



ויתניה בע"מ

פעולת דירוג | ספטמבר 2010

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח – אנליסט
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד- חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

ויתניה בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A2	דירוג Issue
-------------------	-----------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב לסדרות האג"ח א' ו- ב' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת ויתניה בע"מ (להלן: "ויתניה" או "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד 100 מיליון ₪ ע.ג. תשלום קרן האג"ח יחל משנת 2014 ויפרש על פני 4-5 תשלומים שנתיים. תמורת הנפקת הסדרה החדשה תשמש להקטנת ניצול מסגרות אשראי קיימות, מסגרות בלתי מנוצלות אלו ישמשו, בין היתר, לצורך פירעון קרן אגרות החוב.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 01.09.2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.06.10 (אלפי ש"ח)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג ליום 30.06.10 (אלפי ש"ח)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2011-2015	152,416	מדד	5.85%	145,500	3/2008	1109651	אג"ח א'
2012-2016	59,511	אין	ריבית אג"ח ממשלתי + 4.9%	60,000	11/2009	1115922	אג"ח ב'

הדירוג נסמך, בין היתר, על התחייבות החברה לשמור על רמת גמישות פיננסית ונזילות טובים, המתבטאים בהקטנת ניצול מסגרות אשראי חתומות ושמירה על יחס של 26% בין מסגרות האשראי החתומות, הבלתי מנוצלות, לבין יתרת קרן האג"ח בספרי החברה, עד לסוף שנת 2011 ויחס של 35% לאחר מכן, **כך גם**, הותרת שיעור מינוף נמוך, בהיקף של עד 25%, לנכסים מניבים משמעותיים, בשווי של כ- 333 מיליון ₪. נכסים אלו לא יהיו משועבדים אלא לטובת מסגרות האשראי הקיימות.



מידרוג

בין יתר הפרמטרים התומכים לחיוב בדירוגה של החברה, נמצאים יחסי האיתנות הסבירים ביחס לדירוגה; החברה הינה בעלת ותק ומוניטין; בבעלות החברה נכסים מניבים באזורי ביקוש בישראל, אשר צפויים להניב לחברה תזרים פרמננטי לשם מימון פעילותה השוטפת, תזרים זה צפוי לגדול עם סיומם של מספר פרויקטים בשנים הקרובות; חלק משמעותי מהפרויקטים בייזום החברה הינם בעלי רמות סיכון נמוכות (כדוגמת פרויקט אור יהודה, לה גווארדיה, המושבה וכדומה), אם בשל מיקום הפרויקט ואם בשל השכרה/מכירה מראש; לחברה קיימת יכולת למזער סיכונים על ידי בניה בשלבים של חלק מהפרויקטים; לחברה גמישות פיננסית טובה ביחס ללוח הסילוקין. מנגד, בפני החברה ניצבים מספר אתגרים, לצורך עמידה ביעדי הפעילות והתזרים אותם היא צופה, כולל המשך מכירות והשכרות של פרויקטים בהקמה ועמידה בתקציבי הביצוע לאור היותה מצויה בתקופת פיתוח משמעותית של נכסיה; לחברה קיימת חשיפה מסוימת לשוק הנדל"ן בפולין בעקבות השקעה בשני פרויקטים במדינה.

שינוי האופק משלילי ליציב משקף את ההתקדמות של החברה בפיתוח הנכסים בייזום, כולל, בין היתר: השלמת פיתוח ותחילת אכלוס פרויקט התחנה, מכירה מראש של כ- 59% מיח"ד בפרויקט המושבה והשכרה מראש של שטחים ניכרים בפרויקטים המניבים הנמצאים בבניה. בנוסף, החברה החלה בשיווק פרויקט שפריינה בגדנסק שבפולין, כאשר בשנה האחרונה חל שיפור מסוים במצב שוק הנדל"ן בפולין, אשר מקל על פעילות החברה במסגרת זו.

התפתחויות עסקיות עיקריות בתקופת הדוח¹

מצבת נכסים איכותית, הממוקמת באזורים בעלי ביקוש גבוה יחסית; שיעורי תפוסה גבוהים ו - LTV נמוך למרבית הנכסים

שם הנכס	מיקום	סה"כ שטח להשכרה	שנת רכישה / סיום בנייה	שיעור החזקת החברה בנכס	שווי בספרים ליום 30.06.2010	NOI שנתי מייצג להיום	שיעורי תפוסה		ינתר הלואה ליום 30.06.10	LTV	העומת שווי הוגן בנכסים	שיעור NOI מייצג לעומת שווי הוגן בנכסים
							31.12.09	30.06.10				
בית זיואל	רמת החייל	42,140	2001	47%	139,120	10,530	98%	98%	76,200	55%	8%	8%
גלי שלום - בית אמצור	הרצליה פיתוח	19,700	1997	100%	135,800	10,690	87%	96%	68,000	50%	8%	8%
בית ורינט - רוני דו	הרצליה פיתוח	16,146	2004	50%	57,000	4,568	100%	100%	28,000	49%	8%	8%
בית אמפא	הרצליה פיתוח	16,440	1999	100%	101,096	6,100	88%	100%	אין הלואה ל"ר	ל"ר	6%	6%
דבורה הנביאה - א.ס. אורי	רמת החייל	6,317	2008	100%	96,000	2,708	87%	93%	38,000	40%	3% **	3%
התחנה	נווה צדק	3,800	2010	51%	לפי עלות *	5,480	85%	ל"ר	אין הלואה ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר
סה"כ מניב		104,543				40,076	97%	90%	210,200	40%	8%	8%

* הנכס מוצג בספרי החברה לפי עלות היות והוא מסווג כרכוש קבוע, בשל היותו של הנכס פרויקט BOT. החברה צופה NOI בפועל גבוה יותר באופן משמעותי מהנכס הנ"ל, בשל רכיב ה-6% מפדיון של דמי השכירות ** חלק ניכר משווי הנכס מיוחס למרתפי שירות וחניית שהחברה כבר בנתה על מנת לשרת את הבנייה העתידית במתחם וכן לזכויות בניית כ - 17 אלף מ"ר מגדל משרדים במתחם

כפי שניתן לראות מהטבלה לעיל, נכון למועד דוח דירוג זה ובהתאם להסכמים חתומים, מצבת הנכסים המניבים של החברה מייצרת NOI שנתי של כ - 40 מיליון ₪. הנכסים מושכרים לכ - 70 שוכרים, בתפוסה גבוהה ביחס למקובל בענף. ניתן לייחס את התפוסה הגבוהה הן לאיכות הנכסים והן לאזורי הביקוש שבהם ממוקמים הנכסים כגון רמת החייל, הרצליה פיתוח ונווה צדק. יצוין כי % ה NOI לעומת ההכנסות בפועל עומד על כ - 93% והינו גבוה ביחס למקובל בענף.

חלק ניכר מהערך הגלום בחברה נובע, בין היתר, מפרויקטים יזמיים הנמצאים בפיתוח, הן בתחום הנדל"ן המניב והן בתחום הנדל"ן למגורים; הסיכון היזמי הנובע מפרויקטים אלו מופחת בשל מיקומם באזורים בעלי ביקוש גבוה יחסית ובשל השיעור הניכר של השטחים שכבר הושכרו/נמכרו מראש בפרויקטים אלו

החברה נמצאת בשלבים שונים של פיתוח של 7 פרויקטים כדלקמן:

¹ החל מאוקטובר 2009

4 פרויקטים להקמת נכסי נדל"ן מניב בישראל:

שם הנכס	מיקום	חלק חברה	סה"כ שטח להשכרה	שימוש	תחילת בנייה	סיום בנייה צפוי	חלק חברה עלות עד 30.06.10	חלק חברה % שהושכר מראש	דמי שכירות שנתיים שנחתמו	חלק חברה מסגרת אשאי	חלק חברה מסגרת אשאי שנוצל	NOI שנתי צפוי
לה-גווארדיה שלב א'	תל אביב	50%	18,500	אולם תצוגה ומשרדים	2010	2012	33,600	90%	5,960	75,000	טרם נוצל	6,650
מגדל שלב א'	טבריה	50%	3,800	מסחרי	2010	2011	1,300	76%	1,050	21,000	טרם נוצל	1,750
אור יהודה שלב א' *	אור יהודה	90%	44,500	משרדים ומסחר	2008	2011	129,200	100%	5,850	54,000	ללא	14,288
בית אמפא - 4 קומות נוספות	הרצליה פיתוח	54%	2,970	משרדים	2008	2010	22,500	40%	471	ללא הלואה	ללא הלואה	2,100
סה"כ	-	-	69,770	-	-	-	186,600	40%	13,330	150,000	31,000	24,788

* השטח באור יהודה כולל את פיתוח כלל השלבים. מכיוון שהפיתוח בשלב א' יתחלק ל-3 תתי שלבים בשלב זה נבנים כ- 7 אלף מ"ר

במהלך השנתיים הקרובות, החברה אמורה להשלים את בנייתם של 4 פרויקטים מניבים בישראל אשר צפויים לתרום באופן משמעותי לגידול בהיקף הפעילות והכנסות החברה וכן ליכולתה לייצר תזרים פרמננטי לצורך שירות החוב. הסיכון היזמי הנובע מפרויקטים אלו קטן באופן משמעותי בשל מיקומם באזורי ביקוש גבוהים יחסית ובשל השכרה מראש של חלק משמעותי משטחי השכירות.

פרויקטים לייזום מכירת דירות למגורים ודיר מוגן (בישראל ופולין):

שם הפרויקט	מיקום	חלק החברה בפרויקט	יח"ד חלק החברה	30.06.10 חלק		מועד סיום אכלוס צפוי	% השלמה ללא קרקע	רווח גולמי חזוי	שיעור רווח גולמי צפוי
				יח"ד מכורות	שיעור מכירות				
המושבה	תל אביב	50%	26	15	59%	2012	1%	20,798	21%
שפרייה	פולין - דגנסק	100%	149	14	9%	2012	23%	47,857	23%
א.ס אורי - דיר מוגן	תל אביב	25%	65	25	38%	2011-2012	100%	*	*
סה"כ	-	-	240	54	22%	-	25%	68,654	22%

* הפרויקט הנ"ל נבנה בצמוד לשטח המניב המסחרי של החברה ברמת החייל. מכיוון שמדובר בפרויקט לדיר מוגן, בשל מורכבות מודל הרווחיות מפרויקט מסוג זה, הכולל פחת על מקדמות ומכירה מחדש של חלק מיח"ד, לא ניתן להעריך באופן מהימן את גובה הרווח הגולמי הנובע מהפרויקט

החברה צופה להכיר ברווח גולמי של מעל 68 מיליון ש"ח עד לתום שנת 2012, בגין פרויקטים בתחום מכירת הדירות למגורים (לא כולל רווח מפרויקט הדיר המוגן). בעוד שקצב המכירות בפרויקט המושבה הינו טוב ביחס למקובל בענף, קצב המכירות בפרויקט שפרייה אינו בולט לטובה ומעיד על אופי הפעילות בשוק הנדל"ן למגורים בפולין, בו נדרשים % השקעה ניכרים בפרויקט על מנת להגביר את קצב המכירות.



לחברה צבר קרקעות להמשך פיתוח פרויקטים בתחום הנדל"ן המניב אשר פיתוח מרביתם צפוי להתחיל בשנים הבאות, בכפוף להשכרת חלק משמעותי מהשטחים מראש

בנוסף לפרויקטים שפורטו לעיל, בכוונת החברה לפתח, על קרקעות הנמצאות בבעלותה, שטחים להשכרה בתחום המשרדים, המסחר והמלונאות בשטח כולל של כ- 90 אלף מ"ר. העלות הצפויה של בניית הפרויקטים הנ"ל עומדת על כ- 227 מיליון ₪ אשר צפויה להיות ממומנת ברובה באמצעות מימון בנקאי. לדברי החברה, תחילת הבניה בכל אחד מהפרויקטים הנ"ל תעשה רק לאחר השכרה מראש של חלק משמעותי מהשטח הזמין לשכירות. צפי תחילת הפרויקטים טרם נקבע.

התפתחות התוצאות הכספיות

אלפי ₪	30.06.2010	31.12.2009	30.06.2009	31.12.2008
הכנסות	17,957	34,512	17,434	31,439
הוצאות ניהול ואחזקה	2,126	2,053	1,063	4,013
רווח גולמי	15,831	32,459	16,371	27,426
% רווח גולמי	88.2%	94.1%	93.9%	87.2%
EBITDA בנטרול שערורך נדל"ן	7,472	22,753	11,814	40,037
הוצאות מימון - נטו	5,263	12,260	8,427	29,602
רווח נקי	3,022	30,859	6,244	4,212
חוב פיננסי	557,285	525,377	503,448	326,485
יתרת נזילות	1,132	11,687	19,262	2,456
חוב פיננסי נטו	556,153	513,690	484,186	324,029
CAP	925,870	899,680	853,995	690,623
CAP נטו	924,738	887,993	834,733	688,167
הון עצמי	344,374	351,665	322,393	337,571
סך מאזן	957,964	927,945	871,961	751,463
חוב פיננסי / CAP	60.2%	58.4%	59.0%	47.3%
חוב פיננסי נטו / CAP נטו	60.1%	57.8%	58.0%	47.1%
הון עצמי לסך מאזן	35.9%	37.9%	37.0%	44.9%
תזרים לפני שינויים בהון החוזר - FFO	-2,926	4,544	3,022	983
חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי	שילי	115.6	83.3	332.1
חוב פיננסי נטו ל-FFO	שילי	113.0	80.1	329.6
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	37.2	22.6	20.5	8.1
EBITDA להוצאות מימון, נטו	1.4	1.9	1.4	1.4

יחסי איתנות סבירים ביחס לרמת דירוגה של החברה וביחס למקובל בענף; צפי לגידול בהון העצמי ובחוב הפיננסי בעקבות המשך פיתוח הנכסים בייזום

למרות שבין ה- 31.12.2008 ליום 30.06.2010, ההון העצמי של החברה לא גדל באופן משמעותי, יחסי האיתנות של החברה הינם סבירים ביחס לרמת דירוגה של החברה. כמו כן, בשל ירידת שער החליפין של הזלוטי מול השקל, ההון העצמי של החברה קטן בכ- 10 מיליון ₪ במחצית הראשונה



של שנת 2010. יצוין, כי נכון למועד דוח דירוג זה, כ- 60% מהירידה הנ"ל התבטלה בעקבות עליית שער החליפין של הזלוטי מול השקל. כמו כן, לחברה שווי גלום נסתר, אשר אינו מתבטא בספריה, שכן פרויקט התחנה אשר הושלם ואוכלס במרביתו, נרשם במונחי עלות בספרי החברה. אף על פי כן, מידרוג מצפה כי החברה תשמור על רמה דומה לרמה הקיימת של יחסי איתנות בטווח הבינוני ארוך, גם לאחר הגדלת החוב הפיננסי, בעקבות המשך פיתוחם של הנכסים בייזום. במידה ויחול שינוי משמעותי לרעה ביחסי האיתנות של החברה, מידרוג תבחן את השלכתם על דירוגה של החברה.

קושי ביצירת תזרים מזומנים פרמננטי בשל היותה של החברה בתקופת השקעות משמעותיות בפיתוח נכסים; צפי לשיפור בטווח הבינוני-ארוך

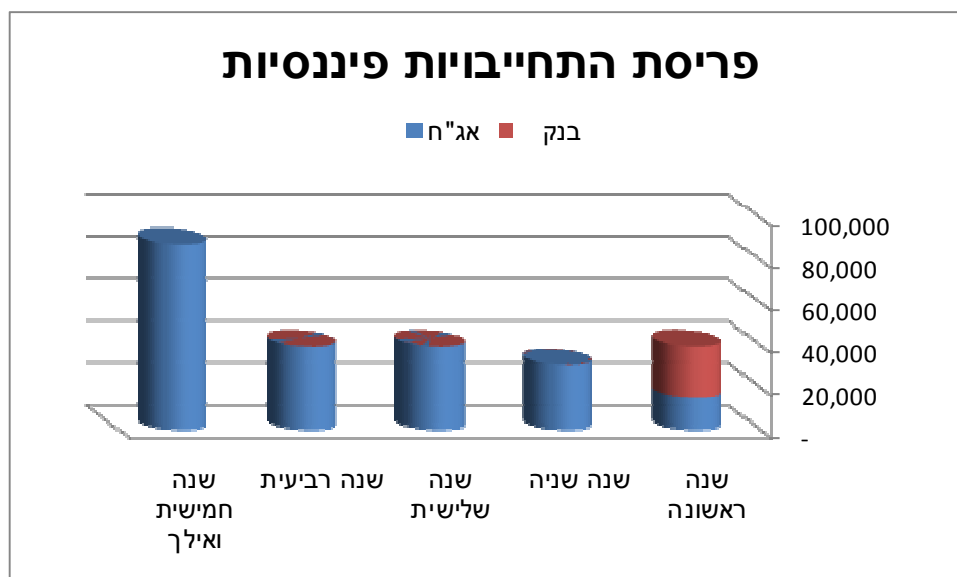
החברה נמצאת בתהליכי פיתוח של פרויקטים משמעותיים, בהתאם לכך, ה- FFO של החברה תלוי בסיום פרויקטים ואיכלוסם. במחצית הראשונה של שנת 2010 היה ה- FFO שלילי בשל גידול בהוצאות השיווק וההנהלה וכלליות לעומת שנים קודמות (לדברי החברה, חלק ניכר מהגידול נובע מהפעילות בפולין אשר החברה צפויה להכיר הכנסה בגינה רק בשנת 2012). יצוין, כי להערכת החברה, לאור תחילת הנבתו של פרויקט התחנה ולאור הצפי להתקדמות הבניה בפרויקטים בבניה ובתכנון, ה- FFO השנתי צפוי לעלות באופן משמעותי בטווח הבינוני-ארוך.

יתרת מזומנים נמוכה מאוד ביחס ללוח הסילוקין של החברה. גמישות פיננסית סבירה בשל יתרת מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות משמעותיות, אשר צפויות לגדול בעקבות ההנפקה ולשמש כמקור משמעותי לצורך שירות החוב בעתיד

החברה נוהגת להשתמש ביתרת הנזילות שברשותה לצורך הקטנת ניצול מסגרות אשראי ובהתאם לכך, נכון ליום 30.06.2010, לחברה יתרת מזומנים של כ- 1.3 מיליון ₪ בלבד. לאור האמורטיזציה הצפויה של התחייבויות החברה בשנתיים הקרובות, עומס הפירעונות הצפוי, נכון ליום 30 ליוני 2010, עומד על כ- 39 מיליון ₪ בשנה הקרובה וכ- 32 מיליון ₪ בשנה שלאחר מכן. הפירעונות לשנה הקרובה כוללים פירעון הלוואות בנקאיות לז"ק אשר החברה מחדשת מעת לעת. לאור ה- LTV בין הלוואות הנ"ל לבין הנכסים שכנגדן שועבדו נכסים (אשר עומד כיום על כ- 46%), לא צפויים קשיים משמעותיים במחזור הלוואות אלו. לפיכך, ממועד דוח דירוג זה ועד לסוף ספטמבר 2011, החברה צפויה לפרוע קרן אג"ח של 32 מיליון ₪ בלבד. הכוללת כ- 16 מיליון ₪ במרץ 2011 וכ- 16 מיליון ₪ נוספים בספטמבר 2011.

מכיוון שפעילותה השוטפת של החברה צפויה לייצר תזרים משמעותי בטווח הבינוני ארוך בלבד, המקור העיקרי לפירעון התחייבויותיה הפיננסיות בטווח הקצר של החברה הינו יתרת מסגרות אשראי חתומות לא מנוצלות, אשר נכון למועד דוח דירוג זה, עומדות על כ- 59 מיליון ₪. כאמור, במסגרת

גיוס האג"ח החדש, יתרת המסגרות החתומות הבלתי מנוצלות צפויה לגדול באופן משמעותי, כך שתשמש כשנתיים לפחות של פרעון קרן אג"ח.



אופק הדירוג

8

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

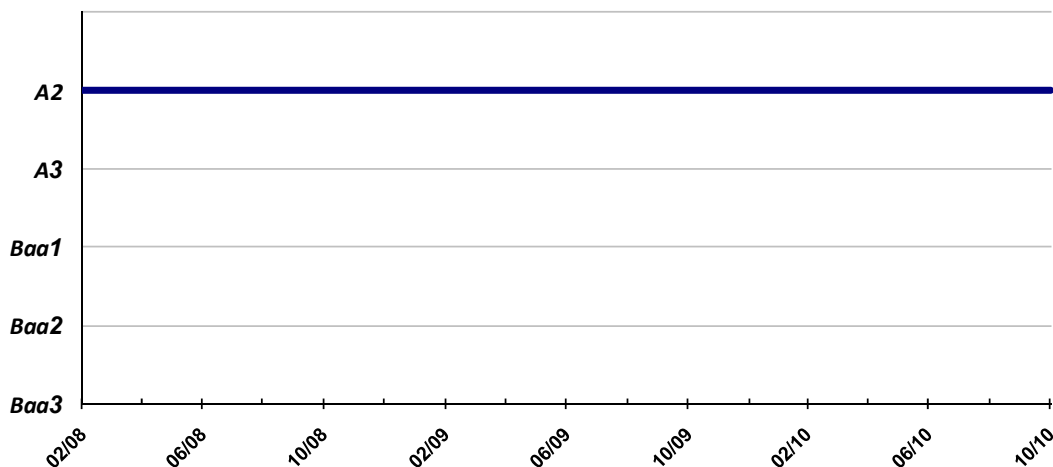
- הרחבה משמעותית של תיק הנכסים המניבים, באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים הפרמננטי FFO, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- חיזוק משמעותי של ההון העצמי

גורמים אשר עלולים להורדת הדירוג:

- הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה, באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים ו/או בהון העצמי
- פגיעה חמורה בגמישות הפיננסית של החברה ובנגישותה למקורות מימון
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית וביכולת התזרימית
- עלייה ביחס חוב ל-CAP מעל 62% בשנת 2010; עלייה ביחס לחוב ל-CAP מעל 60% בשנת 2011 ואילך
- שינוי בבעלי השליטה בחברה אשר יוביל לשינוי בפעילותה של החברה
- אי שמירה על יחס של 26% בין מסגרות האשראי החתומות הבלתי מנוצלות לבין יתרת קרן האג"ח בספרי החברה עד לסוף שנת 2011 יחס של 35% לאחר מכן

- חריגה משיעור מינוף של עד 25%, לנכסים מניבים משמעותיים בשווי של כ- 333 מיליון ₪. נכסים אלו לא יהיו משועבדים אלא לטובת מסגרות האשראי הקיימות.

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- 46%), חברת טרא ביטא בע"מ (כ- 12.5%) בבעלות גד ודן פרופר, חברת אחים חממה ושות' בע"מ (כ- 12.5%), חברת גיתם מערכות תדמית בע"מ (כ- 12.5%), אהוד סמסונוב (כ- 6.25%), עמוס שמיע (כ- 6.25%) ובנוסף לכך, מחזיקה החברה ב- 4% ממניותיה שלה (מניות הנחשבות לרדומות).

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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 בצידוד, 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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	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.



דו"ח מספר: CRVITANIA100910100M

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") 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. 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 במישורין 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.