



# בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב ופעולת דירוג | אוגוסט 2013

1

**מחבר:**

אבי בן-נון, ראש צוות

[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## בי קומיוניקיישנס בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 לאגרות החוב במחזור שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום" או "החברה"), תוך שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב. הדירוג האמור ניתן גם לאגרות חוב בסך של עד 180 מיליון ₪ ע.ג. שהחברה עתידה להנפיק באמצעות הרחבת סדרה ב'.

במקביל הודיעה מידרוג על אישור מחדש של דירוג Baa1 באופק שלילי לאגרות החוב שהנפיקה אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ ("אינטרנט גולד"), החברה האם של ביקום.

*דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13.08.2013. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.*

### הדירוג חל על סדרות האג"ח כדלקמן:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 30/06/2013	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2014-2016	186	מדד	4.75%	03/2007	1108232	א'
2016-2019	527	שקלי	6.50%	09/2010	1120872	ב'

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

ייצוב אופק הדירוג מבטא את השיפור הצפוי ביכולת שירות החוב בטווח הזמן הקצר והבינוני כתוצאה ממהלכי החברה לשינוי תנאי הלואה מבנקים ואחרים, באופן שיוביל להקלה בעומס הפירעונות בשנים 2014-2016, לריווח אמות המידה הפיננסיות, תוך כדי שיפור יכולת העלאת דיבידנדים מ- SPC2 לביקום (רמת האג"ח). אנו מעריכים בסבירות גבוהה כי מהלך שינוי תנאי ההלוואה יושלם בטווח הזמן הקצר.

בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו לגבי היקפי הדיבידנדים הצפויים מבזק, אנו מעריכים גם קיטון בחוב הפיננסי. כנגזר מכך, להערכתנו, יחסי שירות החוב צפויים לעמוד בממוצע על 2.4 בשנים 2014-2015- נתון ההולם לדירוג. ייצוב האופק נתמך גם משיפור בשיעור המינוף, אם כי זה עדיין גבוה לדירוג וכן נתמך בגמישות הפיננסית של החברה, נוכח שיפור משמעותי בשווי השוק של בזק ב- 12 החודשים האחרונים והצפי להתכנסות שיעור המינוף לרמה ההולמת את הדירוג בטווח הזמן הבינוני. נציין עוד, כי נגישות החברה למקורות מימון שופרה כנגזר מירידה בפרמיית הסיכון בשנה האחרונה. הדירוג נתמך בחוסן הפרופיל העסקי והפיננסי של בזק (Aa2 באופק יציב), קבוצת התקשורת הגדולה והמובילה בישראל ובעלת תשתית התקשורת הרחבה והמתקדמת בישראל. אנו מעריכים כי בזק תוסיף לייצר תזרימי מזומנים חזקים מאוד במידה התומכת ביחסי שירות החוב של החברה בטווח הזמן הקצר והבינוני. זאת ועוד, לחברה כרית ביטחון בדמות רמת נזילות טובה יחסית, במידה המצמצמת את התלות בבזק בטווח הזמן הקצר. יש לציין עוד כי אמות המידה הפיננסיות הקיימות לחברה אינן תלויות במישרין בשווי השוק של בזק - גורם המחזק את הנזילות והגמישות הפיננסית.

פרמטרים נוספים ששימשו בקביעת הדירוג כוללים את סדר קדימויות הנושים בתזרים ובביטחונות ביחס לבזק, את יחסי כיסוי החוב המורחבים, אשר הינם סבירים לדירוג וכן את תלותה של החברה האם - אינטרנט גולד קווי זהב (Baa1 באופק דירוג שלילי) בדיבידנדים מביקום.

**ביקום סולו (כולל חברות ייעודיות בבעלות מלאה), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪**

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.06.2012	30.06.2013	
6,363	5,336	5,058	5,008	4,896	<b>סך הנכסים במאזן</b>
5,559	4,384	4,055	4,151	3,994	<b>שווי מאזני השקעות בחברות כלולות</b>
18	17	291	30	102	<b>מזומנים ושווי מזומנים</b>
782	337	403	370	643	<b>השקעות ז"ק</b>
1,212	936	961	888	1,052	<b>הון עצמי</b>
174	(37)	2	(89)	96	<b>מזה: עודפים</b>
5,151	4,401	4,098	4,120	3,844	<b>חוב פיננסי</b>
1,135	984	953	489	421	<b>דיבידנד מחברות מוחזקות</b>
--	--	--	--	--	<b>הכנסות</b>
(37)	(7)	(7)	(2)	(3)	<b>רווח (הפסד) תפעולי</b>
(266)	(367)	(239)	(158)	(110)	<b>(הוצאות) הכנסות מימון, נטו</b>
202	155	333	110	208	<b>חלקה של החברה ברווחי מוחזקות*</b>
(140)	(219)	46	(50)	95	<b>רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה</b>

\* לאחר הפחתת עודפי עלות.

**מתודולוגיה לדירוג**

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על המתודולוגיה לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת החזקות, השולטת בחברה תפעולית. נקודת המוצא לדירוג האג"ח בביקום הינה דירוג החוב בחברת המטרה - בזק (Aa2 באופן יציב). הפער בין דירוג האג"ח של ביקום לבין דירוג האג"ח של בזק מבטא את תוספת סיכון האשראי, הנובעת מנידחות החוב בחברה ביחס לחוב בבזק ומנידחות האג"ח בביקום אל מול החוב המובטח של החברה המצוי בשתי חברות ייעודיות<sup>1</sup> SPC1 ו-SPC2. בנוסף, יכולת שירות החוב בביקום נשענת על מניות בזק והדיבידנדים הצפויים להתקבל בגינם, תוך התחשבות ביחסי הכיסוי התזרימיים, רמת המינוף, הנזילות והגמישות הפיננסית של ביקום.

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**אחזקת שליטה בבזק בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חזקים**

ביקום מחזיקה במניות השליטה בבזק (כ- 31%), בשווי SPOT של 4.6 מיליארד ₪. בזק פועלת בענף התקשורת, המוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון עסקי בינוני, יחסית למוצע הכלל משקי, נוכח תחרות אינטנסיבית ורגולציה כבדה המעודדת תחרות. בזק הינה החברה המובילה בענף התקשורת בישראל, נתמכת במותג חזק וחולשת על מרבית מגדרי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בכל תחומי הפעילות. פיזור הקווים העסקיים של בזק מקטין את החשיפה

<sup>1</sup> SPC2 - חברה ייעודית בבעלות מלאה של ביקום שהוקמה לצורך קבלת אשראי מובטח במניות בזק. SPC1 - חברה ייעודית בבעלות מלאה של ביקום שהוקמה לצורך קבלת אשראי מגוף מוסדי. ביקום סולו- חברת האג"ח.



האינהרנטית לסיכון ומפצה על שינויים בהעדפות צרכנים ובתנאי השוק על פני זמן לסגמנטים השונים של ענף התקשורת. לבזק בעלות על תשתית תקשורת ניחית, הפרוסה בכל רחבי ישראל, המקנה לה יתרון טכנולוגי, גמישות עסקית ומעמד אסטרטגי ומונופוליסטי בתחום הנייח. בנוסף, נהנית בזק מנוכחות דומיננטית בתחום הסלולר, ה-ISP והטלוויזיה הרב ערוצית. תמהיל הפעילות המגוון וגודלה של בזק מאפשרים לה לספוג תמורות אקסוגניות- בעיקר בנושאי רגולציה ושינויים טכנולוגיים. מיצובה העסקי הגבוה של בזק מתבטא ברווחיות גבוהה, המהווה כרית ביטחון ראשונה כנגד אי הוודאות בסביבה העסקית ומתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים. התחרות הגוברת בענף התקשורת, בשילוב עם רפורמות רגולטוריות (ובניהן- כינון שוק סיטונאי) בכלל הסגמנטים והשחיקה המתמשכת בהכנסות, מהווים אתגר עבור בזק להמשיך ולשמר רווחיות גבוהה. מנגד, קיים לה פוטנציאל משמעותי להתייעלות לאחר כינון השוק הסיטונאי, בדמות ביטול ההפרדה המבנית (ראשית בין בזק קווי לבזק בינלאומי), שינוי והסרת כפילויות במבנה הארגוני, ניהול רשת התקשורת ומבנה ההוצאות ויכולת הצעת ערך תחרותית של חבילות משולבות שאינן פריקות. בתרחיש הבסיס שלנו לגבי בזק אנו צופים בטווח הזמן הקצר שחיקה מסוימת ברווחיות וביקפי ההכנסות, תוך שיפור והתייעבות הרווחיות בטווח הזמן הבינוני, אשר הינה גבוהה ובולטת לטובה. לבזק יכולת השבת רווחים גבוהה, אשר תומכת בתזרימי מזומנים חזקים במהלך השנים האחרונות והיא צפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים בשנים הקרובות, למרות מגמת השחיקה בהם בשנים האחרונות. להערכתנו, נראות התזרים פחתה ובטווח הקצר והבינוני צפוי המשיך שחיקה בהיקפו, אם כי הוא עדיין משמעותי. להערכתנו, בטווח הזמן הקצר והבינוני ובהתאם למדיניות, צפויה בזק להמשיך ולחלק דיבידנדים בשיעור 100% מהרווח הנקי השנתי.

#### **נחיתות מבנית ותלות בבזק לצורך שירות החוב**

ייעודה של החברה הינו אחזקת מניות השליטה בבזק ועל כן נוצרת תלות בבזק לצורך שירות החוב של החברה, בהעדר פיזור וגיוון מקורות תזרימיים. מבנה ההחזקות יוצר סדר קדימויות לטובת החוב הבנקאי והמוסדי לעומת בעלי האג"ח, הן בתזרים, לרבות מגבלות על העלאת דיבידנדים מהחברות הייעודיות לביקום והן בביטחונות, כאשר האג"ח הינו החוב הנחות בחברה.

#### **יחסי שירות החוב הצפויים הולמים את רמת הדירוג ונתמכים בהקלת עומס הפירעונות כתוצאה משינוי לוח הסילוקין הצפוי, למרות שחיקה מסוימת בנראות התזרים מבזק**

שירות החוב של ביקום מתבסס באופן שוטף על חלקה בדיבידנד מבזק. לבזק מדיניות דיבידנד מוצהרת של 100% מהרווח הנקי, כנזכר לעיל, אותה היא מיישמת מספר שנים ובנוסף- צפויה לסיים ב- 2013 את המנה האחרונה של חלוקת הדיבידנד המיוחד, בסך של 500 מיליון ₪, מתוך 3 מיליארד ₪, שחולקו בשנים 2011-2013. להערכת מידרוג, רמת הנראות בתזרים מבזק פחתה, נוכח ההשפעות האקסוגניות ואי הוודאות שצוינו לעיל ובעיקר- בשל השחיקה הצפויה בסגמנט הסלולר. תרחיש הבסיס שלנו לוקח בחשבון המשיך מדיניות חלוקת דיבידנד של 100% מבזק. נציין כי למרות השחיקה בנראות ובהיקף התזרים הצפוי מבזק, להערכתנו, בזק מייצרת ותוסיף לייצר רווחים ותזרימים חזקים ולחלק דיבידנד משמעותי בטווח הזמן הקצר והבינוני. נציין כי לא חל שינוי מהותי בתחזית שלנו לגבי תוצאותיה של בזק יחסית למועד המעקב הקודם.

לוח הסילוקין המקורי של החברה פרוס בצורה נוחה יחסית עד לשנת 2016, אולם הקובננט (יחס כיסוי חוב ל-EBIDTA מורחב) להעלאת דיבידנדים מ- SPC2 לרמות הבאות מגביל את העלאת הדיבידנדים לרמת האג"ח- ביקום סולו, תוך צבירת המזומנים ב- SPC2 בטווח הזמן הקצר, להערכתנו. השינוי הצפוי בתנאי ההלוואה ובתוך כך בלוח הסילוקין, אשר ייפרס בצורה נוחה עד לשנת 2017, תוך פירעון מוקדם של חלק מהאשראי הבנקאי, העלאת דיבידנד חד פעמי בהיקף משמעותי מ- SPC2 וריווח הקובננטים להעלאת דיבידנדים- יאפשרו, להערכתנו, העלאת דיבידנדים שוטפים מ- SPC2



כבר בטווח הזמן הקצר, תוך הקטנת היקף שירות החוב השנתי הממוצע בכ- 100-130 מיליון ₪ לשנה. תחזית הדיבידנדים של מידרוג לבזק, יתרות הנזילות בכל אחת מהרמות בחברה ופריסת לוח הסילוקין החדש תומכים ביחסי שירות החוב של ביקום, אשר הינם הולמים את הדירוג. כך, אנו מעריכים כי יחס שירות חוב (DSCR), כולל יתרות המזומנים בכל הרמות, יעמוד בממוצע על כ- 2.4 בשנים 2014-2015. יחס שירות הריבית (ICR) צפוי לבלוט לטובה. בשנת 2017 ישנה עלייה משמעותית בעומס הפירעונות, אשר תחייב את החברה, להערכת מידרוג, לבצע מימון מחדש לאשראי הבנקאי והמוסדי. נציין כי רמת המינוף צפויה להיות נמוכה יחסית במועד זה ועל כן תתמוך ביכולת החברה למחזר את חובותיה.

### **מינוף פיננסי שאינו בולט לטובה יחסית לדירוג יחסי כיסוי חוב ל- EBITDA מורחבים סבירים לרמת הדירוג**

רמת המינוף (חוב מתואם ברוטו<sup>2</sup> לשווי החזקות ונכסים נזילים) בביקום השתפרה משמעותית לאורך השנה האחרונה, נוכח שיפור של כ-35% בשווי השוק של בזק. המינוף נבחן תחת מספר תרחישים והנחות לגבי שווי השוק של בזק, המגלמים יחס מינוף (LTV) שנע בטווח שבין 80% ל-65%, אשר הינו גבוה יחסית לרמת הדירוג ופוגם בגמישותה הפיננסית של החברה. להערכת מידרוג, בהתאם לתחזית הדיבידנדים שלנו מבזק, יתרות הנזילות בחברה פרופורמה לאחר הרחבת אג"ח ב' ובהינתן לוח הסילוקין הצפוי והנחת היעדר אקסלרציות נוספות של החוב הבנקאי, צפוי ה- LTV להתכנס לטווח שבין 65%-55% בטווח הזמן הבינוני, אשר הינו סביר לדירוג. יחסי כיסוי החוב המורחבים סבירים יחסית לרמת הדירוג ומושפעים מהיקפי התזרימים החזקים, יתרות נזילות טובות יחסית, אולם גם מרמת החוב הגבוהה בכל הרמות. לפי תרחיש הבסיס שלנו לגבי יכולת ייצור התזרימים בבזק<sup>3</sup> בטווח הזמן הבינוני, יחס הכיסוי המורחב חוב נטו ל- EBITDA, יעמוד בטווח שבין 3.8 ל- 3.5 בשנים 2014-2015.

### **נזילות טובה ושיפור מסוים בגמישות הפיננסית**

לחברה (כולל חברות הצינור) נזילות טובה, הנסמכת על תיק ני"ע בסך 643 מיליון ₪ ויתרות מזומנים בסך של 102 מיליון ₪ נכון ליום ה- 30.6.2013. להערכת מידרוג, היקף הנכסים הנזילים של החברה יאפשר לה לשרת את חובה עד לסוף שנת 2014 גם ללא דיבידנד מבזק, כאשר היקף הנכסים הנזילים, פרופורמה להנחת הגיוס, מהווה כ- 79% משירות הקרן עד לסוף שנת 2015. תיק ני"ע הכולל של החברה מנוהל בצורה שמרנית יחסית ע"י ועדת השקעות אשר מבוקרת אחת לרבעון ע"י ועדת הביקורת של החברה. התיק מפוזר וסולידי יחסית והחלק הארי מושקע באג"ח בדרגת A2 ומעלה, כאשר הדירוג הממוצע של התיק עומד על Aa3. המרכיב המנייתי בתיק הינו נמוך.

הגמישות הפיננסית של החברה אינה בולטת לטובה, אולם השתפרה בשנה האחרונה, נוכח שיפור בשווי השוק של בזק. מרבית מניות החברה בבזק וחלק מיתרות המזומנים מושועבדים לטובת אשראי בנקאי ביחס מינוף, המוערך על ידינו, בכ- 44% (על בסיס שווי השוק הנוכחי של בזק). לחברה מרכיב קטן של מניות חופשיות משעבוד (1.0% מהון המניות של בזק, בשווי SPOT של כ- 150 מיליון ₪), אשר הועבר לרמה של ביקום סולו ותומך אף הוא בגמישות הפיננסית של החברה. בנוסף, לחברה אין מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתומות.

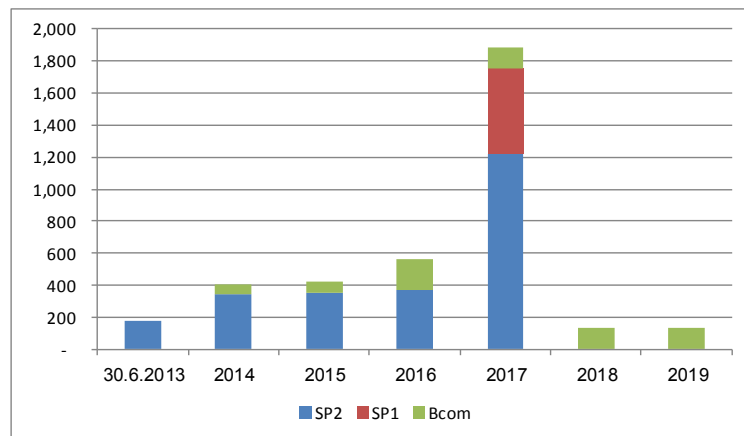
החברה נדרשת לעמוד במספר אמות מידה פיננסיות בקשר לאשראי הבנקאי (בנוסף לקובננטים להעלאת דיבידנדים) והיא עומדת בהן במרווח מספק, כאשר, להערכת מידרוג, גם במקרה של הרעה מסוימת בתוצאות של בזק, החברה צפויה לעמוד בהן בטווח הזמן הבינוני. נציין כי גמישות החברה נתמכת בכך שאין לה קובננט המתייחס ליחסים שנמדדים mark to market.

<sup>2</sup> סך החוב הפיננסי (אשראי בנקאי, אשראי מוסדי ואג"ח) בתוספת התחייבות בגין אופציות שמומשו.

<sup>3</sup> ראה דוח מעקב של בזק מיולי 2013 באתר מידרוג.

יש לציין כי לחברה האם אינטרנט זהב (Baa1 באופק שלילי) תלות בדיבידנד מביקום לצורך שירות חובותיה, אשר עלול לפגום ברמת הנזילות של החברה בטווח הזמן הבינוני, חרף פריסה נוחה יחסית של לוח הסילוקין בחברה האם. לביקום רווחים ראויים לחלוקה של כ- 96 מיליון ₪, נכון ליום ה- 30.06.2013 ולהערכתנו, בטווח הזמן הקצר, היא צפויה לחלק דיבידנד. לאינטרנט זהב יתרות נזילות בסך של כ-291 מ' ₪ ליוני 2013, לאחר מכירת 11.95% ממניות ביקום למשקיע פיננסי ומאפשרות לה לשרת את התחייבויותיה ללא דיבידנדים בטווח הזמן הקצר. להערכתנו, החברה האם סובלת מגמישות פיננסית חלשה משמעותית יותר מזו של ביקום, בין השאר, נוכח נחיתות מבנית, נכס בסיס תנודתי יותר ורמת מינוף גבוהה יותר.

ביקום (סולו): לוח סילוקין לפירעון החוב הפיננסי ליום 30.06.2013, במיליוני ₪:



## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה משמעותית ביחס המינוף תוך שיפור ביחסי הכיסוי, אשר תשתקף בהיקף מזומנים מספק לשירות החוב ללא תלות במימון חדש
- צמצום הנחיתות שבין נכס הבסיס לאג"ח בביקום, באופן שיקטין את רמת הנידחות של האג"ח ביחס לשכבות חוב אחרות בחברה

### גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

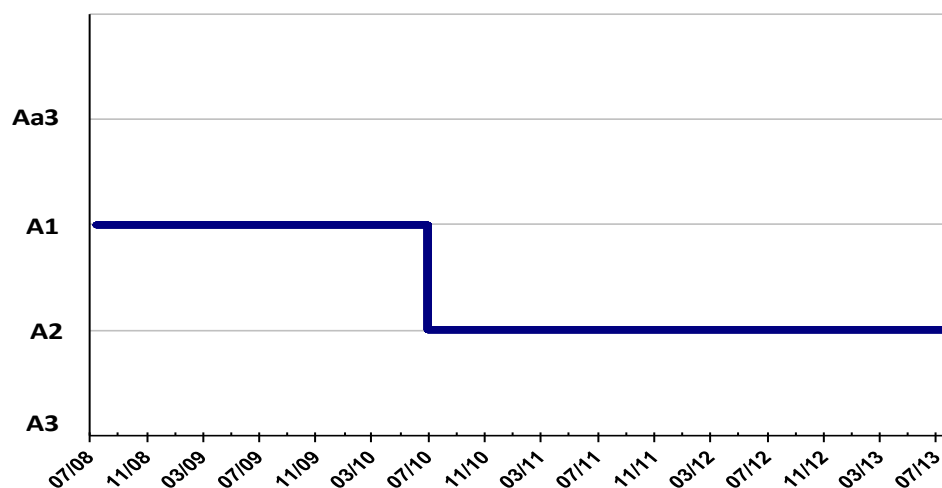
- פגיעה ביחסי הכיסוי המורחבים וביחסי שירות החוב של החברה, בכל שכבות החוב, כתוצאה בין השאר מהחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של בזק שתפגע בתזרימי הדיבידנדים ממנה
- אי שיפור של יחס ה-LTV<sup>4</sup>
- ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה, לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה
- כשל אשראי בכל אחת מהרמות במבנה העסקה

<sup>4</sup> נמדד כסך החוב המתואם ברוטו לשווי החזקות בתוספת יתרות נזילות.

## אודות החברה

בי קומיוניקיישנס הינה חברת אחזקות ציבורית, שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובנאסד"ק. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-30.96% בהון המניות של בזק, שהינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל. ברבעון השני של 2010 השלימה ביקום את רכישת השליטה בבזק, לאחר מכירת פעילות התקשורת של 012 סמייל. בעלת השליטה בביקום היא אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ, המחזיקה בכ-67.99% מהון המניות של ביקום. בעל השליטה באינטרנט זהב הינו מר שאול אלוביץ, המחזיק, באמצעות יורקום תקשורת שבשליטתו, החזקה אפקטיבית של כ-78.97% מהון המניות של אינטרנט זהב.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

- [אינטרנט זהב- דוח מעקב \(יולי 2013\)](#)
- [בזק- דוח מעקב \(יולי 2013\)](#)
- [ביקום- דוח מעקב \(יולי 2012\)](#)
- [אינטרנט זהב- דוח מעקב \(יולי 2012\)](#)
- [בזק - דוח מעקב \(יולי 2012\)](#)

תאריך דוח: 13.08.2013

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.



**סולם דירוג התחייבויות**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	C	

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.

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") 2013.

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 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.