



ישרם חברה להשקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג ו דצמבר 2015

1

אנשי קשר:

גבריאל דרנוב - אנליסט בכיר
gabrieled@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות בכיר
eylong@midroog.co.il

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

ישרס חברה להשקעות בע"מ

| דירוג סדרות (Issue) | A1.il | אופק דירוג: יציב |
|---------------------|-------|------------------|
|---------------------|-------|------------------|

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1.il באופק יציב לסדרות האג"ח ו', יא', יב', יג' ו-יד' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת "ישרס חברה להשקעות בע"מ" (להלן: "ישרס" או "החברה"). כמו כן, מידרוג מאשרת דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבה של סדרות קיימות, בסכום של עד 150 מיליון ש"ח, אשר תשמש להשקעות, מחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29/12/15. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

| סדרת אג"ח | מספר ני"ע | מועד ההנפקה המקורי | תנאי הצמדה | שיעור ריבית שנתי | יתרת אג"ח ליום 30.09.2015 * ש"ח | יתרת שנות פירעון האג"ח |
|-----------|-----------|--------------------|------------|------------------|------------------------------------|------------------------|
| ו' | 6130124 | אפר-11 | מודד | 4.8% | 147 | 2016-2017 |
| יא' | 6130165 | ינו-13 | לא צמוד | 7.2% | 330 | 2015-2020 |
| יב' ** | 6130173 | פבר-13 | מודד | 4.43% | 339 | 2015-2019 |
| יג' | 6130181 | נוב-13 | מודד | 3.48% | 276 | 2015-2023 |
| יד' | 6130181 | יול-15 | לא צמוד | 5.05% | 106 | 2016-2027 |

1,198

סה"כ:

* עד סוף שנת 2015 החברה תפרע כ-64 מ' ש"ח בגין סדרות יא', יב' ו-יג'. לאחר תאריך המאזן החברה הרחיבה את אג"ח יד' בכ-115 מיליון ש"ח ע"ג. ** לטובת סדרה יב' משועבדות חלק ממניות חברת "עוגן נדל"ן מניב בע"מ" שבבעלותה (במישרין ובעקיפין).

הדירוג נתמך בתיק נכסים מניבים איכותי, בהיקף משמעותי, אשר מצוי במגמת גידול הבאה לידי ביטוי בצמיחת התזרים הפרמננטי מהנכסים לאורך זמן. כך לדוגמה, היקף ה-NOI לשנת 2015 (בגילום שנתי) עומד על כ-268 מ' ש"ח וזאת בהשוואה לכ-256 מ' ש"ח בשנת 2014 וכ-240 מ' ש"ח בשנת 2013. להערכת מידרוג מגמת צמיחה זו תורמת לנראות ההכנסות תוך הורדת מידת החשיפה לתוצאות פעילות המגורים. החברה פועלת להמשך הגידול ע"י הקמת נכסים מניבים נוספים. בתוך כך, החברה נמצאת בשלבי ההקמה האחרונים של נכס מניב נוסף בחולון (בצמוד לנכס הקיים), כאשר רוב השטחים מושכרים מראש לשוכר איכותי ולזמן ארוך. אכלוס הנכס צפוי להתרחש בחודשים הראשונים של שנת 2016, באופן שיביא לידי גידול בתזרים מהנכסים המניבים כבר בטווח הקצר. בטווח הבינוני, החברה צפויה להשלים את הקמתם של שני נכסים מניבים נוספים (ברחובות ובירושלים) שיביאו לגידול משמעותי נוסף בבסיס ההכנסות של החברה (אם כי להערכת מידרוג הדבר יבוא לידי ביטוי בשנים 2018-2019); בהשלמת רכישת יתרת המניות (כ-13%) בחברת הבת "עוגן נדל"ן מניב בע"מ" (להלן "עוגן") וכתוצאה מכך בהגדלת חלקה בתזרים מעוגן, באופן שתומך בחיזוק התזרים הפרמננטי של החברה; בפיזור מקורות הכנסה הבולטים לחיוב. לחברה מספר רב של שוכרים ואין שוכר מהותי (שלושת השוכרים המהותיים יחדיו תורמים פחות מ-15% מהכנסות החברה מנכסים מניבים). נציין גם כי התפלגות סיום מועד חוזי השכירות סבירה בחלק מהנכסים, אך פעולות חידוש חוזים תידרשנה במהלך השנתיים הקרובות; ביחסי האיתנות והיקף ההון עצמי ההולמים את רמת הדירוג. ליום הדוחות הכספיים, היקף ההון העצמי וזכויות המיעוט של החברה עומד על כ-1.6 מיליארד



ש ויחס החוב ל-Cap נטו עומד על כ-57%. נציין לחיוב כי החברה מראה שיפור בנתוני האיתנות, כבר תקופה ארוכה, הבאה לידי ביטוי בגידול עקבי בהיקף ההון העצמי. כמו כן, הדוחות הכספיים אינם משקפים את הנפקת ההון שבוצעה בחודש נובמבר 2015, שהביאה לגידול נוסף של כ-78 מ' ש וכן השלמת מימוש נכס בבני ברק ברווח לפני מס של כ-60 מיליון ש; במגוון המקורות לשירות חוב האג"ח שכוללים, בין היתר, את יתרת הנזילות, מסגרות האשראי הלא מנוצלות, התזרים הפרמננטי ונגישות החברה למקורות מימון חיצוניים. מנגד, המרכיב היזמי שכולל ייזום מגורים, ייזום משרדים והחזקה בקרקעות משפיע לעיתים על יציבות יחסי הכיסוי ומשליך לשלילה על פרופיל הסיכון. בהקשר זה נציין כי הגידול בשנים האחרונות בבסיס ההכנסות מממן סיכון זה; בגמישות פיננסית סבירה בשל היקף משמעותי של נכסי נדל"ן לא משועבדים, אולם מרבית נכסים אלו אינם נכסים מניבים. יחד עם זאת, נכסיה המניבים של החברה משועבדים ברמות LTV נמוכות, באופן התומך ברמת הגמישות הפיננסית במידה מסוימת.

יש לציין כי למרות שלטובת סדרה יב' ישנה בטוחה, בשל מאפייני הבטוחה (מניות של חברה פרטית) ולאור הדירוג הגבוה של החברה, לא ניתנת עדיפות לדירוג הסדרה.

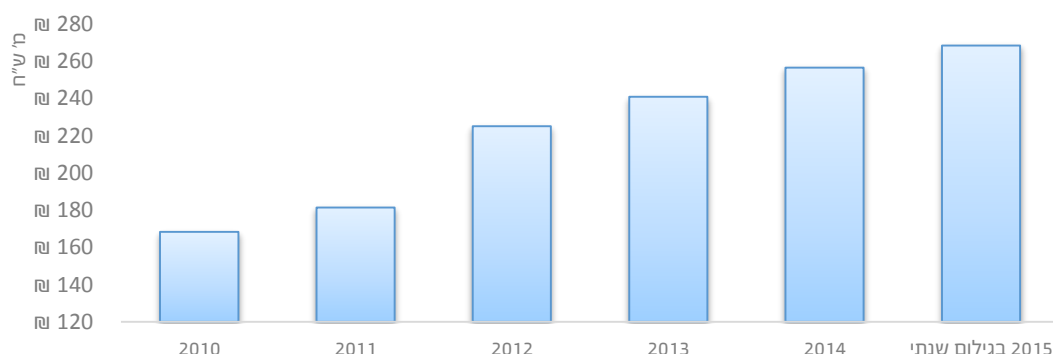
פירוט גורמי מפתח

מצבת נכסים מניבים משמעותית המצויה בצמיחה מחזקת את נראות התזרים ואת יכולת שירות החוב; נכס מניב בשלבי הקמה סופיים בחולון והתקדמות בהקמת נכסים מניבים נוספים, תומכים בגידול התזרים בטווח הבינוני ארוך.

לחברה מצבת נכסים מניבים המתאפיינת בפיזור שוכרים טוב, מגוון שימושים ובהיקף משמעותי. כך למשל, לחברה בעלות על נכסי נדל"ן מסוגים שונים, כדוגמת פארקים טכנולוגיים, משרדים, שטחי מסחר ותעשייה. מצבת הנכסים המניבים של החברה נמצאת בצמיחה משמעותית באופן עקבי במהלך השנים האחרונות. כך לדוגמה, ה-NOI עומד על כ-268 מ' ש (בגילום שנתי של תשעת החודשים הראשונים) ומציג גידול שנתי ממוצע של כ-10% (CAGR) ביחס לנתוני 2011. יצוין כי בתקופה זו החברה הגדילה את מספר הנכסים המניבים ופעלה להשבחה של נכסים קיימים, כגון הגנים הטכנולוגיים ומתחם הר חוצבים, בניית קומות נוספות ואכלוס בנכס ברמת החייל, אכלוס מגדל המשרדים ברחובות והמשך אכלוס "פארק עוגן" בנתניה.

3

מגמות ב- NOI בין השנים 2010-2015



להערכת מידרוג, למרות הצפי להשלמת מכירת מרכז מסחרי בחיפה ונכס מניב בבני ברק, אשר מניב כ-7 מ' ש בשנה (ראו הרחבה בהמשך), פעולות החברה להקמת נכסים מניבים תמשיך את מגמת צמיחת ההכנסות מנכסים מניבים. נציין כי החברה פועלת להקמת נכסים מניבים נוספים אשר יתרמו להמשך הצמיחה בחברה. השלמתו ואכלוסו של הנכס



בחולון צפוי להתרחש במהלך החודשים הראשונים של 2016 ובהתאם לחוזה חתום עם חברת בת בקבוצת "אלביט מערכות" יניב NOI של כ-14 מ' ש בשנה. בטווח הבינוני-ארוך, נכסים מניבים נוספים צפויים לקום, ביניהם נכס בפארק וייצמן ברחובות (בצמוד למבנים הקיימים) ונכס נוסף במתחם הגנים הטכנולוגיים בירושלים. השלמת הביצוע ותחילת ההנבה של פרויקטים אלו צפויים להביא לגידול בתזרים של כ-34-37 מ' ש, באופן הדרגתי. יצוין כי החברה טרם חתמה על השכרת שטחים מראש בשני נכסים אלו כך שהמרכיב הספקולטיבי בייזום עדין משליך לשלילה על פרופיל הסיכון. מנגד, מיקום הנכסים בצמוד לפרויקטים קיימים של החברה יחד עם ותק החברה וה-Track Record בייזום, אכלוס ותפעול נכסים מניבים ממתנים, במידה מסוימת, סיכון זה. בהתחשב בהיקף, בפיזור ואיכות תיק הנכסים והצמיחה הצפויה, לצד ה-Track record בהשבה ופיתוח נכסים, מידרוג רואה במאפיינים אלו גורמים המשליכים לחיוב על נראות ההכנסות ופרופיל הסיכון בחברה.

יחסי איתנות והיקף הון עצמי משמעותי הולמים את רמת הדירוג ומשליכים לחיוב על הפרופיל הפיננסי;

לחברה הון עצמי וזכויות מיעוט בהיקף של כ-1.6 מיליארד ש"ח ויחס חוב ל-Cap נטו של כ-57%. ביחס לסוף שנת 2014 הנתונים משקפים שחיקה קלה הנובעת מרכישת חלקם של המיעוט בעוגן (ההון העצמי של החברה עלה בתקופה זאת בכ-50 מ' ש). נתונים אלו משקפים את השיפור בנתוני האיתנות שהחברה מציגה לאורך השנים (כך למשל היקף ההון וזכויות מיעוט העצמי בשנת 2011 עמד על 1.32 מיליארד ש"ח ויחס חוב ל-Cap נטו על כ-59%). כמו כן, נתוני האיתנות אינם משקפים את גיוס ההון בהיקף של כ-78 מ' ש שבוצע לאחר תאריך המאזן כחלק ממהלך אסטרטגי בחברה להגדלת שיעור החזקת הציבור כתנאי להיכנס למדדי מניות מובילים. בנוסף, החברה צפויה לרשום רווח לפני מס של כ-60 מ' ש בגין מכירת נכס מניב בבני ברק (לא כולל סכום נוסף של כ-13.9 מ' ש ששילם הרוכש בגין דחיית מועד התשלום) ורווח לאחר מס בהיקף של כ-8 מיליון ש"ח בגין מימוש מרכז מסחרי בחיפה. בנוסף, לחברה מלאי קרקעות נרחב הרשום בחלקו לפי מחיר היסטורי, ועל כן אינו משקף באופן מלא את השווי ההוגן של המקרקעין. ככל שהחברה תפעל למימושן ייתכנו רווחים נוספים שישפיעו באופן חיובי על היקף ההון העצמי ויחסי האיתנות.

הגדלת המרכיב המניב בפעילות החברה מביאה לשיפור בתמהיל התזרים מפעילות באופן המשליך לחיוב על יחסי הכיסוי; פעילות המגורים תורמת לפיזור מקורות החברה, אך לעיתים גורמת לתנודתיות ביחסי הכיסוי.

יחס חוב ל-FFO נטו בשנים האחרונות עומד בטווח של 20-24 שנים. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי של החברה צפויים להשתפר, במידה מסוימת, בטווח הקצר עם האכלוס של הנכס בחולון והמשך הפעולות לאכלוס שטחים פנויים. בטווח הבינוני-ארוך, החברה צפויה להשלים את הקמתם של נכסים מניבים נוספים באופן שיסמור על יחסי כיסוי הולמים גם בעתיד ולהגדיל את היקף ה-FFO. יחד עם זאת, ייתכנו תקופות של תנודתיות ביחסי הכיסוי בשל אופיו של מגזר המגורים ותנאי ההכרה בהכנסה. לחברה מלאי של כ-46 יח"ד. כאשר רוב המלאי מיוחס לדירות "יוקרה" בירושלים ועל כן קצב המכירות בגין איטי יחסית. בנוסף, לחברה פרויקטים בביצוע בנהריה, בגבעת שמואל ובחיפה הכוללים יחד מעל 300 יח"ד (חלק חברה). כמו כן, בכוונת החברה לפעול לייזום פרויקט בירושלים לבניית מעל 200 יח"ד (החברה פועלת להגדלת זכויות הבניה בירושלים. סביר כי הפרויקט יחולק למספר שלבים). יצוין כי הרווח מפרויקטים יזמיים נתון לתנודתיות, אך בטווח הקצר-בינוני פעילות זו צפויה להמשיך ולתמוך ברווחיות החברה.

לחברה מגוון מקורות אשר תומכים ביכולת שירות החוב; הגדלת היקף המניות במסחר משפרת את הנגישות לשוק ההון

ליום 30/09/2015 לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ-182 מיליון ₪ ומסגרות אשראי חתומות ולא מנוצלות בהיקף של כ-128 מיליון ₪ (כנגדן משועבדים נכסים). יצוין כי נתונים אלו אינם משקפים אירועים שבוצעו לאחר תאריך הדוחות כגון, גיוס הון בהיקף של כ-78 מ' ₪ וגיוס אג"ח נטו מפירעונות בהיקף של כ-40 מ' ₪. הפירעונות לשנים 2016 ו-2017 עומדים כ-173 ו-194 מ' ₪, בהתאמה (כולל הרחבת סדרה יד' שבוצעה לאחר תאריך הדו"ח הכספי וטרם גיוס האג"ח הנוסף המתוכנן). מלבד הנזילות ומסגרות האשראי, לחברה מקורות נוספים לשירות החוב הכוללים את התזרים הפרמננטי של החברה, תזרים ממלאי הדירות למכירה, נגישות טובה לשווקי מימון וגמישות פיננסית. בהקשר זה נציין כי הגידול בהיקף המניות הסחירות של החברה משפרת את נגישותה לשווק האקוויטי כמקור מימון נוסף. כמו כן, גמישות החברה נובעת בעיקר מנכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף משמעותי, אולם מרביתם אינם נכסים מניבים. נכסיה המניבים של החברה משועבדים ברמות LTV נמוכות באופן התומך ברמת הגמישות הפיננסית וביכולת מחזור החוב הבנקאי. לחברה מספר הלוואות שמגיעות לפירעון בתקופה הקצרה (בעיקר דרך עוגן) שעם מחזורן צפוי להתקבל תזרים נוסף. בהתחשב באמור, מידרוג מעריכה כי לחברה יכולת טובה לשירות החוב בעתיד הנראה לעין.

לוח פירעונות אג"ח ליום 30.09.2015 במ' ש"ח



* טרם הרחבת סדרה יד' לאחר תאריך המאזן וטרם הגיוס הצפוי

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

| 31.12.2012 | 31.12.2013 | 30.9.2014 | 31.12.2014 | 30.09.2015 | נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪ |
|------------|------------|-----------|------------|------------|---|
| 225,073 | 240,828 | 187,560 | 256,476 | 201,271 | NOI |
| 76,584 | 52,339 | 39,045 | 44,006 | 22,581 | רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות |
| -13,247 | 4,631 | -13,438 | -17,807 | 2,678 | רווח (הפסד) גולמי מפעילות ארנסון |
| 288,410 | 297,798 | 213,167 | 282,675 | 226,530 | סה"כ רווח גולמי |
| 240,280 | 252,405 | 182,233 | 241,514 | 199,403 | EBITDA (בנטרול שערכים) |
| 50,607 | 66,659 | 50,457 | 135,717 | -64 | שינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה |
| 107,743 | 158,943 | 99,550 | 191,099 | 91,659 | רווח נקי |
| 2,590,389 | 2,683,025 | 2,696,682 | 2,886,567 | 2,930,764 | חוב פיננסי |
| 107,657 | 61,371 | 92,250 | 236,048 | 181,572 | יתרות נדילות |
| 75,353 | 47,051 | 2,595 | 21,144 | 10,005 | פקדונות כנגד הלוואות* |
| 2,407,379 | 2,574,603 | 2,601,837 | 2,629,375 | 2,739,187 | חוב פיננסי נטו |
| 4,313,591 | 4,567,229 | 4,698,822 | 4,970,086 | 4,993,025 | Cap |
| 4,130,581 | 4,458,807 | 4,603,977 | 4,712,894 | 4,801,448 | Cap נטו |
| 1,202,491 | 1,320,630 | 1,389,931 | 1,445,295 | 1,497,078 | הון עצמי |
| 1,390,153 | 1,498,154 | 1,583,400 | 1,658,324 | 1,616,606 | הון עצמי וזכויות מיעוט |
| 4,649,993 | 4,812,446 | 4,954,717 | 5,261,317 | 5,307,875 | סך מאזן בנטרול מקדמות |
| 29.9% | 31.1% | 32.0% | 31.5% | 30.5% | הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן בנטרול מקדמות |
| 60.1% | 58.7% | 57.4% | 58.1% | 58.7% | חוב ל-Cap |
| 58.3% | 57.7% | 56.5% | 55.8% | 57.0% | חוב נטו ל-Cap נטו |
| 102,221 | 133,555 | 92,171 | 135,583 | 104,462 | FFO מתואם ** |
| 25 | 20 | 22 | 21 | 21 | חוב ל- FFO מותאם בגילום שנתי |
| 24 | 19 | 21 | 19 | 20 | חוב נטו ל- FFO מותאם בגילום שנתי |
| 10.0 | 10.2 | 10.7 | 10.9 | 10.3 | חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערכים |
| 2.0 | 1.9 | 2.4 | 2.0 | 2.8 | EBITDA/תשלומי ריבית, נטו |
| 115,468 | 128,924 | 105,609 | 153,390 | 101,784 | FFO ** ללא רווח (הפסד) גולמי מארנסון |
| 21 | 20 | 18 | 17 | 20 | חוב נטו ל- FFO ** ללא רווח גולמי מארנסון |

* כולל פקדון בגין אגריפס בשנים 2012-2013 ** מתואם לדיבידנדים והחזר הלוואות בעלים בגין הפרויקט ברמת הנשיא, המטופל לפי השווי המאזני וייחוס מס בגין שנים קודמות.

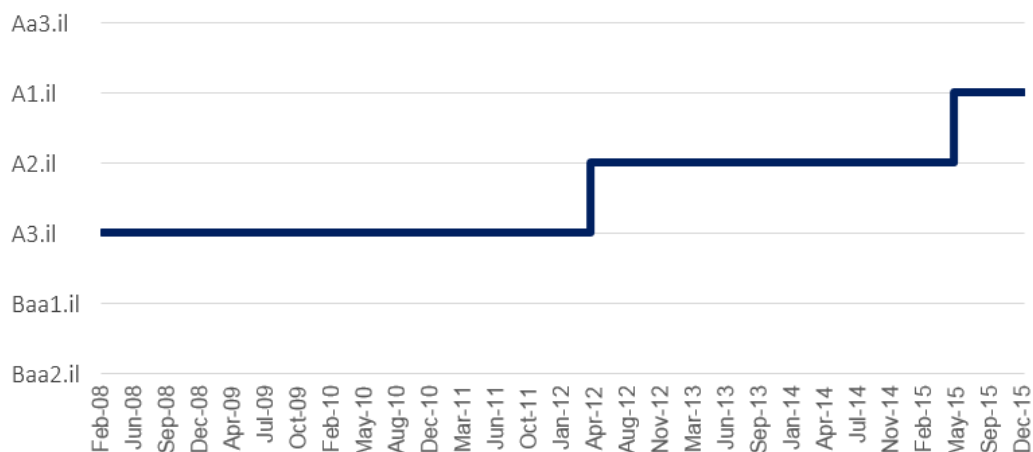
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- גידול בהיקף הפעילות תוך שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי ויחסי האיתנות.
- אכלוס של נכסים בעלי שיעורי תפוסה נמוכים.
- קיטון בשיעור הייזום בתיק הנכסים של החברה.
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילותה של החברה.
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי.
- הרעה משמעותית במגזרי הפעילות העיקריים של החברה.

היסטוריית דירוג



אודות החברה

- ישרם חברה להשקעות בע"מ הינה מהחברות הציבוריות הוותיקות בישראל, תחומי פעילותה העיקריים הינם:
- נדל"ן מניב - ייזום, תכנון והקמת פרויקטים להשכרה בישראל, המיועדים לחברות בתעשיות עתירות ידע, למסחר ולשירותים וכן רכישה, פיתוח, ניהול והפעלת נכסים מניבים אחרים, לרבות בית דיור מוגן.
 - נדל"ן למגורים ולמכירה - ייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים בישראל, בעיקר לבנייה למגורים וכן למסחר ולמשרדים, בין היתר, באמצעות חברת רסקו. בנוסף, לקבוצה קרקע ברוסיה המוחזקת ע"י חברת רסקו מגורים.
 - לחברה יתרת פעילות לא מהותית בתהליכי סגירה בתחום הבניה והתשתיות המבוצעת באמצעות א.ארנסון בע"מ, שהינה חברה בת של רסקו מגורים.
 - בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ערד השקעות ופיתוח תעשייה בע"מ, הנשלטת על ידי מר שלמה איזנברג ויורשי שפיצר. בנוסף, למר איזנברג החזקות ישירות בחברה.

מחקרים מתודולוגיים

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012.

[מתודולוגיה לדירוג תאגידים לא-פיננסיים](#) - ספטמבר 2015.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

דוח קודם: 26 באוקטובר 2015

תאריך הדוח: 29 בדצמבר 2015

| | |
|--|--|
| 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 בציוד, 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. | |

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

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 שאלה 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 לפגום¹, 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.

¹ 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 באתר זה ובמסמכים המופיעים בו, 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 בכלל. 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 מהווים 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 וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל 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 הדיון החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי 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 לתקן את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

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.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.