



# בי קומיוניקיישנס בע"מ

מעקב | מרץ 2014

**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	A1	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג לאגרות החוב (סדרה ב) שהנפיקה בי קומיוניקיישנס בע"מ ("ביקום" או "החברה") מ-A2 ל-A1, תוך הוצאת הדירוג מבחינת דירוג (Credit Review) והצבת אופק דירוג יציב.

### הדירוג חל על סדרות האג"ח כדלקמן:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום * 31/12/2013	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח *
2016-2019	706	שקלי	6.50%	09/2010	1120872	ב'

\* ביום 17.03.2014 ביצעה החברה פירעון מוקדם מלא של אגרות חוב (סדרה א) שיתרן בספרים ליום 31.12.2013 הסתכמה בכ- 193 מיליון ₪.

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג:

העלאת הדירוג מבטאת את הפחתת סיכון האשראי של אגרות החוב המדורגות (סדרה ב), נוכח צמצום הנדחות בשירות חוב זה ביחס לתזרים השיורי מבזק. צמצום הנדחות נובע משינוי מבנה החוב בחברה, שהושלם בשבועות האחרונים, עם גיוס אג"ח בינלאומי, לפירעון בתשלום אחד (בולט) בשנת 2021, לאחר מועד הפדיון הסופי של האג"ח המדורג, ששימש בעיקר לפירעון חוב בכיר לבנקים ואחרים והקטנת עומס הפירעונות השנתי הצפוי עד לפירעון סופי של האג"ח המדורג. בנוסף, העלאת הדירוג נתמכת בשיפור צפוי בנראות התזרים לשירות האג"ח המדורג, נוכח הסרת קובננטים לטובת החובות הבכירים שנפרעו ואשר הגבילו את העלאת הדיבידנדים לרמת ביקום סולו (רמת האג"ח). כל אלו יתבטאו, להערכתנו, ביחסי שירות חוב בולטים לטובה לאורך חיי האג"ח בתרחיש הבסיס של מידרוג ואשר ימצאו בטווח הדירוג הנוכחי גם בתרחישים מחמירים יותר לגבי הסביבה העסקית וביצועי נכס הבסיס.

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. בהתאם לתרחיש הבסיס שלנו לגבי היקפי הדיבידנדים הצפויים מבזק, יחסי שירות החוב בביקום צפויים לנוע בזמן הקצר והבינוני בטווח שבין 3.0 ל-3.7, נתון בולט לטובה לדירוג. זאת ועוד, לחברה כרית ביטחון בדמות רמת נזילות טובה ובנוסף נדרשת לצבור כרית מזומנים בחשבון Lockbox, לאחר שירות החוב השנתי, לפי תנאי האג"ח הבינלאומי, שמהווה כרית ביטחון נוספת לאג"ח המדורג. להערכתנו, הקטנת עומס הפירעונות השנתי בביקום מפחיתה משמעותית את סיכון המימון מחדש בקשר עם אג"ח סדרה ב' ואת התלות בשוויה של בזק לאורך חיי סדרה זו.

צמצום התלות במימון מחדש של החוב בטווח הזמן הנראה לעין ממתן במידה מסוימת את הסיכון הגלום ברמת המינוף הגבוהה של ביקום ביחס לדירוג, המתבטאת ביחס חוב פיננסי ברוטו לשווי נכסים של כ-64%, על בסיס מחיר הספוט של בזק וכן ביחסי כיסוי מורחבים (שינועו בטווח שבין 3.7-4.0, להערכתנו), שאינם בולטים לטובה ואינם צפויים להשתפר להערכתנו בטווח הקצר והבינוני. רמת מינוף זו מהווה משקולת על דירוג החברה.

לחברה אין אמות מידה פיננסיות התלויות במישרין בשווי השוק של בזק - גורם המחזק את הנזילות והגמישות הפיננסית (הגמישות הפיננסית ונגישותה לשוק ההון שופרה גם הודות לירידה בפרמיית הסיכון של החברה בשנה



האחרונה). אופק הדירוג היציב משקף את רמת הנזילות הטובה של החברה ואת הערכתנו ליציבות יחסי שירות החוב בטווח הזמן הקצר והבינוני.

בקביעת הדירוג נלקחה בחשבון תלותה של החברה האם - אינטרנט גולד קווי זהב (Baa1 באופק יציב) בדיבידנדים מביקום. נזילותה של אינטרנט זהב שופרה בשנה החולפת נוכח מחזור חובות שביצעה ועיבוי הנזילות. נציין כי לא חל שינוי בתרחיש הבסיס שלנו להיקפי הדיבידנדים שהחברה תחלק לאינטרנט זהב, גם נוכח מגבלת רווחים ראויים לחלוקה.

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

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	
6,363	5,336	5,058	4,514	<b>סך הנכסים במאזן</b>
5,559	4,384	4,055	3,846	<b>שווי מאזני השקעות בחברות כולות</b>
18	17	291	129	<b>מזומנים ושווי מזומנים</b>
782	337	403	534	<b>השקעות ז"ק</b>
1,212	936	960	972	<b>הון עצמי</b>
174	(37)	2	15	<b>מזה: עודפים**</b>
5,026	4,268	3,930	3,374	<b>חוב פיננסי</b>
1,135	984	953	876	<b>דיבידנד מחברות מוחזקות</b>
--	--	--	--	<b>הכנסות</b>
(37)	(7)	(7)	(6)	<b>רווח (הפסד) תפעולי</b>
(266)	(367)	(239)	(236)	<b>(הוצאות) הכנסות מימון, נטו</b>
202	155	333	358	<b>חלקה של החברה ברווחי מוחזקות*</b>
(140)	(219)	46	116	<b>רווח נקי המיוחס לבעלי מניות החברה</b>

\* לאחר הפחתת עודפי עלות מרכישת בזק.

\*\*במהלך שנת 2013 חילקה החברה דיבידנד בהיקף של 102 מיליון ₪.

**מתודולוגיה לדירוג**

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על מתודולוגיה לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת החזקות, השולטת בחברה תפעולית. נקודת המוצא לדירוג האג"ח בביקום הינה דירוג החוב בחברת המטרה - בזק (Aa2 באופק 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. בנוסף, נבחנת יכולת שירות החוב בביקום, הנשענת על מניות בזק והדיבידנדים הצפויים להתקבל בגינם, תוך התחשבות ביחסי שירות החוב, יחסי הכיסוי התזרימיים, רמת המינוף, הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה.

### אחזקת שליטה בבזק בעלת פרופיל עסקי ופיננסי חזקים

ביקום מחזיקה במניות השליטה בבזק (כ- 31%), בשווי SPOT של 4.8 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 מגזרי התקשורת, עם נתחי שוק מהותיים בכל תחומי הפעילות. פיזור הקווים העסקיים של בזק מקטין את הסיכון העסקי ומפצה על שינויים בהעדפות צרכנים ובתנאי השוק על פני זמן, לסגמנטים השונים של ענף התקשורת. לבזק בעלות על תשתית תקשורת נייחת, 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. להערכתנו, התחרות הגוברת בענף התקשורת, בשילוב עם רפורמות רגולטוריות 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 ובהיקפי ההכנסות, תוך שיפור והתייצבות הרווחיות בטווח הזמן הבינוני. 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 וללא שינוי מהערכתנו הקודמת. נראות התזרים של בזק פחתה ובטווח הקצר והבינוני צפויה 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.

### צמצום הנחיתות המבנית לחוב המדורג, נוכח מימון מחדש שהוביל לפירעון מוקדם של חוב בכיר. לא חל שינוי בתלות 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. החברה השלימה במהלך חודש פברואר 2014 גיוס אג"ח מובטח (במניות השליטה בבזק - 30%) בשווקים הבינלאומיים, בהיקף של 800 מיליון דולר, לפירעון בשנת 2021, בשיעור ריבית אפקטיבית שקלית של 8.3% (כולל עלות הגידור המטבעי) ולאחר פירעון מלא של האג"ח המקומי, המדורג. הגיוס מגודר במלואו עד לשנת 2018. מטרת הגיוס הייתה החלפת החוב הבכיר לבנקים ולאחרים (SPC1 ו- SPC2) וביצוע פירעון מוקדם לסדרה א' (כולן בוצעו). שינוי מבנה החוב משפר את איכות האשראי של החוב המדורג- נוכח צמצום נדחות האג"ח המדורג בתזרים השיורי מבזק, זאת אל מול, מבנה המימון הקודם, שיצר סדר קדימויות בתזרים לטובת החוב הבנקאי והמוסדי, לעומת בעלי האג"ח ונשא מגבלות על העלאת דיבידנדים מהחברות הייעודיות לביקום, כאשר האג"ח היה החוב הנחות בחברה.

**שיפור משמעותי בנראות התזרים לחוב המדורג. יחסי שירות החוב הצפויים בולטים לטובה**

שירות החוב של ביקום מתבסס באופן שוטף על חלקה בדיבידנד מבזק. בדומה להערכתנו במועד המעקב הקודם, אנו סבורים כי רמת הנראות בתזרים מבזק פחתה, נוכח השפעות אקסוגניות ואי הוודאות שצוינו לעיל, אולם אנו מעריכים כי בזק תוסיף לייצר רווחים ותזרימים חזקים ולחלק דיבידנד משמעותי בטווח הזמן הקצר והבינוני. תרחיש הבסיס שלנו לוקח בחשבון המושך חלוקת דיבידנד של 100% מבזק, בהתאם למדיניותה המוצהרת, אותה היא מיישמת מזה מספר שנים.

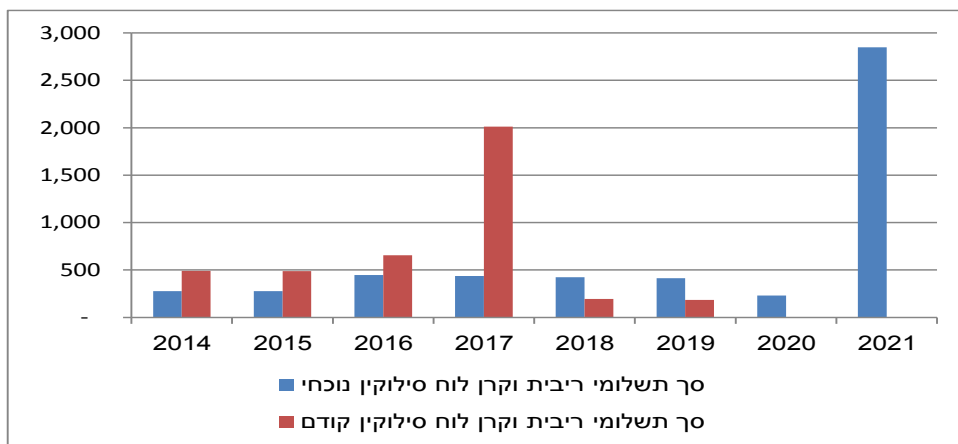
גיוס האג"ח הבינלאומי ושינוי מבנה לוח הסילוקין תרם לשיפור משמעותי ביכולת שירות החוב של האג"ח המדורג, הן בהיבט של הקלת עומס הפירעונות השנתיים לאורך כל חיי האג"ח והן בהיבט של דחיית מחזור החלק הארי בחוב עד לאחר פירעון מלא של האג"ח המדורג ובניגוד למצב הקודם, בו נדרשה החברה למחזר חלק משמעותי מהחוב כבר בטווח הזמן הבינוני. מהלך זה, בתרחיש הבסיס שלנו, מקטין משמעותית את הצורך במחזור חוב ואת התלות בשויה של בזק. נציין כי גם בתרחישים מחמירים יותר שערכה מידרוג לגבי היקף הדיבידנדים מבזק, לא צפויה החברה להידרש למחזור חוב לצורך שירות החוב המדורג.

בנוסף, חל שיפור בנראות התזרים לרמת החוב המדורג (ביקום סולו) בשל ביטול הקובננטים (יחס כיסוי חוב ל-EBIDTA מורחב) להעלאת דיבידנדים בין הרמות השונות בחברה ובפרט מרמת החוב הבנקאי (SPC2) לרמת האג"ח-ביקום סולו.

שירות החוב השנתי של החוב המדורג מעוגן במסגרת מנג'נט Lockbox, שנקבע בתנאי שטר הנאמנות של האג"ח הבינלאומי וקובע כדלקמן: 1. שמירת כרית נזילות במסגרת חשבון ייעודי בגובה שירות החוב של ביקום (אג"ח מדורג-ריבית וקרן ואג"ח בינלאומי-ריבית) חצי שנה קדימה וזאת- בכל מועד קבלת דיבידנד (חצי שנתי) מבזק. 2. כמחצית מהתזרים החופשי, לאחר שירות החוב תיצבר בחשבון הייעודי ותוגבל לשימושים של שירות החוב לפי לוח הסילוקין / רכישה עצמית של אג"ח או רכישה של מניות בזק, שישועבדו לטובת החוב הבינלאומי. 3. התזרים הנותר יהיה חופשי לשימושה של ביקום.

תחזית הדיבידנדים של מידרוג לבזק, יתרות הנזילות בכל אחת מהרמות בחברה ופריסת לוח הסילוקין החדש תומכים ביחסי שירות החוב של ביקום, אשר הינם בולטים לטובה יחסית לדירוג. כך, אנו מעריכים כי יחס שירות החוב (DSCR), כולל יתרות המזומנים בכל הרמות, ינוע בטווח הזמן הקצר והבינוני בטווח שבין 3.0 ל- 3.7 וישמר ברמה גבוהה לאורך כל חיי האג"ח המדורג, כתוצאה מהקלת עומס הפירעונות השנתי, כאמור.

**ביקום (סולו): סך שירות החוב (ריבית וקרן) - נוכחי (לאחר גיוס האג"ח הבינלאומי ופרעון מוקדם של אג"ח א) וקודם**





### **גמישות פיננסית אינה בולטת לטובה, נוכח מינוף פיננסי גבוה יחסית לדירוג ושעבוד על מרבית הנכסים**

רמת המינוף (חוב מתואם ברוטו לשווי החזקות ונכסים נזילים) בביקום גבוהה יחסית לדירוג ולהערכתנו אינה צפויה להשתפר מהותית בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח פירעון קרן נמוך יחסית בשנים הקרובות, כאשר עיקר החוב צפוי להיפרע לאחר פירעון מלא של החוב המדורג. המינוף נבחן תחת מספר תרחישים וסימולציות (מונטה קרלו) 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. למרות זאת נציין, כי החברה הקטינה משמעותית את החשיפה לשווייה של בזק לאורך חיי החוב המדורג והערכתנו בתרחיש הבסיס היא כי ביקום לא תצטרך להישען עליו לצורך מחזור חוב עד לפירעון מלא וסופי של האג"ח המדורג בשנת 2019. יחסי כיסוי החוב המורחבים סבירים יחסית לרמת הדירוג ומושפעים מהיקפי התזרימים החזקים, מיתרות נזילות מהותיות, אולם גם מרמת החוב הגבוהה בכל הרמות. לפי תרחיש הבסיס שלנו לגבי יכולת ייצור התזרימים בבזק<sup>1</sup> בטווח הזמן הבינוני, יחס הכיסוי המורחב חוב נטו ל-EBITDA, יעמוד בטווח שבין 4.0 ל-3.7 בטווח זמן זה.

מרבית מניות החברה בבזק וחשבון ה-Lockbox משועבדים לטובת האג"ח הבינלאומי ביחס מינוף, המוערך על ידינו, בכ-59% (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 מוחזק על ידי ביקום סולו ותומך אף הוא בגמישות הפיננסית של החברה. בנוסף, לחברה אין מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתומות. כאמור, לחברה אין אמות מידה פיננסיות.

### **נזילות טובה**

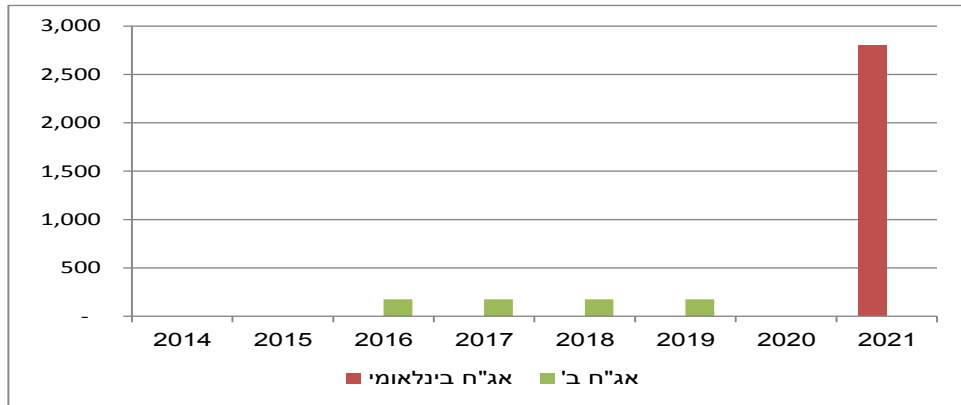
לחברה נזילות טובה, הנסמכת על נכסים נזילים צפויים בהיקף של כ-540 מ' ₪ (מתוך כך, כרית נזילות של כ-200 מ' ₪ בחשבון ה-Lockbox), כ-15% מהיקף החוב, להערכתנו, פרפורמה להחלפת החובות, פירעון מוקדם של סדרה א' ועלויות נלוות לגיוס הבינלאומי. להערכת מידרוג, היקף הנכסים הנזילים יאפשר לחברה לשרת את חובה עד לסוף שנת 2015 גם ללא דיבידנד מבזק. תיק ני"ע של החברה מונהל בצורה שמרנית יחסית ע"י ועדת השקעות, אשר מבוקרת אחת לרבעון ע"י ועדת הביקורת של החברה. התיק מפוזר וסולידי ומידרוג מצפה שהחברה תמשיך לנהל את התיק בצורה שמרנית יחסית. בנוסף, כרית הנזילות הנוכחית בחשבון ה-Lockbox והצבירה שלה קדימה תומכות ביכולת שירות החוב, כאמור.

### **שיפור בנזילות של החברה האם - אינטרנט זהב, אולם צורכי המזומנים שלה לאורך זמן נותרו משמעותיים**

יש לציין כי לחברה האם אינטרנט זהב (Baa1 באופק יציב) תלות בדיבידנד מביקום לצורך שירות חובותיה, אשר עלולה לפגום ברמת הנזילות של החברה בטווח הזמן הבינוני, חרף פריסה נוחה יחסית של לוח הסילוקין בחברה האם. לביקום רווחים ראויים לחלוקה של כ-15 מיליון ₪, נכון ליום ה-31.12.2013 ובתרחיש הבסיס שלנו, תחלק דיבידנד בהיקף שישמר בחברה יתרות נזילות מהותיות בטווח הזמן הבינוני. לאינטרנט זהב יתרות נזילות בסך של כ-450 מ' ₪, נכון למרץ 2014, המאפשר לה לשרת את התחייבויותיה ללא דיבידנדים בטווח הזמן הקצר. להערכתנו, החברה האם סובלת מגמישות פיננסית חלשה משמעותית מזו של ביקום, בין השאר, נוכח נחיתות מבנית, נכס בסיס תנודתי יותר ורמת מינוף גבוהה יותר, היוצרת תלות בדיבידנד עתידי מביקום לצורך שירות חובותיה.

<sup>1</sup> ראה דוח מעקב של בזק מיולי 2013 באתר מידרוג.

ביקום (סולו): לוח סילוקין לפירעון החוב הפיננסי (קרן בלבד)



### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

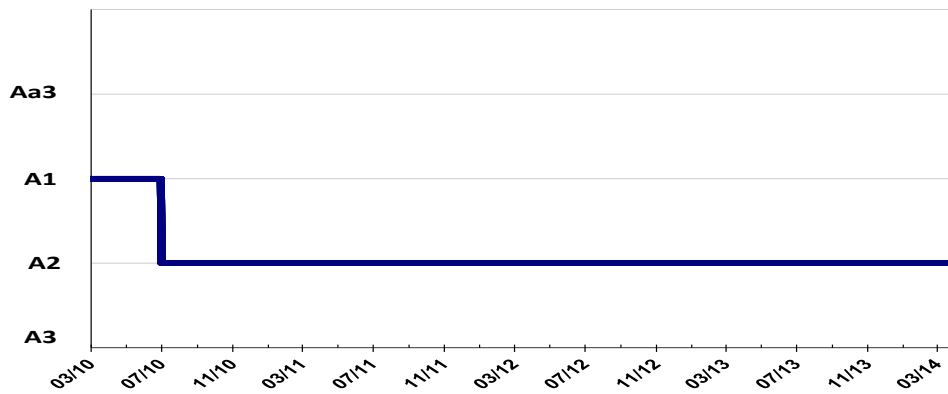
- ירידה משמעותית ביחס המינוף, תוך שיפור ביחסי הכיסוי המורחבים

#### גורמים שעלולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- פגיעה ביחסי הכיסוי המורחבים וביחסי שירות החוב של החברה כתוצאה בין השאר מהחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של בזק, שתפגע בתזרימי הדיבידנדים ממנה
- ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה, לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה

### אודות החברה

בי קומיוניקיישנס הינה חברת אחזקות ציבורית, שמניויתיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובנאסד"ק. הנכס העיקרי שלה הינו אחזקה בשיעור של כ-30.90% 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.



דוחות קשורים

- [אינטרנט זהב- פעולת דירוג \(פברואר 2014\)](#)
- [ביקום- דוח בחינת דירוג \(ינואר 2014\)](#)
- [ביקום- דוח מעקב ופעולת דירוג \(אוגוסט 2013\)](#)
- [בזק- דוח מעקב \(יולי 2013\)](#)



**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**

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 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 שאלה 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") 2014.

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.