

# אלרוב (ישראל) בע"מ

מעקב שנתי | אפריל 2010

1

**מחבר:**

נדב גורן - אנליסט  
[nadavg@midroog.co.il](mailto:nadavg@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אלרוב (ישראל) בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A3	דירוג סדרה
-------------------	-----------	------------

**מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרת אג"ח ז' שבמחזור, אותה הנפיקה חברת אלרוב (ישראל) בע"מ (להלן: "אלרוב ישראל") ומעלה את אופק הדירוג משלילי ליציב.**

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	עג ליום 31.12.09 (אלפי ש"ח)*	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.2009 (אלפי ש"ח)	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ז'	1460070	30/8/2005	129,312	5.8%	מדד	147,459	2010-2013

\* בניכוי עג. אג"ח, המוחזקות ע"י חברות בנות, בהיקף של כ- 38.5 מיליון ש"ח ובשווי של כ- 43.4 מיליון ש"ח.

**אישור מחדש של דירוג הסדרה ושינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נתמכים**, בין היתר, בגמישות פיננסית גבוהה של החברה ברמת הסולו המורחב<sup>1</sup>, כפי שבאה לידי ביטוי בהחזקתה בתיק ני"ע ויתרות המזומנים, בהיקף של כ- 837 מיליון ש"ח, הגבוה מהיקף החובות הפיננסיים, וכן בקיומן של מסגרות אשראי בלתי מנוצלות, בהיקף של כ- 167 מיליון ש"ח; בהחזקתה בחברת הבת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן"), הנהנית מאיתנות פיננסית טובה ומתזרים פרמננטי יציב מנכסיה המניבים; דירוג החברה תואם את דירוגה של חברת אלרוב נדל"ן, המגבה את החזר אג"ח ז' באמצעות החזר הלוואה לחברת אלרוב ישראל, בהתאם למועדים ולסכומים לפירעון של האג"ח<sup>2</sup>; דירוג החברה אף מושפע מאפשרות התמיכה של החברה בחברת אלרוב נדל"ן, במסגרת הרחבת פעילותה של אלרוב נדל"ן בתחום המלונאות בכלל, ובהסבת הנכס המלונאי בלונדון בפרט ובקטון הצפוי בגמישות הפיננסית של הקבוצה בכללותה, לאור היקף ההשקעות. כך גם, מושפע הדירוג לשלילה מתזרים פרמננטי שלילי ברמת הסולו המורחב ומחשיפת החברה לשינוי בשווי ני"ע סחירים בהיקף משמעותי, אשר חלקם הינם בעלי מאפייני סיכון גבוהים, כגון חברות הזנק.

<sup>1</sup> פעילות הסולו המורחב כוללת את כלל פעילויות אלרוב ישראל, למעט אלרוב נדל"ן

<sup>2</sup> לצורך פירעון האג"ח של אלרוב ישראל, התחייבה אלרוב נדל"ן להגדיר לוח סילוקין ליתרת הלוואות הבעלים שניתנה לה ע"י אלרוב ישראל, במועדי פירעון קרן וריבית חופפים לאג"ח. היקף הלוואה עומד נכון ליום 31.12.2009 על כ- 150 מיליון ש"ח.

### תמצית ההתפתחויות העיקריות בחברת הבת אלרוב נדל"ן

אלרוב ישראל מחזיקה בכ- 87% מהון המניות של חברת אלרוב נדל"ן, הפועלת בתחום ייזום וניהול של נדל"ן מניב להשקעה ומלונאות בארץ ובחו"ל. במהלך שנת 2009 המשיכה אלרוב נדל"ן לפעול להרחבת פעילותה בתחום המלונאות. בחו"ל נמשכה הפעילות להסבת 2 נכסים באמסטרדם ובלונדון למלונות יוקרה, וכמו כן, נחתם ביום 21.4.2010 הסכם אופציה לרכישת נכס מלונאי נוסף ע"י חברה בת. בארץ הושלמה הקמת מלון ממילא אשר נפתח לקהל הרחב ביולי 2009.

במהלך השנה השלימה אלרוב נדל"ן את עיקר הפיתוח וההקמה של מתחם ממילא. בנוסף לפתיחת מלון ממילא, הושלם במהלך שנת 2009 שיווקן של החנויות בשדרה המסחרית וכן הושלמו כמעט לחלוטין עבודות ההקמה של בנייני הדירות במתחם. נכון ליום 31.12.2009 נותרו לשיווק 28 דירות מתוך 49 הדירות שבפרויקט.

### רכישה עצמית ומכירה של אג"ח סדרה ז'

במהלך שנת 2009 רכשה אלרוב ישראל, באמצעות חברה בת, 23.1 מיליון ש"ח ע.ג. אג"ח מסדרה ז', בסך כולל של כ- 21.8 מיליון ש"ח, אשר כתוצאה ממנה נרשם רווח של כ- 4.5 מיליון ש"ח. רכישות אלו היוו המשך לרכישות עצמיות שבוצעו בשנת 2008. במהלך הרבעון האחרון של שנת 2009 מכרה החברה הבת כ- 11.9 מיליון ש"ח ע.ג. אג"ח מסדרה ז' בתמורה לסך של כ- 14.4 מיליון ש"ח.

<sup>3</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז [דוח המעקב האחרון](#) שנערך בנובמבר 2008.

נתוני רווח והפסד (אלפי ₪)

אלרוב ישראל ללא אלרוב נדל"ן (סולו מורחב)*			קבוצת אלרוב ישראל מאוחד			
31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	
-	-	-	159,560	156,265	142,331	הכנסות מהפעלת מלון
18,781	19,759	20,210	191,861	222,036	274,018	הכנסות משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
51,180	18,163	32,493	51,180	68,994	105,771	הכנסות ממכירת דירות
-	-	-	7,447	8,066	8,534	הכנסות מתחזוקה- דיור מוגן
<b>69,961</b>	<b>37,922</b>	<b>52,703</b>	<b>410,048</b>	<b>455,361</b>	<b>530,654</b>	<b>סה"כ הכנסות מפעילות</b>
-	-	-	74,984	71,001	32,869	רווח מהפעלת מלון
1,430	1,000	1,638	139,424	172,623	223,397	רווח משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
17,805	8,587	12,963	17,805	26,495	36,083	רווח ממכירת דירות
<b>19,235</b>	<b>9,587</b>	<b>14,601</b>	<b>232,213</b>	<b>270,119</b>	<b>292,349</b>	<b>רווח מפעילות</b>
51,317	151,880	-	298,777	157,107	7,899	רווח ממימוש מקרקעין
**220,094	**45,805	**191,195	275	3,694	-4,322	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות כלולות
85,342	-487,673	281,356	143,424	-599,223	342,651	רווח (הפסד) מני"ע ומאחרים
-10,679	-13,318	-9,717	-35,959	-49,469	-51,228	הנהלה וכלליות
-1,873	-1,426	-1,297	-61,951	-65,645	-94,185	הוצאות פחת
<b>363,436</b>	<b>-386,755</b>	<b>476,138</b>	<b>576,779</b>	<b>-283,417</b>	<b>493,164</b>	<b>רווח תפעולי</b>
-2,822	-33,822	-23,029	-143,326	-149,108	-77,770	הכנסות (הוצאות) מימון
-15,751	2,340	-938	-83,142	5,554	42,140	הטבת מס (מיסים על הכנסה)
<b>***344,863</b>	<b>***418,237</b>	<b>***452,171</b>	<b>350,311</b>	<b>-426,971</b>	<b>457,534</b>	<b>רווח (הפסד) נקי</b>

\* אומדן מידרוג באישור החברה \*\* החלק המיוחס לחברה ברווח הנקי של אלרוב נדל"ן \*\*\* בניכוי חלק המיעוט ברווחי אלרוב נדל"ן

גידול בהכנסות וברווח מפעילות כתוצאה מתוצאות אלרוב נדל"ן

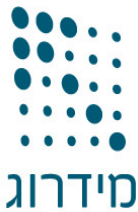
הכנסות החברה במאוחד הסתכמו בשנת 2009 בכ- 531 מיליון ₪ והרווח מפעילות בסך 292 מיליון ₪, לעומת כ- 455 מיליון ₪ וכ- 270 מיליון ₪, בהתאמה, בשנת 2008. עיקר השיפור בהכנסות וברווח מפעילות נבע כתוצאה מהשיפור בתוצאות הפעילות שרשמה אלרוב נדל"ן. מעבר לכך, חל גידול בהכנסות וברווחים ממכירת דירות במגדלי אלרוב בתל אביב, לאחר שבשנת 2009 נמכרו 7 דירות, לעומת 4 דירות שנמכרו בשנת 2008. נכון ליום 31.12.2009 נותר בפרויקט מלאי של 6 דירות למכירה, בעלות של כ- 32 מיליון ₪.

שיפור ברווח התפעולי כתוצאה מרווחים מני"ע ומפעילות אלרוב נדל"ן

חברת אלרוב ישראל מחזיקה באופן ישיר ובאמצעות חברה בת בבעלות מלאה, אלרוב וונצ'רס בע"מ, במניות בנק לאומי בשווי כולל, נכון ליום 31.12.2009, של כ- 829 מיליון ₪. בשנת 2009 רשמה הקבוצה רווח תפעולי של כ- 493 מיליון ₪, כתוצאה מרווח מפעילות של אלרוב נדל"ן (אשר כלל רווח מני"ע בסך כ- 72 מיליון ₪) ורווח מני"ע בסך כ- 281 מיליון ₪ כתוצאה מעליית ערך מניות בנק לאומי, המסווגות כני"ע סחירים.

ירידה בעלויות המימון וגידול בהטבת מס

הוצאות המימון של החברה במאוחד הסתכמו בשנת 2009 בכ- 78 מיליון ₪, ביחס לכ- 149 מיליון ₪ בשנת 2008. עיקר הקיטון בהוצאות המימון נבע מרווח מפירעון מוקדם של הלוואות Non recourse בשווי ע"י אלרוב נדל"ן, וירידה



בשיעורי הריבית הממוצעת על הלוואות בארץ ובחול. הגידול בהטבת המס נבע בעיקרו מהירידה הצפויה בשיעורי מס החברות בשנים הקרובות, כפי שנקבע בחוק ההתייעלות הכלכלית.

**נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)**

אלרוב ישראל ללא אלרוב נדל"ן (סולו מורחב)*			קבוצת אלרוב ישראל מאוחד			
31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	
3,320	3,606	3,372	186,339	91,450	63,837	מזומן ושווי מזומנים
714,929	394,139	833,624	854,063	464,040	950,820	ני"ע סחירים וני"ע זמינים למכירה
737,220	766,325	686,632	2,976,599	4,041,631	4,291,137	חוב פיננסי
18,971	368,580	-150,364	1,936,197	3,486,141	3,276,480	חוב פיננסי נטו
2,118,840	1,663,472	2,346,871	4,582,044	5,186,683	6,159,097	CAP
1,400,591	1,265,727	1,509,875	3,541,642	4,631,193	5,144,440	CAP נטו
**1,373,767	**890,124	**1,647,701	1,410,525	917,195	1,681,058	הון עצמי
2,453,242	1,899,809	2,535,124	5,017,810	5,613,819	6,564,243	סך מאזן
2,445,805	1,888,540	2,523,855	4,885,080	5,491,141	6,502,884	מאזן בנטרול מקדמות מלקוחות
34.8%	46.1%	29.3%	65.0%	77.9%	69.7%	חוב ל-CAP
1.4%	29.1%	-10.0%	54.7%	75.3%	63.7%	חוב נטו ל-CAP נטו
56.0%	46.9%	65.0%	28.1%	16.3%	25.6%	הון עצמי למאזן
56.2%	47.1%	65.3%	28.9%	16.7%	25.9%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
-2,327	-10,251	-23,382	106,332	114,263	117,584	מזומנים נטו שנבעו (שימוש) לפעילות שוטפת
11,778	-32,583	-32,185	47,171	-11,710	110,367	FFO
62.6	שלילי	שלילי	63.1	שלילי	38.9	חוב ל-FFO
1.6	שלילי	שלילי	41.0	שלילי	29.7	חוב נטו ל-FFO

\* עיבוד מידרוג באישור החברה \*\* ללא חלק המיעוט בחברת אלרוב נדל"ן

**גידול מתון בחוב הפיננסי המאוחד כתוצאה מפעילות אלרוב נדל"ן**

נכון ליום 31.12.2009 הסתכם החוב הפיננסי של החברה במאוחד בכ- 4,291 אלפי ₪ לעומת סך של 4,042 אלפי ₪ בתקופה המקבילה. הגידול בחוב נבע בעיקרו מאשראי לז"ק, שנלקח ע"י אלרוב נדל"ן לצורך ביצוע השקעות בנדל"ן מניב בארץ ובחול והסבת 2 נכסים, באמסטרדם ובלונדון, למלונות. ברמת הסולו המורחב חל קיטון בחוב הפיננסי בעיקר עקב קיטון בחוב אג"ח, כתוצאה מפירעון שוטף בסך 33 מיליון ₪ ורכישה עצמית ע"י חברות בנות בקבוצה. הגידול החד בשווי ניירות הערך שבהחזקת החברה, במקביל לגידול המתון בחוב הפיננסי, הביא לכך שבשנת 2009 חל קיטון בחוב הפיננסי נטו של כ- 209 מיליון ₪ (ברמת הסולו המורחב, החוב הפיננסי נטו אף שלילי).

**גידול משמעותי בהון העצמי כתוצאה מרווחים מפעילות בני"ע וגידול בקרן הון**

במהלך שנת 2009 חל גידול של כ- 764 מיליון ₪ בהון העצמי של החברה במאוחד. עיקר הגידול בהון נבע כתוצאה מרווח נקי של אלרוב ישראל בסך 458 מיליון ₪, הכולל רווח מאלרוב נדל"ן בסך 197 מיליון ₪ ורווח מני"ע בסך של 281 מיליון ₪ בגין מניות בנק לאומי וכן כתוצאה מגידול נטו בקרן הון. בגין נכסים פיננסיים זמינים למכירה בסך כ- 304 מיליון ₪. הגידול בקרן ההון כלל עליית ערך מניות בנק לאומי, הנכללות בסעיף נכסים זמינים למכירה, ועליית ערך מניות פרוטליקס<sup>4</sup>, הנכללות בסעיף השקעות אחרות.

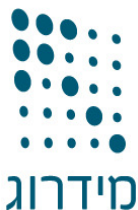
<sup>4</sup> לאלרוב ישראל באמצעות חברה בת טכנורוב אחזקות(1993) בע"מ, החזקה של 6.186 מיליון מניות בחברת פרוטליקס

### שיפור ביחסי האיתנות של החברה

הגידול החד בהון העצמי, במקביל לגידול המתון בחוב הפיננסי והקיטון בחוב הפיננסי נטו, הביאו לשיפור ביחסי האיתנות של החברה במאוחד לעומת שנת 2008, הן ביחס הון עצמי למאזן, בנטרול מקדמות, שעלה מ- 16.7% ל- 25.9%, והן ביחסי חוב ל-Cap וחוב נטו ל-Cap נטו, שירדו בהתאמה מ- 77.9% ו- 75.3% ל- 69.7% ו- 63.7%. מכיוון שהן אלרוב ישראל והן אלרוב נדל"ן אינן משערכות את נכסיהן לפי שיטת השווי ההוגן, יחסי האיתנות המאוחדים טובים יותר בפועל. ביום 8.4.2010 הודיעה אלרוב נדל"ן על מעבר לשיטת דיווח לפי שווי הוגן ביחס לנכסי הנדל"ן להשקעה, וזאת - החל מדוחות הרבעון הראשון של שנת 2010. כמו כן, הודיעה אלרוב נדל"ן כי על בסיס נתוני 31.12.2009 יביאו השערוכים לגידול של 795 מיליון ₪ בערך הנדל"ן להשקעה ולגידול של 603 מיליון ₪ בהונה העצמי, מתוכם - סך של 491 מיליון ₪ מיוחס לבעלים של החברה וסך של 112 מיוחס לזכויות מיעוט. על בסיס נתונים אלו, שיעור הון עצמי למאזן עומד על כ- 31% ויחסי חוב ל-CAP וחוב נטו ל-CAP עומדים על כ- 62% וכ- 55%, בהתאמה.

### יחסי הכיסוי באלרוב ישראל נמוכים בשל היעדר מקורות תזרים פרמננטיים בפעילות הסולו המורחב

מכיוון שעיקר פעילות הסולו המורחב של אלרוב ישראל כולל החזקה במניות בנק לאומי והחזקה בחברות טכנולוגיות - הן באופן ישיר והן באמצעות קרנות הון סיכון, מקורות התזרים הפרמננטיים בסולו המורחב הינם נמוכים וכוללים בעיקר הכנסות משכ"ד במגדל האופרה, דמי ניהול מחברות בנות ודמי ניהול מתפעול מגדל האופרה ומגדלי אלרוב (בתוספת הכנסות ממכירת דירות במגדלי אלרוב). מקורות תזרים פרמננטיים מועטים, בשילוב העובדה כי אלרוב נדל"ן אינה מחלקת דיבידנדים, מביא לכך שתזרים ה-FFO בפעילות הסולו המורחב הינו שלילי. כתוצאה מכך, יחסי הכיסוי של אלרוב ישראל במאוחד נמוכים מאלו שבאלרוב נדל"ן. כך, בשנת 2009 רשמה קבוצת אלרוב ישראל יחס חוב ל-FFO וחוב נטו ל-FFO של כ- 38.9 ו- 29.7, בהתאמה, לעומת 26.3 ו- 25.1, בהתאמה, באלרוב נדל"ן. בשנת 2009 נרשם FFO במאוחד, הגבוה משמעותית מה-FFO שנרשם בשנים 2007-2008, זאת בעיקר בשל הפרשות שונות שביצעה אלרוב נדל"ן בשנים אלו, שלא היוו חלק מהפעילות השוטפת.



**גמישות פיננסית גבוהה ביחס לעומס הפירעונות הצפוי; הזרמת כספים לפיתוח תחום המלונאות עלולה לפגוע בגמישות הפיננסית**

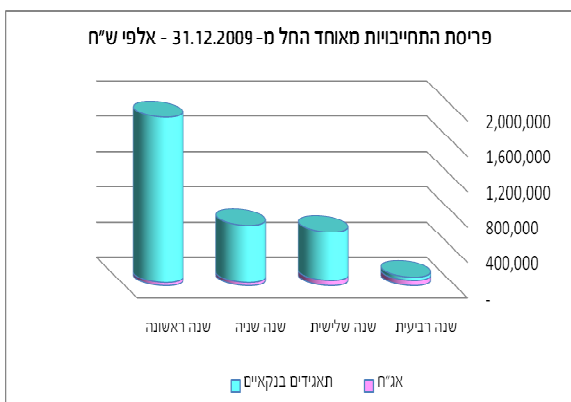
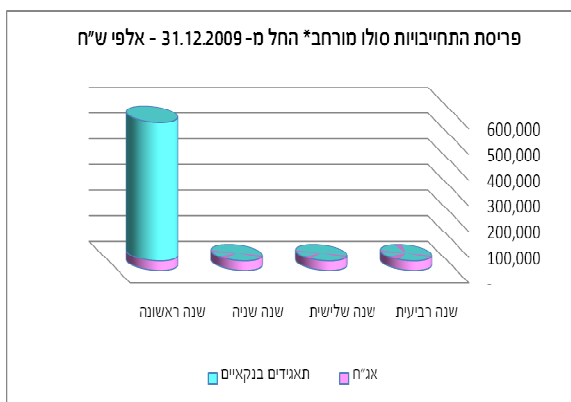
נכון ליום 31.12.2009 מחזיקה אלרוב ישראל, במסגרת פעילות הסולו המורחב, יתרות נזילות בהיקף של כ- 837 מיליון ₪, הכוללות בעיקר החזקות במניות בנק לאומי בהיקף 829 מיליון ₪. כנגד שיעבוד החזקות בתיק ני"ע ובמגדל האופרה, ניתנו לאלרוב ישראל מסגרות אשראי לז"ק, בהיקף משמעותי, אשר נכון ליום 31.12.2009 כוללות מסגרות בלתי מנוצלות בהיקף של כ- 167 מיליון ₪.

מעבר לכך, פעילות הסולו המורחב כוללת השקעות במספר חברות טכנולוגיה, הן באופן ישיר והן באופן עקיף - באמצעות קרנות הון סיכון. שווי החזקות אלו עומד, נכון ליום 31.12.2009, על כ- 205 מיליון ₪ ועיקרו נובע מהחזקות הקבוצה במניות חברת פרטליקס, הנסחרות בבורסת AMEX בארה"ב.

היקף החוב הפיננסי בפעילות הסולו המורחב עומד על כ- 687 מיליון ₪, וכולל בעיקר מסגרות אשראי מנוצלות לז"ק בסך 528 מיליון ₪. מכיוון שהחברה משעבדת נכסים לטובת מסגרות האשראי, לא יידרש בפועל פירעון אשראים אלו, המופיעים בלוח הסילוקין לשנה הקרובה. כמו כן, כולל החוב הפיננסי סך של 147 מיליון ₪ חוב לאג"ח סדרה ז', ליתרת פירעון בין השנים 2010-2013. נכון ליום 31.12.2009 מחזיקה החברה, באמצעות חברות בנות, בכ- 38.5 מיליון ₪ ע.ג. מסדרת האג"ח (שאינו נכלל בחוב הפיננסי), בשווי של כ- 43.4 מיליון ₪.

חברת אלרוב ישראל מעניקה מסגרת אשראי לטובת אלרוב נדל"ן בהיקף של 756 מיליון ₪, מתוכה מנוצלת, נכון ליום 31.12.2009, מסגרת בסך של כ- 150 מיליון ₪. אלרוב נדל"ן צפויה לפרוע במהלך 4 השנים הקרובות את האשראי שניתן לה פירעון מלא, באופן שיחפוף למועדי פירעון אג"ח ז'.

לאור האמור לעיל, מידרוג מעריכה כי היקף הפירעונות הצפוי בטווח הקצר והבינוני ברמת הסולו המורחב, הינו נמוך ביחס למקורות הנזילות והתזרים הקיימים. עם זאת, יתכן כי היקף ההשקעות הניכר שעתידיה לבצע אלרוב נדל"ן בשנים הקרובות, לצורך המשך פיתוח פעילותה בתחום המלונאות, ידרוש תמיכה תזרימית של אלרוב ישראל, באופן שעלול לפגוע בגמישותה הפיננסית.



\* אלרוב ישראל ללא אלרוב נדל"ן (אומדן)

## אופק הדירוג

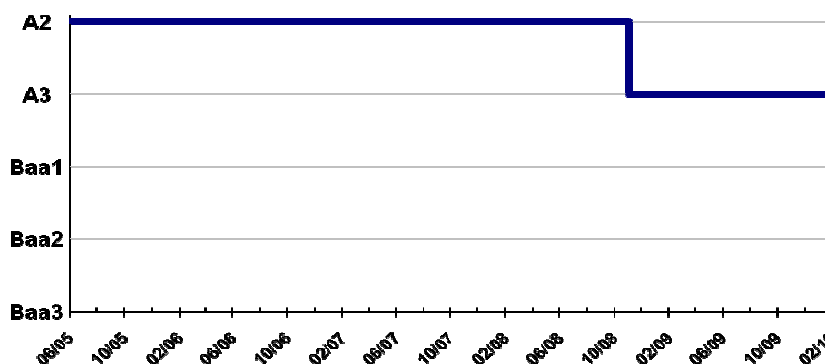
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים מפעילות פרמנטית;
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים;
- הקטנת החשיפה של החברה לנגזרים פיננסיים והשקעות בני"ע.

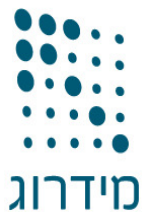
### גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות ברמת הקבוצה במיוחד, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שישיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה;
- גידול משמעותי בחוב הפיננסי אשר יביא להרעה ביחסי הכיסוי והאיתנות של הקבוצה וגריעה משמעותית מהגמישות הפיננסית והנזילות;
- גידול בהיקף הפעילות בנגזרים פיננסיים וההשקעה במניות;

## היסטוריית דירוג







## פרופיל החברה

אלרוב (ישראל) בע"מ פועלת בעצמה ובאמצעות אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (חברה-בת של החברה, המוחזקת בשיעור של כ- 87%) בתחומי הנדל"ן להשקעה ומלונאות בארץ ובחול, ע"י ייזום או רכישה של נכסי נדל"ן מניב וכן בייזום ומכירה של דירות יוקרה למגורים. כמו כן, פועלת החברה בתחום של השקעות בהון סיכון, במסגרתו עוסקת החברה בהשקעות בחברות טכנולוגיה, הן באמצעות השקעה ישירה והן באמצעות השקעות בקרנות הון סיכון שונות. החברה הינה בבעלותו של מר אלפרד אקירוב, אשר מחזיק, באמצעות חברות שבשליטתו, בכ- 75% מהחברה.

## מחקרים מתודולוגיים:

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

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> <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	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> 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 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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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](http://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.