



כלכלית ירושלים בע"מ

דו"ח מעקב - ספטמבר 2009

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט בכיר
amira@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

1

כלכלית ירושלים בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A3	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרות האג"ח של חברת כלכלית ירושלים בע"מ (להלן: "כלכלית", "החברה") מדירוג A2 באופק שלילי, לדירוג A3 באופק שלילי.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

שמת פירעון הקרן	יתרה לתאריך 30.06.09 כולל הצמדה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבת שנתית נקובה	יתרת ע.ג. באלפי ₪ לתאריך 30.06.2009	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2008 - 2014	192	מדד	4.50%	170	05/03/2004	לא סחיר	סדרה ג'
2008 - 2014	382,468	מדד	5.50%	339,299	05/03/2004	1980119	סדרה ד'
2010 - 2015	896,007	מדד	4.75%	806,894	29/05/2005	1980150	סדרה ה'
2015 - 2017	536,672	מדד	5.35%	493,856	15/05/2007	1980192	סדרה ו'
2010 - 2015	292,451	מדד	5.10%	275,545	28/12/2007	1980200	סדרה ז'
2010 - 2012	432,088	לא צמוד	7.50%	432,088	28/12/2007	1980218	סדרה ח'
	2,539,878			2,347,852			סה"כ

אג"ח ג' - אג"ח להמרה

הורדת הדירוג נובעת מהיקף פירעונות גובר במהלך השנים הקרובות אשר מציב בפני החברה אתגרים משמעותיים נוכח החלשות הגמישות הפיננסית על רקע הירידה בשווי הנכסים וזמינות נמוכה יחסית של מקורות מימון לחברה ולחלק מנכסיה, בפרט לנכסים בחו"ל. החברה דיווחה על גריעה משמעותית ביחסי האיתנות. התדרדרות זו ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי אינם משקפים, להערכת מידרוג, את דירוגה ערב עדכון זה (A2 טרום ההורדה).

הדירוג הנוכחי נתמך בישום תוכנית החברה שמטרתה לשפר באופן מהותי את הנזילות של החברה לטווח הבינוני והארץ ולצמצם את התלות במקורות מימון חיצוניים. אופק הדירוג השלילי מצביע על סבירות להמשך הורדת דירוג באם תוכניות החברה לשיפור הנזילות באמצעות מימוש נכסים לא יתממשו כך שהתלות במקורות מימון חיצוניים לצורך שירות החוב תיותר גבוהה.

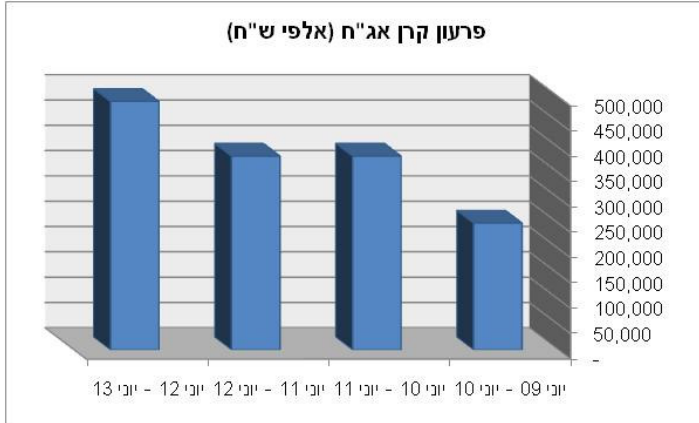
התפתחויות עיקריות

אתגרים מימוניים משמעותיים עם גידול בעומס הפירעונות

החל מהמחצית השנייה לשנת 2010, צפוי לעלות היקף פירעון קרן האג"ח החל על החברה לכ- 400 מיליון ₪ מידי שנה. יתרת הנזילות הנוכחית ורמת הגמישות הפיננסית הקיימת יאפשרו, להערכת מידרוג, את שירות החוב בטווח הקצר, כל זאת בצורה סבירה. מקורות החברה העיקריים, כוללים הכנסות מפעילות שוטפת מידי שנה (FFO) בהיקף של כ- 200 עד 210 מיליון ₪, הנובעים מפעילותה השוטפת בישראל ובחו"ל וקבלת דיבידנד מחברת מבני תעשייה (בניכוי החזרי קרן בגין נכסים בחו"ל עומד היקף ההכנסות על כ- 150 מיליון ₪). מקורות נוספים כוללים מימוש נכסים פיננסיים נזילים, הרחבת ניצול מסגרות אשראי קיימות, ותזרים ממכירות נכסים בישראל ובחו"ל.



להערכת מידרוג, על מנת לעמוד בעומס הפירעונות המתגבר, תזדקק החברה לשיפור ברמת הנזילות. מקורות המימון



לצורך שירות החוב בטווח הבינוני כוללים מעבר לתזרים השוטף, מימוש נכסי נדל"ן ונכסים אחרים לרבות מניות חופשיות בחברות מוחזקות, הכנסת שותפים וניצול מלוא פוטנציאל נטילת חוב בגין נכסים משועבדים. להערכת מידרוג, חלק מתהליכים אלו הינם מורכבים, בהתחשב בכך שמרבית הנכסים בישראל הינם משועבדים¹ לרבות במשכנתאות מדרגה ראשונה. כ-

73% מהנכסים המניבים בחו"ל מצויים בצרפת ושוויץ, כאשר הנכסים בצרפת ממונפים בשיעור של כ- 70% והנכסים בשוויץ בשיעור של כ- 72%.

יחסי הכיסוי של החברה, אינם בולטים לטובה

יחס החוב הפיננסי נטו ל- FFO, ברמת הסולו המורחב², ספג הרעה ונע בטווח של כ- 35 שנים (בהכללת הדיבידנד המתקבל מחברת מבני תעשייה). בנטרול השקעות החברה בגין קרקעות שאינן מניבות והשקעותיה בחברות בנות - מירלנד, סוויטלנד ומונדון עומד יחס הכיסוי על כ- 30 שנים. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי של החברה אינם בולטים לטובה בהתחשב ברמת הדירוג. יש לציין, כי החברה נהנית כיום משיעורי ריבית נמוכים כתוצאה מנטילת הלוואות בריבית משתנה וירידה בשיעורי הריבית באירופה. עלייה של שערי הריבית, במידה ותתרחש, עלולה להחליש את יחסי הכיסוי של החברה ולפגוע בתזרים החברה מפעילות שוטפת.

הרעה ביחסי איתנות של החברה

איתנות החברה ספגה הרעה ממשית במהלך התקופה האחרונה בעיקר עקב ירידת שווי נכסיה והחזקותיה. נכון ל- 30.06.2009 עומד יחס ההון העצמי וזכויות המיעוט לסך המאזן על שיעור של כ- 17%, זאת לאחר ניטרול פיקדון העומד כנגד חוב פיננסי. מבנה הנכסים כנגד החוב מושתת בעיקר על נכסים המצויים בחו"ל, ובהתאם קיימת חשיפה לירידת שווי נוספת כתוצאה משינוי בשווי נכסים ו/או שינויים בשערי חליפין. יש לציין, כי חלק משמעותי מהחוב של החברה הינו שקלי (מרביתו צמוד מדד) מזה כ- 2.5 מיליארד ש"ח בגין אג"ח וחוב בנקאי בהיקף של כ- 1.4 מיליארד ש"ח נוספים³, לאחר ניטרול פיקדון שקלי.

¹ לחברה נכסים לא משועבדים בהיקף של כ- 233 מיליון ש"ח בישראל וכ- 406 מיליון ש"ח בחו"ל.

² חברה כלכלית ירושלים בניטרול מבני תעשייה.

³ לחברה פיקדון שקלי בבנקים בישראל בהיקף של כ- 1.35 מיליארד ש"ח.

חברת כלכלית ירושלים (סולו) - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.2009 (אלפי ₪)

IFRS 31.12.2005	IFRS 31.12.2006	IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 31.03.2009	IFRS 30.06.2009	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
337,800	547,650	788,719	795,026	189,510	399,347	הכנסות
460,412	782,113	518,260	117,491	-93,567	-143,704	רווח תפעולי
289,066	471,758	122,966	-316,196	-205,987	-367,704	שערך נכסים
171,346	310,355	395,294	433,687	112,420	224,000	רווח תפעולי ללא שיעורים
51%	57%	50%	55%	59%	56%	שיעור רווח תפעולי ללא שיעורים
203,488	524,740	505,364	519,904	61,323	106,326	הוצאות מימון, נטו
257,033	253,633	-19,793	-395,340	-153,928	-248,498	רווח לפני מס
-203,379	-528,480	-538,053	-512,831	-60,361	-104,794	רווח לפני מס בינתיים שיעורים
-24,114	-148,813	-84,264	87,543	49,437	76,569	מיסים על ההכנסה (הטבת מס)
238,019	661,923	360,431	-422,956	2,324	-23,259	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות מוחזקות
470,938	766,743	256,374	-730,753	-102,167	-195,188	רווח נקי
3,721,743	6,404,707	8,173,669	8,923,821	9,195,926	9,121,740	חוב פיננסי
393,738	391,490	402,418	1,333,956	1,322,860	1,348,679	פקדונות לזמן ארוך
3,328,005	6,013,217	7,771,251	7,589,865	7,873,066	7,773,061	חוב פיננסי בינתיים פיקדון לזמן ארוך
112,370	182,797	631,344	205,153	213,368	232,246	יתרות נזילות
3,215,635	5,830,420	7,139,907	7,384,712	7,659,698	7,540,815	חוב פיננסי נטו
3,682,103	7,168,094	8,225,241	7,788,825	7,894,656	7,706,186	נדל"ן להשקעה
1,555,770	2,475,625	2,925,490	1,919,024	1,806,263	1,773,114	הון עצמי זכויות מיעוט
5,744,408	10,110,201	12,246,396	11,831,889	11,999,056	11,874,613	סך מאזן
5,533,719	9,586,195	11,946,001	11,539,429	11,651,398	11,518,351	CAP
5,139,981	9,194,705	11,543,583	10,205,473	10,328,538	10,169,672	CAP בנטרול פיקדון
27%	24%	24%	16%	15%	15%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
29%	25%	25%	18%	17%	17%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי בנטרול פיקדון
64.7%	65.4%	67.3%	74.4%	76.2%	76.4%	חוב ל - CAP, בנטרול פיקדון
64.0%	64.7%	65.4%	73.8%	75.7%	75.9%	חוב נטו ל - CAP נטו, בנטרול פיקדון
0.8	0.6	0.8	0.8	1.8	2.1	EBITDA בינתיים שיעורים להוצאות מימון

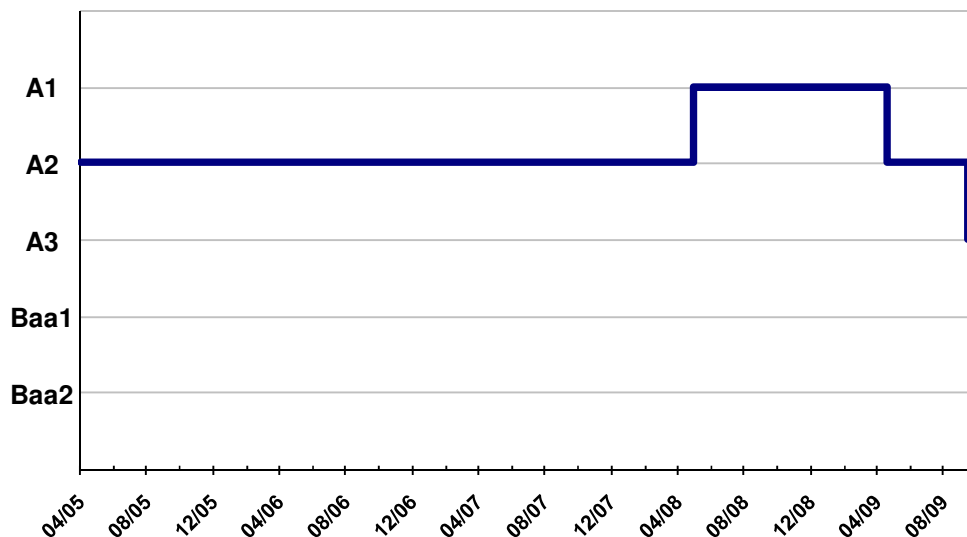
אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- הגדלת נזילות החברה באופן משמעותי אל מול עומס החובות החל על החברה
- הקטנת שיעור המינוף באופן משמעותי ושיפור הגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזית החברה לשיפור הנזילות
- הידרדרות במצבה העסקי והפיננסי של חברת מבני תעשייה
- המשך הגדלת החוב, ללא הגדלת ההון, העצמי תוך הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית.
- קיטון בנזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה, בין היתר, בשל חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי



אודות החברה

כלכלית לירושלים פועלת בעצמה ובאמצעות חברת הבת מבני תעשייה בע"מ (להלן חמ"ת), המוחזקת בשיעור של כ- 72%, בייזום, רכישה והקמת מבנים והשכרתם לתעשייה, מלאכה, היי טק, משרדים ומסחר ברחבי הארץ ובחול"ל, וכן ברכישת קרקעות לטובת פיתוח פרויקטים משולבים בתחומי מגורים, מלונאות ומסחר בחול"ל. פעילות חמ"ת, ללא מבני תעשייה, (להלן "חכ"ל סולו") כוללת רכישה, ייזום והקמת מבנים והשכרתם לשימושים שונים ברחבי הארץ - ירושלים, תל אביב, חולון, מפרץ חיפה, רחובות ובאר שבע. למעלה מ- 80% משטחי הנדל"ן המניב של החברה מרוכזים בירושלים ובסביבתה. כמו כן, פועלת החברה בחול"ל החל משנת 2002, באמצעות חברות מוחזקות ורכשה מרכזים מסחריים, מבני משרדים, מגורים להשכרה, מרכזים לוגיסטיים וקרקעות במספר מדינות (קנדה, ארה"ב, גרמניה, צרפת, הולנד, פולין, שווייץ, פורטוגל, סרביה, רוסיה, אוקראינה והודו).

כלכלית לירושלים בע"מ מוחזקת, נכון למועד דו"ח זה, על ידי טי.אל.סי השקעות, בשיעור של כ- 67.3% וחברת כלל בשיעור של כ- 7.2%. המחזיקה העיקרית, חברת טי.אל.סי השקעות, מוחזקת על ידי מר אליעזר פישמן. סך החזקותיו של מר פישמן, ישירות ובאמצעות חברה בשליטתו, עומד על כ- 71.8%. למר פישמן החזקות בחברות נוספות הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחול"ל וכן חברות בתחומי התקשורת והקמעונאות.

מסמכים מגבים:

- מתודולוגיה - [חברות נדל"ן](#), נובמבר 2008.
- מתודולוגיה - [עיקרי מתודולוגיית ניתוח חברות נדל"ן](#), נובמבר 2008.

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושוי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות* Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת* Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C 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.

ד"ח מספר: CRA07230909000M

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 פסיקה 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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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 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.