



כלכלית ירושלים בע"מ

מעקב תקופתי - מאי 2011

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמונכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

כלכלית ירושלים בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברה כלכלית ירושלים בע"מ (להלן: "החברה").

להלן פירוט סדרות האג"ח המדורגות שבמחזור¹:

שנות פירעון הקרן	ע.ג. מתואם למדד באלפי ₪ לתאריך *31.12.2010	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	ע.ג. באלפי ₪ לתאריך *31.12.2010	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2008 - 2014	159	מדד	4.5%	134	26/02/2004	לא סחיר	סדרה ג**
2008 - 2014	321,199	מדד	5.5%	271,439	26/02/2004	1980119	סדרה ד'
2010 - 2015	825,706	מדד	4.8%	708,333	18/05/2005	1980150	סדרה ה'
2015 - 2017	550,078	מדד	5.4%	482,175	09/01/2007	1980192	סדרה ו'
2010 - 2015	318,615	מדד	5.1%	285,964	27/11/2007	1980200	סדרה ז'
2010 - 2012	334,466	לא צמוד	7.5%	334,466	27/12/2007	1980218	סדרה ח'
2013 - 2016	104,163	מדד	5.0%	103,768	28/10/2010	1980234	סדרה ט'

2,454,386

2,186,279

סה"כ

* לא כולל אג"ח בהיקף של כ- 265 מיליון ₪ ע.ג. אשר הוחזקו ע"י חברות בנות של החברה ליום 31.12.2010 ונכללות בדירוג ** אג"ח להמרה

אישור מחדש של הדירוג נובע מהיציבות התפעולית הנרשמת בנכסים המניבים שבהחזקה הישירה של החברה, זאת על אף ירידה מסוימת בשווי התיק המניב וההכנסות ממנו במונחים שקליים, בעיקר כתוצאה משחיקה במטבעות הפעילות ביחס לשקל; תיק הנכסים שבהחזקה הישירה של החברה כולל מגוון נכסים מניבים, המושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים ובעלי פריסה גיאוגרפית רחבה, בין היתר, בישראל, צרפת, שווייץ, קנדה וגרמניה; רמת הנזילות של החברה תואמת את הדירוג הנוכחי, זאת בהתחשב בגידול שחל בצד המקורות, אשר כלל בעיקר גידול בהיקף הדיבידנד השנתי שחולק במהלך חודש פברואר 2011 מחברות מבני תעשיה (מ- 87 מיליון ₪ בשנת 2010 לכ- 140 מיליון ₪ - חלק החברה) ומדרבן (כ- 50 מיליון ₪), ובמקביל - גידול בצד השימושים, כתוצאה מדיבידנד בהיקף של כ- 300 מיליון ₪ שחילקה החברה באותו החודש.

יציב אופק הדירוג הינו בהמשך לדוח פעולת הדירוג מחדש ינואר 2011 ונובע מהשלמת השינוי המבני, במסגרתו הפכה חברת דרבן השקעות בע"מ (להלן "דרבן") לחברה בת בבעלות מלאה של החברה. שינוי מבני זה משפר באופן ניכר את הגמישות הפיננסית של החברה, עם התווספות החזקה בלתי משועבדת, ששווייה בספרים (לפי הון עצמי) עומד על כ- 1.3 מיליארד ₪. כמו כן, מהווה דרבן מקור תזרימי שוטף נוסף לחברה, בין היתר, באמצעות תשלומי דיבידנד. שיפור נוסף בגמישות הפיננסית של החברה חל כתוצאה מעליית שווי השוק של ההחזקות הסחירות של החברה - חברות מבני תעשיה ומירלנד וביחס בטחונות להלוואות. שיפור זה בא לידי ביטוי בהחזקה בנכסים לא משועבדים (לא כולל ההחזקה בדרבן) בהיקף של למעלה ממיליארד ₪ ומסגרות אשראי בלתי מונצלות, אולם לא חתומות, של למעלה מ- 700 מיליון ₪. כל אלה מאפשרים לחברה התמודדות טובה עם חליוותיה השוטפות.

¹ הסדרות המדורגות כוללות גם גיוס שבוצע ע"י החברה באפריל 2011, באמצעות הרחבת סדרה ז' בכ- 170 מיליון ₪ ע.ג. וכן המרות אופציות לאג"ח שבוצעו ב- 2011 של סדרות ו' ו- ט', בהיקף כולל של כ- 90 מיליון ₪ ע.ג.

חברת כלכלית ירושלים - סולו מורחב² - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	
788,719	795,026	817,360	769,801	הכנסות
449,381	481,298	500,441	471,578	רווח גולמי
410,581	433,935	456,968	422,671	EBITDA בנטרול שערוכים
360,431	-422,956	2,735	220,179	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות מוחזקות
256,374	-730,753	-158,160	298,259	רווח נקי
631,344	205,153	413,232	396,254	יתרות נזילות
7,760,762	7,586,846	7,639,491	6,868,603	חוב פיננסי*
7,129,418	7,381,693	7,226,259	6,472,349	חוב פיננסי נטו*
11,533,094	10,195,486	9,958,852	9,510,383	*CAP
10,901,750	9,990,333	9,545,620	9,114,129	CAP נטו*
2,925,490	1,919,024	1,777,459	2,064,796	הון עצמי וזכויות מיעוט
11,843,978	10,497,933	10,294,047	9,769,300	סך מאזן*
67.3%	74.4%	76.7%	72.2%	חוב ל-CAP*
65.4%	73.9%	75.7%	71.0%	חוב נטו ל-CAP נטו*
24.7%	18.3%	17.3%	21.1%	הון עצמי למאזן*
N/A	46,577	139,376	148,977	**FFO
N/A	162.9	54.8	46.1	חוב* ל- FFO בגילום שנתי
N/A	158.5	51.8	43.4	חוב נטו* ל- FFO בגילום שנתי

* בנטרול פיקדון לז"א המשועבד לטובת הלוואה ** ה- FFO חושב לפי EBITDA בנטרול שערוכים, בניכוי תשלומי ריבית ומסים
ובתוספת דיבידנדים שהתקבלו ממבני תעשייה

אופק הדירוג

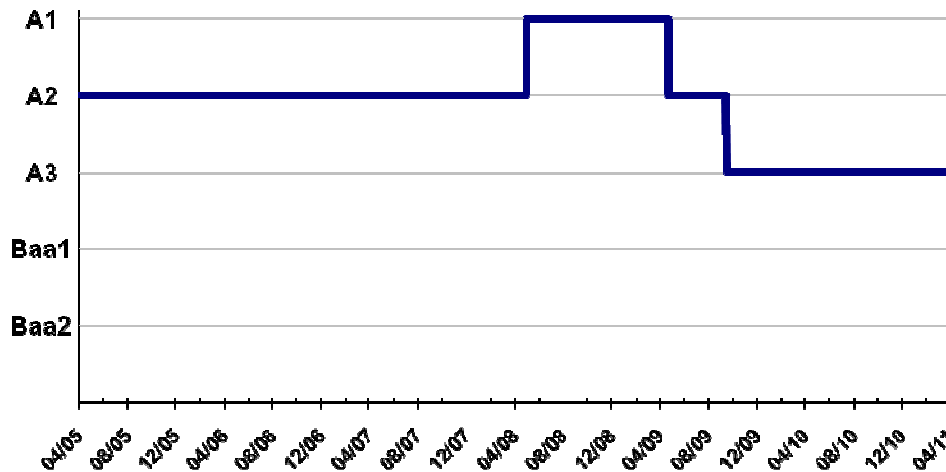
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור ביחסי האיתנות של החברה
- שיפור בתזרים המזומנים מפעילות וביחסי כיסוי החוב
- הקטנת שיעור המינוף באופן משמעותי ושיפור הגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- קיטון ביכולת חברות מוחזקות לייצר דיבידנדים
- הידרדרות בפרופיל הפיננסי של החברה, בין היתר, באמצעות הגדלת החוב וחלוקת דיבידנד אגרסיבית לבעלי המניות

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

כלכלית ירושלים פועלת בעצמה ובאמצעות החזקה בחברות בנות 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.

החזקות החברה בחברות בנות כוללות החזקה מלאה (החל מחודש פברואר 2011) בחברת דרבן, הפועלת בעיקר בישראל, גרמניה וקנדה, החזקה בשיעור של כ- 73% בחברת מבני תעשייה הפועלת, בין היתר, בישראל, בקנדה, גרמניה, ארה"ב ובשוויץ, החזקה בשיעור של כ- 30% בחברת מירלנד, הפועלת ברוסיה, וכן החזקה בחברות נוספות הפועלות, בין היתר, במדינות מזרח אירופה ובהודו. בעל השליטה בחברה הינו מר אליעזר פישמן, אשר מחזיק בכ- 79% מהחברה, הן באופן ישיר והן באופן עקיף - באמצעות חברת טיאלסי ומבני תעשייה (החזקה צולבת). למר פישמן החזקות בחברות נוספות, הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחול"ל וכן בחברות הפועלות בתחומי התקשורת והקמעונאות.

דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

מושגי יסוד

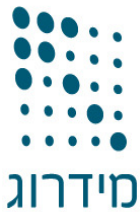
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא 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 ברוטו 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	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.



דו"ח מספר: CRK110511000M

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") 2011.

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 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 מודי'ס (Moody's) (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.