרובות (המושפעים בעיקר מהצורך לפרוע קרן אג"ח בהיקף של כ-1.3 מיליארד ש בשנים 2016-2017). מידרוג משקללת את הצרכים התזרימיים של מבני תעשייה בדירוג החברה.

דרבן השקעות בע"מ (להלן: "דרבן") - חברה פרטית בעלת אג"ח, המוחזקת באופן מלא על ידי החברה. החברה נסמכת על תזרים דיבידנד בתחזיותיה בהיקף שנתי של כ-50 מ' ש במהלך השנים הקרובות. יש לציין כי חברת דרבן הינה חברה יציבה בפעילותה ובעלת אמצעים נזילים משמעותיים ובמהלך חודש אפריל, 2016, הוחלט על מתן דירוג של A2 לסדרות האג"ח שלה על ידי מידרוג. מידרוג רואה את חשיפת החברה לדרבן כגורם חיובי בדירוג וכמקור תזרים יציב ובעל פוטנציאל לגמישות נוספת, במידת הצורך, על ידי היכולת לשעבד החזקה במניות החברה, משיכות מזומנים מיוחדות מהחברה ועוד.

מירלנד דייוולופמנט קורפוריישן פי אל סי (להלן: "מירלנד") - חלק הקבוצה, במישרין ובעקיפין, הינו כ-77% מהחברה. החברה פעילה ברוסיה במספר ענפי נדל"ן, בהם ייזום למגורים ונדל"ן מניב. בעקבות הדרדרות כלכלת רוסיה והשחיקה במטבע הרובל, חלה הדרדרות בפעילות החברה לכדי הפרה של אמות מידה של האג"ח המונפק ולמעשה כיום החברה נמצאת בתהליכים שונים לגיבוש הסדר חוב. מידרוג רואה את החשיפה של החברה למירלנד כגורם המשליך לשלילה על פרופיל הסיכון העסקי והפיננסי של החברה, לאור המשך שחיקה אפשרית בכלכלה הרוסית שתשליך לשלילה על תוצאותיה הפיננסיות של מירלנד יחד עם השלכות אפשריות מגיבוש הסדר חוב כזה או אחר, אשר ייתכן ויצריך הזרמות הון שונות. מנגד, יש לציין כי על פי הסדר החוב המתגבש כיום, ייתכן וחשיפה זו תתמתן באופן משמעותי עם דילול בהחזקות הקבוצה במירלנד מחד, ודחיית פירעונות חוב האג"ח במספר שנים.

סויטלנד S.O.D (2011) בע"מ (להלן: "סויטלנד") - חברה המוחזקת על ידי הקבוצה בשיעור של כ-80%. החברה פעילה בעיקר במדינות אוקראינה ובלארוס בתחום של ייזום נדל"ן מניב והחזקה בנדל"ן מניב. יש לציין כי כלכלות אלו, בדגש על כלכלת אוקראינה, נפגעו משמעותית בשנים האחרונות באופן אשר פגע ביכולתה של סויטלנד לעמוד בשימושים התזרימיים שלה. החברה, יחד עם חברות דרבן ומבני תעשייה, חשופות ביחד ולחוד בכלל החוב אג"ח ברצף מוסדי שהונפק על ידי סויטלנד.

חוב זה מסתכם בכ-256 מ' ש נכון לסוף 2015 וחשופות לפי חלקן בהחזקה בחוב בנקאי בהיקף של כ-120 מ' ש. החברה, יחד עם דרבן ומבני תעשייה, תומכת באופן שוטף בסויטלנד בדרך של מימון שירות החוב האמור של החברה. מידרוג רואה את החשיפה של החברה לסויטלנד כגורם המשליך לשלילה על פרופיל הסיכון העסקי והפיננסי של החברה.

היקף FFO שצפוי לנוע סביב 220-250 מ' ש בשנים הקרובות המייצר יחסי כיסוי סבירים ביחס לרמת הדירוג. יחסים אלו צפויים להשתפר בטווח הזמן הקצר-בינוני

סך ה-FFO שהקבוצה צפויה לייצר ברמת הנתונים המאוחדים מסתכם לכ-220-250 מ' ש בשנים הקרובות. היקף ה-FFO האמור כולל מספר פעולות שעל הקבוצה להשלים, כדוגמת מכירה של נכסים שנמצאים בתחזית הקבוצה. במקביל להשלמת המכירות האמורות, חוב החברה צפוי לקטון והחברה תגדיל את יתרות הנזילות שלה באופן שיתמוך בשיפור ביחסי הכיסוי ביחס לשנים האחרונות, כאשר ההנחה הינה כי החברה תשפר את היחסים שנעים סביב 40 שנים לסביבות ה-30 ואף נמוך מכך בטווח הזמן הקצר, וזאת במידה והקבוצה תעמוד בתכניתיה כפי שהוצגו למידרוג. יש לציין כי בין היתר, היחסים והיקף ה-FFO האמורים לוקחים בחשבון מלבד המכירות האמורות גם הנחה כי מקבץ הנכסים בצרפת, המזוהה כ-"מרייל לינץ", אינו תורם לחברה ברמת החוב ולא ברמת התזרים, וזאת לאור הליך Safeguard אליו נכנסה החברה לאור אי עמידה באמות מידה פיננסיות. במסגרת הליך זה, שאמור להימשך עד שנת 2020, כל תזרים שהנכס מייצר משמש לפירעון החוב בגינו בלבד. לפי עדכון שהתקבל מהחברה, קיים שימוש תזרימי בגובה 15 מ' אירו להשלמת שירות החוב בפריסה עד שנת 2020.

יחסי איתנות (הון עצמי למאזן וחוב נטו ל-CAP נטו) הינם הולמים לרמת הדירוג. יחסים אלו צפויים להיות מושפעים לטובה עם התקדמות במימוש תכנית החברה למימוש של נכסים וקטון מינוף הקבוצה בשנים הקרובות

סך ההון העצמי של הקבוצה ברמת הנתונים המאוחדים מסתכם לכ-2.6 מיליארד ש, נכון ל-31 במרץ, 2016. הון זה, שהושפע באופן משמעותי מגיוסי ההון שהתרחשו בתקופה האחרונה בהיקף מצטבר של כ-950 מ' ש ברמת חברת כלכלית ירושלים. יתרות הון אלו מייצרות יחסי הון עצמי למאזן של כ-16%, במקביל ליחס של כ-71% חוב נטו ל-CAP נטו. יחסים אלו אף השתפרו לאחר תאריך המאזן עם השלמת גיוס של חברת מבני תעשייה שתורם לקבוצה כ-44 מ' ש נוספים להון ולנזילות, בנוסף למימוש אופציות של כלכלית ירושלים בעוד כ-48 מ' ש. כמו כן, חברות הקבוצה המשיכו במימוש נכסים והשלימו מימושים משמעותיים, כדוגמת הנכסים בקנדה של כלכלית ירושלים, המזוהים כ-"וודבין" ו-"פמברוק", אשר תרמו לא רק לירידת החוב בגינם אלא לעלייה בהיקף הנזילות של כ-180-190 מ' ש. במידה והחברה תעמוד בתכניתיה, יחסי האיתנות צפויים להשתפר בטווח הזמן הקצר באופן משמעותי, יחד עם ההנחה שתוארה לעיל בנוגע למקבץ הנכסים "מרייל לינץ", אשר שמיטתו מהמאזן תורם לשיפור יחסי האיתנות לאור המינוף הגבוה של הנכסים והיקפם. יש לציין כי יחסי האיתנות עדיין נושאים חשיפה להשפעות הסדר החוב המתגבש בנוגע לחברת "מירלנד" ולירידות שווי ושחיקת מטבעות בנוגע לנכסים והפעילות בחו"ל.

לחברה יתרות נזילות משמעותיות ברמת הסולו של כ-855 מ' ש נכון למרץ, 2016; לחברה גמישות פיננסית טובה הנגזרת מנכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף של כ-280 מ' ש, יתרות מניות של חברות בנות אשר לא משועבדות ומניות שאין כנגדן אשראי, יתרות מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-47 מ' ש ונכסי נדל"ן המשועבדים בשיעורי מינוף נמוכים

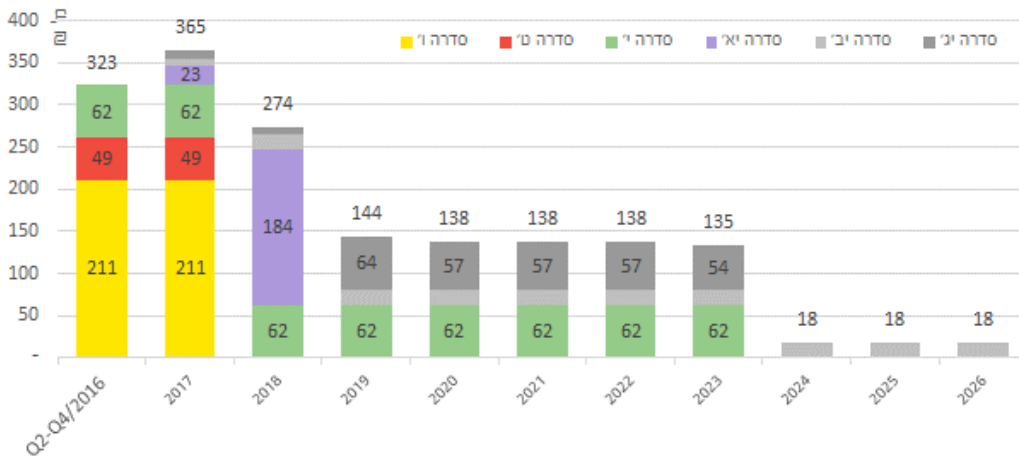
יתרות הנזילות של החברה ברמת הסולו לסוף מרץ, 2016 מסתכמות לכ-855 מ' ש, וזאת לאחר ביצוע הנפקות הון מוצלחות במהלך חצי השנה האחרונה, של מניות ואופציות. בהמשך להנפקות אלו, ניתן לציין כי מומשו אופציות לאחר תאריך המאזן, במהלך חודש אפריל 2016, בהיקף של כ-48 מ' ש. כמו כן, החברה דיווחה על מכירה מוצלחת של שני נכסים משמעותיים



מידרוג

בקנדה, המזוהים בשם "וודבין" ו-"פמברוק", אשר תרמו מצד אחד לקיטון חוב פיננסי וצרכי שירות חוב שוטפים בנוסף לפירעון מסגרות אשראי מנוצלות באופן שהגדיל את מסגרות האשראי הפנויות של החברה לכ-187 מ' ש במהלך יוני, 2016 (נכון למרץ, 2016 יתרת מסגרות האשראי הפנויות עמדה על כ-47 מ' ש). צרכי המזומנים של החברה בשנתיים הקרובות כוללים בעיקר פירעון של הלוואות בהתאם ללוח הסילוקין שלהן בהיקף של כ-130-150 מ' ש יחד עם פירעון קרן אג"ח של כ-323 מ' ש ביתרת שנת 2016, כ-365 מ' ש בשנת 2017 וכ-274 מ' ש בשנת 2018. לאחר מכן לוח הסילוקין הינו "שטוח" יחסית בהיקף של כ-138-144 מ' ש לאורך השנים עד שנת 2023, כאשר סך יתרת האג"ח של החברה ליום 31 במרץ, 2016 מסתכמת לכ-1.7 מיליארד ש. תזרים המזומנים של החברה, מלבד מימוש האופציות ומכירות הנכסים שתוארו לעיל, לוקח בחשבון תכניות למכירות נכסים בישראל ובחו"ל בשנתיים הקרובות בהיקף מצטבר של כ-300-400 מ' ש ומימוש אופציות נוספות שהונפקו על ידי החברה בהיקף של כ-200 מ' ש נוספים לקראת סוף הרבעון הראשון לשנת 2018. יש לציין, כי להערכת מידרוג, יתרות מקורות הנזילות של החברה, יחד עם הגמישות הפיננסית של החברה אשר כוללת נכסים לא משועבדים, מניות שאין כנגדן אשראי ומניות לא משועבדות של חברות בנות, מסגרות אשראי לא מנוצלות ונכסים המשועבדים בשיעור מינוף נמוך (שיעור LTV ממוצע של כ-50%), הינם הולמים וטובים ביחס לצרכי הנזילות בשנים הקרובות. בנוגע ליתרות המניות הלא משועבדות ומניות שאין כנגדן אשראי, לחברה שווי מניות של מבני תעשייה של כ-340 מ' ש נכון למרץ, 2016 (ושווי עדכני, נכון למועד הדוח, של כ-715 מ' ש) בנוסף למניות חברת דרבן בשווי מוערך על בסיס ההון העצמי של החברה למרץ, 2016 של כ-322 מ' ש נוספים. כמו כן, יש לציין כי נגישות החברה לשוק ההון השתפרה באופן מהותי בתקופה האחרונה, וזאת ניתן לייחס להנפקות ההון המוצלחות, כאשר שיעורי התשואה על האג"ח של החברה ירדו מהותית ונעים, נכון למועד הדו"ח, סביב תשואות ברוטו של כ-4.5%-2.5%. יש לציין כי בנוגע לגמישות הנגזרת ממניות מבני תעשייה שאין כנגדן אשראי יכולה להיות תנודתית לאור שינויים אפשריים במחיר המניה.

לוח סילוקין קרן אג"ח - מרץ 2016



*יש לציין כי לאחר תאריך הדוחות הכספיים האחרונים, בחודש אפריל, 2016 נפרעו כ-9.3 מ' ש אג"ח י"ג ובחודש יוני נפרעו כ-8.5 מ' ש אג"ח י"ב

נתונים פיננסיים עיקריים של החברה (דוחות כספיים מאוחדים)

31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/03/2015	31/03/2016	מטבע: אלפי ₪
2,052,462	1,827,187	1,661,806	497,551	330,759	הכנסות
1,185,811	1,071,309	958,124	251,040	208,478	רווח גולמי
1,207,871	932,107	956,868	208,527	149,787	EBITDA בנטרול שערות
(967,546)	(1,557,115)	(1,195,506)	(361,149)	(148,048)	הוצאות מימון, נטו
81,363	(409,213)	(791,337)	(174,160)	21,470	רווח נקי
1,545,930	666,401	752,338	911,134	1,456,920	יתרות נזילות
15,601,996	14,382,155	12,956,377	14,220,658	12,490,904	חוב פיננסי*
14,056,066	13,715,754	12,204,039	13,309,524	11,033,984	חוב פיננסי נטו*
20,451,888	18,660,973	16,635,688	18,369,160	16,943,444	*CAP
18,905,958	17,994,572	15,883,350	17,458,026	15,486,524	CAP נטו*
3,441,874	2,727,928	2,154,022	2,581,011	2,984,763	הון עצמי זכיות מיעוט
21,577,564	19,930,830	17,775,547	19,659,206	18,264,797	סך מאזן*
76%	77%	78%	77%	74%	חוב ל-CAP*
74%	76%	77%	76%	71%	חוב נטו ל-CAP נטו*
16%	14%	12%	13%	16%	הון עצמי למאזן*
194,748	51,620	98,357	85,641	51,483	FFO
80	279	132			חוב* ל- FFO
72	266	124			חוב נטו* ל- FFO
1.2	0.6	0.8			EBITDA להוצאות מימון

*הנתונים הינם בנטרול של פיקדונות המשועבדים לטובת הלוואות

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- עמידה בתחזיות החברה הכוללות גידול בתזרים ה-FFO תוך שיפור ביחסי הכיסוי כך שינועו סביב ה-25-30 חוב פיננסי נטו ל-FFO, ברמת המאוחד
- שיפור בנתוני הפעילות של הפורטפוליו בישראל וקטון החשיפה של החברה לפעילות החברות הבנות, בדגש על חברות מירלנד וסוויטלנד
- שיפור ביחסי האיתנות ברמת המאוחד בהתאם לתכניות החברה, שמבוססת, בין היתר, על קטון מינוף
- גידול במצבת הנכסים הלא משועבדים של החברה

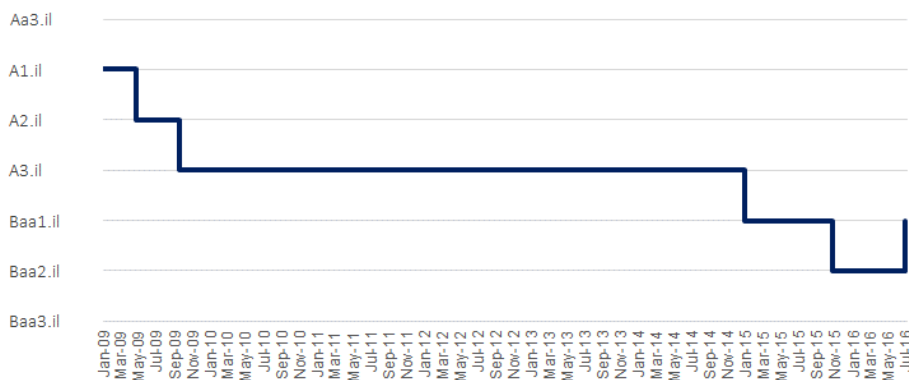
גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- פגיעה בשיעורי התפוסה והתדרדרות מצבת הנכסים המניבים
- פגיעה משמעותית ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית
- גידול מהותי ברמת המינוף של החברה והרעה ביחסי הכיסוי

אודות החברה

כלכלית ירושלים פועלת בעצמה ובאמצעות החזקה בחברות בנות בייזום, רכישה והקמת מבנים והשכרתם לתעשייה, מלאכה, היי טק, משרדים ומסחר ברחבי הארץ ובחו"ל, וכן ברכישת קרקעות לטובת פיתוח פרויקטים משולבים בתחומי מגורים, מלונאות ומסחר בחו"ל.

החזקות החברה בחברות בנות כוללות החזקה מלאה בחברת דרבן, הפועלת בעיקר בישראל, גרמניה וקנדה, החזקה בשיעור של כ-78.34% בחברת מבני תעשייה הפועלת, בין היתר, בישראל, בקנדה, גרמניה, ארה"ב ושוויץ, החזקה בשיעור של כ-30.5% בחברת מירלנד, הפועלת ברוסיה, וכן החזקה בחברות נוספות הפועלות, בין היתר, במדינות מזרח אירופה. בעת הנוכחית, לאור השלמת מהלך של גיוסי הון בתחילת שנת 2016, לחברה אין בעל שליטה.



דוחות קשורים:

- [כלכלית ירושלים בע"מ - דוח רשימת בחינה - מרץ 2016](#)
- [דירוג חברות נדל"ן מניב - פברואר 2016](#)
- [סולמות והגדרות הדירוג של מידרוג](#)
- [דוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מידע כללי:

30/06/2016	תאריך דוח הדירוג:
14/03/2016	תאריך דוח קודם:
28/04/2005	תאריך מתן דירוג ראשוני:
כלכלית ירושלים בע"מ	שם יוזם הדירוג:
כלכלית ירושלים בע"מ	שם הגורם ששילם עבור הדירוג:

מידע מן המנפיק

מידרוג מסתמכת בדירוגיה בין השאר על מידע שהתקבל מגורמים מוסמכים אצל המנפיק.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- **Aa.il** ועד **Caa.il** 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.

למידרוג יש זכויות יוצרים באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

הדירוג מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמין, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמין, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק מהמתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמתודולוגיה המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בנין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה. דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.