

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

פעולת דירוג - ינואר 2010

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	סדרה ב' - Baa1 סדרות ג', ד' - Baa2 סדרה חדשה - Baa2	אופק דירוג: חיובי
--------------------	---	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש את דירוג סדרות אג"ח ב', ג' ו-ד' של חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "בוני התיכון", "החברה") ומשנה את אופק הדירוג משלילי לאופק חיובי, לכלל הסדרות. כמו-כן, מאשרת מידרוג דירוג Baa2 באופק חיובי, לסדרה חדשה שתנפיק החברה עד לסך של 50 מיליון ₪. לוח הסילוקין של הסדרה החדשה יתאם למח"מ של כ- 4.5 שנים. תמורת ההנפקה תשמש לפעילותה השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 17.01.2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומץצא 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 סדרות אג"ח המונפקות ליום 30.09.2009 (אלפי ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ב.	שיעור ריבית שנתי	הצמדה	יתרת אג"ח כולל הצמדה*	שנות פירעון האג"ח
ב'	לא סחיר	מאי-05	467	4.85%	מדד	535	2009-2011
ג'	5310040	נובמבר-05	69,551	6.5%	מדד	77,126	2010-2012
ד'	5310065	אוגוסט-06	99,922	6.5%	מדד	109,323	2011-2014

*מתוך סכום זה החברה מחזיקה באמצעות חברות בנות כ- 61.1 מיליון ₪ אג"ח ע.ב. (30% מסדרה ג' ו- 40% מסדרה ד')

דירוג הסדרות נסמך, בין היתר, על פעילות וותיקה בתחום הייזום למגורים בישראל עם פיזור פרויקטים באזורים בעלי ביקוש. התעוררות הביקושים לדירות מגורים בישראל בשנה החולפת סייעה לחברה להאיץ את תוכניות העבודה, תוך הצגת שיעורי מכירה גבוהים במרבית מהפרויקטים בביצוע ועלייה במחירי המכירה ושיפור שולי הרווח, לחברה תזרים מזומנים חיובי מפעילות, להערכת מידרוג, גם לאחר תשלום מלוא סדרות האג"ח המונפקות; רמת איתנות הפיננסית של החברה על פי נתוני 30.09.2009 ופרופורמה ליום 31.12.2009, תואמים את רמת דירוגה.

קביעת אופק הדירוג החיובי נסמכת, על השיפור במדדי האיתנות הפיננסית, שחלקם טרם באו לידי ביטוי חשבונאי בנתוני המאזן, נוכח שיטת ההכרה בפעילות ייזום בניה למגורים, וכן לאור תחזיות החברה לשיפור משמעותי עתידי של יחסי האיתנות עוד במהלך שנת 2010, המסתמכות על המשך קצב המכירות הקיים וסיום ומסירת הפרויקטים במועד, תוך קיטון נוסף בהיקף החוב.

התפתחויות עיקריות¹

השלמת הפרויקטים ומסירת הדירות

במהלך תשעת החודשים של שנת 2009 השלימה החברה מספר פרויקטים הכוללים, בין היתר, את אור יהודה שלב 3 בנין 4, וכן הושלם שלב 3 של פרויקט ראשון לציון הקטנה הנמצא בתהליכי מסירה.

לחברה 7 פרויקטים בתהליכי ביצוע שונים, אשר מרביתם אמורים להסתיים במהלך שנת 2010. שיעור המכירות בפרויקטים של החברה הולם את שיעור ההשקעה, למעט שני פרויקטים - בת ים שלב 3 וטופ טאוור בפ"ת. שיעור המכירות בבת ים מושפע מהקדמת שלב ג' של הפרויקט ובפתח תקווה קצב המכירות מושפע מתחרות גבוהה באזור זה עם פרויקטים, בהם רמת מחירי המכירה נמוכה יחסית למחירי הפרויקט.

סטטוס פרויקטים בביצוע - נכון לתאריך 30.09.2009 (אלפי ₪)

שם הפרויקט	מיקום	מס' יחידות	מחיר מכירה ממוצע (אלפי ₪)	מס' יחידות שנמכרו	שיעור מכירות	שיעור השקעה	דירות שנמכרו ברבעון Q4 2009	שווי מלאי במכירה	מועד איכוס	רווח חזוי 30.09.09	שיעור רווח חזוי 30.09.09	רווח שבדקף ברווח והפסד ליום 30.09.09	מכירות שבוצעו בפועל עד 30.09.2009	יתרת תזרים רווח חזוי נותר
אור יהודה שלב 3 בנין 4	אור יהודה	58	963	58	100%	100%	-	5,212	Q4-2009	9,321	16%	9,159	150	162
ראשון לציון הקטנה שלב 3	ראש"צ	72	948	69	96%	100%	-	5,512	Q4-2009	12,941	18%	6,499	2,800	6,442
בת ים שלב 2	בת ים	92	1,144	88	96%	90%	-	59,816	Q4-2009	39,042	36%	39,042	835	39,042
בת ים שלב 3	בת ים	92	1,678	29	32%	66%	6	13,606	2010	39,483	36%	39,483	4,832	39,483
מודיעין	מודיעין	168	967	156	93%	76%	5	49,109	2010	20,486	12%	20,486	2,768	20,486
עיר ימים	נתניה	114	1,511	84	74%	67%	5	68,800	2010	34,299	19%	34,299	11,002	34,299
טופ טאוור	פתח תקווה	95	1,249	37	39%	67%	5		2010	19,339	17%	(7,092)		19,339
סה"כ		691		521			21	202,055		174,911		15,658	15,295	159,253

-שווי המלאי במכירה בפרויקט בת ים שלב 3 הינו לאחר הפחתת שווי מלאי לצורכי תשלום הלוואה בנקאית שנועדה לרכישת אג"ח של החברה.
-הטבלה הינה עיבוד של חומרים שניתנו על ידי החברה התואמים את הערכותיה.

תזרים הפרויקטים ממכירות שבוצעו עד ליום 30.09.2009, אף ללא מכירת דירות נוספות, מכסה את עלויות החברה להשלמת הפרויקטים ואף מותיר תזרים חופשי של כ- 15 מיליון ₪. שחרור הפיקדונות הקיימים עם סיום הפרויקטים יניב עוד כ- 10 מיליון ₪. התזרים אשר נובע ממכירות לאחר 30.09.2009 יש בו כדי לכסות ביתר, אף את הלוואות הליווי הקיימות בגין הפרויקטים, כך שכל התזרים, הנובע ממכירת כל מלאי הדירות בפרויקטים אלו, צפוי לשרת את מלוא האג"ח הקיימות של החברה והלוואות אחרות ולהותיר תזרים עודף משמעותי. יתרת תזרים זו אינה מתחשבת בפרויקטים עתידיים וכן בתרחיש בו ייעשה פידיון מוקדם של אג"ח, בשל התקדמות הפרויקטים מגבי האג"ח, אשר ישפר את היקף התזרים החופשי.

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מדוח המעקב השנתי שפורסם באפריל 2009.

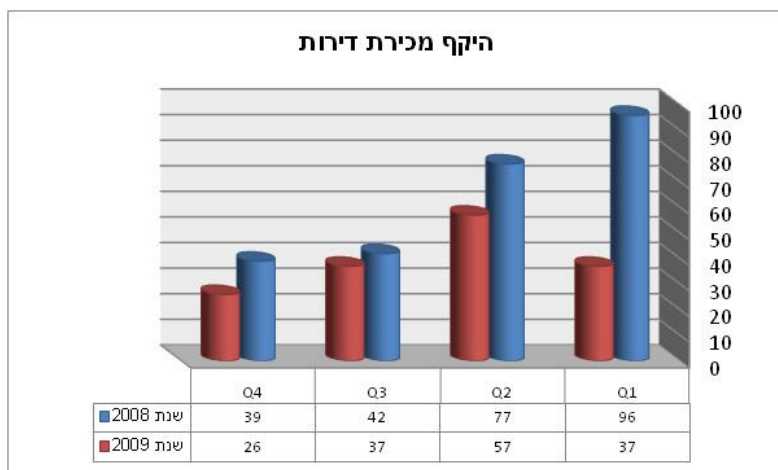
שיעור יחס הכיסוי (יחס העודף החזוי) של אג"ח

להלן פירוט סדרות האג"ח המונפקות של החברה - בחלוקה לבטוחות אשר ניתנו לחלק מהסדרות. לכל פרויקט מפורטים ומעודכנים יתרות המלאי, התקבולים הצפויים מדירות מכורות והערכת עלויות, על פי אומדני המפקחים מטעם הבנקים, של כל פרויקט.

סדרת אג"ח	מועד הקצאה	יתרת אג"ח במחזור, לרבות הצמדה, ליום 30.09.09 באלפי ₪*	הבטוחות שניתנו למחזיקי אגרות החוב	מועד סיום צפי לפרויקט	מלאי דירות	תקבולים צפויים מדירות מכורות באלפי ₪	יתרת עלויות כולל ריבית אשראי בנקאי	אשראי בנקאי נטו באלפי ₪	עודף חזוי, נטו, אלפי ₪	מועד תחילת פירעון קרן	מועד סיום פירעון קרן	יחס העודף החזוי
סדרה ב'	18.5.2005	535	שעבוד שני בדרגה בשני פרויקטים: א. שאי פארק - בת-ים ב. נווה רבין - אור יהודה	2008-2010 הסתיים	76,767	29,180	27,494	13,694	64,759	10.5.2009	10.11.2009	121
סדרה ג'	6.12.2005	77,126	שעבוד קבוע ושני בדרגה של הזכות החוזית בפרויקט הוד השרון שעבוד קבוע ושני בדרגה של הזכות החוזית בפרויקט "Top Tower" בפ"ת לרבות המחאת זכות לקבלת עודפים	2012 2010	135,000 74,939	93,000 13,930	24,544	12,000 25,822	30,000 38,503	1.5.2010	1.5.2012	0.89
סדרה ד'	28.8.2006	109,323	המחאה של זכויות החברה לקבלת סכומי עודפים פרויקט מודיעין 4 פרויקט "עיר ימים" נתניה	2010 2010	13,143 52,364	30,359 42,943	23,235 30,692	-12,620 13,081	32,887 51,534	1.2.2011	1.8.2014	0.77
סה"כ		186,984			352,213	116,412	198,965	51,977	217,683			

-שווי המלאי המפורט בטבלה לעיל הינו בהתאם להערכות המפקחים מטעם הבנקים והינו גבוה במעט משווי המלאי שפורט על ידי החברה בטבלת סטאטוס פרויקטים.

היקף מכירת הדירות בשנת 2008 גדול משמעותית מהיקף המכירות בשנת 2009 זאת בשל הקיטון במלאי



הדירות בפרויקטים שעמד למכירה. להלן תרשים קצב שיעור המכירות.

כחלק מפעילותה העסקית ולאור הקיטון במלאי הדירות המוצע בפרויקטים השונים החלה מאיצה קידום פרויקטים חדשים, כמפורט להלן:

להלן טבלת פרויקטים עתידיים לביצוע (באלפי ₪)

פרויקט	מס' יחיד	תאריך תחילת שיווק	תאריך סיום משוער	מס' יחיד שנמכרו נכון 31.12.2009	הכנסות חזויות	עלויות צפויות	מחיר מכירה ממוצע לדירה	סך רווח גולמי	שיעור רווח גולמי
כפר סבא	86	אוגוסט-09	דצמבר-11	12	123,000	100,000	1,430	23,000	18.7%
ירושלים	340	ינואר-10	דצמבר-14	3 הרשמות	525,000	445,000	1,544	80,000	15.2%
הוד השרון	80	ינואר-10	דצמבר-12	2 הרשמות	135,000	105,000	1,688	30,000	22.2%
נתניה אגמים	99	פברואר-10	דצמבר-12		115,000	93,000	1,161	22,000	19%
סה"כ	605			12	898,000	743,000		155,000	

הפרויקטים העתידיים של החברה נמצאים באזורי ביקוש ובעלי שיעורי רווחיות גולמית צפויה, בינונית עד גבוהה. לחברה פרויקט מרכזי בירושלים, אשר מיקומו והיקפו מעלים את רמת התלות הקיימת ובהתאם רמת הסיכון בגין חשיפת החברה לפרויקט.

התפתחות התוצאות הכספיות

הכנסות החברה נרשמות בהתאם לכללי ה- IFRS ומשקפות את הפרויקטים אותם סיימה החברה ומסרה בהם דירות. ברבעון הרביעי לשנת 2009 מסרה החברה את פרויקט בת ים שלב 2 וכן כ- 25 יחיד בפרויקט ראשון אשר בגינם צפויה החברה לרשום הכנסות משמעותיות לרבעון הרביעי.

היקף הרווח הגולמי לשלושת הרבעונים הראשונים לשנת 2009 הינו נמוך משמעותית, לעומת כל שנת 2008 וזאת, כפי שצויין, לאור כללי ההכרה בהכנסה של ה- IFRS.

החברה, זו שנה שניה ברציפות, מציגה הכנסות מימון. הכנסות המימון לשלושת הרבעונים לשנת 2009 נובעות מרווח בהיקף של כ- 10 מיליון ₪ בגין רכישת אג"ח ורווחים נוספים מתיק ני"ע ועסקאות הגנה על המדד. מנגד, הוצאות המימון קטנו בשל ירידת ריבית הפריים וקיטון היקף החוב הפיננסי.

בוני התיכון - יחסים פיננסיים נבחרים לתאריך 30.09.2009 (אלפי ₪):

GAAP 31.12.2004	GAAP 31.12.2005	GAAP 31.12.2006	IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	IFRS 30.9.2008	IFRS 30.09.2009	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
177,764	209,138	133,054	67,203	290,619	264,659	113,213	הכנסות
32,332	33,090	27,304	11,651	81,221	73,502	21,880	רווח גולמי
22,128	24,253	16,572	-8,360	59,901	56,479	9,942	רווח תפעולי
10,885	16,786	13,207	11,220	-7,069	4,211	-12,192	הוצאות (הכנסות) מימון
12,100	7,887	8,090	-18,597	66,575	54,017	22,246	רווח לאחר מימון
7,591	5,111	5,431	-14,492	51,383	40,494	16,683	רווח נקי
196,494	227,853	351,067	456,859	542,456	586,605	499,852	חוב פיננסי*
39,576	32,132	44,937	67,348	37,385	64,541	45,265	יתרות נזילות
156,918	195,721	306,130	389,511	505,071	522,064	454,587	חוב פיננסי נטו
33,538	39,301	42,650	11,995	59,708	48,743	64,924	הון עצמי וזכויות מעוט
286,564	369,052	446,596	804,509	963,380	967,459	1,031,078	סך מאזן
230,098	267,262	393,890	455,742	595,185	626,242	559,806	CAP
12%	11%	10%	1%	6%	5%	6%	הון עצמי לסך מאזן חשבונאי
12%	11%	10%	2%	9%	7%	10%	הון עצמי לסך מאזן חשבונאי בנטרול מקדמות
85%	85%	89%	100%	91%	94%	89%	חוב ל-CAP
82%	83%	88%	100%	91%	93%	88%	חוב נטו ל-CAP נטו
14,118	14,460	11,654	-6,195	61,759	41,610	12,587	FFO
13.9	15.8	30.1	שילילי	8.8	10.6	29.8	חוב פיננסי ל-FFO
7.9	7.9	18.2	שילילי	8.6	7.5	30.5	חוב פיננסי ל-EBITDA
18%	16%	21%	17%	28%	28%	19%	אחוז רווח גולמי מהכנסות
12%	12%	12%	-12%	21%	21%	9%	אחוז רווח תפעולי מהכנסות
4%	2%	4%	-22%	18%	15%	15%	אחוז רווח נקי מהכנסות

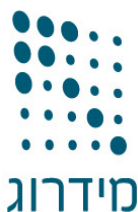
*החוב הפיננסי אינו כולל אג"ח של החברה אשר מוחזקות על ידי חברות בנות.

שיפור באיתנות הפיננסית

ההכרה ברווח מהשלמת ומסירת פרויקטים תרמה לגידול בהון העצמי, זאת חרף, חלוקת דיבידנד בהיקף של כ- 12 מיליון ₪ בתקופה בנסקרת.

הגידול בהון העצמי, במקביל לקיטון בחוב הפיננסי חיזקו את יחסי האיתנות, כך שיחס הון עצמי לסך מאזן (בניטרול מקדמות) עומד ליום 30.09.2009 על 10% לעומת 7% לתקופה המקבילה.

בהתאם לתחזית ביצוע ומסירת דירות עד תום שנת 2009, צפוי גידול נוסף בהון העצמי וחיזוק ביחסי האיתנות. לפי האומדן, יחס ההון העצמי לסך המאזן, בניטרול מקדמות, יעמוד על 14% (נתוני פרופורמה) ולאחר הנפקת אג"ח, בהיקף של 50 מיליון ₪, ישחק לשיעור של 13% (בהנחה שיתר הפרמטרים קבועים).



בהתאם להערכות החברה לגבי קצב המכירות הקיים ומועדי סיום הפרויקטים בביצוע ומסירתם, צופה החברה כי יחס ההון העצמי וסך המאזן, בניטרול מקדמות, יעמוד על שיעור של כ- 26% בתום הרבעון השלישי לשנת 2010 (בהנחה ששאר הפרמטרים קבועים).

פרופורמה גיוס חוב

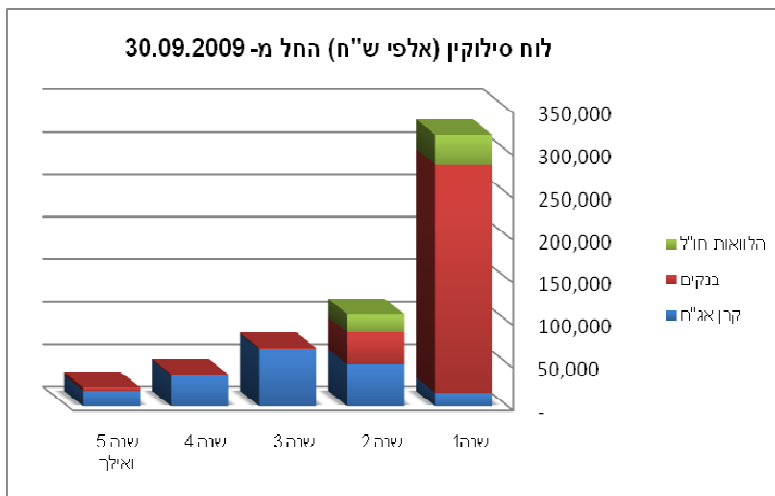
פרופורמה תוספת חוב	פרופורמה 31.12.09	30.9.09	
382,595	382,595	386,595	אשראי מתאגידים בנקאיים
163,257	113,257	113,257	אגרות חוב
545,852	495,852	499,852	
299,671	299,671	396,677	מקדמות מלקוחות
76,089	76,089	69,625	ספקים, זכאים ואחרים
375,760	375,760	466,302	
93,316	93,316	64,924	הון עצמי
1,014,927	964,927	1,031,078	סה"כ מאזן
13.0%	14%	10%	שיעור הון עצמי בנטרול מקדמות

נזילות וגמישות פיננסית סבירים; לחברה יתרת נזילות מספקת לשנה הקרובה

מתוך יתרת הנזילות של החברה ליום 30.09.2009 סך של כ- 23 מיליון ₪ אינם משועבדים. נכון לתום שנת 2009 גדלו יתרות הנזילות החופשיות לכ- 24 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מסגרת אשראי מאושרת (חתומה על ידי הבנק) בלתי מנוצלת בסך של כ- 11 מיליון ₪ וכן מלאי דירות למכירה שאינו משועבד בשווי של כ- 8 מיליון ₪. היקף הקרקעות שאינן משועבדות אינו משמעותית (כ- 10 מיליון). היקף נזילות זה מספק, להערכת מידרוג, את צרכי הנזילות לשנה הקרובה, בהתחשב בלוח הסילוקין לחוב של החברה וזאת - ללא התרומה התזרימית שצפויה לנבוע מהפרויקטים בביצוע.

לוח הסילוקין של החברה מורכב, מלבד האג"ח, מהלוואות לז"ק ממוסדות בנקאיים אשר הינם במסגרת פרויקטים בליווי ומהלוואות על קרקעות שנרכשו לצורך תחילת ביצוע אשר כולן משולמות מתוך פעילות הפרויקטים. הלוואות חו"ל הינן הלוואות אשר מועד פירעונן מוארך מעת לעת, כך - לאחר תאריך המאזן, הוארך מועד פרעונה של הלוואה בגין קרקע בהונגריה, בהיקף של כ- 36 מיליון ₪ (Non-Recourse), כך שמחציתה אמורה להיפרע בינואר 2011 והיתרה בינואר 2012. הלוואה שניה הינה בגין קרקע ברומניה אשר מועד פרעונה בתום שנת 2010.

התפלגות פירעונות קרן אג"ח והלוואות בנקאיות של החברה נכון ליום 30.09.2009 - אלפי ₪



אופק הדירוג

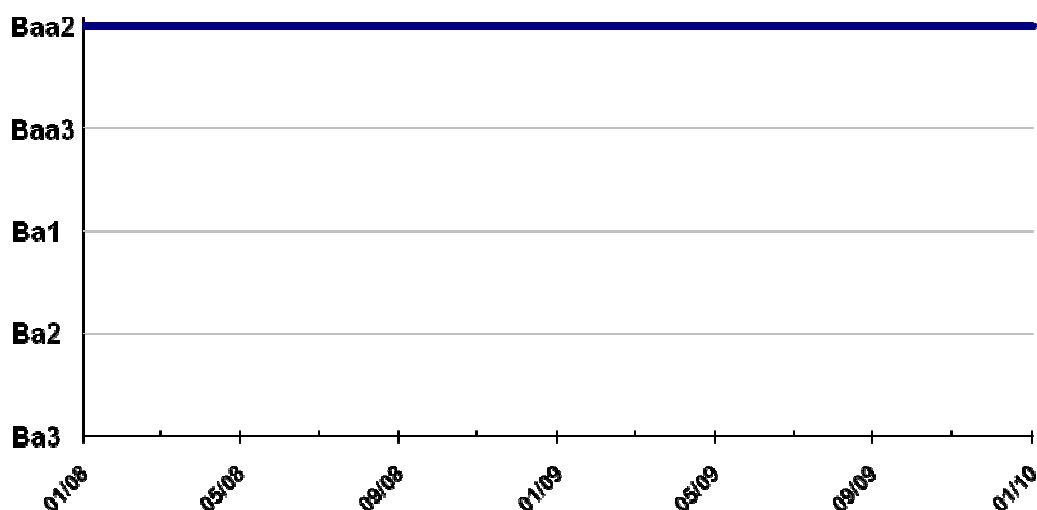
גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים, בעיקר יחסי האיתנות - על ידי חיזוק ההון העצמי לרמה העולה על 25% הון עצמי לסך מאזן בניטרול מקדמות ושמירה על יחסים אלו לאורך זמן
- גיוון וחיזוק מקורות ההכנסות והפרוייקטים
- שיפור משמעותי בגמישותה הפיננסית של החברה ונזילותה

8

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן, באזורים בהם פועלת החברה, בפרט בפרוייקטים המגבים את סדרות האג"ח השונות - מזה אפשר להבין שאנו מצפים כי קצבי המכירות ומגמת עלייה במחיר ימשכו וזה לא כך
- ירידה ביחסי ההון העצמי לסך מאזן, בין היתר, בשל כניסה לא מבוקרת להשקעות, לרבות רכישת מקרקעין ו/או חלוקת דיבידנד
- גידול בחוב הפיננסי כתוצאה ממכירת אג"ח החברה המוחזקות על ידי חברת בת
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות של החברה
- הגדלת משקל הפעילות במדינות זרות, בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה



אודות החברה

חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "החברה"), הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ. תחום פעילותה העיקרי של החברה הינו ייזום והקמת פרויקטים לבנייה, בעיקר למגורים. בשנים האחרונות פועלת החברה בעיקר במרכז הארץ. נכון לתאריך 30.09.2009, עוסקת החברה בייזום, תכנון ובנייה של למעלה מ- 1,200 יחידות דיור למגורים, בכ- 11 פרויקטים שונים ברחבי הארץ, וכן בייזום ובתכנון של כ- 198 יחידות נופש. לצורך הרחבת פעילותה הקימה החברה חברות בנות בחו"ל, באמצעות חברה הולנדית שבבעלותה. נכון למועד הדו"ח, לחברה פעילות ברומניה והונגריה, המתבטאת בהחזקת קרקעות בלבד. נכון למועד דו"ח מעקב שנתי זה, נשלטת החברה על ידי פרץ עמרם ואברהם, המחזיקים ביחד בכ- 82% מהונה העצמי ומזכויות ההצבעה והיתרה - בידי הציבור.

מונחים פיננסיים עיקריים

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 בתזרימי 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 מאוד.
	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 מאוד.
	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 שאליו 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") 2010.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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. 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 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.