

כלכלית ירושלים בע"מ

אופק : יציב	A1	דירוג Issue
-------------	----	-------------

הדירוג ניתן לגיוס חוב בסך של עד 500 מ' ₪. אגרות החוב תעמודנה לפירעון במח"מ של 4-6 שנים (לוח הסילוקין טרם נקבע, פירעון הקרן בפריסה לשיעורין). האג"ח תהיינה שיקליות לא צמודות או צמודות קרן וריבית למדד המחירים לצרכן. הדירוג חל גם על כל סדרות האג"ח הקיימות במחזור.

להלן פירוט סדרות האג"ח הקיימות במחזור :

במהלך התקופה הנסקרת שיפרה החברה את תוצאותיה הכספיות כתוצאה משיפור בפעילותה של החברה המוחזקת, מבני תעשייה, ובשל התרחבות פעילותה העצמאית (סולו) של החברה, כמו גם שיפור באחוזי התפוסה בנכסיה בארץ. שיעורי התשואה, הן הקיימים והן החזויים, והשמירה על רמת איתנות ההולמת את החברה ויחסי כיסוי טובים, תורמים להעלאת הדירוג – הן לסדרות האג"ח הקיימות והן לגיוס הנוסף מדירוגה הנוכחי, A2, לדירוג A1.

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 31.12.07 כולל הצמדה (אלפי ₪)	יתרה לתאריך 31.03.08 הצמדה (אלפי ₪)	סדרה
6	28.2.2014	28.2.2008	4.50%	מדד	2,969	530	סדרה ג
6	28.2.2014	28.2.2008	5.50%	מדד	502,573	443,710	סדרה ד
6	31.5.2015	31.5.2010	4.75%	מדד	874,283	892,815	סדרה ה
3	31.12.2017	31.12.2015	5.35%	מדד	538,053	540,123	סדרה ו
12	31.11.2015	31.5.2010	5.10%	מדד	181,023	282,976	סדרה ז
3	31.12.2012	31.12.2010	7.50%	לא צמוד	241,839	445,955	סדרה ח
					2,340,740	2,606,109	

אג"ח ג' – אג"ח להמרה

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת¹

במסגרת הדירוג נבחנו נתוני החברה על בסיס פעילותה העצמאית ובנטרול חברת מבני תעשייה (סולו מורחב). החברה ביצעה מספר פעולות במסגרת תיק הנכסים שלה – בארץ ובחו"ל, כדלקמן :

התפתחויות בתחום הנדל"ן בחו"ל:

נכון לתאריך 31.12.2007 עמדה מצבת הנדל"ן להשכרה של החברה בחו"ל (לא כולל נכסי חברת מבני תעשייה) על כ – 1,265 אלפי מ"ר, הפרוסים על 153, נכסים בשיעור תפוסה ממוצע של כ – 93%, אשר תרמו סך כולל של 789 מיליון ₪ הכנסות מהשכרה ודמי ניהול. ה – NOI של נכסים אלה עמד על כ – 413 מיליון ₪, המשקפים תשואה שנתית ממוצעת של כ – 8%.

מחבר :
אמיר ארד
אנליסט
amira@midroog.co.il

אנשי קשר :

רן גולדשטיין
ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל
ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים
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
www.midroog.co.il

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 05.05.2008. אם יחולו שינויים במבנה הנפקה, 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.

רכישת שבעה נכסים בצרפת – במהלך שנת 2007 החלה החברה במו"מ לרכישת שבעה מבנים לתעשייה קלה ברחבי צרפת, בשטח כולל של כ – 235 אלף מ"ר. עד לתאריך המאזן השלימה החברה רכישה של חמישה נכסים ונכון לתאריך דו"ח פעולת דירוג זה, השלימה החברה את רכישת כל שבעת הנכסים. עלות הרכישה הסתכמה בכ – 72 מיליון אירו. שיעור התפוסה של נכסים אלו עמד בעת הרכישה על ממוצע של 100% והתזרים התפעולי הנקי החזוי (NOI) של נכסים אלו עומד בשנת 2008 על כ – 6.54 מיליון אירו, המשקף תשואה ממוצעת של כ – 9.1%.

רכישת ארבעה נכסים בגרמניה – במהלך שנת 2007 רכשה החברה במספר עסקאות ארבעה נכסים המיועדים לתעשייה ולוגיסטיקה, בשטח כולל של כ – 34.5 אלף מ"ר. עלות הרכישה הסתכמה בכ – 22.4 מיליון אירו. שיעור התפוסה של נכסים אלו עמד בעת הרכישה על ממוצע של כ – 93% והתזרים התפעולי הנקי החזוי (NOI) של נכסים אלו עומד בשנת 2008 על כ – 1.94 מיליון אירו, המשקף תשואה ממוצעת של כ – 8.6%.

השלמת הקמתם של נכסים מניבים בגרמניה – במהלך שנת 2007 השלימה החברה את בנייתם של שמונה נכסים ברחבי גרמניה, בהיקף כולל של כ – 11.5 אלף מ"ר. לאחר השלמת הנכסים עומד ערך הנכסים על כ – 7.77 מיליון אירו ושיעור התפוסה עומד על כ – 95%. התזרים התפעולי הנקי החזוי (NOI) של נכסים אלו בשנת 2008 עומד על כ – 758 אלף אירו, המשקף שיעור תשואה ממוצע של כ – 9.76%.

בנוסף על פעילותה בתחום הנדל"ן המניב, לחברה מספר קרקעות לייזום ופיתוח. במהלך תקופת הדו"ח לא חל שינוי משמעותי בהיקף הפרויקטים היזמיים של החברה. החברה ביצעה שתי עסקאות בהיקפים לא מהותיים כדלקמן :

קרקע בצרפת

במהלך 2007 רכשה החברה קרקע בצרפת, לצורך בנייתו של מרכז מסחרי, תמורת סך של כ – 5.5 מיליון אירו. הבנייה צפויה להתחיל במהלך החציון השני של שנת 2008 ולהסתיים לקראת סוף שנת 2009.

קרקעות בסרביה

במהלך חודש נובמבר 2007 התקשרה החברה, ביחד עם חברת מבני תעשייה בע"מ, בהסכם לרכישת חברות המחזיקות בקרקעות בעיר בלגרד, סרביה, בשטח של כ – 80 דונם, תמורת סך של כ – 10 מיליון אירו (חלק החברה – 5 מיליון אירו). בכוונת החברה לבנות מרכז מסחרי בשטח של כ – 30 אלף מ"ר, בעלות כוללת של כ – 24 מיליון אירו. להערכת החברה, שיעור התשואה יעמוד על 16% (הכנסות בסך כ – 6 מיליון אירו לשנה).

התפתחות בתחום הנדל"ן בישראל :

נכון לתאריך 31.12.2007 עמדה מצבת הנדל"ן להשכרה של החברה בארץ (לא כולל נכסי חברת מבני תעשייה) על כ – 355 אלפי מ"ר, הפרוסים על 79 נכסים, בשיעור תפוסה ממוצע של כ – 85%, אשר תרמו סך כולל של 96 מיליון ₪ הכנסות מהשכרה ודמי ניהול. ה – NOI של נכסים אלה עמד על כ – 70 מיליון ₪ המשקפים שיעור תשואה ממוצע של כ – 8%.

לחברה מספר קרקעות לייזום ופיתוח בישראל. במהלך תקופת הדו"ח לא חל שינוי משמעותי בהיקף הפרויקטים היזמיים של החברה או בהיקף הנכסים המניבים של החברה.

לחברה פעילות ברוסיה, בהודו ובמדינות חבר העמים, הנעשית במסגרת שלוש חברות בנות אשר יוסדו במשותף עם חברות נוספות מקבוצת חברות פישמן, כדלקמן :

לחברה החזקה ישירה בשיעור של 27.3% מהונה המונפק והנפרע של Mirland Development Corporation Plc (להלן: "מירלנד") אשר פועלת ברוסיה

במהלך חודש אוגוסט 2006 התקשרה החברה עם חברת מבני תעשייה בע"מ (להלן: "מבני תעשייה") ועם חברת דרבן השקעות בע"מ (להלן: "דרבן") (החברה, מבני תעשייה ודרבן להלן בסעיף זה: "הצדדים") בהסכם לשיתוף פעולה בתחום הנדל"ן. במסגרת הסכם זה יוסדה חברת מירלנד, חברה משותפת המרכיזה את פעילותן של חברות אלו ברוסיה. במסגרת ההסכם אוחדה הפעילות של כלל החברות ברוסיה (לצד תשלומי איזון בין החברות), כל אחד מן הצדדים התחייב שלא להשקיע בנדל"ן ברוסיה אלא באמצעות מירלנד. התחייבותו של כל אחד מהצדדים תפקע אם וכאשר ירד שיעור אחזקותיו במירלנד מתחת ל – 5% או בחלוף 7 שנים ממועד כניסתו לתוקף של הסכם שיתוף הפעולה. עם הקמתה, מבנה האחזקות בחברת מירלנד היה כדלקמן: כלכלית ירושלים ומבני תעשייה החזיקו ישירות, כל אחת, ב – 40% ודרבן החזיקה ב – 20% הנותרים. בתאריך 13.12.2006 הונפקו 30% ממניותיה של מירלנד בבורסת AIM, לונדון. במסגרת אופציה לחתמים הונפקו 3.5% נוספים מהונה המונפק של מירלנד. הנפקת המניות בוצעה בהיקף של כ – 315 מיליון דולר (כולל חלק החתמים ולאחר הוצאות הנפקה). כתוצאה מן ההנפקה ומימוש אופ' החתמים רשמה כלכלית ירושלים רווח הון בסך של כ – 561 מיליון ₪. כיום, לאחר הנפקת מירלנד, שיעור אחזקתה הישירה של כלכלית ירושלים במירלנד עומד על כ – 27.3%. כמו כן, התחייבו הצדדים כי בין השנים 2006- 10 יוענק תשלום של מענק שנתי ליו"ר דירקטוריון החברה, בשיעור של 4% מהרווח התפעולי הנובע מהשקעות מירלנד ברוסיה ומרווח לפני מס שינבע ממכירת נכסים באמצעות מירלנד.

נכון לתאריך 31.12.2007 פועלת מירלנד בתחום הנדל"ן ברוסיה בשני תחומי פעילות עיקריים :

תחום הנדל"ן המסחרי – בתחום זה למירלנד 8 פרויקטים בתחום הנדל"ן המסחרי, בשטח כולל של כ – 544 אלף מ"ר (כולל שטחי המסחר בפרויקט סנט פטרסבורג), מתוכם הסתיימה בנייתם של כ – 71 אלף מ"ר, ושיעור התפוסה של השטחים שבנייתם הסתיימה, כאמור, הינו כ – 28.9%.

תחום הנדל"ן למגורים – בתחום זה למירלנד 4 פרויקטים, בשטח כולל מתוכנן לבניה של כ – 832 אלף מ"ר. נכון למועד דו"ח זה טרם החלה מכירה של יחידות בפרויקטים.

חלוקת דיבידנדים – חלוקת דיבידנדים על ידי מירלנד, תלויה בביצועיה הכספיים ובמצבה של מירלנד, הונה העצמי ודרישות ההון החוזר שלה. בתאריך 27.11.2006 אימץ דירקטוריון מירלנד מדיניות דיבידנד, לפיה, בכוונת מירלנד להכריז על חלוקת דיבידנד בגין שנת 2008, בסך השווה ל – 2% משווי הנכסים נטו של מירלנד, במועד הרישום למסחר של מניותיה בבורסת ה – AIM (933 מיליון דולר), ובגין שנת 2009, דיבידנד בסך השווה ל – 7% משווי הנכסים נטו של מירלנד. בכוונת מירלנד לשקול ולהגדיל את שיעור הדיבידנד בשנים שלאחר מכן, בהתאם לגידול בתזרים המזומנים של מירלנד.

² שלושת הפרויקטים שבנייתם נסתיימה הינם מרכז מסחרי בירוסלבל (שלב 1) ושני בנייני משרדים במוסקבה.

לחברה החזקה ישירה של 32% מהונה המונפק והנפרע של Svitland Ltd. (להלן: "סוויטלנד") הפועלת בעיקר במדינות ברית המועצות לשעבר

במהלך חודש אוקטובר 2007 התקשרה החברה עם מבני תעשייה, דרבן ונכסי משפחת פישמן בע"מ (להלן: "נכסי משפחת פישמן")³ בהסכם לשיתוף פעולה (החברה, מבני תעשייה, דרבן ונכסי משפחת פישמן להלן בסעיף זה: "הצדדים"). במסגרת הסכם זה הקימו הצדדים חברה משותפת, במתכונת דומה למירלנד, אשר תרכז את פעילות החברות במדינות חבר העמים למעט רוסיה, לרבות אוקראינה, ליטא, לטביה, מולדובה ואסטוניה.

שיעור האחזקות בסוויטלנד הינו כדלקמן: מבני תעשייה – 32%, כלכלית ירושלים – 32%, דרבן – 16% נכסי משפחת פישמן – 20%. במסגרת ההסכם התחייבו כל הצדדים שלא להשקיע בנדל"ן במדינות אלו אלא באמצעות חברת סוויטלנד. התחייבותו של כל אחד מהצדדים תפקע אם וכאשר ירד שיעור אחזקותיו בסוויטלנד מתחת ל – 5% או בחלוף 7 שנים ממועד כניסתו לתוקף של הסכם שיתוף הפעולה. כמו כן, התחייבו הצדדים כי בין השנים 2008-12 יוענק תשלום של מענק שנתי ליו"ר דירקטוריון החברה, בשיעור של 4% מהרווח התפעולי, בניכוי הוצאות המימון לבנקים ולנותני אשראי חיצוניים (שאינם מהצדדים או מהחברות הקשורות להם), הנובע מהשקעות סוויטלנד במדינות חבר העמים ומרווח לפני מס שינבע ממכירת נכסים באמצעות סוויטלנד.

נכון לתאריך 31.12.2007 רשומה בספרי כלכלית ירושלים השקעה בסך של כ – 69,161 אלפי ₪ כהשקעה בסוויטלנד. לאחר תאריך המאזן ונכון למועד דו"ח זה השקיעה החברה בסוויטלנד סך של 4,419 אלפי דולר ארה"ב נוספים.

סוויטלנד מחזיקה בזכויות בשתי חטיבות קרקע, בשטח כולל של כ – 144 דונם באוקראינה, בזכויות בקרקע בשטח של כ – 34 דונם בליטא ובמספר נכסים נוספים בהיקפים לא מהותיים.

לחברה החזקה ישירה של 36% מהונה המונפק והנפרע של Mondon Investments Ltd (להלן: "מונדון") הפועלת בהודו

במהלך חודש מרץ 2007 התקשרה החברה עם מבני תעשייה, דרבן ונכסי משפחת פישמן בהסכם לשיתוף פעולה. במסגרת הסכם זה הוקמה מונדון, חברה משותפת אשר תרכז את פעילות החברות בהודו. חברה משותפת זו תפעל במתכונת פעילות דומה לחברת מירלנד ותפעל לרכישת קרקעות ופיתוח פרויקטים יזמיים – בעיקר למגורים.

מבנה האחזקות במונדון הינו כדלקמן: מבני תעשייה – 36%, כלכלית ירושלים – 36%, דרבן – 18% ונכסי משפחת פישמן – 10% (החברה, מבני תעשייה, דרבן ונכסי משפחת פישמן להלן בסעיף זה: "הצדדים"). במסגרת עסקה במהלך חודש אוקטובר מכרה נכסי משפחת פישמן את חלקה לגופים מקבוצת מגדל בתמורה לכ – 60 מיליון דולר ארה"ב. במסגרת ההסכם התחייבו הצדדים שלא להשקיע בנדל"ן בהודו אלא באמצעות מונדון. התחייבותו של כל אחד מהצדדים תפקע אם וכאשר ירד שיעור אחזקותיו במונדון מתחת ל – 5% או בחלוף 7 שנים ממועד כניסתו לתוקף של הסכם שיתוף הפעולה. כמו כן, התחייבו הצדדים כי בין השנים 2007-11 יוענק תשלום של מענק שנתי ליו"ר דירקטוריון החברה, בשיעור של 4% מהרווח התפעולי, בניכוי הוצאות המימון לבנקים ולנותני אשראי חיצוניים (שאינם מהצדדים או מהחברות הקשורות להם) הנובע מהשקעות מונדון בהודו ומרווח לפני מס שינבע ממכירת נכסים באמצעות מונדון, סכום המענק השנתי כאמור מוגבל לתקרה מצטברת של 1.5 מיליון דולר ארה"ב.

³ חברה פרטית בשליטתו של מר אליעזר פישמן

נכון לתאריך 31.12.2007 רשומה בספרי כלכלית ירושלים השקעה של 69,257 אלפי ₪ כהשקעה במונדון. לאחר תאריך המאזן השקיעה החברה במונדון סכומים נוספים, בסך כולל של 12,514 אלפי דולר ארה"ב.

התפתחות התוצאות הכספיות

כאמור, נכון לתאריך 31.12.2007 מחזיקה החברה ב- 232 נכסים מניבים (לא כולל נכסי מבני תעשייה), בשטח כולל של כ- 1,619 אלף מ"ר. סך הנדל"ן להשקעה הרשום במאזן לתאריך 31.12.2007 עומד על כ- 8,225 מיליוני ₪ (בהשוואה לנדל"ן להשקעה בסך של כ- 7,168 מיליוני ₪ בתאריך 31.12.2006).

כלכלית ירושלים בע"מ (סולו) – יחסים עיקריים לתאריך 31.12.2007, אלפי ₪ :

IFRS 31.12.2005	IFRS 31.12.2006	IFRS 31.12.2007	פרופורמה גיוס אג"ח 500	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
337,800	547,650	788,719		הכנסות
460,412	782,113	518,260		רווח תפעולי
289,066	471,758	122,966		שערוך נכסים
171,346	310,355	395,294		רווח תפעולי ללא שערוכים
203,488	524,740	505,364		הוצאות מימון, נטו
257,033	253,633	-19,793		רווח לאחר מימון
470,938	766,743	256,374		רווח נקי
190,312	347,070	162,900		רווח נקי בניכוי שיערוכים
3,721,743	6,404,707	8,173,669	8,673,669	חוב פיננסי
393,738	391,490	402,418	402,418	פקדונות לזמן ארוך
3,328,005	6,013,217	7,771,251	8,271,251	חוב פיננסי בניכוי פיקדון לזמן ארוך
112,370	182,797	631,344	631,344	יתרות נזילות
3,215,635	5,830,420	7,139,907	7,639,907	חוב פיננסי נטו
1,555,770	2,475,625	2,925,490	2,925,490	הון עצמי וזכויות מיעוט
5,744,408	10,110,201	12,246,396	12,746,396	סך מאזן
5,533,719	9,586,195	11,946,001	12,446,001	CAP
5,139,981	9,194,705	11,543,583	12,043,583	CAP בנטרול פיקדון
27%	24%	24%	23%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
29%	25%	25%	24%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי בנטרול פיקדון
65%	65%	67%	69%	חוב ל-CAP, בנטרול פיקדון
64%	65%	65%	67%	חוב נטו ל-CAP, נטו, בנטרול פיקדון
-22,734	75,677	64,386		FFO
שלילי	79.5	120.7		חוב פיננסי ל-FFO
32.0	29.2	24.2		חוב פיננסי מותאם ל- FFO מותאם
2.3	1.5	1.0		EBITDA להוצאות מימון
0.8	0.6	0.8		EBITDA בניכוי שיערוכים להוצאות מימון

* FFO מותאם : FFO הכולל הכנסה בגילום שנתי של נכסי נדל"ן מניב אשר לא הניבו באופן מלא (כולל דיבידנד ממבני תעשייה)
 ** חוב פיננסי מותאם : חוב פיננסי בניכוי פיקדונות ובניכוי חוב של נכסי נדל"ן שאינם מניבים.

סעיפי מאזן : גידול בנדל"ן להשקעה במקביל לגידול, הן בהון והן בחוב של החברה

גידול בנדל"ן להשקעה בעקבות הרכישות שביצעה החברה במהלך התקופה

סך הנדל"ן להשקעה של החברה בתאריך 31.12.2007 מסתכם בכ- 8,225 מיליון ₪ לעומת 7,168 בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הגידול בסעיף הנדל"ן בתקופת הדו"ח נובע מרכישות נדל"ן מניב (גרמניה וצרפת), שינוי סיווג נדל"ן בתהליך פיתוח לנדל"ן להשקעה ומעלייה בשווי ההון של נכסי הנדל"ן ברשות החברה.

גידול בהיקפי החוב של החברה – בעיקר גידול בהיקפי אגרות החוב של החברה

סך הלואאות החברה לתאריך 31.12.2007, בניכוי פיקדונות לזמן ארוך, הסתכמו בכ- 7,472 מיליון ₪ לעומת כ- 6,004 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד.

העלייה נובעת בעיקר מהלוואות מתאגידים בנקאיים בישראל ובחוו"ל ומגיוס אג"ח מהציבור, לצורך מימון ההשקעות בנדל"ן בחו"ל. במהלך תקופת הדו"ח הגדילה החברה באופן משמעותי את היקף חוב האג"ח, מסך של כ – 1,438 מיליון ₪ בתאריך 31.12.2007 לסך של 2,338 מיליון ₪ בתאריך 31.12.2007. לאחר תאריך המאזן הנפיקה החברה אג"ח נוסף (הרחבת סדרות ז' ו – ח') בהיקף של כ – 310 מיליון ₪ אשר החליפו חוב בנקאי קיים.

עלייה בהון העצמי של החברה כתוצאה מהמרת כתבי אופציות ומרווח נקי לתקופה

בתאריך 31.12.2007 הסתכם ההון העצמי של החברה בכ – 2,899 מיליון ₪ לעומת כ – 2,452 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הגידול בהון העצמי נובע בעיקר מהמרת כתבי אופציה למניות בהיקף של כ – 358 מיליון ₪, המרת אגרות חוב למניות בהיקף של כ – 86 מיליון ₪ ומרווח בתקופה בסך של כ – 256 מיליון ₪. גידול זה קוּוַז בחלקו כתוצאה מתשלום דיבידנד בסך של כ – 239 מיליון ₪.

דו"ח רווח והפסד: גידול בהכנסות החברה כתוצאה מעלייה במצבת הנכסים

הכנסות החברה לשנת 2007 הסתכמו בכ – 789 מיליון ₪ לעומת כ – 548 מיליון ₪ הכנסות בתקופה המקבילה אשתקד.

שינויים בשיטת רישום ההכנסות וההוצאות הישירות משפיעות על היקפי ההכנסה של החברה

הוצאות האחזקה ממומנות ברובן על ידי השוכרים. עלויות אחזקה, ביטוח וארנונה בגין נכסים פנויים משולמות על ידי החברה. ואולם, על פי דרישת רואי החשבון של החברה, הוכרו תשלומי האחזקה כחלק מדוח הרווח וההפסד של החברה לשנת 2007. כתוצאה מהכרה זו גדלו באופן משמעותי סעיפי ההכנסה וההוצאה הישירה בגין נכסים מניבים. בעקבות גידול פיקטיבי זה נוצר שינוי בשיעור הרווח הגולמי של החברה.

על אף האמור, גדלו הרווח הגולמי והרווח התפעולי של החברה באופן משמעותי, כתוצאה מהגידול במצבת הנכסים של החברה בתקופה המסוקרת.

שערוך נכסים יצר לחברה הכנסות בהיקף של 123 מיליון ₪ במהלך שנת 2007.

במהלך שנת 2007 רשמה החברה הכנסות כתוצאה מעלייה בשווי הוגן של נדל"ן להשקעה של כ – 123 מיליון ₪. עיקר ההכנסה נבעה משערוכים שנערכו בחו"ל ומשערוך נכסים בבנייה אשר בנייתם נסתיימה. בשנת 2006 רשמה החברה הכנסות של כ – 472 מיליון ₪ כתוצאה משערוך נכסים.

גידול בהוצאות מימון

בתקופת הדו"ח ביצעה החברה מספר פעולות למימון פעילותה באמצעות קבלת מימון בנקאי והנפקת אג"ח בהיקפים גדולים הכוללים, כ – 900 מיליון ₪ חוב בנקאי נוסף בגין נכסי החברה בחו"ל והנפקת אג"ח נוספות בהיקף של כ – 900 מיליון ₪.

על אף הגידול בהיקף החוב הפיננסי של החברה, הוצאות המימון, נטו, של החברה, קטנו בעיקר בשל העובדה שמרבית גיוסי האשראי ואגרות החוב של החברה התרחשו לקראת סוף שנת 2007 וטרם באו לידי ביטוי מלא בדוחות הכספיים, והן כתוצאה מפעילות הגידור שמבצעת החברה באמצעות פיקדונות אשר הגנו על הוצאות המימון מעליית המדד במהלך שנת 2007 וכן היות ומרבית נכסי החברה מניבים הכנסות באירו, מטבע אשר נותר יציב בתקופה האחרונה.

הכנסות אחרות

בשנת 2007 הסתכמו הוצאות החברה בסעיף "הוצאות אחרות", באופן חריג, בסך כולל של כ- 33 מיליון ₪. מתוך סכום זה, עיקר הירידה נובעת מהפחתת מוניטין (כ- 24 מיליון ₪) והוצאות חד פעמיות להכנת תסקיף הנפקה בצרפת (כ- 13 מיליון ₪), הוצאות אלו קוזזו על ידי סעיפי הכנסה אחרים.

דו"ח מקורות ושימושים

31/12/2005	31/12/2006	30/12/2007	מקורות - אלפי ₪
2,853	179,162	92,112	מזומנים שנבעו מפעילות שוטפת
621,367	1,560,229	620,865	קבלת הלוואות מבנקים, נטו
612,751	374,538	917,201	גיוס אג"ח, נטו
0	47,038	105,335	גידול בהון העצמי ע"י הנפקה/המרה
283,760	6,463	23,326	רווח ממכירת רכוש קבוע וחברה כלולה
0	0	60,158	תמורה מהשקעות
15,004	22,695	0	קבלת הלוואות מצדדים קשורים
0	0	11,872	אחר
1,535,735	2,190,125	1,830,869	סך מקורות

31/12/2005	31/12/2006	30/12/2007	שימושים - אלפי ₪
994,899	1,596,629	694,300	רכישה של נדל"ן להשקעה ורכוש קבוע
82,167	521,024	404,933	רכישת חברות כלולות וחלק המיעוט
394,324	28,467	0	השקעות
45,000	0	238,524	חלוקת דיבידנדים
6,468	9,259	0	אחר
12,877	34,746	493,112	גידול נטו במזומנים ופקדונות
1,535,735	2,190,125	1,830,869	סך שימושים

ירידה קלה באיתנות בעקבות הגידול בחוב הפיננסי של החברה, שמירה ושיפור ביחסי הכיסוי

כתוצאה מהגידול המשמעותי בחוב הפיננסי של החברה נשחקו במידת מה יחסי האיתנות בין השנים 2005 – 2007, מרמה של 65% בשנים 2005/6 לרמה של 67% בתאריך 31.12.2007. גיוס אגרות החוב הנוספות צפוי להרע יחס זה עד לכדי 69% חוב ל – CAP. על אף האמור, מידרוג סבורה כי יחסי האיתנות של החברה, ביחס לגודלה, משקפים חוסן כלכלי בלתי מבוטל.

יחסי כיסוי החוב, כפי שמתבטאים ביחס החוב ל – FFO, נבחנים במספר מישורים על מנת לנטרל הפרשי עיתוי בין החוב הפיננסי ובין הנבה מלאה של נכסים בתקופת החוב. יתרה מזאת, היות והחברה נבחנת ברמת הסולו המורחב (דהיינו, בנטרול חברת מבני תעשייה), נבחן החוב, הן בשילוב והן בנטרול החוב וההכנסה בגין מבני תעשייה. יחס החוב הפיננסי המותאם¹ ל – FFO מותאם², לשנת 2007, עומד על 24.2 שנים. יחסי הכיסוי משתפרים בהקבלה לשנים 2005-6 ובעקבות הגיוס לא צפויים יחסים אלו להשתנות באופן מהותי.

להערכת מידרוג, הולמים יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי את דירוגה הנוכחי של החברה.

אירועים נוספים:

עצירה בהנפקת נכסי החברה בצרפת בבורסה הצרפתית.

לאור השינויים שחלו בשוק ההון בצרפת, החליטה החברה לדחות את מועד הנפקת נכסיה בצרפת, באמצעות חברות זרות של החברה, בבורסה בצרפת – במסגרת REIT. החברה תמשיך לבחון את אפשרות קידום ההנפקה במהלך שנת 2008, בהתאם לשינויים בשוק ההון הצרפתי.

חלוקת דיבידנדים בהיקף של 250 מיליון ₪

בתאריך 31.5.2007 הכריזה החברה על דיבידנד בגין רווחי החברה מפעילותה בשנת 2006, בסכום של 250 מיליון ₪. הדיבידנד שולם במהלך יולי 2007, מתוכו סך של כ- 11.4 מיליון שולם לחברה בת בבעלותה המלאה של החברה, המחזיקה במניות החברה. הדיבידנד מהווה 25.4% מהרווח השנתי הנקי (במאוחד) של החברה.

אופן הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בתזרימי המזומנים המתקבלים מהנכסים בישראל
- הקטנת שיעור המינוף באופן משמעותי.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- המשך הגדלת החוב ללא הגדלת ההון העצמי תוך הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית
- מדיניות חלוקת דיבידנדים חריגה – לכל היותר חלוקה של עד 50% מהרווח השנתי הנקי ובכפוף שלאחר חלוקת הדיבידנדים יותר תזרים מזומנים נטו, הנובע מפעילות שוטפת, חיובי.
- הידרדרות במצבה העסקי והפיננסי של חברת מבני תעשיה.

אודות המנפיק

כלכלית לירושלים פועלת בעצמה ובאמצעות חברת הבת מבני תעשיה בע"מ (להלן חמ"ת), המוחזקת בשיעור של כ-68%, 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.

פעילות חכ"ל, ללא מבני תעשיה, (להלן "חכ"ל סולוי") כוללת רכישה, ייזום והקמת מבנים והשכרתם לשימושים שונים ברחבי הארץ – ירושלים, תל אביב, חולון, מפרץ חיפה, רחובות, בית שמש ובאר שבע. למעלה מ- 80% משטחי הנדל"ן המניב של החברה מרוכזים בירושלים ובסביבתה. כמו כן פועלת החברה בחו"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, שוויץ, פורטוגל, סרביה, רוסיה, אוקראינה והודו).

כלכלית ירושלים בע"מ מוחזקת, נכון למועד דו"ח זה, על ידי טי.א.ל.סי השקעות בשיעור של כ- 64.8% וחברת כלל בשיעור של כ- 6.8%. המחזיקה העיקרית, חברת טי.א.ל.סי השקעות, מוחזקת על ידי מר אליעזר פישמן. סך אחזקותיו של מר פישמן, ישירות ובאמצעות חברה בשליטתו, עומד על 69.53%. למר פישמן אחזקות בחברות נוספות הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחו"ל וכן חברות בתחומי התקשורת והקמעונאות.

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	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	
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 שאלה 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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג"). 2008

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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 לסיכוני 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 מודייס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.