

# דרבן השקעות בע"מ

דו"ח פעולת דירוג מאי 2010

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט  
[nadav@midroog.co.il](mailto:nadav@midroog.co.il)

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום מימון תאגידיים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## דרבן השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 ומשנה את אופק הדירוג משלילי ליציב לסדרות האג"ח שבמחזור וכן מאשרת דירוג זהה להנפקת סדרת אג"ח חדשה, בסך של עד 250 מיליון ₪ ע.ג. מח"מ סדרת האג"ח ינוע סביב 4.5-5.5 שנים. מתוך סכום ההנפקה, 100 מיליון ₪ ישמשו למחזור קרן חוב אג"ח, שמועד פירעונה חל במהלך שנת 2010 והיתרה תשמש לפעילות השוטפת של החברה.

*דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.5.2010. 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.*

### סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג ליום 31.12.09 (אלפי ₪)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.09 (אלפי ₪)*	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח ג'	4110060	30.5.2004	355,309	6%	מדד	406,774	2010-2013
אג"ח ד'	4110094	27.5.2007	300,000	4.6%	מדד	160,250	2014-2021
אג"ח ה'	4110102	27.5.2007	100,000	5.9%	לא צמוד	96,975	2011-2015
אג"ח ו**	4110110	28.5.2008	67,132	7.1%	לא צמוד	58,358	2010
אג"ח ז'	4110128	28.5.2008	210,718	5.9%	מדד	213,640	2011-2014
אג"ח ח'	4110151	24.11.2009	106,022	6.5%	מדד	102,971	2012-2016
<b>סה"כ</b>			<b>1,139,181</b>			<b>1,038,968</b>	

\* לא כולל כ-173 מיליון ₪ ע.ג. אג"ח המוחזקות ע"י החברות הבנות (בעיקר אג"ח ד') \*\* נכון למועד הדוח אג"ח ו' נפרעה במלואה

**אישור מחדש של דירוג הסדרה נתמך**, בין היתר, לאור היקף תיק הנכסים המניבים ופיזורו היוצר תזרים פרמננטי יציב; לחברה תזרים מפעילות שוטפת (FFO) בהיקף סביר אשר מסייע לה להתמודד עם פירעונות החוב הצפויים; יחסי האיתנות של החברה תואמים את רמת הדירוג; רמת מינוף נמוכה על הנכסים מאפשרת לחברה גמישות בביצוע מימון מחדש לחובותיה;

**שינוי האופק משלילי ליציב נובע**, בין היתר, לאור היציבות במרבית פעילויות החברה ואף שיפור בחלק מהמדדים הפיננסיים ולאור היציבות הכלכלית בשווקי פעילותה העיקריים (ישראל, גרמניה וקנדה).

מידרוג מעריכה כי תוצאות החברה ברבעון הראשון ישקפו ירידות שווי נכסים כתוצאה מירידה בשע"ח של הירו אל מול ה-₪. יחד עם זאת, לחברה פיזור נכסים במספר כלכלות (בעלות מטבע שונה) כאשר עיקר נכסיה מצוי בישראל, דבר המביא לגידור חלק משמעותי מירידות השווי. בנוסף, החברה מגדרת חלקית את השפעות המטבע על ידי נטילת הלוואות ביורו, כך שהחלשות האירו תביא גם לקיטון בהיקף החוב הפיננסי. עם זאת, מידרוג תבחן את השפעת שינוי שע"ח על פעילות החברה. ככל ששינוי זה יהיה פרמננטי וישפיע לרעה באופן מהותי על נתוני הפיננסיים של החברה, לרבות יחסי הכיסוי, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על הדירוג.

## נתונים עיקריים לגבי נכסי החברה

פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב מתמקדת בישראל, בגרמניה וקנדה. עיקר פעילות החברה הינו בישראל, כפי שבא לידי ביטוי בשווי הנכסים המניבים, אשר נכון ליום 31.12.2009, עולה על 2 מיליארד \$ ובהיקף תזרים ה- NOI אשר עמד בשנת 2009 על כ- 135 מיליון \$. לחברה שיעורי תפוסה ממוצעים בנכסיה בישראל של כ- 84%. תשואת ה- NOI, אשר עומדת בממוצע על כ- 6.7%, הינה בעלת שונות בין הנכסים השונים ובחלקם אף נמוכה מ- 6%. אחת הסיבות לתשואה הנמוכה בחלק מהנכסים היא קיומם של זכויות בנייה בלתי מנוצלות המעלות את שווי הנכס. נכון ליום 31.12.2009 עומד שווי הזכויות הבלתי מנוצלות על כ- 250 מיליון \$. כל נכסי החברה בישראל משועבדים, אך היקף ההלוואות כנגדם העומד על כ- 795 מיליון \$ נמוך, ומהווה שיעור LTV של כ- 38% בלבד.

בגרמניה יש בבעלות החברה נכסים מניבים בשטח של כ- 335 אלף מ"ר, הכוללים בעיקר מבני מסחר ומגורים להשכרה. שווי ההוגן של הנכסים עומד, נכון ליום 31.12.2009, על כ- 255 מיליון יורו, וכולל נכסים אשר אין כנגדם הלוואה (לא כולל קרקעות) בשווי של כ- 57 מיליון יורו. עם זאת, מתוך הנכסים שאין כנגדם הלוואות, 2 נכסים בשווי כולל של כ- 12 מיליון יורו הינם בעלי שיעורי תפוסה נמוכים אשר להערכת מידרוג, יקשו על החברה בקבלת מימון בנקאי עבורם, כנגד שיעבוד. היקף ההלוואות שכנגד יתר הנכסים, העומד על כ- 111 מיליון יורו, נמוך יחסית ומהווה LTV בשיעור של כ- 57%. נכסי החברה בגרמניה מושכרים בשיעורי תפוסה ממוצעים עד גבוהים העולים לרוב על 80% ומניבים תזרים NOI שנתי של כ- 16 מיליון יורו המשקף תשואה בשיעור 6.4%. תשואה זו הינה ממוצעת ביחס למקובל במדינה זו.

בקנדה לחברה 2 נכסים מניבים המאוחדים בדוחות הכספיים<sup>1</sup> בשטח של כ- 75 אלף מ"ר. שווי ההוגן של הנכסים עומד על כ- 60 מיליון \$ וכנגדם יש לחברה הלוואות בסך כ- 33 מיליון \$ המהווים LTV בשיעור של כ- 55%. שיעור התפוסה בנכסים גבוה ועומד על כ- 96% והם מניבים תזרים NOI בהיקף של כ- 5.3 מיליון דולר קנדי המשקפים תשואה גבוהה של כ- 8.9%.

<sup>1</sup> לחברה החזקה במספר נכסים נוספים בקנדה, במסגרת נאמנויות לא מאוחדות

**יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.12.2009 (אלפי ₪) :**

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	
286,300	326,002	357,955	הכנסות
198,190	220,543	242,889	רווח גולמי
112,721	27,149	130,627	רווח (הפסד) משערך נדל"ן להשקעה
179,219	193,994	218,481	רווח תפעולי ללא שערוכים
-123,197	-175,121	-123,970	הוצאות מימון, נטו
182,514	70,601	236,426	רווח לפני מס
40,124	-102,558	-63,361	חלק החברה בתוצאות חברות מוחזקות ונאמניות
195,517	-23,559	189,546	רווח נקי
82,796	-50,708	58,919	רווח נקי בניכוי שערוכים
317,645		245,493	השקעה בחברות מוחזקות - מירלנד, סויטלנד ומונדון
60,152	216,940	153,605	יתרות נזילות
569,195	549,313	522,987	פיקדונות
2,287,680	2,575,541	2,588,938	חוב פיננסי (בנטרול פיקדונות לזמן ארוך)
2,227,528	2,358,601	2,435,333	חוב פיננסי נטו
3,824,773	3,996,614	4,185,613	CAP (בנטרול פיקדונות לזמן ארוך)
3,764,621	3,779,674	4,032,008	CAP נטו
1,281,854	1,186,426	1,389,200	הון עצמי זכויות מיעוט
4,496,435	4,660,087	4,809,583	סך מאזן
3,970,848	4,156,351	4,333,915	סך מאזן בנטרול פיקדונות לזמן ארוך
59.8%	64.4%	61.9%	חוב ל-CAP (בנטרול פיקדונות לזמן ארוך)
59.2%	62.4%	60.4%	חוב נטו ל-CAP נטו
28.5%	25.5%	28.9%	הון עצמי למאזן
32.3%	28.5%	32.1%	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן חשבוני בנטרול פיקדונות לז"א
62,954	57,806	87,751	FFO
36.3	44.6	29.5	חוב פיננסי (בנטרול פיקדונות לזמן ארוך) ל- FFO
35.4	40.8	27.8	חוב פיננסי נטו ל- FFO

**גידול בהכנסות החברה מדמי שכירות ושמירה על שיעור הרווח הגולמי**

בשנת 2009 הסתכמו הכנסות החברה בכ- 358 מיליון ₪, לעומת 326 מיליון ₪ בשנת 2008, כתוצאה מעלייה בהכנסות משכ"ד ומדמי ניהול. עיקר הגידול נבע מעלייה בדמי שכירות ודמי ניהול ואחזקה בישראל כתוצאה מהשפעת עליית המדד ושכ"ד ריאלי וכן עלייה בהכנסות בחו"ל כתוצאה מרכישת נכס בגרמניה ומהתחזקות היורו והדולר הקנדי ביחס לשקל. שיעור הרווחיות הגולמית נותר יציב ועמד בשנת 2009 על כ- 68%, בדומה לשנים קודמות.

**עליה ברווח הנקי, בעיקר כתוצאה משערך נדל"ן להשקעה וירידה בהוצאות מימון בקיזוז ירידת שווי חברות מוחזקות**

בשנת 2009 רשמה החברה רווח משערך נדל"ן של כ- 131 מיליון ₪ כתוצאה מעליית שווי נדל"ן בישראל בסך 167 מיליון ₪ (מתוכם כ- 54 מיליון ₪ כתוצאה משווי זכויות בנייה נוספות שאושרו במסגרת תב"ע חדשה לנכס ביגאל אלון בת"א), בנטרול ירידה בשווי נכסי נדל"ן בסך 23 מיליון ₪ בגרמניה ובסך 13 מיליון ₪ בקנדה. כמו כן, הסתכמו הוצאות המימון נטו בשנת 2009 בכ- 124 מיליון ₪ לעומת 175 מיליון ₪ בשנת 2008. על אף עלייה בהוצאות המימון (ברוטו)



## מידרוג

בשנת 2009 בכ- 38 ש, בעיקר בשל התחזקות המטבעות שבהן לקחה החברה הלוואות, הגידול בהכנסות המימון שהסתכמו בשנת 2009 בכ- 90 מיליון ש"ח לעומת כ- 0.5 מיליון ש"ח בשנת 2008, הביאו לקטון בהוצאות המימון נטו. הכנסות המימון בשנת 2009 כללו הכנסות ריבית והפרשי הצמדה בסך כ- 45 מיליון ש"ח (לעומת הפסד של כ- 50 מיליון ש"ח בשנת 2008), בין היתר, בגין התחזקות המטבעות שבהם נתנה החברה הלוואות לחברות בנות. החברה הפסידה בשנת 2009 כ- 63 מיליון ש"ח בגין חלקה בתוצאות חברות מוחזקות ונאמנויות (בעיקר בגין השקעותיה בהודו ובמדינות חבר העמים), זאת בהמשך להפסד של למעלה מ- 100 מיליון ש"ח בשנת 2008.

### **יציבות בהיקף החוב הפיננסי וגידול בהון העצמי הביאו לשיפור ביחסי האיתנות**

פירעון שוטף של חובות ורכישה עצמית של אג"ח, במקביל לביצוע השקעות בהיקף נמוך יחסית ברכישת ובהקמת נכסי נדל"ן להשקעה, הביאו ליציבות בהיקף החוב הפיננסי של החברה אשר הסתכם, נכון ליום 31.12.2009, בכ- 2,589 אלפי ש"ח, לעומת סך של 2,576 אלפי ש"ח, נכון ליום 31.12.2008.

במהלך שנת 2009 חל גידול של כ- 203 מיליון ש"ח בהון העצמי של החברה אשר הסתכם נכון ליום 31.12.2009 בכ- 1,389 אלפי ש"ח, בעיקר בעקבות הרווח הנקי שרשמה החברה בתקופה. הגידול בהון העצמי, במקביל ליציבות שרשמה בהיקף החוב הפיננסי, הביאו לשיפור ביחסי האיתנות, הן ביחס הון למאזן שעמד נכון לסוף 2009 על כ- 32.1% לעומת 28.5% בסוף 2008, והן ביחס חוב פיננסי ל- CAP וחוב פיננסי נטו ל- CAP נטו שעמדו נכון לסוף 2009 על כ- 61.9% ו- 60.4%, בהתאמה, לעומת 64.4% ו- 62.4%, בהתאמה, בסוף 2008.

### **שיפור ב- FFO וביחסי הכיסוי כתוצאה מגידול בתזרים מנכסים מניבים וירידה בריביות המשתנות על הלוואות**

החברה רשמה בשנת 2009 תזרים FFO של כ- 88 מיליון ש"ח, זאת לעומת כ- 58 מיליון ש"ח בשנת 2008. הסיבה העיקרית לשיפור ב- FFO הוא הגידול שרשמה החברה בתזרים מנכסים מניבים, בשל הסיבות שפורטו לעיל. כמו כן, לחברה קיימות הלוואות בנקאיות בריביות משתנות בהיקף של כ- 730 מיליון ש"ח (בכללן הלוואות ב-ש"ח, בדולר אמריקאי, בדולר קנדי וביורו). הירידה שחלה במהלך 2009 בריביות הליבור בעולם ובריבית הפריים בארץ הביאה לקטון בתשלומי הריבית של החברה. עליה ממוצעת בשיעורי הריבית בעולם בכ- 2%-1%, עשויה להביא לקטון בתזרים ה- FFO השנתי לכ- 75-85 מיליון ש"ח.

הגידול בתזרים ה- FFO במקביל להתייצבות ברמת החוב הפיננסי של החברה הביאו לשיפור ביחסי הכיסוי חוב ל- FFO וחוב נטו ל- FFO מ- 45.1 ו- 41.3, בהתאמה, בסוף שנת 2008 ל- 29.8 ו- 28.0, בהתאמה בסוף שנת 2009.

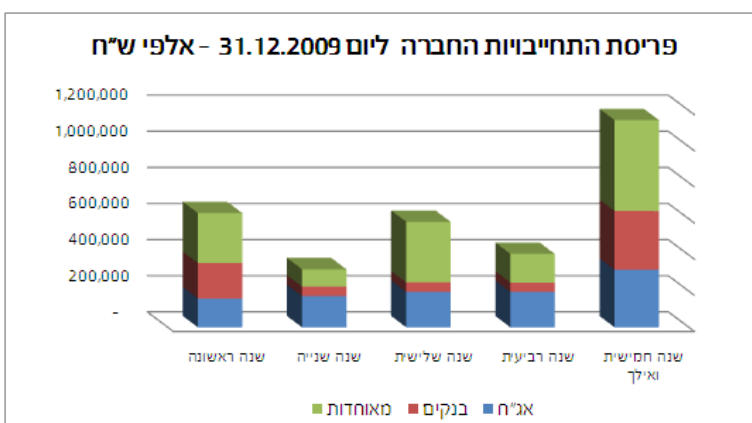
**לחברה קיימים מקורות תזרים ונזילות המספיקים על מנת לעמוד בעומס הפירעונות הצפוי בטווח הקצר בינוני; ביצוע**

**השקעות והזרמת כספים לחברות בנות בהיקף משמעותי עלולים לפגוע בגמישות הפיננסית**

נכון ליום 31.12.2009, לחברה חובות המוצגים בדוחות הכספיים כמיועדים לפירעון במהלך השנה הקרובה בהיקף של כ- 595 מיליון ₪. סכום זה כולל קרן אג"ח בהיקף של כ- 154 מיליון ₪ - מתוכם כ- 58 מיליון ₪ בגין אג"ח ו' אשר נכון למועד הדוח, נפרעו בפועל וכ- 102 מיליון ₪ שיפרעו מתוך כספי הגיוס הצפוי. כמו כן, לחברה הלוואות און קול מתחדשות בהיקף של כ- 227 מיליון ₪, הנכללות במסגרות אשראי מאושרות לטווח ארוך כנגד נכסים משועבדים, הלוואת Non-Recourse בסך כ- 71 מיליון ₪ כנגד נכס בגרמניה (שיעור LTV כ-63%), אשר לטענת החברה צפויה להתחדש, והלוואת מט"ח בהיקף 43 מיליון ₪ שתפרע מכספי פיקדון המיועדים למטרה זו. לפיכך, מעבר לאג"ח ו' שנפרעה, בפועל תידרש החברה לפרוע הלוואות בנקאיות בהיקף של כ- 92 מיליון ₪.

נכון ליום 31.12.2009, לחברה יתרות נזילות של כ- 151 מיליון ₪, מתוכן כ- 111 מיליון ₪ בחברה סולו, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות (בסולו) בסך כ- 75 מיליון ₪ ונכסים בלתי משועבדים בשווי של כ- 291 מיליון ₪. שיעורי ה- LTV הנמוכים על נכסי החברה, העומדים על כ- 57% בגרמניה (עבור הנכסים הממומנים), כ- 54% בקנדה וכ- 38% בישראל מקנים לחברה גמישות נוספת בגיוס חוב בנקאי ובמחזור הלוואות. כמו כן, מחזיקה החברה (באמצעות חברה בת) באג"ח שהונפקו על ידה בהיקף אשר עמד, נכון ליום 31.12.2009, על כ- 173 מיליון ע.ג. בשווי כ- 182 מיליון ₪ (נכון למועד הדוח כ- 162 מיליון ע.ג. בשווי של כ- 171 מיליון ₪). מעבר לאמור לחברה תזרים (FFO) פרמננטי שנתי של כ- 80 מיליון ₪.

לאור האמור, מידרוג מעריכה כי לחברה קיימים מקורות התזרים והנזילות לשרת את חובה בטווח הקצר בינוני, זאת על אף פירעונות האג"ח המשמעותיים הצפויים לה בין השנים 2011-2014, בהיקף של כ- 175-200 מיליון ₪ בשנה. עם זאת, הזרמת כספים לחברות בנות בהיקפים גדולים (עד ליום 31.12.2009 הזרימה החברה לחברות המוחזקות מירלנד, מונדון וסוילנד מימון בהיקף של 166 מיליון ₪) עלולה לפגוע בגמישות הפיננסית של החברה.



## אופק הדירוג

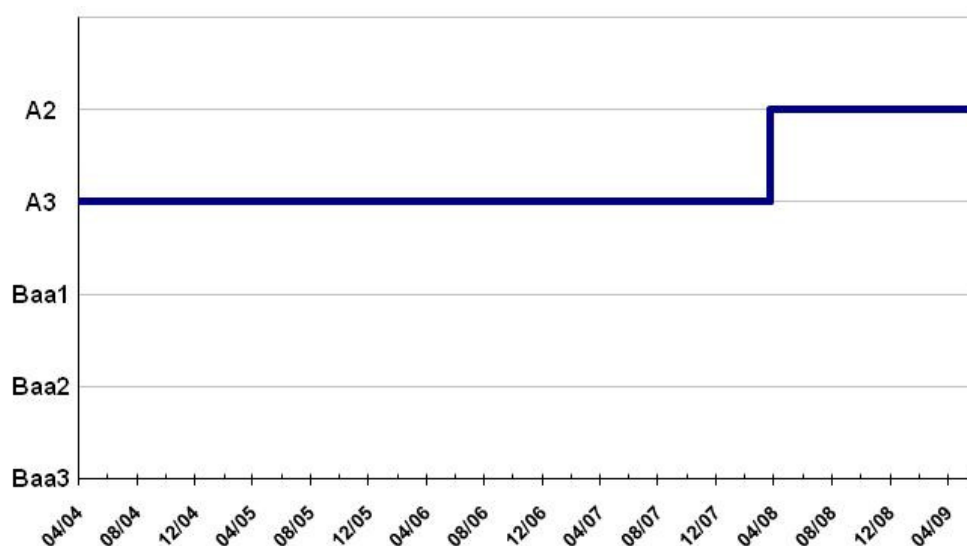
### גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- השבחת נכסים ושיפור ביחסי הכיסוי לאורך זמן
- שיפור ביחסי האיתנות של החברה לאורך זמן
- שיפור משמעותי בגמישות הפיננסית של החברה

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה בתזרים מפעילות שוטפת והרעה בגמישות ובנזילות הפיננסית של החברה
- ביצוע השקעות ומתן הלוואות בהיקף משמעותי לחברות מוחזקות
- מדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית
- הגדלת משקל פעילות הייזום של פרויקטים בארץ ובחו"ל מסך פעילות החברה

## היסטוריית הדירוג



דרבן הינה חברת נדל"ן הפועלת, במישרין ובאמצעות חברות בנות וחברות כלולות, בייזום, רכישה והקמת מבנים להשכרה לשימושי תעשייה, מלאכה, משרדים, היי-טק ומסחר ברחבי הארץ וכן בהשקעה בנכסי נדל"ן מניבים בקנדה, גרמניה, רוסיה (בה פועלת החברה באמצעות חברת Mirland Development Ltd המוחזקת בהיקף של 13.5% ממניותיה), מדינות חבר העמים (בה פועלת החברה באמצעות חברת Svitland המוחזקת בהיקף של כ- 16% ממניותיה) ובהודו (בה פועלת החברה באמצעות חברת Mondon, המוחזקת בהיקף של 18% ממניותיה). בנוסף, לחברה החזקה לא משמעותית (באמצעות חברה בת) ב- 50% מתחנת דלק וכן פעילות לא משמעותית בתחום הביוטכנולוגיה, באמצעות חברת בת נוספת.

שטח המבנים להשכרה בארץ ובחו"ל, כולל חלק החברה בחברות כלולות, עמד ביום 31.12.2009 על כ- 766 אלף מ"ר (כ- 681 אלף מ"ר במאוחד), מתוכם כ- 494 אלף מ"ר בחו"ל. שיעור התפוסה, כולל חלק החברה בחברות כלולות, עמד נכון ליום 31.12.2009 על 83%, לעומת שיעור תפוסה של 85% בתקופה המקבילה אשתקד. עיקר ההחזקה בחברת דרבן, נכון למועד דו"ח זה, מתרכזת בידי מר אליעזר פישמן במישרין - בשיעור של כ- 54.88% ובעקיפין - באמצעות חברת מבני תעשייה שבשליטתו, המחזיקה בכ- 14.63% מהחברה. החזקה משמעותית נוספת הינה של חברת טאו שבבעלות מר אילן בן דב, המחזיקה בשיעור של כ- 13.21% מהחברה. למר פישמן אחזקות בחברות נוספות הפועלות בתחומי הנדל"ן בארץ ובחו"ל וכן חברות בתחומי התקשורת והקמעונאות.

**דוחות מתודולוגיים:**

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



**מושגי יסוד**

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

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 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 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.

© 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 בעינינו 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 לסיכוני 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. 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.