



שיכון ובינוי בע"מ

מעקב | אפריל 2015

1

אנשי קשר:

בועז בן שטרית - אנליסט
boazb@midroog.co.il

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

שיכון ובינוי בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	A1	אופק דירוג: יציב
--------------------	----	------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1 באופק יציב לסדרות האג"ח במחזור של חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "שיכון ובינוי").

להלן פירוט סדרות אג"ח ליום 31.12.2014 (אלפי ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בסופרים אלפי ₪ 31.12.2014	יתר שנות פירעון
סדרה 2	1110733	18/04/2007	5.2%	מדד	21,476	2015
סדרה 3	1115500	29/09/2009	7.9%	לא צמוד	62,148	2015 - 2016
סדרה 4	1117910	04/03/2010	4.8%	מדד	85,631	2015 - 2019
סדרה 5	1125210	01/01/2012	5.5%	מדד	912,635	2017 - 2022
סדרה 6	1129733	08/09/2013	4.09%	מדד	1,830,951	2016 - 2025
סדרה 7	1129741	08/09/2013	5.98%	לא צמוד	646,123	2015 - 2025
					3,558,964	סה"כ

*נציין כי לאחר תאריך הדוח החברה פרעה כ- 21 מ' ₪ מיתרת אג"ח 2, כ-16 מ' ₪ מיתרת סדרת אג"ח 3, כ-17 מ' ₪ מיתרת אג"ח 4 וכ-27 מ' ₪ מיתרת סדרת אג"ח 7.

דירוג החברה נתמך בין היתר, בהיקף הפעילות הנרחב של החברה (המתבצעת בעיקר בחברות הבנות שבשליטתה), הכוללת מספר מגזרים הפועלים בסינרגיה ובכללם מגזרי התשתיות בארץ ובחול, ייזום למגורים ולמסחר ומגזרי האנרגיה והזכיינות; הפעילויות השונות, ובעיקר במגזרי התשתיות בחול וייזום למגורים בארץ, והמניבות לחברה היקפי FFO גבוהים, בסך מאות מיליוני ₪ בשנה ומאפשרים לחברה לרשום יחסי כיסוי חוב מהירים; מהגידול המשמעותי שחל בהון העצמי של החברה, הנובע מרווחיות החברות הבנות וממימוש אחזקה במתקנים פוטו-וולטאים בסוף שנת 2014 וראשית שנת 2015, וזאת על-אף חלוקת דיבידנדים במהלך השנה. בנוסף, נציין כי לחברה (בעיקר לחברת הבת - שיכון ובינוי נדל"ן) בעלות בקרקעות, נכסים ופרויקטים אשר שווים הכלכלי גבוה משמעותית משוויים בספרים, עובדה האמורה לתרום לגידול בהונה העצמי העתידי וברווחים הראויים לחלוקה של החברות המחזיקות בנכסים (לאורך זמן, כתוצאה ממימוש או רווחיות שוטפת); גמישותה הפיננסית של החברה סבירה לרמת הדירוג ומתבססת בעיקר על מינוף נמוך של החברות הבנות, שמירה על רמות נזילות גבוהות ומסגרות אשראי לא מנוצלות (חתומות ומאושרות) בהיקף משמעותי.

שמירה על היקף הפעילות תוך הצגת שיעורי רווחיות טובים: שיפור בהכנסות החברה מתחום התשתיות בארץ ובחו"ל וצבר הזמנות עתידי משמעותי במגזר זה, כמו-גם, סיום ומסירה צפויים של פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים ומימושים פוטנציאליים בתחום הנדל"ן המניב. להערכת מידרוג, החברה צפויה להמשיך להציג רווח ותזרימי מזומנים גבוהים בשנים הקרובות.

מגזר התשתיות הינו מגזר הפעילות המשמעותי של החברה. במהלך שנת 2014 נמשך השיפור בפעילות החברה במגזר זה. חברת הבת אס.בי.איי, הפועלת מחוץ לישראל, ממשיכה להציג שיעור רווח גולמי של כ-17%, שהינו גבוה משיעור הרווח הענפי המקובל בתחום התשתיות בעוד שחברת סולל בונה, הפועלת בישראל, הציגה רווחיות של כ-5.4%, שהינו טוב בהשוואה לחברות ישראליות בתחום התשתיות. צבר העבודות של אס.בי.איי ליום 31.12.2014 עמד על כ- 8.1 מיליארד ₪ ומצביע על פוטנציאל לפעילות עתידית נוספת בפרויקטים דומים. נציין כי כיום כ-88% מצבר הפרויקטים של אס.בי.איי מקורו במדינות אפריקה ככלל, וכ-73% מהצבר הינו בפרויקטים בניגריה (המדורגת בדירוג בינלאומי של מודיס' Ba3). מרבית הפרויקטים של החברה בניגריה נמצאים בשלבי ביצוע כאשר חוזי ההתקשרות הינם לרוב במטבע מקומי אך אלה מוצמדים לנוסחת התייקרות (הכוללת רכיבי התייקרות בגין עליית מחירי חומרי גלם ושכר עבודה). בנוסף, בניגריה החברה מקבלת מקדמה טרם תחילת העבודה וכ-65% מהוצאות הפרויקטים הם במטבע מקומי, כך שלחברה קיים גידור טבעי על שינוי בשער המטבע ביחס למרבית מרכיבי הפרויקטים. בנוסף, פרט לפרויקט אחד בכלל הפרויקטים מזמין העבודות הינו הממשל הפדראלי של ניגריה, כך שסיכון ביטול הפרויקטים ו/או סיכון כי הם לא יושלמו הינו נמוך יחסית.

לאחרונה החלה החברה לפתח פעילות נוספת בדרום אמריקה וארה"ב המשלבת בין מערך הזכינות למגזר התשתיות. במהלך השנה האחרונה זכתה החברה בשני מכרזים (עם שותפים שונים), האחד להקמת נתיבי אגרה בארה"ב (טקסס) והשני להקמת כבישים בקולומביה (סביב בוגוטה). נציין כי בכדי להוציא את המכרזים לפועל נדרשת התקיימותם של מספר תנאים מתלים, הכוללים בין היתר חתימה על הסכמי מימון לפרויקטים, שחלקם טרם התקיימו.

להערכת מידרוג, ריכוז הפעילות של החברה כיום ביבשת אפריקה מעלה את פרופיל הסיכון של החברה בשל האתגרים הניהוליים במדינות אלו והיציבות השלטונית בהן (מרבית החוזים הינם בעבור גופים מדינתיים שונים במדינות הפעילות). מניחות הפעילות, עולה כי לחברה לא קיימים פערי גבייה משמעותיים (מול ביצוע) עקב העובדה כי במרבית המקרים העבודה נעשית מול מקדמה. יתרה מכך, לחברה וותק, מוניטין וניסיון רב שנים בתחום פעילות זה והיא הצליחה לשמר את מעמדה, אף בעת חילופי שלטון במדינות הפעילות. נציין כי באם הפרויקטים החדשים בקולומביה וארה"ב יצאו לפועל, צבר ההזמנות של החברה צפוי לגדול בכ- 800 מ' דולר לערך ופיזור הפעילות ישתפר כך שחשיפתה היחסית למדינות אפריקה תקטן משמעותית. מידרוג רואה לחיוב את פעולות החברה לגוון את מדינות פעילותה, ביחוד נוכח האתגרים התקציביים והמאקרו כלכליים העומדים בפני ממשלת ניגריה וההיתכנות כי הממשלה החדשה בניגריה תנקוט בצעדים להקטנת ההשקעה הציבורית בתשתיות, עובדה היכולה לפגוע ביכולת החברה לשמר את היקף פעילותה העתידי במדינה.



פעילות התשתיות בישראל מתבצעת באמצעות חברת סולל בונה. ליום ה-31.12.2014, לחברה צבר בישראל של כ- 3 מיליארד ₪ בכ-40 פרויקטים. נציין כי בצבר טרם נכלל פרויקט "אשלים" (הנמצא בשלבים מתקדמים לקראת סגירה פיננסית) אשר צפוי להגדיל את הצבר העבודות של החברה בכ-1.5 מיליארד ₪ ומספר פרויקטים נוספים בהם החברה זכתה בחודשים האחרונים.

מנתוני הפעילות של שיכון ובינוי נדל"ן עולה כי בשנים הקרובות היא צפויה לשמור על רמת הפעילות הקיימת בתחום הייזום למגורים. שיכון ובינוי נדל"ן הציגה בעבר שיעורי רווחיות גבוהים, הבולטים לטובה אל מול הממוצע הענפי וזאת בשל צבר קרקעות קיים ונכסים מניבים שאינם משוערכים וששוויים הכלכלי מוערך כגבוה ביחס לשוויים בספרי החברה. בנוסף, בשנתיים האחרונות החברה פיתחה מספר נכסים מניבים אשר החלו לייצר לה הכנסה קבועה ומשמעותית. פעילותה המניבה של החברה צפויה לגדול בשנים הקרובות, לאור היקפי הפעילות והקמת נכסים נוספים על ידי החברה, כך שה- NOI מנכסים אלו צפוי לגדול מכ-75 מ' ₪ בשנת 2014 למעל 120 מ' ₪ בשנת 2016.

תזרימי המזומנים שמייצרות החברות הבנות ואפשרויות החברה להמשך מימוש של פרויקטים המוחזקים על ידה יאפשרו את הרחבת הפעילות

נתוני הפעילות שמציגות החברות הבנות הניבו בשנים האחרונות מקורות נזילות משמעותיים לשיכון ובינוי. מקורות אלו שימשו בעבר להרחבת פעילויות הליבה בתחום התשתיות והנדל"ן למגורים, לצורך החזר לבעלי החוב ולצורך תשלום דיבידנד שוטף לבעלי מניות החברה. עיקר הרחבת הפעילות בחו"ל צפויה בתחום התשתיות, דרך הכניסה לשווקים הנוספים בדרום אמריקה וארה"ב. בנוסף, החברה צפויה להרחיב את פעילותה בישראל ובחו"ל בתחומי הזכיינות, האנרגיה, המים והנדל"ן. נציין כי חלק מפעילויות אלו מבוצעות ע"י החברה באופן ישיר וחלקן באמצעות חברות הבנות. לחברה קיימת פעילות יזמית בפרויקטים בתחום הזכיינות, אנרגיה מתחדשת ומים. כחלק מפעילות זו החברה לרוב יוזמת את הפרויקטים, בונה אותם, ולאחר מספר שנים שבהן הפעילות מתייצבת, החברה מוכרת את מרבית אחזקתה. הפרויקטים העיקריים הפעילים כיום בתחום הזכיינות, המוחזקים על ידי החברה הם מנהרות הכרמל, מתקן התפלה חדרה, כבישי צפון, מרכז הדרכה של משטרת ישראל ובתי המשפט בת"א. בנוסף, החברה נמצאת בשלבים שונים להקמה וסגירה פיננסית של מספר פרויקטים נוספים.

גמישותה הפיננסית של החברה טובה ונובעת בעיקר מהחזקותיה בחברות שאינן ממונפות, מחזיקות ביתרות נזילות גבוהות ומסגרות אשראי חתומות שאינן מנוצלות

עיקר חובות החברה המאוחדים, מרוכזים ברמת הסולו. נכון ליום 31.12.2014, עומד היקף החוב המאוחד על כ- 5.7 מיליארד ₪, מהם כ-4.1 מיליארד ₪ (כ-72% מהחוב הכולל) נמצאים ברמת הסולו. שאר החוב נמצא בעיקר בשיכון ובינוי נדל"ן, בחברת שיכון ובינוי RED ובנוסף, בחוב ללא זכות חזרה ללווה ("non-recourse") בפרויקט אחזקת כבישים בצפון (נתיבי הצפון), בהיקפים שמגלמים בחברות אלו רמות מינוף נמוכות יחסית. בחברות התשתיות שיכון ובינוי - סולל בונה ושיכון ובינוי אס.בי.איי תשתיות, היקף החוב הפיננסי זניח. חובות החברה ברמת הסולו כוללים בעיקרם חוב אג"ח - בהיקף של כ- 3.4 מיליארד ₪ וכן הלוואות בנקאיות בסך של כ- 390 מיליון ₪. ליום ה-31.12.2014, לרשות החברה עמדו מזומנים בהיקף של כ-240 מ' ₪ ברמת הסולו כשבשנת 2015 היא צפויה לפרוע 137 מ' ₪, בשנת 2016 כ-150 מ' ₪



ובשנת 2017 כ-270 מ' שם מיתרות האג"ח. להערכת מידרוג, רמת הנזילות של החברה הינה מספקת לקבוצת הדירוג.

מידרוג מעריכה את גמישות החברה כטובה ביחס לצורכי שירות החוב ולרמת הדירוג. גמישות זו מבוססת בעיקרה על רמות מינוף נמוכות בחברות הבנות, המייצרות תזרימי מזומנים גבוהים, מחזיקות ביתרות נזילות בהיקף מאות מיליוני ש"ח ובעלות יתרות רווחים ראויים לחלוקה. משכך, במידת הצורך, החברות הבנות תוכלנה לבצע חלוקות דיבידנדים בהיקפים משמעותיים (נציין כי עיקר חברות הקבוצה הינן פרטיות, חלקם בבעלות מלאה). בנוסף, לחברה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של למעלה מ-650 מיליון ש"ח. יתר על כן, לחברה מספר אחזקות ישירות בפרויקטים בישראל אשר ביכולתה לממש בהתאם לצרכיה. גיוון מקורות החברה ויכולתה לדלות כספים ממקורות שונים בולטים לטובה ברמת הדירוג.

שיפור מתמשך ביחסי האיתנות של החברה. החברה מציגה יחסי כיסוי מהירים הבולטים לטובה.

עקב רווחיות החברה, ולמרות חלוקות הדיבידנד שבוצעו בשנים האחרונות, החברה הגדילה את הונה העצמי באופן משמעותי ועקבי. נכון ליום 31.12.2014 עומד היקף ההון העצמי והזכויות שאינן מקנות שליטה על כ-1.6 ממיליארד ש"ח לעומת כ-875 מיליון ש"ח בלבד בסוף שנת 2010 (או כ-1.4 מיליארד ש"ח לשנת 2014 לעומת כ-736 מיליון ש"ח בשנת 2010 ברמת הסולו). בהתאם לכך, חל שיפור ביחסי האיתנות של החברה ובנוסף, כאמור לעיל, בשל צבר קרקעות ונכסים שאינם משוערכים, מעריכה מידרוג כי קיים שווי נוסף ומשמעותי, אשר אינו מקבל ביטוי בדוחות הכספיים. בהתחשב בשווי זה, חל שיפור ביחסי האיתנות, כך שההון העצמי המתוקנן מהווה, להערכת מידרוג, מעל ל-20% מסך מאזן החברה. נציין כי גם בשקלול השווי הכלכלי העודף, יחסי האיתנות של החברה אינם בולטים לטובה ברמת הדירוג. נדגיש כי היות וחלק ניכר מפעילות החברה מתבצעת דרך חברות בנות, בחו"ל, מאזן החברה ובפרט רכיב ההון העצמי חשופים לשינויים בשערי חליפין.

5

מאידך, בשל היקף התזרים הפנוי של החברה, יחסי הכיסוי שלה הינם מהירים וטובים. בשנת 2014 הציגה החברה תזרים FFO הנאמד בכ-430 מיליון ש"ח. נציין כי תחשיב ה-FFO הנ"ל איננו כולל את רווחי החברה ממימוש פרויקטים והשקעות ישירות המתבצעות על ידה, כך לדוגמה בשנת 2014 מימשה החברה מספר פרויקטים פוטו-וולטאיים ברווח של כ-65 מ' ש"ח אשר אינם נכללים בתחשיב. יתר על כן, במהלך שנת 2014 החברה שילמה תשלום מס גבוה יחסית בהיקף של מספר עשרות מיליוני ש"ח המטה את ה-FFO לרעה בשנה זו. יחד עם זאת החברה הציגה לשנת 2014 יחסי כיסוי חוב ל-FFO של כ-13.2 ויחס חוב נטו ל-FFO של כ-7.5 שהינם איטיים בהשוואה לעבר, אך עדיין בולטים לטובה לרמת הדירוג.



נתונים פיננסיים עיקריים

שיכון ובינוי בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים (באלפי ₪)

31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	אלפי ₪
5,335,126	6,062,875	6,369,793	6,168,660	הכנסות
1,043,740	1,182,858	1,095,256	1,063,472	רווח גולמי
859,338	1,007,107	1,085,342	944,042	EBITDA (ללא רווחים ממימוש נדל"ן להשקעה ורווחים חד פעמיים)
799,546	786,434	840,514	753,947	רווח תפעולי
444,221	447,864	393,426	456,988	רווח נקי
1,403,796	1,872,284	2,194,895	2,332,891	יתרות נזילות
4,743,583	5,452,234	5,326,938	5,572,682	חוב פיננסי בנטרול פיקדונות משועבדים
3,339,787	3,579,950	3,132,043	3,239,791	חוב פיננסי נטו בנטרול פיקדונות משועבדים
969,384	1,139,287	1,146,089	1,627,058	הון עצמי וזכויות מיעוט
8,723,632	9,712,448	9,628,950	10,442,439	סך מאזן בנטרול מקדמות
5,770,549	6,639,049	6,526,360	7,280,412	CAP בנטרול פיקדונות משועבדים
4,366,753	4,766,765	4,331,465	4,947,521	CAP נטו
546,885	609,819	667,604	431,909	FFO
11.1%	11.7%	11.9%	15.6%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן*
82.2%	83.2%	83.7%	78.6%	חוב ל-CAP*
76.5%	75.1%	72.3%	65.5%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו*
8.7	9.1	8.2	13.2	חוב פיננסי ל-FFO
6.1	5.9	4.7	7.5	חוב פיננסי נטו ל-FFO
5.5	5.5	5.0	6.1	חוב פיננסי ל-EBITDA
3.9	3.6	2.9	3.4	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA

* בהתאם למתודולוגיית מידרוג לחברות בתחום הנדל"ן הייזמי אנו מנטרלים מסך המאזן את סכום המקדמות מרוכשי הדירות (בשל איחוד מאזני שיכון ובינוי נדל"ן, אנו מנטרלים את סכום המקדמות המופיע במאזני חברת הנדל"ן ממאזני החברה).

** חוב פיננסי נטו מחושב בנטרול פיקדונות משועבדים.

נציין כי תחשיב ה-FFO איננו כולל רווחים ממימוש השקעות. בנוסף, בשנת 2014 החברה שילמה תשלום מס גבוה יחסית שאיננו מייצג את חבות המס השוטף של החברה באופן המשפיע לרעה על ה-FFO לשנה זו.

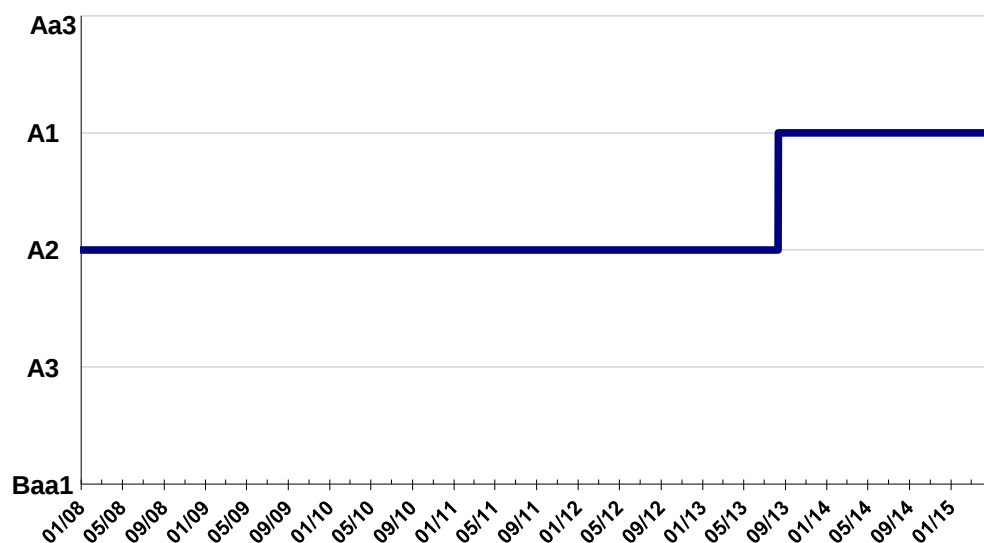
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות
- יצירת היקף נכסים מניבים משמעותי המפיקים תזרים פרמננטי ומקטין את רמת הסיכון הענפית של החברה
- קיטון משמעותי בחשיפת פעילות החברה למדינות אפריקה תוך שמירה על היקף הפעילות ורווחיותה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- גידול במינוף החברה, בין השאר, כתוצאה מחלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי
- ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של חברת שיכון ובינוי אס.בי.איי וחברת שיכון ובינוי נדל"ן
- החלת מגבלות על יכולת החברה למשוך כספים מהחברות המוחזקות על ידיה

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

קבוצת שיכון ובינוי פועלת בישראל ומחוץ לישראל בענפי הנדל"ן, התשתיות והסביבה על תחומיהם השונים. שיכון ובינוי, במישרין ובאמצעות החברות שבשליטתה, פועלות בארץ ובחו"ל בחמישה תחומי פעילות עיקריים של תשתיות ובניה, נדל"ן, זכיינות (Concession), אנרגיה ומים. החברה נשלטת על ידי קבוצת אריסון, המחזיקה בכ - 47.3% מהון המניות של החברה.

תחומי הפעילות העיקריים כוללים :

- **ביצוע עבודות סלילה ותשתית בארץ ופרויקטים קבלניים גדולים**, בארץ ובחו"ל, בישראל על ידי שיכון ובינוי סולל בונה - תשתית בע"מ ובחו"ל, על ידי שיכון ובינוי אס.בי.איי. בע"מ והחברות המוחזקות על ידה, הפועלות בעיקר באפריקה.
- **יזמות נדל"ן, בניה ומכירת מקרקעין ונכסים מניבים**, בארץ ובחו"ל בפרויקטים שעיקרם מיועד למגורים וחלקם שלא למגורים. עיקר הפעילות בתחום מבוצעת בארץ באמצעות שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ. בנוסף, קיימת פעילות כאמור בחו"ל, אשר מבוצעת באמצעות Shikun & Binui Real Estate Development. כן מחזיקה החברה כ-39.19% בחברת ADO גרופ בע"מ הציבורית.
- **זכיינות (Concession)**, הכוללת השתתפות במכרזים וביצוע, מימון, תכנון ותפעול של פרויקטים לאומיים גדולים, המבוצעים בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי, חלף מימון ממשלתי.
- פעילות בתחומי האנרגיה המתחדשת ובפרט - ייצור ואספקה של אנרגיה
- פעילות בתחום המים.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

תאריך דוח דרוג האחרון: 14.8.2013

תאריך דו"ח: 29.4.2015

מונחים פיננסיים עיקריים

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 הוניות - 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.	

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	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 מאוד.
	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 שאליו 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.



דו"ח מספר: CRB110415000M

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") 2015.

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 אמינותו 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 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 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. 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.