



# ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

דו"ח מעקב שנתי ינואר 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט  
[amira@midroog.co.il](mailto:amira@midroog.co.il)

אנשי קשר:

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

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

## ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	Baa2	אופק דירוג: יציב
--------------------	------	------------------

מידרוג מאשרת מחדש, במסגרת מעקב שנתי, את דירוג סדרת אג"ח א' של חברת ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ (להלן: "שיר נדל"ן", "החברה") בדירוג Baa2 ומציבה את אופק הדירוג על יציב.

סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

מספר תשלומי קרן נותרים	מועד התשלום האחרון	מועד התשלום הראשון	הצמדה ריבית	הצמדה	יתרה לתאריך 30.9.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	סדרה
6	31.10.2015	31.10.2010	8.25%	מדד	154,204	סדרה א'
					154,204	

\* לאחר תאריך המאזן רכשה החברה אגרות חוב בסך של כ- 28 מיליון ₪ ע.ב אשר נמחקו מססחר

התנאים אשר נקבעו בעת הדירוג הראשוני:

(1) ממועד גיוס החוב ועד להשלמת האכלוס המלא של מתחם הארגז תשמור החברה על כרית מזומנים לצורך הבטחת שירות החוב. כרית המזומנים תמומן מתמורת האג"ח שיגויסו, ותשועבד לטובת מחזיקי האג"ח (להלן - "כרית המזומנים"). סכום כרית המזומנים ישתנה לפי המתווה כדלקמן:

- א. מיום 1.11.2008 ועד 30.4.2009 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 10 מיליון ש"ח.
  - ב. מיום 1.5.2009 ועד 31.10.2009 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 6 מיליון ש"ח.
  - ג. מיום 1.11.2009 ועד להשלמת האכלוס המלא של מתחם הארגז, או עד להכנסות של כ- 20 מיליון ש"ח לשנה, כמאוחר שביניהם, כרית המזומנים לא תפחת מסך של 3 מיליון ש"ח.
- (2) החברה תשמור על יחס חוב ל - CAP שלא יעלה על 52%, עד להשלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ("מתחם הארגז") ואכלוסו המלא. יחס זה ייבחן מחדש עם השלמת אכלוס מתחם הארגז
  - (3) החברה תשעבד לטובת מחזיקי האג"ח, בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה, את הנכס ברחוב היצירה 23 בפתח תקווה (בית אפקון) או את הנכס ברח' היצירה 22 בפתח תקווה. החברה תהיה רשאית להסיר את השעבוד לאחר שהכנסותיה יעמדו על סך של כ-20 מיליון ש"ח לשנה לפחות.
  - (4) החברה תתחייב בפני מחזיקי האג"ח שלא לחלק דיבידנדים עד לאכלוס מלא של מתחם הארגז.
  - (5) עד ליום 31.3.2008 תשלם החברה את רישום הזכויות במקרקעין בנכסים ברח' היצירה 22, ברח' היצירה 23 וביגיע כפיים בפ"ת, כמו גם את רישום הזכויות במקרקעין בנכסים בחיפה ובצריפין על שמה. מידרוג תבחן את עמידת החברה בתנאי זה, על בסיס דו"ח שתעביר החברה למידרוג, לא יאוחר מיום 31.03.2008, המפרט את זכויותיה במקרקעין.
  - (6) החברה מתחייבת כי עד להשלמת ההקמה של מתחם הארגז, דמי הניהול הקבועים, שתשלם החברה לבעלי השליטה, לא יעלו על סך של 2.0 מיליון ש"ח לשנה. יובהר כי החברה רשאית לצבור את הזכאות לדמי הניהול, לטובת בעלי השליטה, בסכומים שמעבר ל-2.0 מיליון ש"ח לשנה, אולם אלו לא ישולמו בפועל לבעלי השליטה, טרם להשלמת ההקמה של מתחם הארגז.

לצורך עמידה בתנאים לעיל, יוגדרו: "אכלוס מלא" - תפוסה בפועל של לפחות 90% מסך שטחי ההשכרה המתוכננים במתחם; "הכנסות שנתיות של 20 מיליון ש"ח" - כאשר דוחות החברה לשני רבעונים רצופים יצביעו על הכנסות בהיקף שנתי שלא יפחת מכ- 20 מיליון ש"ח, וכי הכנסות אלו מגובות בהסכמי שכירות לתקופה של שלוש שנים לפחות.

הטעמים העיקריים לאישור מחדש של הדירוג הקיים וקביעת אופק יציב הינם כדלקמן:

- שמירה על היקף גבוה של יתרות מזומנים בחברה, המקנות לה גמישות פיננסית ונזילות גבוהה. יתרות אלו מאפשרות לחברה לרכוש חזרה אגרות חוב מהסדרה, תוך שמירה על היקף נזילות המתאים לתוכנית השקעותיה.
- העדר פירעונות מסדרת האג"ח במהלך השנתיים הקרובות והעדרו של חוב בנקאי אחר, מקלות משמעותית על החברה ומשחררות אותה מן הצורך במחזור הלוואות, בתקופה שבה קיימת מצוקת נזילות בשווקים.
- רכישה ומחיקה מהמסחר של כ- 28 מיליון ₪ מסדרת האג"ח המדורגת, כנגד היקף השקעת מזומן בסך של כ- 19 מיליון ₪, אשר יש בה כדי להקטין מחובה הפיננסי, תוך שימוש בהיקף מזומנים נמוך מהערך הנקוב ולאפשר לה פירעון נוח יותר של יתרת אגרות החוב במועדן.
- העדר שינויים משמעותיים במתווה הפעילות, אשר הוגדר על ידי החברה במועד ההנפקה, תוך קידום תהליכים וקבלת אישורי הבניה לבנייתו של אחד מהנכסים המרכזיים, העומדים לרשות החברה. הכנסות השכירות מנכס זה, צפויות להביא לגידול משמעותי בהכנסות החברה ומעבר לתזרים חיובי מפעילות שוטפת.

## התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

*נכון למועד דו"ח המעקב, עומדת החברה בכל התנאים שנקבעו, בעת הדירוג הראשוני, לשמירה על דירוג האג"ח, למעט סיום רישום זכויותיה בשני נכסים, צריפין ויגיע כפיים בפתח תקווה, המצויים בעיצומם של תהליכי הרישום. יציין, כי בהתאם למידע שנמסר מהחברה, הועברו לידיה הזכויות בנכסים אלו אך טרם הושלם רישומם. מידרוג ממשיכה לעקוב אחר תהליך ביצוע רישום הנכסים.*

*החברה קיבלה היתרי בנייה ב"פרויקט הארגז" בצריפין, פרויקט אשר צפוי להגדיל משמעותית את הכנסות החברה*

במסגרת הבנייה המתוכננת בפרויקט צריפין<sup>2</sup>, קיבלה החברה בתאריך 7.4.2008 היתר לעבודות עפר ופיתוח בנכס וזאת - לאחר שהגיעה להבנות עם מינהל מקרקעי ישראל, במסגרתן התחייבה חברת האם, ש.י.ר. שלמה - יבוא רכב בע"מ, לשפות את המינהל בגין כל טענה ו/או תביעה, אשר תוגש על ידי בעלים אחרים בנכס הסמוך לנכס בצריפין, בקשר לבקשתה להיתר. במהלך התקופה הסתיימו כ - 75% מעבודות העפר בפרויקט, ולנוכח קבלת היתר בנייה, בתאריך 11.9.2008, נמצאת החברה במשא ומתן לבחירת קבלן שלד וקבלנים נוספים להקמת הפרויקט. להערכת החברה, מועד סיום הפרויקט ואכלוסו צפויים לחודש דצמבר 2010. להערכת מידרוג, החריגה מלוח הזמנים המקורי, במסגרתו צפתה החברה את הקמת הנכס עד לתחילת שנת 2010, מצמצמת במידת מה את גמישותה הפיננסית של החברה, בשל דחייה בתקבולים הצפויים מן הנכס, ותדרוש הקפדה על עמידה בלוח זמנים זה במטרה להקל על תשלומי הקרן הצפויים בשנה זו.

*במהלך התקופה הנסקרת רכשה החברה קרקע בגרוזיה בהיקף של כ - 855 אלף דולר ארה"ב. היקף החשיפה אינו מהותי ביחס לפעילות הכוללת של החברה, בנוסף, העבירה החברה כ - 22 מיליון \$ מיתרות המזומנים אשר ברשותה והשלימה את רכישתם של נכסים בסגולה, פ"ת וברומניה*

במהלך חודש פברואר 2008 רכשה החברה מצד ג' זכויות בעלות בנכס, בשטח של כ - 90 אלף מ"ר, ב Tbilisi, בירת גיאורגיה, בתמורה לסכום של כ - 855 אלף דולר ארה"ב. בתאריך 30.9.2008 הפחיתה החברה את השווי ההוגן של הנכס לסך של כ - 810 אלף דולר ארה"ב בהתאם להערכת שווי עדכנית. להערכת מידרוג, אף אם תבצע החברה הפחתה נוספת, לא צפויה פגיעה משמעותית בהונה העצמי לאור היקף השקעה נמוך. בנוסף, במהלך שנת 2007 ולאחר גיוס סדרת אגרות החוב, העבירה החברה סך כולל של כ - 22 מיליון \$ מיתרות המזומנים אשר היו ברשותה, להשלמת עסקאות הרכישה של שני נכסים - בצומת סגולה בפ"ת וברומניה.

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאוקטובר 2007.

<sup>2</sup> הפרויקט במתחם צריפין צפוי לכלול שטח בנוי של כ - 35 אלף מ"ר שעליו יוקמו מבני משרדים ומתקן לוגיסטי, יתר השטח ישמש בעיקר לחנייה. הפרויקט צפוי לשרת בעיקר את עסקי הרכב של חברות מקבוצת שלמה.

## התפתחות התוצאות הכספיות

### גידול בהכנסות החברה כתוצאה מעליה בשכירות הנכסים המושכרים ובמקביל - עלייה בהוצאות המימון כתוצאה מהנפקת סדרת האג"ח, הביאה לתזרים שלילי מפעילות שוטפת

הכנסות החברה מדמי שכירות לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 גדלו, לעומת התקופה המקבילה אשתקד, כתוצאה מהשכרת הנכס בסגולה, פ"ת וכתוצאה מעדכון דמי השכירות בנכס ברחוב היצירה בפ"ת. במקביל, הוצאות המימון של החברה לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2008 גדלו, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הוצאות מימון אלו נבעו בשל סדרת האג"ח אשר הונפקה בחודש אוקטובר 2007. חלק משמעותי מתוך הוצאות המימון אינו תזרימי ונובע מקיטון מינורי בשווי הנדל"ן להשקעה, וירידת שער האירו והדולר בתקופה.

על אף העלייה בדמי השכירות, הביאו הוצאות המימון להפסד חשבונאי נקי, בהיקף של כ - 16.8 מיליון ₪. התאמות ונטרול הפסדים לא תזרימיים, הביאו את החברה להפסד מפעילות שוטפת בסך של 324 אלף ₪ בלבד. להערכת מידרוג, תזרים החברה צפוי להיות דומה ולהמשיך לנוע על גבול האיזון, עד להשלמת הפרויקט בצרפין.

### החברה ערכה שינויים מינוריים בשווי הנדל"ן להשקעה, אשר אינם משפיעים על איתנות החברה

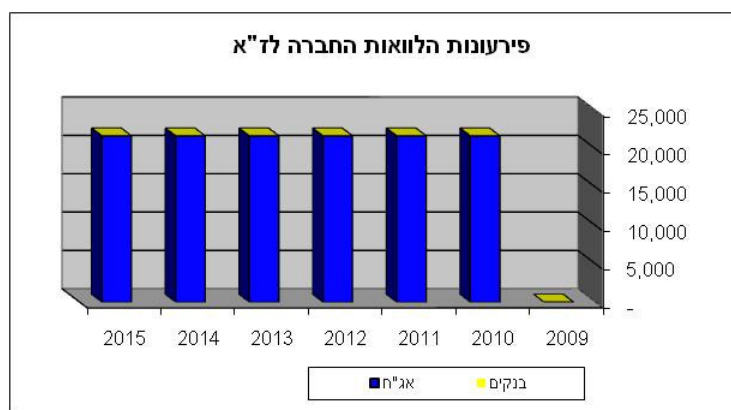
במהלך התקופה רכשה החברה נדל"ן להשקעה, בסך של כ - 5.5 מיליון ₪. בתקופה זו, רשמה החברה עליית ערך נדל"ן להשקעה בסך של כ - 672 אלף ₪ הנובע מעליית ערך בשווי המקרקעין בצ'כיה. במקביל, רשמה החברה ירידת ערך של נדל"ן להשקעה, בגין מספר נכסים, באשקלון, רומניה ובגיאורגיה.

להלן ריכוז הנכסים בהם חל שינוי בשוויים ההוגן נכון לתאריך 30.9.2008:

שם הנכס	מיקום	עלייה (ירידה) בשווי ההוגן בתקופת הדו"ח
בת הדר	אשקלון	(223) אלפי ₪
Popesti Leordeni	רומניה	(150) אלפי אירו
Constansa	רומניה	(22) אלפי אירו
Olomouc	צ'כיה	400 אלפי אירו
Tibilisi	גרזיה	(45) אלפי דולר ארה"ב

**רכישה עצמית של אגרות החוב במחיר הנמוך משמעותית מערכן הנקוב ומחיקתן ממסחר משפרת, להערכת מידרוג, את יציבות החברה ומחזקת את דירוג הסדרה**

במהלך חודש נובמבר 2008, אישר דירקטוריון החברה רכישת אגרות חוב של החברה. נכון למועד דו"ח מעקב זה, רכשה החברה אגרות חוב מסדרה א' בסך של כ- 28 מיליון ₪ ע.ג. תמורת סך של כ- 19 מיליון ₪. להערכת מידרוג, הרכישה העצמית, בהיקף של כ- 18% מסך אגרות החוב, במחיר הנמוך באופן משמעותי מערכן, משפרת את יציבותה של החברה ומקטינה, במידת מה, את הסיכון לסדרת האג"ח המדורגת, זאת תוך שמירה על נזילותה של החברה וגמישותה הפיננסית.



\* רכישת כ- 18% מסדרת אגרות החוב במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2008 קיזזה תשלום של כ- 4.6 מיליון ₪ לשנה.

**הפסדי החברה בשנה האחרונה, בנוסף לירידה בשערי המט"ח, גרמו לירידה בהון העצמי של החברה אשר הרעה, במידת מה, את יחסי האיתנות של החברה. להערכת מידרוג, יתרות המזומנים של החברה והעדד תשלומי קרן עד חודש אוקטובר 2010 יאפשרו לחברה לספק את מרבית צרכיה המימוניים בשנה הקרובה.**

ירידה בשווי הנדל"ן וירידה בשערי המט"ח העלו את יחס החוב הפיננסי של החברה ל- CAP לכ- 48%, לעומת 45% ביום 31.12.2007. במקביל, תרמו ההפסדים המצטברים לירידה בשיעור ההון העצמי, אשר עומד על כ- 46% מתוך סך המאזן. על אף האמור, נכון לתאריך 30.9.2008, נהנית החברה מיתרות נזילות גבוהות, בהיקף של כ- 87 מיליון ₪ (סכום זה אינו כולל סך של כ- 18.7 מיליון ₪ המצויים בידי הנאמן ככרית מזומנים לטובת האג"ח). החברה משקיעה את עודפי המזומנים שברשותה בפיקדונות בנקאיים וכ- 32.5 מיליון ₪ מושקעים באגרות חוב ממשלתיות, כמו גם באגרות חוב סחירות בעלות דירוג של AA- ומעלה.

להערכת מידרוג, בהתבסס על ההשקעות הנדרשות לפרויקט העיקרי של החברה, במתחם צריפין, בהיקף של כ- 70 מיליון ₪, ובהתבסס על הערכות החברה, צפויות יתרות המזומנים הקיימות לספק את מרבית צרכי ההשקעה של החברה בשנה הקרובה, כך שלא צפויה חריגה מיחס החוב ל- CAP אשר נקבע באופק הדירוג לכ- 52%.

**יחסים פיננסיים נבחרים :**

31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	30.9.2008	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
4,631	5,090	5,695	4,854	הכנסות
3,269	3,718	3,278	1,056	רווח תפעולי
3,269	3,718	3,152	2,004	רווח תפעולי בנטרול שערוכים
-17	249	1,894	18,860	הוצאות (הכנסות) מימון
2,308	2,496	2,149	-16,886	רווח (הפסד) נקי
-	-	146,518	154,204	חוב פיננסי
5	59	101,257	87,797	יתרות נזילות
-5	-59	45,261	66,407	חוב פיננסי נטו
107,552	132,827	169,458	152,572	הון עצמי וזכויות מיעוט
109,208	135,791	339,728	332,461	סך מאזן
107,552	132,827	328,066	318,182	CAP
3,411	3,670	1,455	-5,099	FFO
98%	98%	50%	46%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
0%	0%	45%	48%	חוב ל - CAP
0%	0%	20%	29%	חוב נטו, ל - CAP נטו
-	-	101	שלילי	חוב פיננסי ל - FFO (בגילום שנתי)
שלילי	14.9	1.7	0.1	EBITDA להוצאות מימון

\* יתרות המזומנים בידי החברה אינן כוללות כרית מזומנים בסך של 18.7 מיליון ₪ אשר נחונה לפיקוח הנאמן על אגרות החוב.

**שיקולים עיקריים לדירוג.**

החברה הינה חלק אינטגרלי מקבוצת שלמה, אחת מקבוצות ההשקעה הפרטיות הגדולות בישראל, ובחלקה הגדול משרתת את פעילותה של קבוצת שלמה. להערכת מידרוג, קבוצת שלמה תפעל לשמירה על איתנותה הפיננסית; בעל השליטה בקבוצה הינו בעל ניסיון עסקי עשיר, המסייע לפיתוח פעילות החברה; פרויקט הייזום המרכזי, מתחם הארגז בצריפין, מיועד לשימוש חברות מקבוצת שלמה, גורם המצמצם במידת מה את הסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפיתוח; החברה נדרשת לשמור על רמת מינוף מרבית של יחס חוב פיננסי ל - CAP שלא יעלה על 52%, לצורך שמירה על רמת הדירוג; שיעבוד של נכס לטובת סדרת האג"ח תורם לחיזוק; מנגד יש לציין היעדר של ניסיון בתחום הייזום והפיתוח של נכסים מניבים; תיק נכסים מצומצם וריכוזי יחסית; חלק ניכר מתמורת הגיוס מיועד לפיתוח נכס אחד בהיקף השקעה משמעותי; הסיכון העסקי הגבוה בו מאופיין תחום ייזום הנדל"ן; תלות בקבוצת שלמה השוכרת את כל נכסיה המניבים של החברה; נכסי החברה אינם נזילים ברובם, אך יחד עם זאת, נכסיה חופשיים משעבוד שלא לטובת מחזיקי האג"ח; כרית הביטחון, לה התחייבה החברה, מחזקת את יכולתה לעמוד בפירעון החזרי הריבית, בשנים בהן היא תשקיע בפיתוח הנכסים המניבים.

## אופק הדירוג

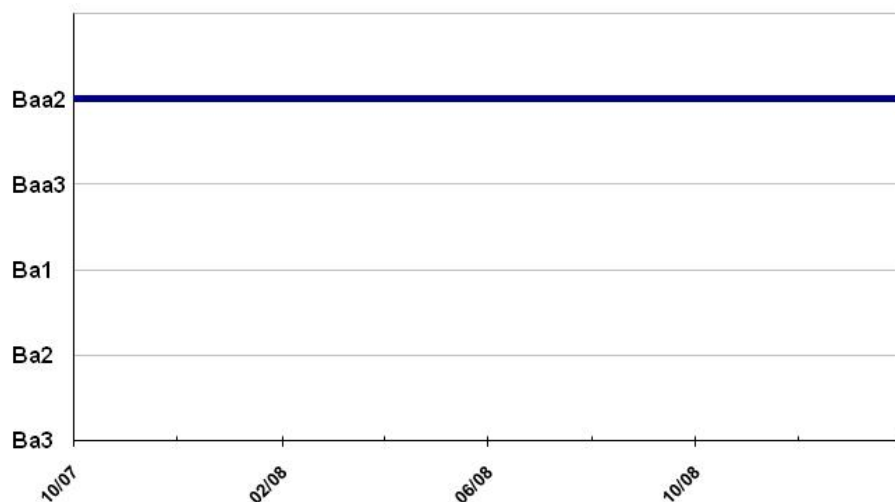
### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- השלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ואכלוסו
- גידול בהכנסות החברה בעקבות הרחבת הפעילות במידה ניכרת
- יצירת תזרים חיובי לחברה, תוך שמירה על נזילות גבוהה

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- עלייה ביחס החוב ל - CAP מעבר לשיעור של 52%, עד להשלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ואכלוסו המלא (לצורך דירוג זה, אכלוס מלא משמעו תפוסה בפועל של 90% ומעלה מסך שטחי ההשכרה המתוכננים במתחם)
- אי השלמת רישום הנכסים בצריפין ויגיע כפיים על שם החברה במהלך ששת החודשים הקרובים, אלא אם הוארכה תקופה זו על ידי מידרוג, לאחר בחינת נסיבות אי השלמת הרישום
- פגיעה בנזילות החברה, בין היתר כתוצאה מחלוקת דיבידנדים לפני השלמת הנכס בצריפין ואכלוסו המלא
- גידול חד בהוצאות הנהלה וכלליות ובדמי הניהול
- שעבוד נכסים

### היסטוריית דירוג





ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ הוקמה ביום 22.3.2007, כזרוע נדל"ן של קבוצת שלמה. פעילות זו כוללת תפעול וייזום של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל. פעילות החברה מתבצעת ישירות על ידיה וכן - על ידי שתי חברות בת ייעודיות, המרכזות את פעילות החברה בחו"ל. במסגרת הקמת החברה הועברו ביום 29.3.2007 שישה נכסי מקרקעין בישראל מהחברה האם ש.י.ר שלמה - יבוא רכב בע"מ (להלן: "החברה האם"), לחברה וכן הועברו החזקותיה של החברה האם בחברות הבת הייעודיות. החברה החלה את פעילותה ביום העברת הנכסים.

נכון לתאריך 30.9.2008, לחברה חמישה נכסים להשכרה בישראל, בשטח של כ- 26.5 אלף מ"ר, התורמים כ- 6.5 מיליון ש"ח הכנסות לשנה ותפוסתם מלאה. כמו כן מחזיקה החברה בשלושה נכסי מקרקעין בישראל בשטח כולל של כ- 77 אלף מ"ר וכן בארבעה מגרשים המיועדים לפיתוח בחו"ל (צ'כיה, רומניה וגיאורגיה) בשטח כולל של כ- 261 אלף מ"ר.

החברה מוחזקת בבעלות מלאה על ידי ש.י.ר - יבוא רכב בע"מ, חברה בבעלות ובשליטה מלאות של מר שלמה שמלצר ועתליה שמלצר<sup>3</sup>.

נכון לתאריך דו"ח מעקב זה, כל נכסי הנדל"ן המניב שבבעלות החברה ואשר מהם נובעים 100% מההכנסות, מושכרים לחברות בשליטת בעל השליטה בחברה.

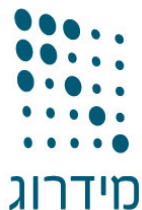
<sup>3</sup> מר שלמה שמלצר הינו בעל השליטה בקבוצת שלמה - אחת מקבוצות ההשקעה הפרטיות הגדולות בישראל, המחזיקה בחברת הליסינג המובילה בישראל - ניו קופל, בחברת השכרת הרכב הגדולה בישראל, שלמה SIXT, וכן בפעילויות בתחומי האלקטרו-מכניקה, הספנות והלוגיסטיקה.

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

**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 מאד 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.



ד"ח מספר: CRA07080109000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 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 מודייס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Services Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.