



כלכלית ירושלים בע"מ

פעולת דירוג - ינואר 2011

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

כלכלית ירושלים בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 באופק שלילי לגיוס אג"ח בהיקף של עד 180 מיליון ₪ ע.ג. שיתבצע ע"י חברה כלכלית ירושלים בע"מ (להלן: "כלכלית" ו/או "החברה"), באמצעות הרחבת סדרת אג"ח ז'. כמו כן, מודיעה מידרוג, כי דירוג זה חל על כל סדרות האג"ח שבמחזור.

תמורת הגיוס תשמש את החברה לפעילות שוטפת לרבות חלוקת דיבידנד לבעלי המניות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 23.1.2011. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה 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 ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרות האג"ח המדורגות שבמחזור¹:

שנות פירעון הקרן	יתרת ע.ג. באלפי ₪ לתאריך 30.09.2010 כולל הצמדה	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. באלפי ₪ לתאריך 30.09.2010*	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2008 - 2014	158	מדד	4.50%	134	05/03/2004	לא סחיר	סדרה ג**
2008 - 2014	319,101	מדד	5.50%	271,440	05/03/2004	1980119	סדרה ד'
2010 - 2015	774,275	מדד	4.75%	668,570	29/05/2005	1980150	סדרה ה'
2015 - 2017	506,726	מדד	5.35%	447,106	15/05/2007	1980192	סדרה ו'
2010 - 2015	286,001	מדד	5.10%	258,377	28/12/2007	1980200	סדרה ז'
2010 - 2012	445,955	לא צמוד	7.50%	445,955	28/12/2007	1980218	סדרה ח'
	0	מדד		0	31/10/2010	1980234	סדרה ט'

2,332,216

סה"כ

* לא כולל אג"ח בהיקף של כ- 118 מיליון ₪ ע.ג. אשר הוחזקו ע"י חברות בנות של החברה ליום 30.9.2010 ונכללות בדירוג ** אג"ח להמרה

הדירוג מתבסס על המשך היציבות בפעילות הנדל"ן הישירה של החברה ברמת הסולו המורחב² (להלן: "פעילות החברה"). הכוללת החזקה במגוון נכסים מניבים, המושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים ובעלי פריסה גיאוגרפית רחבה, בין היתר, בישראל, צרפת, שווייץ, קנדה וגרמניה. כמו כן, נכללת בשיקולי הדירוג התרומה החיובית הצפויה מהשלמת עסקת דרבן, במסגרתה תהפך חברת דרבן לחברה בת בהחזקה מלאה של החברה. שינוי מבני זה עתיד לתרום לשיפור משמעותי בגמישות הפיננסית, כתוצאה מתוספת שווי נכסי, חופשי משעבוד, העולה על 1 מיליארד ₪ ומתוספת מקור תזרימי שוטף, במידה ודרבן תפעל לחלוקת דיבידנד לבעלי המניות. להערכת מידרוג, פוטנציאל הדיבידנד עומד על היקף שנתי של 50-70 מיליון ₪ מידי שנה והוא מצטרף לתקבולי הדיבידנד מההחזקה במבני תעשייה, העומד על סך של כ- 70 מיליון ₪ (חלקה של החברה). רמת יחסי הכיסוי והאיתנות הצפויים לאחר השלמת העסקה, ימצבו את החברה ברמת הדירוג הנוכחית.

¹ הסדרות המדורגות כוללות גם הנפקות שבוצעו ע"י החברה לאחר ה- 30.9.2010, הכוללות 100 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח ט', 50 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח ו' וכן אופציות להמרה ל- 350 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח ז', ו- ט'

² הפעילות הכוללת של החברה, בנטרול מבני תעשייה, מירלנד, סוויטלנד ומונדון, המוצגות בחברות כלולות.

נוסיף כי ברמת הסולו וללא קשר לעסקת דרבן, חל שיפור בנזילות לאחר שהחברה גייסה את המקורות הנדרשים לשירות ההלוואות בשנת 2011, רווחיות גבוהה של חברת מבני תעשייה על רקע מימוש נכסים היוצרת פוטנציאל לעליה בתקבולי הדיבידנד, המשך עליה בשווי תיק נ"ע ושיפור ביחס בטחונות להלוואות על רקע עליית שער מניית מבני תעשייה ומירלנד.

הותרת אופק הדירוג השלילי משקפת את העובדה שטרם הושלמה עסקת דרבן ושהשלמתה עדיין אינה ודאית, על אף שמרבית התנאים להשלמת העסקה מולאו. כמו כן, יבחן אופק הדירוג השלילי על רקע האסטרטגיית העסקית והמימונית לאחר השלמת עסקת דרבן. אי השלמת עסקת דרבן תביא לבחינה מחדש של דירוג האג"ח ואף עלולה להוביל להשלכות שליליות ביחס לרמת הדירוג הנוכחית של החברה.

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

31.12.07	31.12.08	31.12.09	30.06.10	30.09.10	
788,719	795,026	817,360	386,288	575,372	הכנסות
518,260	117,491	-69,697	225,137	385,377	רווח תפעולי
410,581	433,935	456,968	212,449	320,400	EBITDA בנטרול שערות
360,431	-422,956	2,735	41,341	110,374	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות מוחזקות
256,374	-730,753	-158,160	65,888	187,278	רווח נקי
631,344	205,153	413,232	402,309	399,487	יתרות נזילות
7,760,762	7,586,846	7,639,491	7,032,506	6,975,809	חוב פיננסי*
7,129,418	7,381,693	7,226,259	6,630,197	6,576,321	חוב פיננסי נטו*
11,533,094	10,195,486	9,958,852	9,365,441	9,508,520	*CAP
10,901,750	9,990,333	9,545,620	8,963,132	9,109,033	CAP נטו*
2,925,490	1,919,024	1,777,459	1,817,624	1,957,255	הון עצמי וזכויות מיעוט
11,843,978	10,497,933	10,294,047	9,694,696	9,887,029	סך מאזן*
67.3%	74.4%	76.7%	75.1%	73.4%	חוב ל-CAP*
65.4%	73.9%	75.7%	74.0%	72.2%	חוב נטו ל-CAP נטו*
24.7%	18.3%	17.3%	18.7%	19.8%	הון עצמי למאזן*
N/A	,972	69,806	74,379	114,613	***FFO
	-281.3	109.4	47.3	45.6	חוב* ל- FFO בגילום שנתי
	-273.7	103.5	44.6	43.0	חוב נטו* ל- FFO בגילום שנתי

* בנטרול פיקדון לז"א המשועבד לטובת הלואה ** גיוס ברוטו בהיקף של כ- 500 מיליון ₪, בניכוי פירעון חוב אג"ח שוטף בטווח של שנה *** לא כולל דיבידנד שנתי, הנאמד בכ- 70 מיליון ₪, מחברת מבני תעשייה

אופק הדירוג

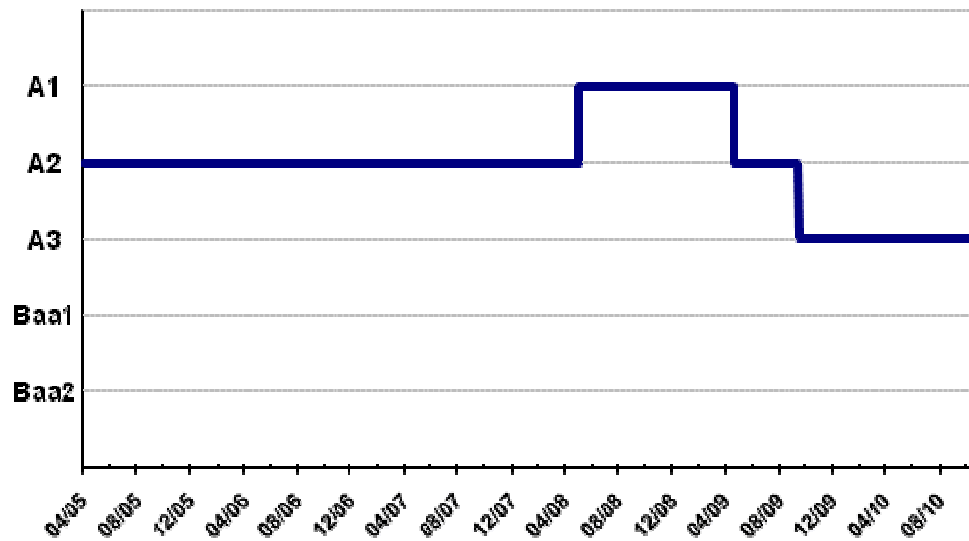
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- הגדלת נזילות באופן משמעותי אל מול צרכי שירות החוב (עומס החוב)
- הקטנת שיעור המינוף באופן משמעותי ושיפור הגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי השלמת עסקת דרבן
- קיטון ביכולת חברות מוחזקות לייצר דיבידנדים
- הידרדרות בפרופיל הפיננסי של כלכלית, בין היתר, באמצעות הגדלת החוב וחלוקת דיבידנד מהחברה 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 ובחו"ל, וכן ברכישת קרקעות לטובת פיתוח פרויקטים משולבים בתחומי מגורים, מלונאות ומסחר בחו"ל.

החזקות החברה בחברות בנות כוללות החזקה בשיעור של כ- 71% בחברת מבני תעשייה הפועלת, בין היתר, בישראל, בקנדה, גרמניה, ארה"ב ובשוויץ, החזקה בשיעור של כ- 29% בחברת מירלנד, הפועלת ברוסיה, וכן החזקה בחברות נוספות הפועלות, בין היתר, במדינות מזרח אירופה ובהודו. החברה מצויה לקראת השלמה רכישת מלוא הבעלות בחברת דרבן תמורת הקצאת מניות. בעל השליטה בחברה הינו מר אליעזר פישמן, אשר מחזיק בכ- 72% מחברה, הן באופן ישיר והן באופן עקיף - באמצעות חברה טיאלסי. למר פישמן החזקות בחברות נוספות, הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחו"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.

© 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 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 (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.