

ויתניה בע"מ

מעקב שנתי - יוני 2009

1

מחברים:

ענבל כהן-שרמן, רו"ח- אנליסטית

Inbal@modroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש צוות

rang@midroog.co.il

ויתניה בע"מ

אופק: שלילי	A2	דירוג ISSUE
-------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג סדרת אג"ח א' של חברת ויתניה בע"מ, (להלן: "ויתניה"), בדירוג A2 והצבת אופק שלילי. להלן פירוט הסדרה המונפקת:

סדרה	היקף אג"ח שווי הוגן ליום 31.03.2009 (אלפי ₪)	מועדי פירעון קרן	הצמדה	מס' תשלומי קרן	ריבית נקובה
א'	141,657	03/2011-09/2015	מדד	10 (חצי שנתי)	5.85%

אישור מחדש של דירוג הסדרה ברמת A2, נסמך על יחסי איתנותה הסבירים לדירוגה, המצויים במסגרת שנקבעה בעת הדירוג הראשוני; בבעלות החברה נכסים מניבים באזורי ביקוש בישראל, המניבים לחברה תזרים פרמנטלי לשם מימון פעילותה השוטפת; חלק משמעותי מהפרויקטים בייזום החברה הינם בעלי רמות סיכון נמוכות (כדוגמת פרויקט התחנה, לה גרדייה), אם בשל מיקום הפרויקט ואם בשל השכרה מראש; לחברה קיימת יכולת למדער סיכונים על ידי בניה בשלבים של חלק מהפרויקטים; היות החברה בעלת מוניטין וותק;

הצבת האופק השלילי משקפת את החרפת המשבר הכלכלי והשפעתו על עליית רמת הסיכון הענפי בפעילות החברה וכן כניסת המשק הישראלי למיתון, אשר עלולים להשפיע על פעילות החברה, הן בתחום הייזום והן בנכסיה המניבים; יכולת עמידת החברה ביעדי הפעילות והתזרים אותם היא צופה, במיוחד לאור הקיטון הצפוי בגמישותה הפיננסית של החברה בשל שעבוד נכסיה, זאת לשם קבלת היקף האשראי הנדרש לביצוע ההשקעות בפרויקטים היזמיים של החברה בישראל ובחלק החברה בפרויקטים בחו"ל;

התפתחותיות עסקיות עיקריות בתקופת הדוח¹

החברה הינה בפתחו של היקף השקעה משמעותי, הנובע, בין היתר, בשל כניסתה לפרויקטים יזמיים משמעותיים חדשים; צפי לעלייה נוספת בחוב הפיננסי בשל ניצול מסגרות האשראי ונטילת הלוואות נוספות

להלן פירוט הפרויקטים שנוספו לחברה במהלך שנת 2008 ותחילת שנת 2009:

פרויקט לה-גרדייה: במהלך הרבעון הראשון לשנת 2008 התקשרה החברה, יחד עם שותפה (50%), בהסכם לרכישת מגרש ברחוב לה-גרדייה פינת רחוב חרש, בת"א. תמורת הרכישה הסתכמה בסך של כ- 64 מיליון ₪ (חלק החברה כ- 32 מיליון ₪). אותה מימנה החברה באמצעות נטילת הלוואה, לתקופה בת 5 שנים, משותפתה לפרויקט².

¹ החל מפברואר 2008.

² חברת נכסי ד.מ.ר (1995) בע"מ - בבעלות מלאה של חברת דלק מערכות רכב בע"מ, חברה קשורה לבעלת המניות העיקרית בחברה - דלק נדל"ן בע"מ.



מידרוג

מיועד להקמת בנין בן 18 קומות משרדים ואולם תצוגה לרכבים. השלב הראשון, הכולל הקמת המרתפים ואולם התצוגה, מוערך בעלות של כ- 86 מיליון ₪ והשלב השני - הקמת קומות המשרדים, מוערך בהיקף השקעה של כ- 90 מיליון ₪. היות ולשלב הראשון של הפרויקט קיים שוכר (דלק מוטורס), מעריכה החברה כי רמת הוודאות לקבלת מימון לפרויקט הינה גבוהה ביותר. החברה מעריכה, כי לא ידרש מימון משמעותי להשלמת השלב הראשון של הפרויקט, אשר אינו נובע מהלוואה ספציפית לפרויקט.

פרויקט התחנה: במחצית שנת 2008 זכתה החברה, ביחד עם שותפה (חלק החברה 51%), במרכז שערכה עיריית ת"א, לשיפוץ מבנים לשימור בשיטת ה-BOT. עלויות ביצעו השימור צפויות להסתכם בכ- 25 מיליון ₪, כנגד קבלת זכות שימוש במתחם לתקופה בת 10 שנים, עם אופציה ל- 5 שנים נוספות. עבודת השיפוצים צפויה להסתיים בתום שנת 2009. המתחם מיועד להשכרה לחנויות, מסעדות, בתי קפה וכדומה. מידרוג סבורה, כי פרויקט זה הינו בעל מאפייני סיכון סבירים, היות ומדובר במתחם בעל ביקוש גבוה לשכירות ובעל פוטנציאל לקבלת דמי שכירות גבוהים.

מימוש זכויות נוספות בבנין אמפא: באוגוסט 2008 החלו עבודות הבניה למימוש הזכויות הנוספות בבית אמפא. עלות תוספת הבניה מוערכת על ידי החברה בכ- 19 מיליון ₪, אשר מתוכו שולמו, נכון ליום כתיבת דוח זה, כ- 8 מיליון ₪. תוספת הבניה מיועדת להשכרה למשרדים.

פרויקט המושבה האמריקאית: לקראת תום הרבעון השלישי לשנת 2008 התקשרה החברה בהסכם לרכישת מחצית מזכויות בקרקע במתחם המושבה האמריקאית ומתחם נוגה, בת"א. הפרויקט מיועד להקמת דיור יוקרתי ומלונאות. תמורת הרכישה הסתכמה בכ- 18 מיליון ₪, אשר מתוכם שילמה החברה כ- 14 מיליון ₪, ונטילת אחריות על הלוואה בהיקף של כ- 15 מיליון ₪ מול מוסד בנקאי. העלות הנוספת הצפויה להשלמת הפרויקט מוערכת בכ- 128 מיליון ₪.

פרויקט אור יהודה: במהלך הרבעון הראשון לשנת 2009 הגדילה החברה את אחזקותיה בחברת מאי א.ב. נדל"ן בע"מ (להלן: "מאי"), משיעור אחזקה של 50% לשיעור אחזקה של 90%, בתמורה לסך של כ- 26 מיליון ₪ כאשר כ- 14.8 מיליון ₪ מהתמורה הינם במסגרת העמדת הלוואה לחברת מאי. חברת מאי מחזיקה בפרויקט קדמת שדה התעופה אור יהודה, המיועד להקמת שני מבני משרדים לתעשייה עתירת ידע. החברה מעריכה, כי היקף ההשקעה בפרויקט כולו יגיע לכ- 230 מיליון ₪ והקמתו צפויה להסתיים בתום 2010. תחזיות החברה מניחות השקעה של כ- 10 מיליון ₪ לסיים השלב ההנדסי הראשוני. השקעה נוספת בפיתוח מעבר לכך תלויה במציאת שוכר וקבלת מימון בנקאי.

במסגרת הסכם עם חברת אפיק, החברה העבירה לאפיק את החזקותיה בפרויקט הלרה ומנגד קיבלה את החזקותיה של אפיק בשני פרויקטים בפולין

במסגרת הסכם החברה עם שותפתה לפרויקטים בפולין - אפיק הירדן, (להלן: "אפיק"), סוכם, כי אפיק תעביר לידי החברה את חלקה (50%) בשני פרויקטים בפולין (חמליינה ושפריינה) ומנגד - החברה תעביר לאפיק את החזקותיה בפרויקט הלרה בפולין, תוך שמירת זכותה לקבלת החזר כספים שינבעו מהחזרי מסים. הסכם זה הפך את החברה לבעלים יחידים בפרויקטים חמליינה ושפריינה ומנגד הקטין את חשיפתה לפרויקט הלרה, שהינו פרויקט בעל היקף משמעותי. בשל המשבר העולמי הכלכלי, רמת הסיכון של פרויקטים אלו עלתה וסיכון זה אף התעצם, לאור עליית שיעור החזקת החברה בפרויקטים. הסיכון אף מתבטא באפשרות של ירידת שווי הקרקעות בפולין. היקף ההשקעה הצפוי בפרויקטים עומד על כ- 185 מיליון ₪. יש לציין לחיוב, כי לחברה הסכם מימון לפרויקט שפריינה והינה בתהליך



לקבלת מימון לפרויקט חמליינה. במהלך התקופה הנסקרת, חלק משמעותי ממקורות החברה הופנה להשקעה בפרויקטים בפולין.

פרויקטים נוספים שבביצוע החברה:

פרויקט מגדל (50% חלק החברה): פרויקט המיועד להקמת מרכז מסחרי ומלון, על גדות הכינרת. החברה מעריכה כי החל ממוחצית שנת 2009 יחלו עבודות הבנייה של הפרויקט. להערכת החברה, עלויות כלל הפרויקט יסתכמו בכ- 95 מיליון ש"ח (חלק החברה). במהלך השנה הקרובה, החברה מניחה כי תפתח רק את החלק המסחרי בפרויקט, בעלות השקעה כוללת של כ- 18 מיליון ש"ח (חלק החברה כ- 10 מיליון ש"ח).

פרויקט דבורה הנביאה: החברה מצויה בעיצומו של הקמת מתחם דבורה הנביאה, יחד עם שותפים, הכולל דיור מוגן ושטחים מסחריים. חלק הדיור המוגן מוקם במסגרת שותפות (עד 120 רמת החייל, חלק החברה 25%) הכולל הקמת 260 יח"ד, מתוכם נמכרו כ- 40 יח"ד. היקף עלות הפרויקט מוערך בכ- 330 מיליון. יתרת עלות הפרויקט מוערכת בכ- 140 מיליון ש"ח, אשר תמומן במימון בנקאי שאושר. החלק הנוסף של הפרויקט כולל את מתחם מסחרי - טיב טעם (30% חלק החברה) וחנויות (100% בבעלות החברה), ומתחם משרדים (100% בבעלות החברה). החלק המסחרי, בשלבי סיום סופיים ולא קיימת בינו הלוואה.

בהתאם לאמור לעיל, לחברה צפויות השקעות נרחבות, בעיקר במהלך השנתיים הקרובות. החברה ניצלה את כל יתרת המזומנים שנבעו לה מהנפקת האג"ח, ואף ניצלה מסגרות אשראי לשם עמידה בהיקף השקעותיה וכניסה לפרויקטים חדשים.

היות ולחברה אין יתרת מזומנים משמעותית, מסתמכת החברה, לצורך שירות היקף שימושים זה, על תזרים מנכסיה המניבים, ניצול קווי אשראי מאושרים, בהיקף של כ- 55 מיליון ש"ח ושעבוד נכס - בית אמפא, תמורת קבלת מסגרות אשראי נוספות בהיקף של כ- 60 מיליון. יש לציין כי החברה צופה כי כבר בתום השנה הקרובה יוצרו לחברה יתרת עודפי מזומנים בהיקף של כ- 34 מיליון ש"ח. יחד עם זאת, מידרוג סבורה, כי נכון להיום, לחברה נזילות וגמישות פיננסית בינונית, המתבטאת בכניסה לפרויקטים בעלי היקף השקעה משמעותי, המצריך נטילת מימון כנגד נכסים לא משועבדים.

להערכת מידרוג, ההאטה והמיתון המתפתח בשוק בישראל, יש בו כדי להעלות את רמת הסיכון הטמונה בפרויקטים אותם מפתחת החברה, אשר הינם בעלי סגמנטים שליליים במיתון כגון דיור יוקרה ומשרדים. יש לציין, כי יכולת החברה לפתח שלבים מתוך הפרויקטים תורמת להקטנת העלייה ברמת הסיכון וכך גם ככל שתפעל בפיתוח השלבים כנגד השכרת הנכסים מראש.

על אף שלחברה צפויה עליה בהיקף דמי השכירות במהלך שנת 2009, בשל איכלוס מתחם טיב טעם ותחילת הפעלת מלון פתאל, במסגרת חברת זיואל (חברה מאוחדת יחסית 47%), יחסי הכיסוי של החברה אינם צפויים להשתפר וזאת לאור היות החברה בשלבי פיתוח של נכסים אשר אינם צפויים להניב תזרים בתקופה הקרובה.

נוסף, כי בימים האחרונים החברה ביצעה מהלכים שהוציאו אותה מהמגבלות החלות עליה מכוח "לווה בודד" ו"קבוצת לוויים", בשל העובדה שבעלת השליטה בה הינה חברת דלק נדל"ן בע"מ, הנמנית על קבוצת דלק.

דו"ח רווח והפסד

לחברה גידול בהכנסות משכירות וניהול במהלך שנת 2008, המתבטא גם ברבעון הראשון לשנת 2009, הנובע בעיקר בשל איחוד לראשונה של חברה כלולה (חברת רוני דו) החל מהרבעון השני לשנת 2008. הרווח הנקי לשנת 2008 הינו כ- 4.2 מיליון ₪ לעומת הפסד של כ- 40.2 מיליון ₪ לשנת 2007. יחד עם זאת, לאחר ניטרול שינויים בערך נדל"ן להשקעה והשפעות המס בגינם (הפסד של כ- 3.5 מיליון ₪ לשנת 2008 והכנסה של כ- 36 מיליון ₪ לשנת 2007) וניטרול הוצאות מימון חד פעמיות, אשר אינן תזרימיות, לשנת 2007, בהיקף של כ- 79 מיליון ₪ בגין מרכיב שערך אנ"ח להמרה שהונפק על ידי החברה לחברת דלק נדל"ן, עולה כי שורת הרווח הנקי לשנת 2007 הינה דומה לשנת 2008, ועומדת על כ- 8 מיליון ₪. קיימת הרעה ביחסי הכיסוי וזאת בעיקר בשל עליה בהיקף הוצאות המימון נטו, התזרימיות לשנת 2008, אשר סך היקפן כ- 15.2 מיליון ₪ לעומת 8.2 מיליון ₪ לשנת 2007, הנובעות מעליה משמעותית בהיקף חובה הפיננסי של החברה, בעיקר כתוצאה מהנפקת אנ"ח. לחברה הפסד של כ- 2 מיליון ₪, לתום הרבעון הראשון לשנת 2009, בעיקר בשל עלייה בהוצאות המימון, לאור גידול בחובה הפיננסי של החברה בגין פרויקטים אשר טרם היבו הכנסה וכן בשל עליה בהוצאות הנהלה וכלליות כתוצאה מפעילות בפולין.

דוח רווח והפסד			באלפי ₪
FY 2007	FY 2008	F Q1 2009	
25,836	31,439	8,492	הכנסות משכירות וניהול
<u>1,998</u>	<u>4,013</u>	<u>441</u>	הוצאות ניהול ואחזקה
23,838	27,426	8,051	רווח גולמי
3,557	6,967	2,025	הוצאות הנהלה וכלליות
35,971	(3,505)	-	עליית (ירידת) ערך נדל"ן
(3,795)	19,376	(308)	הכנסות (הוצאות) אחרות
52,457	36,330	5,718	רווח תפעולי
(90,458)	(29,602)	(6,991)	הוצאות מימון נטו*
<u>6,224</u>	<u>(670)</u>	<u>(356)</u>	חלק החברה ברווחי (הפסדי) חברות מוחזקות
(31,777)	6,058	(1,629)	רווח לפני מסים על הכנסה
<u>8,436</u>	<u>1,846</u>	<u>355</u>	מיסים על הכנסה (הטבת מס)
(40,213)	4,212	(1,984)	רווח נקי

* הוצאות מימון אשר חלקן אינן תזרימיות.

החברה מצויה בתקופת השקעות משמעותית ובהתאם לכך, יחסי הכיסוי של החברה הינם תנודתיים, כמפורט בטבלה להלן:

31.12.2007	31.12.2008	F Q1 2009	יחסי כיסוי
16,798	40,037	5,765	EBITDA (אלפי ₪)
10,190	983	שלילי	FFO (אלפי ₪)
9.9	8	19	חוב פיננסי ל- EBITDA בגילום שנתי
16.3	336	שלילי	חוב פיננסי ל- FFO

סעיפי המאזן

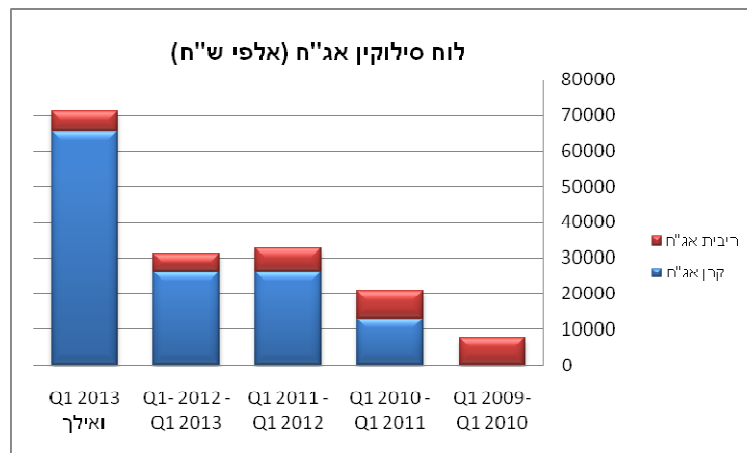
במהלך שנת 2008 חל גידול בחלק מסעיפי הרכוש העיקריים של החברה, כך גדל סך הנדל"ן להשקעה מכ- 337 מיליון ש"ח ל- 468 מיליון ש"ח. הגידול נובע בעיקר מאיחוד יחסי לראשונה של חברת רוני דו אשר גרם לתוספת שווי נדל"ן בהיקף של כ- 54 מיליון ש"ח (בית ורינט) וכן בשל מיזון סעיף מנדל"ן להקמה לסעיף נדל"ן בהשקעה של פרויקט דבורה הנביאה בהיקף של כ- 81 מיליון ש"ח. סך החייבים ויתרות החובה עלה באופן משמעותי, מהיקף של כ- 14 מיליון ש"ח ליום 31.12.2007 ל- 87 מיליון ש"ח ליום 31.12.2008, וזאת בשל ביטול רכישת קרקע בפולין והלוואות שניתנו לחברות מאוחדות באיחוד יחסי לשם רכישת מקרקעין בפולין. במהלך הרבעון הראשון חלה ירידה בסעיף החייבים ויתרות החובה, בין היתר, בשל יציאה מאיחוד של חברת פרויקט הלה. מזומני החברה ליום 31.03.2009 נובעים בעיקר ממזומנים המצויים בפרויקט בפולין, המיועדים להמשך פיתוח הפרויקט. בצד ההתחייבויות חלה עליה בחוב הפיננסי, בשל גיוס אג"ח וקבלת הלוואה מבעלי עניין לרכישת הקרקע בפרויקט לה-גרדיה, ברבעון הראשון חלה עליה בסך האשראי לז"ק, בעיקר בשל איחוד מלא של שני פרויקטים בפולין (חמלינה וספרנייה) וגידול באשראי מבנקים, לצורך מימון ההשקעות בפרויקטים. העליה בחוב הפיננסי הרעה את יחסי האיתנות של החברה והביאה אותם מיחס של 30.9% חוב ל-CAP ליום 31.12.2007 ל- 47.6% ליום 31.12.2008 ול- 55% ליום 31.03.2009. יצויין, כי לחברה חוב חוץ מאזני בגין ערבויות נוספות שנטלה, בהיקף של כ- 41 מיליון ש"ח, המוביל יחס זה לכ- 57% מידרוג מוצאת לנכון לציין, כי להערכתה, תיתכן ירידה בשווי הקרקעות בפולין אשר עלולה להשפיע על יחסי האיתנות.

IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 31.03.2009	סעיפים עיקריים במאזן באלפי ש"ח
215	2,456	19,088	מזומנים ושווי מזומנים
310	-	-	פיקדונות לזמן קצר
14,435	86,678	26,381	חייבים ויתרות חובה
48,092	54,341	27,243	השקעה בחברות מוחזקות ושותפויות כלולות
116,419	77,413	176,983	נדל"ן להשקעה בפיתוח
336,900	468,158	468,106	נדל"ן להשקעה
601,859	751,463	816,502	סך נכסים
127,157	126,817	247,283	אשראי מתאגידים בנקאיים
38,521	24,663	10,899	הלוואות לז"א מתאגיד בנקאי
-	32,188	32,475	הלוואות מבעלי ענין (לה גרדיה)
-	142,817	141,657	אגרות חוב
25,152	26,567	26,382	מסים נדחים
346,821	337,571	331,427	הון עצמי
601,859	751,463	816,502	סך התחייבויות והון עצמי

31.12.2007	31.12.2008	31.03.2009	אלפי ש"ח
127,157	126,817	247,283	חוב פיננסי לז"ק
39,359	171,313	156,877	חוב פיננסי לז"א
-	32,188	32,475	חוב לבעלי עניין
166,516	330,318	436,635	סה"כ חוב פיננסי
346,821	337,571	331,427	הון עצמי
601,859	751,463	816,502	סך מאזן
538,489	694,456	794,444	CAP
יחסי איתנות עיקריים:			
57.6%	44.9%	40.6%	הון עצמי לסך המאזן
30.9%	47.6%	55.0%	חוב פיננסי ל- CAP
27.7%	44.0%	53.5%	חוב פיננסי לסך מאזן

לוח סילוקין אג"ח

כמתואר בגרף שלהלן, החברה תחל בפירעון קרן האג"ח במרץ 2011, המעניק לחברה תקופת מרווח מסויימת בה חלק מהפרויקטים של החברה יתחילו להניב.



אופק הדירוג

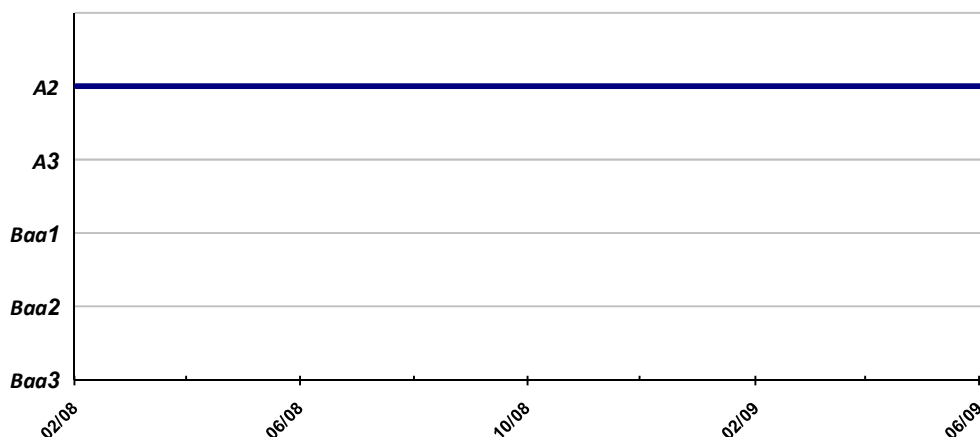
גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- הרחבה משמעותית של תיק הנכסים המניבים באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים הפרמננטי FFO, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- חיזוק משמעותי של ההון העצמי

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה, באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים ו/או בהון העצמי
- פגיעה חמורה בנזילות החברה ובנגישותה למקורות מימון
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת התזרימית
- עלייה ביחס חוב ל- CAP מעל 62% בשנים 2009-2010; עלייה ביחס לחוב ל- CAP מעל 60% בשנת 2011 ואילך
- שינוי בבעלי השליטה בחברה אשר יוביל לשינוי בפעילותה של החברה
- עזיבה של איש מפתח בחברה אשר תשפיע באופן מהותי לרעה על פעילותה של החברה

גרף היסטוריית דירוג



אודות המנפיק

ויתניה בע"מ ("ויתניה" או "החברה") הינה חברה פרטית העוסקת, במישרין ובאמצעות חברות בנות, בפעילות בתחום יזום הנדל"ן המניב והפעלתו, בעיקר בישראל וכן בחו"ל, וצפויה להשתלב בפעילות בתחום יזום נדל"ן למגורים בחו"ל. במסגרת תחום פעילותה עוסקת כיום החברה בפיתוח, ייזום, בנייה, השכרה והפעלה של נכסים מניבים הכוללים שטחי משרדים, מסחר, מלונות וחניות. בעלי מניותיה כוללים את חברת דלק נדל"ן בע"מ (כ- 48%), חברת טרא ביתא בע"מ (כ- 13%) בבעלות גד ודן פרופר, חברת אחים חממה ושות' בע"מ (כ- 13%), חברת גיתם מערכות תדמית בע"מ (כ- 13%), חברת אספטל בע"מ (כ- 6.5%) בבעלות אהוד סמסונוב, חברת ירונגל בע"מ (כ- 6.5%) בבעלות עמוס וצפירה שמיע ובנוסף לכך מחזיקה החברה ב- 4% ממניותיה שלה (מניות הנחשבות לרדומות).

רשימת 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 + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, 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 שהתקבל ממחזקות 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, 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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2009.

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 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. דירוגי 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.