



בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב | פברואר 2016

אנשי קשר:

הדר סגל, אנליסט

hadars@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש צוות בכיר

avib@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל וראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il



בי קומיוניקיישנס בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3.il	דירוג סדרות
------------------	--------	-------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרת החוב (סדרה ב') שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום" או "החברה") מ-A1.il ל-Aa3.il, תוך שמירה על אופק דירוג יציב.

הדירוג חל על סדרות האג"ח כדלקמן:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 30/09/2015 במיליוני ₪	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2016-2019	700	שקלי	6.50%	09/2010	1120872	ב'

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג:

העלאת הדירוג משקפת את השיפור המשמעותי בכרית הנזילות של החברה בעקבות מכירת כ- 4.2% ממניות בזק בהיקף של כ- 982 מיליון ש"ח, ברוטו, וירידה משמעותית בהיקף חוב הפיננסי נטו (בחדש פברואר 2016 מכרה החברה כ- 4.2% ממניות בזק המשועבדות, וירדה מהחזקה מגרעין שליטה של 30% ל- 25%. המזומנים אשר התקבלו מעסקת המכירה הוזרמו לחשבון ה-Lockbox). אלו מתבטאים בשיפור משמעותי ביחסי שירות החוב הבולטים לטובה ביחס לדירוג, יחסי המינוף (LTV- בנוסף לעליית שווי של בזק) ויחסי הכיסוי המורחבים.

נקודת המוצא לדירוג האג"ח בביקום הינה דירוג החוב בנכס הבסיס - בזק, זאת בהתאם למתודולוגיה לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת החזקות, השולטת בחברה תפעולית. הדירוג נתמך בחוסן הפרופיל העסקי והפיננסי של בזק (Aa2.il באופק יציב), קבוצת התקשורת הגדולה והמובילה בישראל ובעלת תשתית התקשורת הרחבה והמתקדמת בישראל. הפער בין דירוג האג"ח של ביקום לבין דירוג האג"ח של בזק מבטא את תוספת סיכון האשראי, הנובעת מנידחות החוב בחברה ביחס לחוב בבזק. בנוסף, נבחנת יכולת שירות החוב בביקום, הנשענת על האחזקה במניות בזק והדיבידנדים הצפויים להתקבל בגינם, תוך התחשבות ביחסי שירות החוב, יחסי הכיסוי התזרימיים, רמת המינוף, הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה.

להערכתנו, למרות שרמת נראות התזרים מבזק פחתה מעט, בעיקר נוכח השפעות אקסוגניות, שיפורטו בהמשך, אנו מעריכים כי בזק תוסיף לייצר רווחים ותזרימים חזקים ולחלק דיבידנד משמעותי בטווח הזמן הקצר והבינוני במידה התומכת ביחסי שירות החוב של החברה, באותו פרק זמן. בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו לגבי היקפי הדיבידנדים הצפויים מבזק וכרית הנזילות פרפורמה למכירת המניות בכל אחת מהרמות, יחסי שירות החוב בביקום צפויים לנוע בזמן הקצר והבינוני בטווח שבין 4.3 ל- 5.7, נתון בולט לטובה לדירוג ואשר ימצא בקיבולת הדירוג גם בתרחישים מחמירים יותר לגבי הסביבה העסקית וביצועי נכס הבסיס.

זאת ועוד, לחברה כרית ביטחון בדמות רמת נזילות בולטת לטובה ובנוסף נדרשת לצבור כרית מזומנים בחשבון Lockbox לאחר שירות החוב השנתי, לפי תנאי האג"ח הבינלאומי, שמהווה כרית ביטחון נוספת לאג"ח המדורג. להערכתנו, לחברה פריסת חוב נוחה באופן יחסי בשנים הקרובות כך שלהערכתנו בידי החברה היכולת לפרוע את התחייבויותיה מפעילותה העסקית ומיתרות הנזילות שבידה בשנים הקרובות ללא צורך במימון מחדש. בנוסף, חל שיפור משמעותי ביחסי המינוף של החברה נוכח עליה משמעותית בשווי השוק של נכס הבסיס וקיטון משמעותי בחוב נטו, כאמור. אלו תרמו לירידה במינוף החברה המתבטא ב-LTV (MTM) על בסיס ספוט של כ- 25.7% הולם לדירוג וביחסי הכיסוי המורחבים הצפויים, אשר צפויים לנוע בטווח שבין 3.5-3.9 והינם סבירים לדירוג.



אופק הדירוג היציב משקף את רמת הנזילות הטובה של החברה ואת הערכתנו ליציבות ביחסי שירות החוב בטווח הזמן הקצר והבינוני.

בקביעת הדירוג נלקחה בחשבון תלותה של החברה האם - אינטרנט גולד קווי זהב (A3.il באופק יציב) בדיבידנדים מביקום. נזילותה של אינטרנט זהב טובה יחסית, אולם יכולת מימוש הכרית מוגבלת. נציין כי, לא חל שינוי בתרחיש הבסיס שלנו להיקפי הדיבידנדים שהחברה תחלק לאינטרנט זהב גם, נוכח מגבלת רווחים ראויים לחלוקה, אולם יכולת חיזוי העודפים קטנה נוכח הצורך בשערוך עסקאות הגנה, שביצעה החברה בגין החוב הבינלאומי.

ביקום סולו מורחב (כולל חברה ייעודית בבעלות מלאה), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	30.09.2014	30.09.2015	
5,064	4,542	4,899	4,731	4,883	סך הנכסים במאזן
4,061	3,874	3,724	3,638	3,499	שווי מאזני השקעות בחברות כלולות
591	129	118	412	301	מזומנים ושווי מזומנים***
403	534	879	677	873	השקעות ז"ק
967	995	961	885	977	הון עצמי
1	43	23	-55	38	מזה: עודפים
4,087	3,402	3,760	3,705	3,696	חוב פיננסי**
953	876	638	638	545	דיבידנד מחברות מוחזקות
-7	-9	-3	-3	-6	רווח (הפסד) תפעולי
-262	-211	-508	-509	-209	(הוצאות) הכנסות מימון, נטו
568	548	502	414	322	חלקה של החברה ברווחי מוחזקות*
22	138	-21	-98	107	רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה

* לאחר הפחתת עודפי עלות מרכישת בזק.

** החוב הפיננסי בנטרול נגזרים בגין עסקאות הגנה

*** כולל דיבידנד לקבל

פירוט גורמי מפתח בדירוג

אחזקת שליטה בבזק בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חזקים

ביקום מחזיקה במניות השליטה בבזק (כ- 26.34% לאחר עסקת מכירת מניות בזק), בשווי SPOT של 6.4 מיליארד ₪, לאחר מכירת 4.18% מהחזקתה בשווי של כ- 982 מיליון ₪, במהלך חודש פברואר 2016. בזק פועלת בענף התקשורת, המוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני, יחסית למוצע הכלל משקי, נוכח תחרות אינטנסיבית ורגולציה כבדה, המעודדת תחרות. בזק הינה החברה המובילה בענף התקשורת בישראל, נתמכת במותג חזק וחולשת על מרבית מגזרי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בכל תחומי הפעילות. פיזור הקווים העסקיים של בזק מקטין את הסיכון העסקי ומפצה על שינויים בהעדפות צרכנים ובתנאי השוק על פני זמן לסגמנטים השונים של ענף התקשורת. לבזק בעלות על תשתית תקשורת ניחת, הפרוסה בכל רחבי ישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח. בנוסף, נהנית בזק מנוכחות דומיננטית בתחום הסלולר, ה- ISP והטלוויזיה הרב ערוצית. תמהיל הפעילות המגוון וגודלה של בזק מאפשרים לה לספוג תמורות אקסוגניות- בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. מיצובה העסקי הגבוה של בזק מתבטא ברווחיות גבוהה, המהווה כרית ביטחון ראשונה כנגד אי הוודאות



בסביבה העסקית ומתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים. להערכתנו, התחרות הגוברת בענף התקשורת, בשילוב עם רפורמות רגולטוריות בכלל הסגמנטים והשחיקה המתמשכת בהכנסות, מהווים אתגר עבור בזק להמשיך ולשמר רווחיות גבוהה. מנגד, קיים לה פוטנציאל משמעותי להתייעלות לאחר כינונו של השוק הסיטונאי ורכישת ייס, בדמות ביטול ההפרדה המבנית, שינוי והסרת כפילויות במבנה הארגוני, ניהול רשת התקשורת ומבנה ההוצאות ויכולת הצעת ערך תחרותית של חבילות משולבות שאינן פריקות. לבזק יכולת השבת רווחים גבוהה, אולם בתרחיש הבסיס שלנו (אשר כולל את ביצועי ייס בתוכו לאחר רכישתה) אנו צופים המשך שחיקה בהכנסות וברווחיות החברה בטווח הזמן הקצר ושיפור הרווחיות בטווח הזמן הבינוני. נראות התזרים של בזק פחתה להערכתנו ובטווח הזמן הקצר והבינוני אנו צופים המשך שחיקה בהיקפו, אם כי החברה צפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים בשנים הקרובות.

נחיתות מבנית ותלות בבזק לצורך שירות החוב

ייעודה של החברה הינו אחזקת מניות השליטה בבזק ועל כן נוצרת תלות בבזק לצורך שירות החוב של החברה, בהעדר פיזור וגיוון מקורות תזרימיים, כאשר מבנה האחזקות יוצר סדר קדימויות לטובת התחייבויותיה של בזק על פני חובה של החברה.

ביקום מחזיקה בבעלות מלאה בחברה ייעודית SP2 המחזיקה היא במרבית מניות בזק, אשר משועבדות (25.83%) לטובת האג"ח הבינלאומי שהנפיקה SP2 ("האג"ח הבינלאומי"). למרות שמבנה זה יוצר נחיתות מבנית לחוב המדורג לעומת האג"ח הבינלאומי, נחיתות זו אין השפעה אפקטיבית על שירות החוב בביקום סולו באופן שוטף, שכן מבחינה תזרימית החוב המדורג נהנה ממנגנון ה-Lockbox (ראה להלן) אשר מעגן צבירת כרית מזומנים מהדיבידנד מבזק גם עבור אגרות החוב המדורגות ואינו מציב מגבלות, או קובננטים, המהווים תנאי לשירות השוטף של חוב זה. מעבר לכך, וכפי שיוצג בהמשך, נהנית ביקום (סולו) מעודפי מזומנים גבוהים ובלתי משועבדים.

שיפור ביחסי שירות החוב הצפויים אשר בולטים לטובה

בדומה להערכתנו ממועד המעקב הקודם, תרחיש הבסיס שלנו לוקח בחשבון המשך חלוקת דיבידנד של 100% מבזק בטווח הזמן הקצר והבינוני, בהתאם למדיניותה המוצהרת, אותה היא מיישמת מזה מספר שנים. בטווח הזמן הקצר והבינוני אנו מעריכים כי היקף הדיבידנדים הכולל שבזק תחלק ינועו בטווח שבין 1.5 ל- 1.6 מיליארד ₪ בשנה, כתלות בביטול ההפרדה המבנית. שירות החוב השנתי של החוב המדורג מעוגן במסגרת מנגנון Lockbox, שנקבע בתנאי שטר הנאמנות של האג"ח הבינלאומי¹, כאמור. מהלך זה מאפשר בתרחיש הבסיס שלנו פירעון מלא של החוב המדורג ללא צורך במחזור ומקטין משמעותית את התלות בשוויה של בזק. נציין כי, גם בתרחישים מחמירים יותר שערכה מידרוג לגבי היקף הדיבידנדים מבזק לא צפויה החברה להידרש למחזור חוב לצורך שירות החוב המדורג. בנוסף, כל תמורת מכירת מניות בזק, זרמה לחשבון ה-Lockbox ועיבתה משמעותית את כרית הנזילות ביחס לחוב המדורג. מידרוג מניחה, בתרחיש הבסיס, כי למרות שהחברה מחויבת להציע פדיון מוקדם (בפארי) של חלק מהחוב הבינלאומי באותו היקף של מכירת המניות, הסתברות המחזיקים להיענות להצעה נמוכה יחסית (האיגרת נסחרת במחיר גבוה יותר). כך שחלק משמעותי מכרית הנזילות הנוספת צפויה לתמוך בשירות החוב המקומי. נציין כי גם בתרחיש שמחזיקי האג"ח הבינלאומי יענו להצעה ויפדו חלק מהחוב הבינלאומי עומס תשלומי הריבית השנתית בגין האג"ח הבינלאומי יפחת ויחסי שירות החוב השנתיים ישתפרו.

¹ פירוט מנגנון ה-Lockbox ניתן למצוא בדוח דירוג של ביקום ממרץ 2014, באתר מידרוג.



תחזית הדיבידנדים של מידרוג לבזק ויתרות הנזילות בכל אחת מהרמות בחברה תומכים ביחסי שירות החוב של ביקום, אשר הינם בולטים לטובה יחסית לדירוג. כך, אנו מעריכים בתרחיש הבסיס שלנו, כי יחס שירות החוב (DSCR), כולל יתרות המזומנים בכל הרמות, ישתפר וינוע בטווח הזמן הבינוני (בטווח שבין 4.3 ל- 5.7. וישמר ברמה זו לאורך כל חיי האג"ח המדורג כתוצאה מעיבוי משמעותי של כרית הנזילות, בתרחיש הבסיס של מידרוג, כאמור.

שיפור משמעותי במינוף הפיננסי וביחסי הכיסוי המורחבים

החברה הקטינה משמעותית את היקף החוב הפיננסי נטו, פרופורמה לעסקת מכירת 4.2% ממניות בזק, כך שהיקף החוב נטו עומד על כ- 1,575 מיליון ₪ לאחר העסקה. רמת המינוף (חוב ברוטו בניכוי כרית המזומנים ב-Lockbox לשווי החזקות (MTM) ונכסים נזילים בביקום סולו) בביקום השתפרה משמעותית בעיקר נוכח עליה בשווי מניית בזק (כ- 40% במהלך שנת 2015) וכספים שנבעו ממכירת מניות בזק ועברו ישירות לחשבון ה-Lockbox. פרופורמה לעסקת המכירה יחס המינוף עמד על כ- 28.8%, ההולם לדירוג החדש. להערכתנו המינוף אינו צפוי להשתפר מהותית בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח פירעון קרן נמוך יחסית בשנים הקרובות, כאשר עיקר החוב בביקום צפוי להיפרע לאחר פירעון מלא של החוב המדורג. המינוף נבחן תחת מספר תרחישים וסימולציות (מונטה קרלו) לגבי שווי השוק של בזק, המגלמים יחס מינוף (LTV) סולו מורחב, שנע בטווח שבין 29% ל-43%, בתרחיש הבסיס שלנו איננו מניחים צורכי מחזור חוב בטווח הזמן הנראה לעין, ומכאן שיש בכך למתן את סיכון השוק בשוויה של בזק.

לפי תרחיש הבסיס שלנו לגבי יכולת ייצור התזרימים בבזק² בטווח הזמן הבינוני, יחס הכיסוי המורחב חוב נטו ל-EBITDA, צפוי להשתפר יחסית לתחזית הקודמת ויעמוד בטווח שבין 3.9 ל- 3.5 בטווח זמן זה. יחסי כיסוי החוב המורחבים סבירים יחסית לרמת הדירוג ומושפעים מהיקפי התזרימים החזקים, יתרות נזילות מהותיות, אולם גם מרמת החוב הגבוהה בכל הרמות.

מרבית מניות החברה בבזק וחשבון ה-Lockbox משועבדים לטובת האג"ח הבינלאומי ביחס מינוף, המוערך על ידינו, בכ- 25.4% ברמת SP2 (על בסיס שווי השוק הנוכחי של בזק). לחברה מרכיב קטן של מניות חופשיות משעבוד, אשר מוחזק על ידי ביקום סולו ותומך אף הוא בגמישות הפיננסית של החברה. בנוסף, לחברה אין מסגרות אשראי פנויות. לחברה אין אמות מידה פיננסיות.

שיפור משמעותי בנזילות אשר בולטת לטובה

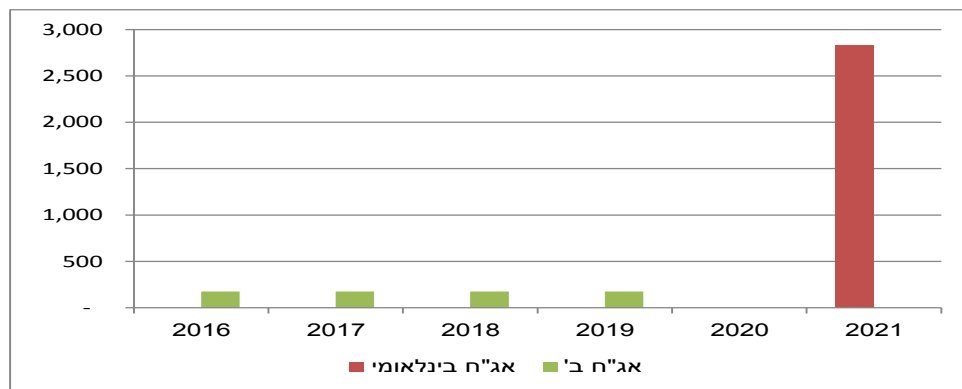
לחברה נזילות בולטת לטובה פרופורמה למכירה, הנסמכת על נכסים נזילים בהיקף של כ- 1.8 מיליארד ₪ סולו מורחב, מתוך כך כ- 1.4 מיליארד ₪ מצויים ב- SP2 בחשבון ה-Lockbox והיתרה בביקום סולו. היתרות הנזילות הכוללות מהוות כ- 57.5% מהיקף החוב הכולל וכ- 250% מהחוב המדורג. להערכת מידרוג, היקף הנכסים הנזילים יאפשר לחברה לשרת את חובה (ריבית וקרן) בטווח הזמן הקצר והבינוני גם ללא דיבידנד מבזק. תיק ני"ע של החברה מנוהל בצורה שמרנית יחסית ע"י ועדת השקעות, אשר מבוקרת אחת לרבעון ע"י ועדת הביקורת של החברה. התיק מפוזר וסולידי ומידרוג מצפה שהחברה תמשיך לנהל את התיק בצורה שמרנית יחסית. כמו גם אגרות חוב דולריות שרכשה החברה ברמת SP2 ומניות נוספות של בזק שתוכל בעתיד החברה לממש על מנת ולהוריד את שיעור האחזקה שלה בבזק עד ל 25% בלבד שהינו הרף התחתון של ההיתר. בנוסף, כרית הנזילות הנוכחית בחשבון ה-Lockbox והערכתנו לקצב הצבירה שלה קדימה תומכות ביכולת שירות החוב, כאמור.

² ראה דוח מעקב של בזק מספטמבר 2015 באתר מידרוג.

נזילות טובה יחסית של החברה האם - אינטרנט זהב, אולם צורכי המזומנים שלה לאורך זמן נותרו משמעותיים

לחברה האם אינטרנט זהב (A3.il) תלות בדיבידנד מביקום לצורך שירות חובותיה, כאשר כל יתרת המזומנים בביקום סולו בהיקף של כ- 408 מיליון ₪ צפויה לעלות בטווח הזמן הקצר והבינוני לבעלי המניות. פוטנציאל העלאת הדיבידנד מביקום השתפר להערכתנו, מכיוון שב- 8 הרבעונים האחרונים הכוללים בתוכם את רבעון ראשון 2016 לחברה צפוי רווח נקי מצטבר חיובי נטו מדיבידנד שחולק בהיקף שבין 160-190 מיליון ₪. זאת לאחר יציאת רבעון ראשון 2014 בו לחברה היה הפסד נקי בהיקף של 203 מיליון ₪. בתרחיש הבסיס שלנו תחלק החברה דיבידנד בהיקף שישמר בחברה יתרות נזילות מהותיות בטווח הזמן הבינוני. לאינטרנט זהב יתרות נזילות בסך של כ- 330 מ' ₪, נכון לפברואר 2016, המאפשרות לה לשרת את התחייבויותיה ללא דיבידנדים בטווח הזמן הקצר. להערכתנו, החברה האם סובלת מגמישות פיננסית חלשה יותר מזו של ביקום, בין השאר, נוכח נחיתות מבנית, נכס בסיס תנודתי יותר, רמת מינוף גבוהה יותר וסחירות נמוכה של החוב, היוצרת תלות בדיבידנד עתידי מביקום לצורך שירות חובותיה.

ביקום (סולו): לוח סילוקין לפירעון החוב הפיננסי



אופק הדירוג

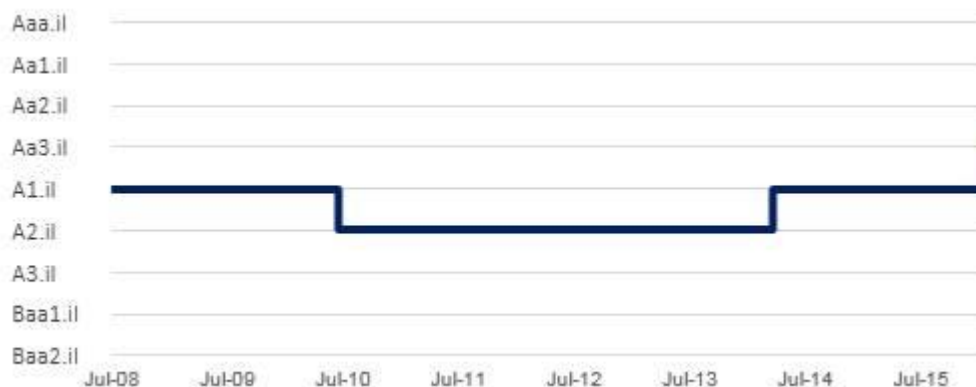
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- פגיעה ביחסי הכיסוי המורחבים וביחסי שירות החוב של החברה כתוצאה בין השאר מהחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של בזק, שתפגע בתזרימי הדיבידנדים ממנה
- ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה, לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה

אודות החברה

בי קומיוניקיישנס הינה חברת אחזקות ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובנאסד"ק. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-26.34% בהון המניות של בזק, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. ברבעון השני של 2010 השלימה ביקום את רכישת השליטה בבזק, לאחר מכירת פעילות התקשורת של 102 סמייל. בעלת השליטה בביקום היא אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ, המחזיקה בכ-64.8% מהון המניות של ביקום. בעל השליטה באינטרנט זהב הינו מר שאול אלוביץ, המחזיק, באמצעות יורקום תקשורת שבשליטתו, החזקה אפקטיבית של כ-65% מהון המניות של אינטרנט זהב. ביקום מחולקת לשתי רמות (טראנזיטים) חברת צינור - SPC2 - ברמה זו ממוקם החוב הבינלאומי אליו משועבדות מרבית מניות בזק וחשבון ה-Lockbox. ביקום סולו- ברמה זו ממוקם האג"ח המקומי, כרית נזילות חופשית ו-0.51% ממניות בזק.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [ביקום- דוח מעקב \(ינואר 2015\)](#)
- [ביקום- דוח מעקב \(מרץ 2014\)](#)
- [בזק- דוח מעקב \(דצמבר 2014\)](#)
- [אינטרנט זהב- דוח מעקב \(ינואר 2015\)](#)

תאריך דוח: 09.02.2016

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 פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aaa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	Aa.il
מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוטת של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.	A.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.	Baa.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.	Ba.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.	B.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.	Caa.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.	Ca.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.	C.il

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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום³, בקרות שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

³ להגדרת חוב פגום הנכס מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, 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 ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, 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 בעבר. 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 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 ינקוט זהירות ראויה ויבצע את 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 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 בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה 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 לגביו 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 אמינים, 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 אמינים, 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.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, גם אם נמסרה להם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשות נזק או הפסד כאמור לעיל, לרבות אך לא רק, בגין: (א) כל אבדן רווחים בהווה או בעתיד; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מכך שהמכשיר הפיננסי הרלוונטי לא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה החוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה בשליטתם ובין אם לאו.

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.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה, יש לפנות לעמודים הרלוונטיים באתר האינטרנט של מידרוג, שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>.

למידע נוסף על נהלי הדירוג של מידרוג או על ועדת הדירוג שלה, הנכם מופנים לעמודים הרלוונטיים באתר מידרוג.