

אמות השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג | דצמבר 2009

מחברים:

אמיר ארד - אנליסט בכיר
amira@midroog.co.il

נדב גורן - אנליסט
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

1



אמות השקעות בע"מ

אופק הדירוג: שלילי	דירוג: A1	דירוג סדרה
--------------------	-----------	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 לסדרת אג"ח א' שבמחזור, אותה הנפיקה חברת אמות השקעות בע"מ (להלן: "אמות" או "החברה") ומשאירה את אופק הדירוג כשלילי. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להרחבת סדרה א', בהיקף של 40 מיליון ₪ ע.ג., אשר החליפו חוב קיים וכן להנפקת סדרה חדשה, בסכום של עד 400 מיליון ₪ ע.ג., לפירעון בשבעה תשלומים שנתיים שווים, החל משנת 2014. תמורת ההנפקה מיועדת לרכישת נכסי נדל"ן מניבים.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 30.11.2009. 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 30.9.2009 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג נומינלי (אלפים) ליום 30.9.09	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח*
10	1,369,875	מדד	4.95%	1,249,844	5/6/06	1097385	אג"ח א'

2

דירוג הסדרות נתמך, בין היתר, בשיפור איתנותה הפיננסית של החברה במהלך השנה האחרונה בעיקר כתוצאה מפעילות של הנפקת הון אשר תרמה אף להגדלת נזילותה של החברה; החברה הרחיבה את היקף נכסיה והראתה שיפור בהכנסותיה מנכסיה הקיימים. לחברה קיים פיזור נכסים בישראל ותמהיל שימושים התורם ליציבות הכנסותיה; לחברה נזילות טובה ומסגרות אשראי מאושרות בלתי מנוצלות, בהיקף כולל של כ- 700 מיליון ₪. לוח הסילוקין של החברה הינו בעל מח"מ ארוך ועומס הפרעונות החל עליה הינו יציב בשנים הקרובות ואינו מהווה עומס תזרימי משמעותי אל מול הכנסותיה השוטפות ויתרת נזילותה. כמו כן, לחברה נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ- 2 מיליארד ₪, התורמים לגמישותה הפיננסית.

הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מגידול הצפוי בחוב הפיננסי של החברה ולשם בחינת התייצבות יחסי הכיסוי התזרימיים של החברה, כך שיתאמו את רמת הדירוג, זאת בהתאם להתממשות תחזיות החברה בנוגע לנכסים שירכשו בשנה הקרובה וביחס לנכסים שנרכשו על ידה לאחרונה.

התפתחויות עיקריות¹

נכון ליום 30 בספטמבר 2009, כוללים נכסי אמות (במישרין ובעקיפין) 87 נכסים מניבים בישראל, בשטח כולל של 429 אלפי מ"ר (לא כולל נכסים בהקמה), זאת - לעומת 83 נכסים, בשטח כולל של 404 אלפי מ"ר, בעת הדירוג האחרון. שיעור התפוסה של הנכסים גבוה ועומד על כ-96.5%, שיפור לעומת שיעור התפוסה במועד הדירוג האחרון שעמד על כ-96%. שוויים ההוגן של הנכסים המניבים הינו בהיקף כולל של כ-4.17 מיליארד ש. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009 הסתכמו הכנסות החברה במאוחד מדמי שכירות בכ-259 מיליון ש, וה-NOI הסתכם בתקופה זו בכ-226 מיליון ש.

במהלך התקופה החברה הגדילה את היקף נכסיה באמצעות רכישת מספר נכסים מניבים, בהיקף השקעה כולל של למעלה מ-300 מיליון ש. להלן פירוט הנכסים שנרכשו במהלך התקופה:

קניון מיי סנטר, כרמיאל

במרץ 2009 רכשה החברה את מלוא הזכויות בקניון "מיי סנטר" בכרמיאל תמורת 49.5 מיליון ש. הקניון כולל קומת קרקע מסחרית, בשטח של כ-6,300 מ"ר, קומת משרדים בשטח 200 מ"ר ו-200 מקומות חנייה. שטחי הקניון מושכרים בשיעור של 97% והנכס מניב NOI שנתי בסך-4 מיליון ש, המייצג תשואה שנתית של כ-8%.

מתחם קומברס אלוריון, בית ורינט

ביוני 2009 רכשה החברה מניות בחברות המחזיקות בחלקים מהזכויות בנכס ברמת החייל, הידוע כ"מתחם קומברס אלוריון" ובנכס בהרצלייה פיתוח, הידוע כ"בית ורינט", תמורת 63 מיליון ש². הנכסים הנ"ל כוללים בנייני משרדים בשטח של כ-21,000 מ"ר וכ-500 מקומות חנייה. ה-NOI החזוי בגין חלקה של החברה בזכויות הנרכשות הינו כ-16.5 מיליון ש, המייצג תשואה שנתית של כ-8.5% ביחס לשווי בספרים.

קניון ערים על הכיכר

ביולי 2009 רכשה החברה נכס, הידוע בשם "קניון ערים על הכיכר" בכפר סבא, בתמורה ל-160 מיליון ש. הקניון כולל 5,000 מ"ר שטחי מסחר בשתי קומות וכ-180 מקומות חנייה מקורים. ה-NOI הצפוי בגין הקניון הינו כ-15 מיליון ש, המייצג תשואה שנתית של כ-9.4%.

מיקום הקניון, בצמידות וברצף ל"קניון ערים" שבבעלות המלאה של הקבוצה, יוצר מתחם מאוחד של שטחי קניון, הכוללים 15,000 מ"ר שטחי מסחר וכ-950 מקומות חנייה. מידרוג מוצאת לציין, כי פתיחת קניון G כפר סבא העלתה את רמת התחרותיות ועלולה להשפיע על פעילות המתחם.

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח המעקב האחרון שנערך בדצמבר 2008.

² וכן הלוואות בסך 111 מיליון ש אשר כנגדן משועבדים הנכסים.

מול 124, מגדל המאה בתל אביב

בנובמבר 2009 רכשה החברה, בשיתוף (50%) עם צד ג', מתחם מסחרי, הידוע בשם "מול 124" ברחוב אבן גבירול בת"א בתמורה כוללת של 60 מיליון ₪, מתוכו - חלק החברה 30 מיליון ₪. המרכז המסחרי כולל כ- 5,230 מ"ר שטחים לשיווק וממוקם בקומת הרחוב ובשתי קומות תת קרקעיות מתחת למגדל משרדים בתל אביב, המכונה "מגדל המאה", ואשר הינו בבעלות משותפת לחברה ולצד ג'.

הקצאה פרטית

ביום 30 לספטמבר 2009 הקצתה החברה למגדל חברה לביטוח 32 מיליון מניות בנות 1 ₪ ע.ג. כנגד תמורה במזומן בסך כ- 250 מיליון ₪. בעקבות ההקצאה למגדל, ירדו אחזקותיה של החברה האם (אלוני חץ) בחברה ל- 61.76% מכ- 73%.

רכישת אגרות חוב של חברות בנות

בנובמבר 2009 חתמה החברה על הסכם עם מספר גופים מוסדיים, לפיו תרכוש מהם החברה אג"ח ושטרי הון לא סחירים של שתי חברות בנות³ (בבעלות מלאה) של החברה, המוחזקים על ידם. ערכם ההתחייבותי של ני"ע אלו, כפי שמופיע בספרי החברה נכון ליום 30 לספטמבר 2009, הינו כ- 110 מיליון ₪. על פי ההסכם שנחתם ואשר צפוי להתבצע במהלך דצמבר 2009, כמחצית מהתמורה בגין זכויות המוכרים באג"ח ובשטרי הון תינתן באמצעות הקצאת 7 מיליון מניות רגילות של החברה והיתרה תינתן באמצעות הקצאת 40 מיליון ע.ג. אג"ח (סדרה א') של החברה, תוך הגדלת מסגרת הסדרה.

4

גידול בהיקף הדיבידנד הצפוי לחלוקה בעקבות חלוקת מניות הטבה

בחודש נובמבר 2008 החליט דירקטוריון החברה כי החברה תחלק בשנת 2009 דיבידנד שנתי מינימאלי בסך 44 אג' למניה, שישולם ב- 4 תשלומים רבעוניים של 11 אג' למניה, בתום כל רבעון קלנדארי ובכפוף להחלטה ספציפית של הדירקטוריון בתום כל רבעון. כך, באפריל וביוני 2009 חילקה החברה דיבידנד עבור הרבעון הראשון והשני בסך 14,676 אלפי ₪ בכל חלוקה, ובספטמבר 2009 חילקה החברה דיבידנד לרבעון השלישי בסך 18,345 אלפי ₪.

ביום 3 באוגוסט 2009, בהתאם להחלטה שנתקבלה ע"י דירקטוריון החברה בחודש יולי 2009, חילקה החברה 33,355 אלפי מניות הטבה לכל מי שהחזיק במניות החברה ביום 2 באוגוסט 2009, אשר היוו, נכון למועד החלוקה, 25% מהון המניות המונפק והנפרע. כפועל יוצא מהנפקת מניות הטבה וכן מהקצאות המניות הפרטיות, יחול גידול בהיקף הדיבידנד שחולק על בסיס של 11 אג' למניה וצפוי לעמוד על כ- 88 מיליון ₪ לשנה. אלמלא הגידול בהון המניות המונפק והנפרע היה עומד סכום הדיבידנדים הרבעוניים על כ- 59 מיליון ₪.

יש לציין, כי בשנת 2008 חילקה החברה דיבידנד חריג בהיקף של כ- 426 מיליון ₪.

³ אילות רמת דוד ואילות הר חוצבים.

הסכם דמי ניהול חדש עם החברה אשר צפוי להקטין את הוצאות דמי הניהול

החברה צפויה להתקשר, בכפוף לאישור אסיפה כללית, עם החברה האם, בהסכם ניהול חדש לחמש שנים שתחילתן ביום 1 בינואר 2010, המחליף הסכם קיים אשר מסתיים ביום 31 בדצמבר 2009. על פי הסכם הניהול החדש, דמי הניהול השנתיים נגזרים מהיקף הנדל"ן להשקעה (כולל נדל"ן בהקמה) של החברה עד לתקרה של 16 מיליון ₪ צמודי מדד ינואר 2010 ובכל מקרה - לא יותר מ- 18 מיליון ₪ נומינליים.

על בסיס היקף הנדל"ן להשקעה של החברה ליום 30 בספטמבר 2009, הייתה החברה משלמת לפי ההסכם החדש דמי ניהול בסך 10.8 מיליון ₪ לשנה, וזאת לעומת דמי ניהול המשולמים על בסיס הסכם הניהול הקיים בסך 20 מיליון ₪.

התפתחות התוצאות הכספיות

יחסים פיננסיים נבחרים

31.12.2007	31.12.2008	30.9.2008	30.9.2009	ש אלפי
244,320	314,131	231,619	258,914	הכנסות
96,693	161,960	151,776	189,220	הוצאות מימון (נטו)
178,660	228,916	166,649	194,647	EBITDA בניכוי שיערוכים
303,418	161,119	97,251	207,730	רווח (הפסד) נקי
75,160	52,552	4,940	92,660	רווח נקי בניכוי שיערוכים*
1,986,165	2,973,345	2,646,487	3,163,082	חוב פיננסי
440,173	592,506	653,178	514,705	יתרות נזילות
1,545,992	2,380,839	1,993,309	2,648,377	חוב פיננסי נטו
1,624,380	1,236,078	1,620,363	1,648,590	הון עצמי וזכויות מיעוט
4,111,272	4,635,015	4,643,520	5,160,529	סך מאזן ביטרוול פקדון
3,838,354	4,446,048	4,496,894	4,982,511	CAP
38%	26%	34%	31%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
48%	64%	57%	61%	חוב פיננסי לסך מאזן חשבונאי
52%	67%	59%	63%	חוב ל-CAP
45%	62%	52%	59%	חוב נטו ל-CAP נטו

* הערכת שיעור מס כולל של 18% ** לא כולל פעילות שהופסקה בקנדה.

החל מדצמבר 2008, בו חילקה החברה דיבידנד חד פעמי משמעותי בסך 426 מיליון ₪, אשר גרע ביחסי איתנותה ונזילותה, פעלה החברה לחיזוק רמת איתנותה ונזילותה באמצעות הנפקה פרטית, כך גם הציגה החברה רווח משמעותי לתקופת שלושת הרבעונים של 2009 אשר תרם להונה העצמי. החברה הציגה עליה של כ- 27 מיליון ₪ בהיקף הכנסותיה מנכסיה, כ- 9 מיליון ₪ נובעים מעלייה בהכנסות מנכסים קודמים והיתרה - מנכסים חדשים שנרכשו בתקופה. מרכיב משמעותי נוסף לרווח הינו הטבת מס בהיקף של כ- 61 מיליון ₪ אשר נבעה בעיקר משינוי שיעורי המס על פי חוק ההסדרים. גם בתקופה זו ביצעה החברה שיעור לנכסיה, בהיקף משמעותי של כ- 140 מיליון ₪. הוצאות המימון, נטו, של החברה הראו גידול לעומת תקופה מקבילה אשתקד, לאור הגידול בחוב הפיננסי.



מידרוג

מנגד, החברה המשיכה לחלק במהלך שנת 2009 דיבידנדים רבעוניים בסך 11 אג' למנייה. סכום דיבידנדים אלו גדל בכל רבעון עקב מהלכים להגדלת ההון המונפק והנפרע של החברה. במקביל, המשיכה החברה ברכישת נכסים להשקעה, הן ממקורות עצמיים והן באמצעות חוב. החל מספטמבר 2008 גדל חוב החברה בכ- 500 מיליון ₪. עיקר הגידול נובע מחלוקת הדיבידנד החד פעמי בדצמבר 2008 ומרכישת נכסים. כיום יחסי איתנות החברה הינם נמוכים במעט מרמתם לפני חלוקת הדיבידנד המשמעותית בדצמבר 2008. גם פעולת החברה להחלפה חלקית של חוב לא סחיר בהון, הצפוי בדצמבר, עשויה לתרום להונה העצמי ולשפר את יחסי איתנותה.

אלפי ₪	פרופורמה לאחר החלפת חוב וניסוי 400 מ' ₪ חוב	30.9.2009
הכנסות		258,914
הוצאות מימון (נטו)		189,220
EBITDA בניכוי שיערוכים		194,647
רווח לפני מס בניכוי שיערוכים		5,427
רווח (הפסד) נקי		207,730
רווח נקי בניכוי שיערוכים		92,660
חוב פיננסי	3,498,082	3,163,082
יתרות נזילות		514,705
חוב פיננסי נטו		2,648,377
הון עצמי וזכויות מיעוט	1,704,590	1,648,590
סך מאזן בניטרול פקדון	5,560,529	5,160,529
CAP	5,382,511	4,982,511
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	31%	31%
חוב ל-CAP	65%	63%
חוב נטו ל-CAP נטו	61%	59%

6

יחסי כיסוי:

אלפי ₪	30.9.2009	30.9.2008	31.12.2008	31.12.2007
FFO	95,799	104,705	131,057	106,954
חוב פיננסי ל-FFO	24.8	19	22.7	18.6
חוב פיננסי נטו ל-FFO	20.7	14	18.2	14.5
EBITDA בניכוי שיערוכים להוצאות מימון	1.0	1.1	1.4	1.8

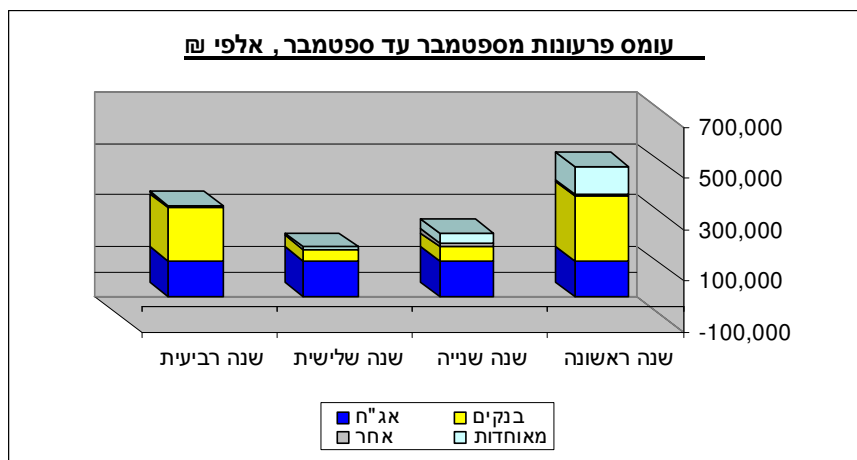
בעקבות ביצוע מספר עסקאות לרכישת נכסים להשקעה וכתוצאה מאי הנבה לתקופה מלאה של נכסים חדשים שנרכשו, חלה הרעה בחלק מיחסי כיסוי החוב של החברה. כך, בין היתר, יחס החוב הפיננסי נטו ל-FFO עומד על 20.7, המהווה חריגה מאמות המידה הפיננסיות שנקבעו באופק הדירוג של החברה. יחד עם זאת, בהתחשב בהנבה מלאה לתקופה של שנה מייצגת ובהתחשב בנכסים חדשים שנרכשו אל מול החוב הפיננסי הקיים, מדרוג מעריכה כי החריגה ביחס בין החוב הפיננסי נטו ל-FFO הינה זמנית ובמהלך החודשים הבאים יחול שיפור ביחסי הכיסוי, שיובילו את החברה ליחס כיסוי של כ-18. יש לציין, כי הנפקת האג"ח וטרם ניצול כספי התמורה לרכישת נכסים מניבים עלולה אף היא להוביל לירידה זמנית ביחסי הכיסוי. בהתאם לאופק הדירוג השלילי שנקבע, יצויין, כי הרעה פרמנטית ביחסי הכיסוי, בהתחשב בעסקאות שתבצע החברה ורמת החוב מעבר לטווח שנקבע, עלולה להוביל להורדת דירוג.

גמישות פיננסית ונזילות טובה

נכון ליום 30 בספטמבר 2009, לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ- 500 מיליון ₪ ומסגרות אשראי לא מנוצלות של כ- 200 מיליון ₪, זאת - בנוסף לתזרים מפעילות שוטפת שהחברה מייצרת, בהתאם לנתוני החברה ולהערכת מידרוג, בהיקף שנתי של כ- 150 מיליון ₪. מנגד, חובות החברה מאופיינים במח"מ ארוך ועומס פרעונות יציב בשנים הבאות. מצב זה יאפשר, להערכת מידרוג, בטווח הקצר והבינוני, לחברה לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות. גיוס סדרת אג"ח צפוי להגדיל את עומס הפרעונות של החברה בגין אג"ח, החל משנת 2014, מסך של כ- 137 מיליון ₪ לכ- 194 מיליון ₪. גידול זה לא משפיע לרעה על דירוג החברה, בהתחשב בנתוניה הפיננסיים.

לחברה גמישות פיננסית נוספת הנובעת מקיום נכסים פנויים משיעבוד בשווי של כ- 2 מיליארד ₪, הגבוה באופן ניכר מהחוב לבעלי אג"ח. גם הנכסים החדשים אותם תרכוש החברה בשנה הקרובה אינם צפויים להיות משועבדים.

עומס פרעונות לפי סוג התחייבות - ספטמבר 2009, אלפי ₪					
סה"כ	מאוחדות	אחר	בנקים	אג"ח	
506,770	109,347	4,320	256,100	137,003	שנה ראשונה
207,115	40,193	13,943	56,169	137,003	שנה שנייה
191,568	7,312	2,542	44,711	137,003	שנה שלישית
351,898	4,807	2,685	207,403	137,003	שנה רביעית
1,869,071	107,545	34,159	905,502	821,865	שנה חמישית ואילך
3,166,615	269,204	57,649	1,469,885	1,369,877	סה"כ



מתוך סך של כ- 256 מיליון ₪ שאמור להפרע לבנקים בשנה הקרובה, כ- 200 מיליון ₪ הינם בגין הלוואת און-קול מתגלגלת ומתוך סך של כ- 207 מיליון ₪, שאמור להפרע לבנקים בעוד 4 שנים, כ- 166 מיליון ₪ הינם בגין הלוואה שכנגדה קיים שיעבוד על קרקע ברמת גן.

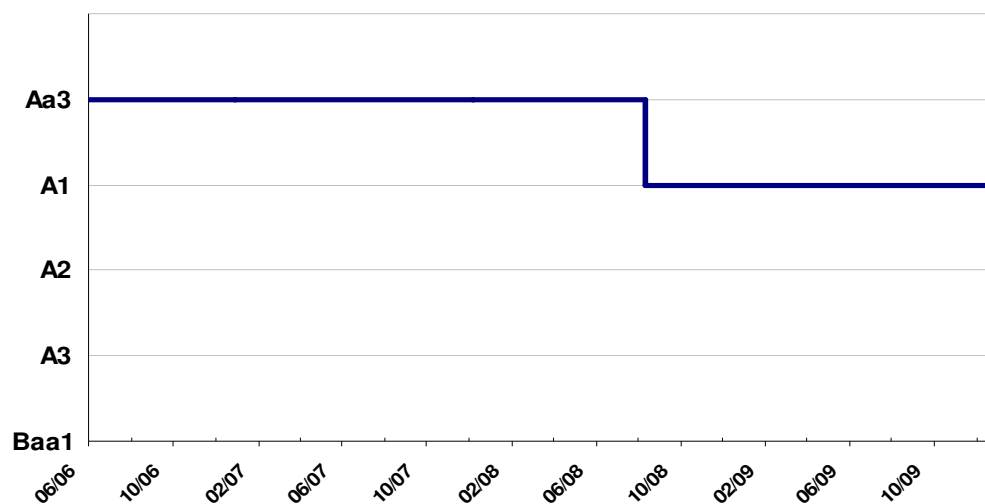
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית - היקף החוב הפיננסי והיקף הונה העצמי של החברה.
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי ובתזרים הפרמננטי של החברה.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- המשך חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה.
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה וירידה במחירי שכירות.
- המשך הגידול בהיקף החוב הפיננסי וירידה מהותית ביחס הון עצמי למאזן.
- חריגה ביחס הכיסוי כך שיחס החוב נטו ל- FFO יהיה מעל 20.
- ירידה בהיקף הנכסים החופשיים משעבוד וקווי אשראי לא מנוצלים תוך פגיעה בגמישות הפיננסית.

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

אמות השקעות בע"מ (להלן "החברה" או "אמות") עוסקת בהשכרה, ניהול ואחזקה, ייזום, פיתוח ומכירה של נכסים בארץ, במישרין ובאמצעות תאגידים שבשליטתה וכן ברכישה, בייזום ופיתוח לצרכי השכרה של מקרקעין הנמצאים כיום בבעלותה.

נכון ליום 30 בספטמבר 2009, כוללים נכסי אמות (במישרין ובעקיפין) 87 נכסים מניבים, בשטח כולל של 429 אלפי מ"ר ובנוסף 175 אלפי מ"ר חנייה מקורה. שיעור התפוסה בכלל נכסי החברה הינו כ-96.5%, בשווי הוגן כולל בהיקף של כ- 4.17 מיליארד ש. הנכסים הינם מגוונים וכוללים מבני משרדים, מרכזים מסחריים, מרכולים, תחנות אוטובוס מרכזיות, פארקים תעשייתיים ומבני תעשייה. חלק מן הנכסים הינם בבעלות מלאה, חלקם מוחזקים בשותפות עם אחרים וחלקם מוחזקים באמצעות חברה בת, אילות השקעות בנכסים בע"מ. עד לשנת 2007 החזיקה החברה בנכסים מניבים בקנדה בהיקפים כספיים מהותיים. יתרת הנכסים בחו"ל נמכר במהלך שנת 2007, כשהם מניבים רווחי הון לחברה.

אמות הינה חברה ציבורית אשר מנייתה נסחרת בבורסה בתל אביב. נכון למועד כתיבת הדוח מחזיקה אלוני חץ בכ- 61.8%, ומגדל חברה לביטוח בכ- 16.2%.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

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 הונית - 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

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

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

© 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 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. דירוגי 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 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.