

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

Aa2	דירוג Issue ¹
-----	--------------------------

הדירוג ניתן לסדרת אג"ח בסך 700 מיליון ש"ח שהונפקה למשקיעים מוסדיים ביום 18.4.2005. אג"ח בהיקף של 299 מיליון ש"ח ישאו ריבית של 4.3% לשנה והקרן תפרע ב-5 תשלומים שנתיים בשנים 2008 עד 2012. אג"ח נוספות בהיקף של 401 מיליון ש"ח ישאו ריבית של 5.0% לשנה והקרן תפרע ב-5 תשלומים שנתיים בשנים 2012 עד 2016. הקרן והריבית יהיו צמודות למדד.

פרופיל החברה

חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש" או "החברה") היא חברת אחזקות המשקיעה בחברות הפועלות במגוון ענפים רחב, בעיקר בשוק המקומי, ובפרט בענפי התקשורת, הנדל"ן, המסחר, הטכנולוגיה והתעשייה. בין האחזקות הבולטות: **סלקום בע"מ** (שיעור החזקה של כ-25%), **שופרסל בע"מ** (59%), **חברה לנכסים ובניין בע"מ** (64%) ו-**מפעלי נייר אמריקאים ישראלים בע"מ** (18%). אחזקות מהותיות נוספות הן **אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ** (46%) ו-**סאיטקס קורפוריישן בע"מ** (24%). השווי המאזני של תיק האחזקות ליום 30.12.2004 הסתכם בכ- 3.9 מיליארד ש"ח, וכלל עוד שורה של אחזקות קטנות ברובן. למעט החברה הפרטית סלקום בע"מ, ניירות הערך של כל יתר האחזקות העיקריות רשומות למסחר בבורסה בישראל או בארה"ב. החברה הודיעה לאחרונה על חתימת הסכם לרכישת 50% מחברה הולנדית המחזיקה ב-70% מהון המניות של חברת סלקום מידי חברת בלסאות בתמורה לכ-625 מיליון דולר. בשלב זה מוקדם מלהעריך את מבנה העסקה הסופי לאור העובדה כי לבעל מניות אחר המחזיק ב-50% בחברה ההולנדית (קבוצת ספרא), זכות סירוב ראשונה על מניות חברת בלסאות. לחילופין, לקבוצת ספרא זכות להצטרף לעסקה, באופן שבמקביל לרכישת אחזקתה של קבוצת בלסאות תהיה דסק"ש מחויבת לרכוש גם את חלקו בחברה ההולנדית, בתמורה ובתנאים זהים.

בעלת השליטה בדסק"ש היא **אי די בי חברה לפתוח בע"מ**, מקבוצת **אי די בי אחזקות בע"מ** ("**קבוצת אי די בי**"), המחזיקה בכ- 67.2% בהון המניות של דסק"ש. בחודש מאי 2003 נמכרה השליטה בקבוצת אי די בי לידי קבוצת משקיעים בראשות נוחי דנקנר, המשמש כיו"ר דסק"ש. מדיניות ההשקעות שאפיינה את החברה מאז חילופי השליטה כללה בעיקר השקעות בחברות המוחזקות, חלקן על בסיס פיננסי וחלקן על בסיס אסטרטגי, לצד מימוש מספר אחזקות קטנות. במקביל, פעלה החברה לגיוס אגרות חוב לצורך צמצום חוב בנקאי והעמדת מקורות להשקעות עתידיות והעמדת מקורות להשקעות עתידיות. תמורת מימוש ההשקעות וגיוס ההון שימשו בחלקם לחלוקת דיבידנד.

סיגל יששכר
אנליסטית בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

¹ הדירוג תקף גם ליכולת הפירעון הכוללת של החברה.

דסק"ש - תיק אחזקות ליום 31.12.2004

			<u>במיליוני ש"ח</u>	
<u>שוי שוק</u>	<u>שוי מאזני</u>	<u>שיעור החזקה</u>	<u>החברה</u>	
1,285	1,021	59%	שופרסל	
926	668	64%	נכסים ובנין	
871	609	46%	אלרון	
537	49	13%	גיוון אימגינג	
261	160	24%	סאיטקס קורפ.	
174	101	18%	מנא"י	
143	58	39%	המ-לט	
94	66		אחרות	
4,291	2,732		סך הכל מניות סחירות	
	831	25%	סלקום	
	114	46%	נטוויז'ן	
	83	100%	גלובקול	
	194		אחרות	
	1,222		סך הכל מניות לא סחירות	

דיסקונט השקעות במאוחד עם חברות מטה – תמצית נתונים פיננסיים:

2002	2003	2004	חוב פיננסי ויחסי איתנות ליום 31 בדצמבר
בפועל	בפועל	פרופורמה*	
1,542	1,307	2,187	חוב פיננסי ברוטו
1,607	1,412	1,650	מזומנים ושווי מזומנים
(65)	(105)	537	חוב פיננסי נטו (מזומנים נטו)
3,202	4,322	5,513	שווי שוק השקעות במניות סחירות בתוספת שווי מאזני של השקעות אחרות ("שווי השקעות מתואם")**
3.1	4.4	3.3	יחס כיסוי החוב***
55.3%	58.6%	55.0%	הון עצמי / מאזן
29.4%	27.2%	38.2%	חוב ברוטו / מאזן
-	-	8.8%	חוב נטו / מאזן

* מבוסס על נתוני 31.12.2004 בתוספת השינויים הבאים: (1) אג"ח אשר גויס בחודש אפריל 2005 בסך 700 מיליון ש"ח והושקע במזומנים, פקדונות והשקעות לז"ק (2) דיבידנד שהוכרז לאחר תאריך המאזן בסך 207 מיליון ש"ח וחולק באפריל 2005 (3) דיבידנד שהתקבל משופרסל במהלך אפריל 2005 בסך 169 מיליון ש"ח. ** שווי השקעות המותאם לוקח בחשבון את סלקום על פי שווייה המאזני *** שווי השקעות מותאם בתוספת מזומנים מחולק בחוב פיננסי ברוטו

אסטרטגיה עסקית

מדיניות השקעות המשלבת יעדים אסטרטגיים לצד ניצול הזדמנויות פיננסיות, ונבחנת לאור מכלול השיקולים של

קבוצת אי די בי

חילופי השליטה בקבוצת אי די בי במחצית הראשונה של שנת 2003 החדירו רוח חדשה בניהול ההשקעות והמימון בקבוצה ובחברות הבנות, זאת לאחר תקופה ממושכת של סטגנציה ניהולית שנבעה מאי הוודאות בקשר להעברת השליטה. לשינוי תרמו גם השיפור בשוק ההון וצורכי המימון של הבעלים החדשים. מדיניות ההשקעות של דסק"ש נובעת מהאסטרטגיה המנחה את קבוצת אי די בי, ומבוססת על בחינה שיטתית של ההשקעות לצורכי מימוש, הגדלה או הקטנה של אחזקות הפרוטפוליו, לרבות על בסיס פיננסי - במטרה להגדיל את הרווחיות. דסק"ש מהווה את זרוע ההשקעות בענפי התקשורת והמסחר בקבוצת אי די בי, אולם מידרוג מעריכה כי מדיניות ההשקעות של דסק"ש מונחת על בסיס שיקולים פיננסיים ואסטרטגיים של קבוצת אי די בי, ולא על בסיס שיקולים ארגוניים או ענפיים.

מעורבות ויכולת השפעה על ניהול וביצועי החברות המוחזקות

הנהלת דסק"ש מדגישה את שאיפתה ליצירת ערך אקטיבית בהשקעותיה, באמצעות מעורבות ויכולת השפעה על ניהול החברות המוחזקות וביצועיהן. אסטרטגיה זו מתבטאת במרבית פרוטפוליו ההשקעות, הן בשיעורי האחזקה הגבוהים בדרך כלל, והן במעורבות הניהולית. להערכת מידרוג, אסטרטגיה זו הוכיחה את עצמה בשנה האחרונה במיוחד באחזקה בשופרסל. יחד עם זאת, במידרוג מעריכים כי דסק"ש מתקשה ליישם אסטרטגיה זו באחזקה משמעותית אחרת שלה – סלקום, בה היא סובלת מהיעדר השפעה בדירקטוריון ומאי חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות. במידרוג סבורים כי יכולת ההשפעה של חברת אחזקות על ניהול החברות המוחזקות, מהווה מרכיב משמעותי בבחינת איתנותה הפיננסית, נוכח ההישענות שלה, כחברת אחזקות, על דיבידנדים המחולקים לה על ידי החברות המוחזקות, ומבוססים על רווחיותן.

העדפת השקעות בחברות מוטות יצוא או חברות מובילות בתחומן במשק הישראלי, תוך הגדלת האחזקות בחברות

קיימות כחלופה להשקעות חדשות

קבוצת אי די בי הצהירה עד לאחרונה על כוונתיה להתמודד במכרז על מכירת אחזקות המדינה בבזק (30% ממניות בזק עם אופציה ל-10.66% נוספים), אולם לאחרונה נסוגה מכוונתה זו, בין השאר בשל מגבלות רגולטוריות שהיו מאלצות אותה לממש אחזקות צולבות בתחום התקשורת. במידרוג מעריכים כי בדסק"ש מוסיפים לבחון הזדמנויות להשקעה משמעותית, תוך העדפה לחברות מובילות במשק הישראלי, או לחברות מוטות ייצוא. בתוך כך, מדגישים בהנהלת דסק"ש אסטרטגיית השקעה בחברות בעלות פוטנציאל משמעותי לתרומה לרווחיות, או כאלו שצפויות להגיע לרווחיות משמעותית בתוך שנים ספורות. להערכת מידרוג, הנהלת דסק"ש בוחנת גם השקעות בחו"ל. בפועל, מאז חילופי השליטה בקבוצת אי די בי, התמקדה דסק"ש בהגדלת האחזקות בחברות פרוטפוליו נבחרות, כחלופה להשקעות חדשות. ההשקעות העיקריות שבוצעו היו בחברות אלרון, נטוויז'ן, גלובקול, שופרסל והמ-לט. כאמור, דסק"ש פועלת להגדלה משמעותית של חלקה בחברת סלקום.

גיוס מואץ של חוב מוסדי שנועד לצמצם את החוב לבנקים המקומיים ולהעמיד מקורות להשקעות עתידיות

דסק"ש, חברות שבשליטתה ובעלי שליטה בה נחשבים שייכים "לקבוצת לווים" אשר חלות עליה הוראות המגבילות את יכולת הבנקים המקומיים להעמיד אשראי לחברות הקבוצה. על מנת להתגבר על מגבלה זו נקטה דסק"ש, כמו יתר החברות בקבוצת אי די בי, באסטרטגיה של צמצום החוב לבנקים והחלפתו באגרות חוב. כך, מתחילת 2003 ועד חודש אפריל 2004 גייסה דסק"ש סכום של כ-1.2 מיליארד ש"ח באמצעות הנפקת אגרות חוב למשקיעים מוסדיים, ויתרת האג"ח בחברה בסוף חודש אפריל 2005 הסתכמה בכ- 1.8 מיליארד ש"ח (כולל אג"ח בסך כ-0.7 מיליארד ש"ח שגויסו במהלך חודש אפריל 2005). במקביל, חלה ירידה בחוב הבנקאי, שנכון ל-31.12.2004 הסתכם בכ-0.4 מיליארד ש"ח, בהשוואה ליתרת חוב של כ-1.0 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2002.

שיקולים עיקריים לדירוג

אחזקה במספר חברות עוגן, יצרניות מזומנים, המהוות פוטנציאל לתזרים דיבידנדים עבור דסק"ש, מאפיין הפועל לצמצום התלות במחזוריות שוק ההון ואת הצורך במימוש אחזקות על מנת לשרת את הצרכים השוטפים וצרכי החוב; פעילות המרוכזת במשק הישראלי ולפיכך מושפעת מהמצב הגיאוגרפי באזור וחשופה למחזוריות הכלכלית של המשק; איתנות פיננסית גבוהה המתבטאת ביחס כיסוי גבוה של שווי נכסים לחוב הפיננסי. להערכת מידרוג, בהתחשב בשווי הכלכלי של האחזקה בסלקום יחס הכיסוי עוד גבוה יותר; גמישות פיננסית גבוהה נוכח ירידה משמעותית בהיקף החוב הבנקאי בדסק"ש ובקבוצת אי די בי כולה, שהובילה לצמצום המגבלות החלות עליהן כחלק מקבוצת לווים גדולה במשק הישראלי; סחירות ונזילות גבוהות של מרבית החברות המוחזקות תורמת לגמישות הפיננסית; אי וודאות לגבי אופן ניצול יתרות המזומנים הגבוהות בדסק"ש ובחברות המוחזקות למטרות השקעה מהותיות והשפעתן על יחסי הכיסוי הנוכחיים; מאז חילופי השליטה בקבוצת אי די בי ניכר גידול בהיקף הדיבידנד שחילקה דסק"ש. לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, ומידרוג מעריכה כי חלוקת הדיבידנד צפויה להימשך, בין היתר לאור צורכי המימון של בעלי השליטה; מעורבות גבוהה של בעלי השליטה בפעילות ההשקעה ובפעילות האחזקות העיקריות; ניסיון עסקי וניהולי רב לממלאי התפקידים הבכירים בתחומי המיקוד ובפרט בתחום התקשורת; נסיגה במעמדה ובביצועיה של שופרסל, אחזקה עיקרית ובעלת תרומה משמעותית לדסק"ש, כאשר עוד מוקדם להעריך את הצלחת תוכנית הרה-ארגון בשופרסל המצויה בתחילתה; קושי למצות את הערך הגלום באחזקה בסלקום, נוכח פיצול גרעין השליטה בסלקום המקשה על ביצוע מהלכים אסטרטגיים משמעותיים ומצר את צעדיה של דסק"ש באחזקה זו; נוכח מצב זה פועלת דסק"ש להגדלת אחזקתה בסלקום ולחיזוק השפעתה על ניהול סלקום.

חוזקות

- תיק אחזקות בעל פיזור גבוה המבוסס על מספר אחזקות עוגן כמו שופרסל, נכסים ובניין, מנא"י וסלקום, כל אחת בין המובילות בתחומה, וביחד הן בעלות תרומה ניכרת לחוסנה הפיננסי של דסק"ש.
- מעורבות גבוהה של בעלי השליטה וניסיון עסקי וניהולי עשיר של ההנהלה הבכירה בתחומי המיקוד של החברה שעשויים לתרום, להערכת מידרוג, להצלחת אסטרטגיית ההשקעות שהוגדרה עם חילופי השליטה בקבוצה.
- איתנות פיננסית גבוהה בהשוואה לחברות מסוגה, המתבטאת ביחס החוב הפיננסי נטו למאזן, ביחס כיסוי שווי הנכסים לחוב הפיננסי ובסחירות גבוהה של האחזקות. תזרימי מזומנים שוטפים מדיבידנדים ודמי ניהול מהחברות המוחזקות, מידי שנה, מכסים היטב את הוצאות התפעול והמימון השוטפות. מידרוג מעריכה כי יתרת המזומנים הגבוהה תאפשר לחברה לממש תוכניות להרחבת תיק ההשקעות
- צמצום התלות בבנקים המקומיים כתוצאה מתהליך אינטנסיבי של החלפת חוב בנקאי בחוב מוסדי. הנהלת החברה מעריכה כי השיפור בגמישות הפיננסית יועיל לה בגיוס אשראי להשקעות חדשות

גורמי סיכון עסקיים

- ריכוז ההשקעות בישראל ופעילות מרבית האחזקות במשק המקומי יוצרת תלות במצב הגיאוגרפי באזור וחשיפה גבוהה למחזוריות הכלכלית של המשק. זאת ועוד, מיעוט הזדמנויות השקעה בשוק הישראלי לחברות אחזקה גדולות מסוגה של דסק"ש פוגע להערכת מידרוג בהקצאה אופטימלית של מקורות הון. הנהלת החברה מצביעה על כוונתיה לאתר הזדמנויות עסקיות בחו"ל, אולם היא טרם הציגה מהלך משמעותי בכיוון זה.
- שופרסל, אחזקה עיקרית שאחראית חלק ניכר מתזרימי המזומנים השוטפים של דסק"ש, נאבקה באתגרים עסקיים ששחקו במהלך שלוש השנים האחרונות את מעמדה ואת תוצאותיה הכספיות. להערכת מידרוג, הנהלות דסק"ש ושופרסל בעבר נכשלו בזיהוי המגמות בענף שיווק המזון הקמעונאי, כשל שעכב את תהליך שינוי המדיניות העסקית של שופרסל. חילופי השליטה בקבוצת אי די בי הובילו להחלפת ההנהלה בשופרסל ולתוכנית התייעלות שמוצתה ברובה. שופרסל החלה בשנת 2004 בישום תהליך אסטרטגי ארוך טווח שנועד להגדיל את המכירות למ"ר. מידרוג מעריכה כי בשלב זה מוקדם עדיין לקבוע את מידת ההצלחה של התהליך.
- חוסר יכולת למצות את שווי האחזקה בסלקום בשל עמדת נחיתות של דסק"ש במבנה הבעלות בסלקום, המונעת מדסק"ש השפעה מהותית על הניהול ומקשה עליה להגדיל או לממש את אחזקתה בה. זאת ועוד, דסק"ש אינה נהנית מתזרימי מזומנים מסלקום, שאינה מחלקת דיבידנדים מעודפיה הגבוהים. פרט לכך תוצאותיה הכספיות של סלקום מאוימות עקב המלצת משרד התקשורת להוזיל את תעריפי הקישוריות. נציין כי החברה הודיעה לאחרונה על חתימת הסכם לרכישת חלקה של בלסאות המחזיקה בסלקום, המחזיקה כ-34.75% מהון המניות של בסלקום בתמורה לכ-625 מיליון דולר. בשלב זה מוקדם מלהעריך את מבנה העסקה הסופי לאור העובדה כי לאחת מבעלי המניות בסלקום (ספרא המחזיקה בכ-34.75% נוספים ממניות סלקום) זכות סירוב ראשונה על מניות חברת בלסאות.
- אי ודאות לגבי השימוש בעודפי המזומנים הגבוהים בשתי אחזקות חשובות, אלרון וסאיטקס (כ-180 מיליון דולר וכ-150 מיליון דולר, בהתאמה). מידרוג מעריכה כי בשל שיעור האחזקה בחברות אלו (46% באלרון ו-24% בסאיטקס²) ישנה כדאיות נמוכה עבור דסק"ש לחלוקת עודפי המזומן כדיבידנד.
- רגולציה אינטנסיבית בתחומי הפעילות של חלק מהחברות המוחזקות בתחומי התקשורת והטכנולוגיה, הממונה על ההגבלים העסקיים, משרד התעשייה והמסחר וגופים להגנת הצרכן. גם הרגולציה במערכת הבנקאות משפיעה על יכולת המערכת הבנקאית בישראל להלוות כספים לחברה.

גורמי סיכון פיננסיים

- מאז חילופי השליטה בקבוצת אי די בי ניכר גידול בהיקף הדיבידנד שחילקה דסק"ש לבעלי המניות. לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, ומידרוג מעריכה כי חלוקת הדיבידנד צפויה להימשך, בין היתר לאור צורכי המימון של בעלי השליטה. הדיבידנד שהוכרז בשנת 2004 בסך כ-540 מיליון ש"ח (מתוכם 333 מיליון ש"ח שחולקו במהלך השנה ו-207 מיליון ש"ח שהוכרו לאחר תאריך המאזן), מהווים כ-80% מהרווח הנקי באותה שנה. יתרת העודפים בחברה ליום 31.12.2004 עומדת על כ-227 מיליון ש"ח.
- הנהלת דסק"ש פועלת לאיתור השקעות חדשות תוך ניצול יתרות המזומנים הגבוהות. מידרוג מעריכה כי השקעות חדשות יכולות לעלות את רמת המינוף הנמוכה הקיימת היום בחברה. בשלב זה מוקדם מלהעריך את השפעת השקעות אלו על הפרופיל הפיננסי בעתיד.

² לא כולל החזקה באמצעות כלל תעשיות והשקעות בע"מ (כת"ש) בשיעור של כ-25% נוספים. בין דסק"ש לכת"ש הסכם המקנה אחזקה אפקטיבית של 49% לכל אחת מהחברות בהצבעה.

- מרבית נכסיה של דסק"ש הינם השקעות בחברות שניירות הערך שלהן נסחרות בבורסות בישראל ובעולם. בשל כך לחברה חשיפה למגמות שליליות בשוקי ההון בארץ ובעולם, המשפיעות על שוויים של נכסיה ושל הונה העצמי ועל רמת הסחירות של הנכסים.
- הישענות על תזרימי החברות המוחזקות חושפת את דסק"ש לשינויים במדיניות חלוקת הדיבידנדים של אותן חברות, ולתנודות ברווחיות ובתזרים המזומנים שלהן. בפרט אמור הדבר לגבי אחזקות בהן השפעתה של החברה על דרכי ניהולן ומדיניותן מוגבלת.
- יישום תוכנית הרה-ארגון בשופרסל עלול לפגוע בהיקף הדיבידנד שיתקבל מאחזקה מרכזית זו בשנים הקרובות.
- הוראות המפקח על הבנקים בישראל מגבילות את יכולת הבנקים בישראל להעמיד אשראי לחברה ולחברות מוחזקות שלה בשל השתייכותן, ביחד עם בעלי שליטה בחברה, ל"קבוצת לוויים" אחת. מגבלות אלו מחלישות את הגמישות הפיננסית של דסק"ש לגייס מקורות מהמערכת הבנקאית המקומית ולבצע השקעות בחברות בעלות חוב משמעותי לבנקים מקומיים. כפי שצוין לעיל, גיוון מקורות החוב, תוך ירידה בהיקף החוב למערכת הבנקאית המקומית, צמצמו להערכת מידרוג את המגבלות החלות על החברה כחלק מקבוצת לוויים גדולה במשק הישראלי.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור מהותי בפרופיל העסקי, הפיננסי או הניהולי של חברות מרכזיות בפורטפוליו כדוגמת שופרסל וסלקום
- הצלחה ביישום אסטרטגיה של הרחבת הפעילות הבינלאומית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה מהותית בפרופיל הפיננסי של החברה, תוך פגיעה ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי
- הידרדרות באיתנות הפיננסית של אחזקות מרכזיות וביכולתן לייצר תזרימי מזומנים לדסק"ש לאורך זמן
- המשך פגיעה מהותית במעמד העסקי של שופרסל וברווחיותה

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים:

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ	Net Income	הכנסות נטו
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע	Interest	הוצאות ריבית
הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה	Cash Interest	הוצאות מימון תזרימיות
הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבדוד מהדוחות.	EBIT	רווח תפעולי
EBIT + הפחתות	EBITA	רווח תפעולי לפני הפחתות
EBIT + פחת + הפחתות	EBITDA	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושוי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.	Capital Expenditures (Capex)	השקעות הוניות
רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחבי בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.	Gross Cash Flow (GCF)	תזרים מזומנים גולמי
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות
הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.	Funds from Operation (FFO)	מקורות מפעילות
תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים פנוי
תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים חופשי

סולם הדירוג

דרגת השקעה	Aaa	למנפיקה מיוחסת האיכות הטובה ביותר ורמת הסיכון בהשקעה היא הקטנה ביותר. למרות שהגורמים המגנים על המנפיקה יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.
	Aa	המנפיקה איכותית על פי כל אמת מידה. דירוגה נמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון נמוכה במידת מה בהשוואה למנפיקה המדורגת Aaa. מנפיקה המדורגת בדירוג זה, יחד עם מנפיקות המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל בעלי דרגה גבוהה (high investment grade). קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך במנפיקה המדורגת Aa גדול במידת מה מאשר במנפיקה המדורגת Aaa.
	A	למנפיקה יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותה כשייכת לחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון למנפיקה כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	המנפיקה נחשבת כבעלת איכות בינונית. המנפיקה נראית מוגנת לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים, בכל פרק זמן ארוך. למנפיקה זו חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש לה גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	למנפיקה מאפיינים ספקולטיביים ומשום כך אי אפשר לומר שעמידה מובטח. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
	B	למנפיקה חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של עמידה בהתחייבויות ובקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידה בהתחייבויותיה. סיכויי המנפיקה להשיג מעמד של השקעה אמיתית נמוכים.
	Ca	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידתה בהתחייבויותיה בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות מנפיקות המדורגות בדירוג זה אינן עומדות בהתחייבויותיהן. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים מאוד.
	C	מנפיקה המדורגת בדירוג C מדורגת בדרגה הנמוכה ביותר ומכאן שהסיכוי כי המנפיקה תעמוד בהתחייבויותיה נמוכה ביותר. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

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 שאלה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CHD010505700M

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"). 2005.

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.