

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב שנתי | אוקטובר 2011

1

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

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

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A1	דירוג סדרות
-------------------	----	-------------

בחודש אוגוסט 2011 הכניסה מידרוג את דירוג אגרות החוב שהנפיקה חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") לרשימת מעקב עם השלכות שליליות, על רקע העלייה ברמת המינוף של דסק"ש וכן על רקע עלייה בסיכון הפיננסי של אחזקת הליבה כור תעשיות, שהשפיעה לשלילה על הפרופיל הפיננסי של החברה. בהמשך לכך, מודיעה מידרוג על הורדת דירוג אגרות החוב של דסק"ש מ-Aa3 ל-A1, תוך הסרת הדירוג מרשימת המעקב והצבת אופק הדירוג השלילי.

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה דסק"ש לגביהן חל הדירוג:

שנות פירעון קרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח	הצמדה	ריבית נקובה	מספר ני"ע	סדרה
2008-2012	215	מדד	4.30%	6390140	ג'
2012-2016	2,350	מדד	5.00%	6390157	ד'
2017-2025	1,463	מדד	4.95%	6390207	ו'
2012-2016	39	שקלי	6.35%	6390215	ז'
2014-2019	218	מדד	4.45%	6390223	ח'
2010-2018	1,111	שקלי	6.70%	6390249	ט'

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מהשחיקה במיצוב העסקי והפיננסי של אחזקות הליבה של דסק"ש ובהן, כור¹, סלקום ושופרסל, וכן נוכח עלייה מתמשכת ברמת המינוף של החברה, בעיקר על רקע שחיקת שווי האחזקות. הירידה החדה בשווי מניות קרדיט סוויס המוחזקות על ידי כור היוותה גורם עיקרי בירידה שווי האחזקות של דסק"ש ובעליית המינוף. הנחת העבודה בקביעת הדירוג היא כי עסקת מכתשים אגן-כמצ"ינה, באמצעות כור, המתוכננת לסוף אוקטובר 2011 תושלם במועדה. השלמת העסקה צפויה לשפר במידה ניכרת את נזילותה ואת גמישותה הפיננסית של כור, ולהשפיע לחיוב גם על מיצובה הפיננסי של דסק"ש. עם זאת אנו מעריכים כי לאורך זמן רמת המינוף של החברה תיוותר גבוהה יחסית לנדרש בדירוג הקודם. כמו כן, נלקח בחשבון כי יתרת העודפים השלילית של כור תוסיף להוות מגבלה על חלוקת דיבידנדים לדסק"ש בטווח הזמן הקצר.

הורדת הדירוג הושפעה מאסטרטגיית ההשקעות הנוכחית שקיבלה ביטוי בהשקעה במניות קרדיט סוויס ובתמיכה בהשקעה זו במהלך שנת 2011, על רקע מגמה מתעצמת של ירידה במחיר המניה, באופן שדרש עיבוי בטוחות באמצעות הגדלת החוב הפיננסי. בטווח אופק הדירוג ייבחן הדירוג גם על רקע אסטרטגיית ההשקעות העתידיות של החברה, לרבות מכספי תמורת כמצ"ינה.

הורדת הדירוג הביאה בחשבון גם את השחיקה במיצובה הפיננסי של החברה האם אידיבי פתוח, אשר רשמה בשנה החולפת עלייה חדה ביחס המינוף, למרות יציבות בהיקף החוב נטו, וזאת בשל ירידה בשווי האחזקות. נזילותה וגמישותה הפיננסית של אידיבי פתוח נחלשו בשנה החולפת להערכתנו. יש לציין כי אידיבי פתוח מחזיקה בתיק החזקות רחב ומגוון מאוד המהווה חוזקה משמעותית במיצובה העסקי והפיננסי.

דירוג החברה נתמך בתיק אחזקות מגוון מבחינה עסקית ובמיצוב עסקי ופיננסי טובים של המוחזקות, ובראשן סלקום, שופרסל ונכסים ובנין. התיק נפרס על פני ענפי כלכלה דפנסיביים ברובם. יחד עם זאת אנו מעריכים כי מאז מועד

¹ דירוג אגרות החוב של כור תעשיות A1 באופק מתפתח מצוי ברשימת מעקב מאז אוגוסט 2011.



המעקב הקודם חלה שחיקה במיצוב העסקי והפיננסי של האחזקות סלקום ושופרסל על רקע עלייה במינוף והרעה בסביבה העסקית.

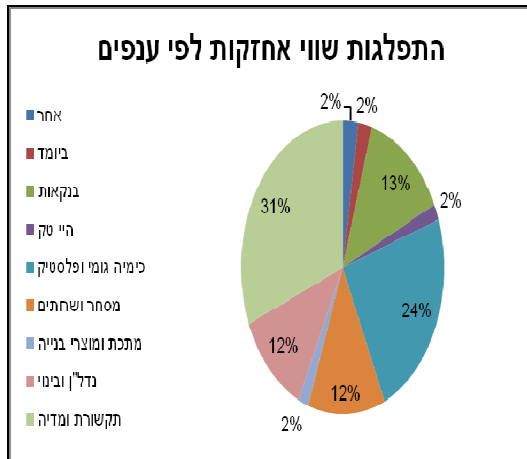
החברה מאופיינת בתזרימי מזומנים חזקים מהחברות המוחזקות. עם זאת, להערכתנו, התזרים השוטף מדיבידנדים צפוי להישחק נוכח הירידה ברווח ובתזרים של סלקום, אשר אחראית למחצית מהדיבידנדים לדסק"ש. לחברה גמישות פיננסית המוערכת על ידינו כגבוהה - נכסיה נקיים משעבודים ומרביתם מאופיינים בסחירות ובנזילות גבוהות. רמת הנזילות של דסק"ש הינה סבירה, אף כי פחות טובה מבעבר. יתרות המזומנים בקופתה מכסות חלויות החוב עד לתום הרבעון הראשון בשנת 2013 (מבלי לקחת בחשבון את החזר ההלוואה מכור). הערכת הנזילות מושפעת לחיוב מתזרים הדיבידנדים היציב מהחברות המוחזקות.

אופק הדירוג השלילי משקף רמת אי ודאות גבוהה בקשר עם המבנה העתידי של קבוצת אידיבי ודסק"ש בתוכה. ראשית, הוא משקף את העובדה כי עסקת מכתשים אגן-כמצ"ינה, שהינה מהותית עבור החברה ועבור כור, טרם הושלמה. אי-השלמת העסקה, בשונה מהנחת העבודה של מידרוג, תוביל לבחינת הדירוג עם השלכות שליליות. כמו כן אופק הדירוג השלילי משקף אי-ודאות בקשר עם מבנה האחזקות העתידי של אידיבי נוכח כוונת הנהלת אידיבי לבצע שינויים מבניים אפשריים בקבוצת אידיבי כולה, והשלכות שינויים אלו על מיצובה הפיננסי של דסק"ש.

דסק"ש (סולו מורחב) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011	
9,360	10,091	9,947	9,189	שווי אחזקות בספרים
7,498	13,539	13,462	10,871	שווי שוק האחזקות הסחירות ליום המאזן
1,349	1,475	1,483	891	תיק נזיל
5,458	6,221	6,930	6,428	חוב פיננסי
5,135	5,130	3,837	3,618	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
1,172	1,367	1,183	530	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
150	244	272	264	תשלום ריבית לתקופה, נטו
1,600	1,674	1,070	450	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות בחברה
1.06	1.21	1.81	1.78	חוב פיננסי / הון עצמי
54.8%	35.0%	40.4%	50.9%	חוב פיננסי נטו / שווי שוק אחזקות סחירות ליום המאזן

פורטפוליו אחזקות מגוון בפרופיל עסקי חזק, המצוי תחת אימים מהותיים בצידן של סלקום וכו'



דסק"ש מאופיינת בפורטפוליו אחזקות בפרופיל עסקי חזק ובעל גיוון נרחב. אחזקות הליבה הבולטות הן סלקום בתחום התקשורת הסלולרית והאינטרנט (כ-29% משווי תיק אחזקות מאוחד עם כור), מכתשים אגן בתחום האגרו-כימיה הבינלאומי (דרך כור, כ-23% משווי התיק), שופרסל בתחום הקמעונאות (כ-12%), ונכסים ובניין בתחום ייזום נדל"ן ונדל"ן מניב (כ-7%). כמו כן מחזיקה החברה, באמצעות כור, במניות קרדיט סוויס המהוות כ-13% משווי תיק האחזקות.

אחזקות הליבה הן ברובן מובילות בתחום פעילותן ובעלות מיצוב עסקי חזק. ואולם, מזה תקופה ממושכת שאנו ערים לעלייה ברמת המינוף של סלקום ושופרסל לצד שינויים רגולטורים ומבניים בשווקים שהחלישו או צפויים להחליש את מעמדן. סלקום (כ-43.3% מהון המניות ו-46.7% בזכויות הצבעה, לאחר מכירה של כ-5% ממניות סלקום ביוני 2011), האחזקה הבולטת בתיק מבחינת השווי והתרומה לתזרימי הדיבידנדים, הינה בעלת מעמד עסקי חזק, מחזיקה בבסיס לקוחות רחב ומפוזר ומאופיינת ברווחיות וביכולת ייצור תזרימי מזומנים גבוהות, בהתאמה לענף. רגולציה להגברת התחרות בשוק הסלולר והתקשורת הובילה לפגיעה ברווחיהן של חברות הסלולר וסלקום בתוכן החל משנת 2011, מגמה שעלולה להחריף עם כניסתם של מתחרים חדשים לשוק במהלך שנת 2012. על פי תוצאות הרבעון השני לשנת 2011, ניתן לראות ירידה של כ-82 מיליון ₪ (כ-25%) ברווח הנקי לעומת התקופה המקבילה אשתקד וכ-116 מיליון ₪ ב-EBITDA (כ-16%). הירידה בתזרים התפעולי של סלקום מותנה בחלקה באמצעות הגדלת המכירות של מכשירים סלולר מתקדמים. עם זאת, יש לציין כי מכירות המכשירים מגדילות את צרכי ההון החוזר של סלקום ופוגעת בתזרים התפעולי.

שופרסל (אחזקה של כ-46% בהון ו-50.04% בהצבעה) מאופיינת בסיכון עסקי ופיננסי נמוכים, בעלת מעמד עסקי ונתח שוק מובילים ויצרנית מזומנים. אנו צופים פגיעה בתוצאות שופרסל ברבעונים 3 ו-4 לשנת 2011, על רקע המחאה החברתית בנושא מחיר החלב ומוצרי בסיס שונים, וכן עשויה להיות מושפעת שינויים בתחום ההגבלים העסקיים. מגמות אלו מאיימות על הצמיחה והרווחיות של שופרסל. במקביל, הגדילה שופרסל את רמת המינוף בשנים 2010-2011 לצורך מימון דיבידנדים והשקעות הוניות ורשמה שחיקה ביחסי הכיסוי התזרימיים.

נכסים ובניין² (אחזקה של כ-78%) מוטת פעילות נכסים מניבים בישראל, עם זאת מיצובה הפיננסי מושפע מגידול בפעילות הייזום בחו"ל, המאופיינת בהשקעות גדולות במינוף גבוה. בפרט יש לציין את ההשקעה הגבוהה במקרקעין פרויקט פלאזה לאס וגאס (25% באמצעות נכסים ובניין ו-25% נוספים באמצעות אידיבי פתוח) ואת עלות הפיתוח הגבוהה של פרויקט זה כגורמי סיכון בפעילותה.

² אגרות חוב שהנפיקה נכסים ובניין מדורגות על ידי מידרוג A1, אופק דירוג יציב.



מכתשים אגן המוחזקת באמצעות כור תעשיות, מסכמת מספר שנים מאתגרות בתחום העסקי על רקע שינויים מבניים בשווקי הפעילות הגלובליים בהם היא פועלת, תוך פגיעה ביתרון התחרותי ובשיעורי הרווחיות. מכתשים אגן מציגה לאורך זמן רווחיות תנודתית. מכתשים מאופיינת בפריסה שיווקית רחבה מאוד ויכולות טכנולוגיות גבוהות. בשנת 2010 נקטה מכתשים בתוכנית התייעלות וארגון מחדש של פעילותה בשווקים מסוימים. מכתשים אגן הציגה במחצית השנה וברבעון השני שיפור משמעותי בהכנסות, ברווחיות הגולמית וברווחיות התפעולית ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, על רקע מגמות חיוביות בשווקי הפעילות, גידול בכמויות המכירה, שיפור סל המוצרים והבשלת מהלכי התייעלות. יש לציין כי עסקת כמצי"נה פותחת בפני מכתשים פוטנציאל צמיחה תוך מינוף שיתוף הפעולה עם כמצי"נה.

האחזקה בקרדיט סוויס פגעה באיתנות הפיננסית של כור ושל דסק"ש

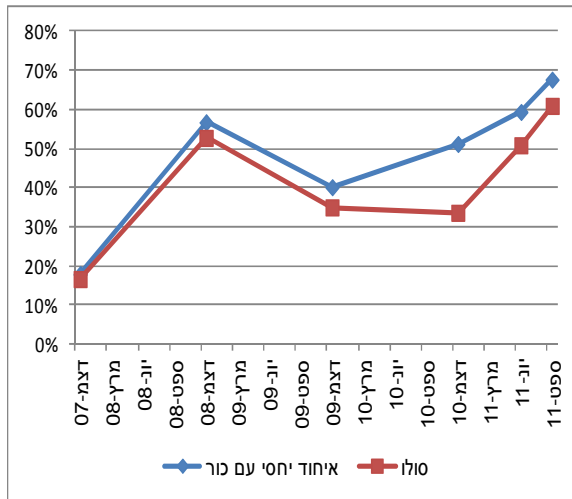
כור תעשיות (שיעור אחזקה של 63.1%, טרם הצעת רכש של 7% ע"י דסק"ש) הינה חברת אחזקות בעלת אסטרטגיית השקעות גלובלית, המאופיינת בתיק אחזקות ריכוזי הכולל את ההשקעה בתאגיד הבנקאות הבינלאומי קרדיט סוויס (אחזקה של כ-2.14% בהון המניות), המהווה כ-31% משווי התיק המתואם של כור, לצד השקעה במכתשים אגן (אחזקה של 47%), המהווה כ-52% נוספים. ההשקעה בקרדיט סוויס פגעה במידה משמעותית בפרופיל הפיננסי של כור ושל דסק"ש והובילה אותן לשחיקה משמעותית בהון העצמי לצד עלייה בחוב הפיננסי. השלמת עסקת כמצי"נה, הצפויה עד לסוף אוקטובר 2011, צפויה להזרים לכור סך של כ-1.1 מיליארד דולר, חלקו בתמורה למכירת חלק ממניות מכתשים אגן המוחזקות על ידי כור וחלקו כהלוואת נון-ריקורס לשבע שנים, המובטחת רק על ידי יתרת מניות מכתשים אגן אשר תוחזקנה על ידי כור לאחר השלמת העסקה. השלמת העסקה תשפר במידה משמעותית את הנזילות והגמישות הפיננסית של כור, ובעקיפין גם של דסק"ש. אנו מעריכים כי חלק מתמורת העסקה יופנה לצמצום חוב בנקאי בכור. יחד עם זאת, אנו מתקשים להעריך את ההשפעה הישירה של העסקה על מצבה הפיננסי של דסק"ש נוכח המגבלה להעלות דיבידנדים מכור בשל העודפים השליליים. לאחרונה הודיעה דסק"ש על הצעת רכש ל-7% ממניות כור המוחזקות על ידי הציבור בעלות של כ-116 מיליון ₪. כמו כן הודיעה לאחרונה קבוצת אידיבי כי היא בוחנת שינויים מבניים בקבוצה, לרבות מיזוג של כור, דסק"ש, אידיבי פתוח ו-אידיבי אחזקות. להערכתנו מהלך זה, ככל שיתבצע, יהיה ממושך וקיים קושי להעריך בשלב זה את השלכותיו.

יחס כיסוי הריבית הגבוה צפוי להישחק והוא מתקזז בחלקו בצד חלוקת דיבידנדים רחבה

לדסק"ש יכולת טובה לכיסוי הוצאות הריבית והמטה השוטפות מתקבולי הדיבידנדים מהמוחזקות (לפני מימושים/השקעות ולפני חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות). יחס כיסוי הריבית בשנים 2007-2010 היה מעל 3.0x והינו יחס בולט לטובה. אולם, להערכתנו, יחס זה אינו מייצג את השנים הקרובות. בשנים האחרונות נבעו הדיבידנדים בעיקר מסלקום (כ-50%) והיתר נחלקו בין שופרסל, כור ונכסים ובניין. אנו מעריכים את היקף הדיבידנד המייצג מתיק האחזקות הנוכחי בין 600-700 מיליון ש"ח לשנה, זאת אל מול הוצאות ריבית ומטה בסך של כ-360 מיליון ש"ח לשנה, ובממוצע יחס כיסוי של 1.8x. תחשיב זה מביא בחשבון ירידה בתקבולי הדיבידנד מסלקום, בהתאם להערכתנו הנוכחיות, והקטנת הדיבידנד האפשרי לחלוקה מכור, עקב עודפים שליליים. בשנים האחרונות הפגינה החברה מדיניות דיבידנד רחבה, בהיקפים דומים לדיבידנדים שהתקבלו. כיום יתרת העודפים השלילית בחברה מהווה חסם לחלוקה ברבעונים הקרובים. לאורך זמן איננו מניחים שינוי במדיניות החלוקה.

עלייה ניכרת ביחס המינוף בהובלת ההשקעה בכור

דסק"ש - יחס חוב פיננסי לשווי שוק נכסים



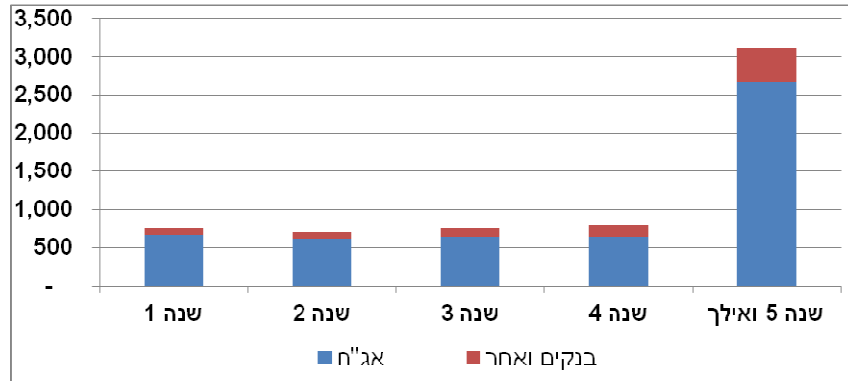
לחברה חוב פיננסי של כ-6.4 מיליארד ש"ח נכון ליום 30/6/11, ובניכוי אמצעים נזילים של כ-5.5 מיליארד ש"ח. היקף החוב הפיננסי נטו נותר יציב בשנה החולפת. היחס בין החוב הפיננסי נטו לבין שווי השוק של האחזקות בממוצע על פני 24 חודשים אחרונים הסתכם בכ-55% (כ-67% על בסיס שווי השוק הנוכחי). בקביעת הדירוג, לצורך חישוב יחס המינוף של דסק"ש, ערכנו איחוד יחסי של הנכסים וההתחייבויות של כור לאלו של דסק"ש, וזאת במקום תחשיב המוסיף את השווי הנכסי הנקי של כור לשווי האחזקות.

הדבר נובע מהערכתנו כי בשונה מחברות תפעוליות המוחזקות על ידי דסק"ש, כור הינה חברת אחזקות המהווה זרוע השקעות של דסק"ש וכן על רקע הצעת הרכש האחרונה כמפורט לעיל. כמו כן יש לציין כי חברת האם של דסק"ש מחזיקה כ-13% נוספים בכור. קשרי הגומלין ההדוקים בין החברה האם והחברה הבת קיבלו לאחרונה ביטוי בתמיכה של דסק"ש (ואידיבי פתוח) בנזילות כור. העלייה ביחס המינוף משקפת את שחיקת שווי האחזקות של דסק"ש ושל כור. להערכתנו יחס המינוף גבוה לנדרש מהדירוג הקודם.

נזילות סבירה המכסה את קרן החוב לטווח הקצר ונסמכת גם על תזרים הדיבידנדים המשמעותי מהמוחזקות

יתרות הנזילות של דסק"ש (סולו) ליום 30/06/11 הסתכמו בכ-891 מיליון ש"ח, והושפעו בין השאר מתקבול של כ-456 מיליון ש"ח ממכירת כ-5% ממניות סלקום. כמו כן, לאחר תאריך המאזן קיבלה החברה תמורה ממכירת מניות נטוויז'ן בסך של כ-597 מיליון ש"ח, אך מנגד העמידה הלוואות בסכום דומה לחברה הבת כור. היתרות הנזילות מכסות את חלויות קרן החוב עד לרבעון הראשון של שנת 2013 (מבלי להתחשב בהחזר ההלוואה מכור) - יחס נמוך בהשוואה לעבר. הערכת סיכון הנזילות הושפעה לחיוב מתזרימי הדיבידנדים המשמעותיים שמקבלת החברה באופן עקבי, ולאורך שנים, מהמוחזקות. בבחינת האיומים על הנזילות, אנו צופים היחלשות בדיבידנדים מסלקום, "פרת המזומנים" העיקרית של דסק"ש, נוכח הירידה בתזרימים התפעוליים, בשל קיטון בהכנסות וברווחיות ועלייה בצורכי הון חוזר. כמו כן, מצבה הפיננסי של כור טרם להשלמת עסקת כמצינה מוסיף להוות איום על צורכי הנזילות. ככל שתחול ירידה נוספת במניית קרדיט סוויס, ייתכן ויידרשו הזרמות נוספות לצורך עמידה בהתניות פיננסיות בחשבון ההשקעה. מידרוג מעריכה את הגמישות הפיננסית של החברה כגבוהה, נוכח אחזקה במניות בעלות סחירות גבוהה והיעדר שעבודים ספציפיים.

לוח סילוקין של החוב הפיננסי לז"א ליום 30/06/11, במיליוני ש"ח



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- ירידה ברמת המינוף ויחסי הכיסוי

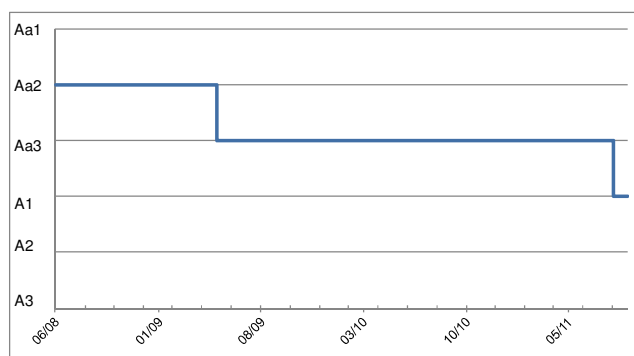
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה במאפיינים העסקיים והפיננסיים של כור
- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו לשווי השוק הממוצע של הנכסים מעל לטווח של 60%
- הרעה ברמת הנזילות של החברה ביחס לצרכי שירות החוב

אודות החברה

דסק"ש הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקותיה העיקריות הינן: סלקום ישראל בע"מ (שיעור אחזקה של כ-43.3% בהון ו-46.7% בזכויות הצבעה), כור תעשיות בע"מ (כ-63.1%), חברה לנכסים ולבנין בע"מ (כ-78.4%), שופרסל בע"מ (כ-46.0%), אלרון תעשיה אלקטרונית בע"מ (כ-50.5%). כור תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות, אשר שתי אחזקותיה העיקריות הינן מכתשים אגן תעשיות בע"מ (כ-47.0%) ו-CREDIT SUISSE GROUP AG (כ-2.14%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי חברה לפתוח בע"מ ("אידיבי פתוח") - חברת אחזקות ציבורית (שמניוטיה נמחקו מהמסחר בעקבות הצעת רכש של בעלי השליטה אך אגרות החוב שלה ממשיכות להיסחר בבורסה), המחזיקה בכ-73.5% מהון המניות של החברה. כמו כן מחזיקה אידיבי פתוח, בחלקים שווים ביחד עם חברה לנכסים ולבנין בע"מ, בחברת IDB Group USA Investments Inc, המחזיקה במחצית ממניות תאגיד מקרקעין פלאזה לאס וגאס. בעלת השליטה באידיבי פתוח הינה אידיבי אחזקות - חברת אחזקות ציבורית הנשלטת על ידי גנדן הולדינגס בע"מ (חברה פרטית בשליטת מר נוחי דנקנר ושלי ברנסון, המחזיקה בכ-54.7% מהון המניות המנופק של אידיבי אחזקות), מנור השקעות וליבנת השקעות.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים:

- [דסק"ש - רשימת מעקב, אוגוסט 2011](#)
- [דסק"ש - מעקב שנתי, אוגוסט 2010](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות החזקה, פברואר 2008](#)

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 לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב פיננסי + הון 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 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 מאד.
	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.

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 במישורין 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 צריכה 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 בייעוץ 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.