

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

מעקב | פברואר 2014

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

איש קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

חברת השקעות דיסקונט בע"מ

אופק דירוג: חיובי	Baa1	דירוג סדרות
-------------------	------	-------------

מידרוג מעלה את דירוג אגרות החוב (סדרות ד, ג, ז, ח ו-ט) שהנפיקה חברת השקעות דיסקונט בע"מ (דסק"ש או החברה) מ-Baa2 ל-Baa1 ומותירה את אופק הדירוג החיובי.

הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור, כדלקמן*:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי ההצמדה	ערך נקוב של יתרת אג"ח ליום 13.1.14 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ד'	6390157	אפר-05	5.00	מדד	476	2014-2016
ו'	6390207	דצמ-06	4.95	מדד	3,392	2017-2025
ז'	6390215	דצמ-06	6.35	שקלי	23	2014-2016
ח'	6390223	יונ-07	4.45	מדד	226	2014-2019
ט'	6390249	יול-09	6.70	שקלי	815	2014-2018

* הנתונים בטבלה מוצגים נכון לחודש ינואר 2014 עקב שינויים מהותיים שביצעה החברה לאחר תאריך פרסום הדוח הכספי האחרון, כגון גיוס של כ-115 מיליון ש"ח ערך נקוב, דרך מימוש כתבי אופציה (סדרה ב'), במהלך הרבעון הרביעי של 2013 והחלפה של כ-793.7 מיליון ₪ ערך נקוב אגרות חוב מסדרה ד' (כ-67.4% מסך אגרות החוב שהיו במחזור), תמורת כ-897.7 מיליון ₪ ערך נקוב אגרות חוב מסדרה ו', בחודש ינואר 2014.

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נובעת מהתקדמות נוספת במהלכים שהובילו לשיפור הפרופיל הפיננסי של דסק"ש. אלו כוללים מימוש מלא של הפוזיציה בקרדיט סוויס בידי החברה הבת כור, צמצום עומס הפירעונות של דסק"ש באמצעות הצעת רכש חליפין בהיקף משמעותי, חתימת הסכם למימוש האחזקה בגיוון אימגינג¹ וכן התקדמות משמעותית לקראת השלמת עסקת מיזוג כור-דסק"ש. באוקטובר 2013 הוצב לדירוג אופק חיובי, אשר גילם את הערכתנו לגבי מרבית המהלכים שצוינו לעיל, אולם לא את החלפת הסדרות ששיפרה משמעותית את הנזילות והובילה אותנו להקדים את פעולת הדירוג החיובית. להערכתנו, קיימת כיום בהירות טובה לגבי מקורות שירות החוב בטווח הזמן הקצר והבינוני. מקורות אלו נשענים בעיקר על עיבוי הנזילות שבוצע בעקבות גיוס אג"ח, צפי להשלמת עסקת גיוון אימגינג בזמן הקרוב והערכה סבירה להשלמת המיזוג עם כור, במהלך שנת 2014. לצד זאת, הפרופיל הפיננסי של החברה מוסיף להיות מושפע לשלילה מהיקף נמוך יחסית של דיבידנדים שוטפים מהמוחזקות, כשהערכתנו לכיסוי הריבית והמטה באמצעות הדיבידנדים השוטפים הינה סביב 0.8 בשנים 2014-2015 (0.9-0.6 בשנים 2012-2013). מקורות הדיבידנד השוטפים של החברה הן האחזקות בשופרסל, בסלקום ובנכסים ובניין. להערכתנו, הדיבידנדים מנכסים ובניין אינם יציבים לאורך זמן ונראות הדיבידנדים קדימה מסלקום אינה חדה דיו. נראות תזרימי הדיבידנדים משופרסל הינה טובה.

החברה הפחיתה את סיכון המימון מחדש (re-finance) בשנים הקרובות, נוכח פריסה נוחה יותר של החוב בעקבות החלפת סדרה ד' כנגד סדרה ו'. לחברה נותר עומס פירעונות משמעותי, בהיקף של כ-800 מיליון ש"ח לשנה קרן וריבית (לעומת כ-1.1 מיליארד ש"ח לפני עסקת ההחלפה) למחזיקי אג"ח ולבנקים, מזה תשלומי קרן של כ-520 מיליון ש"ח. סביבת הריבית הנוחה כיום והשיפור במחירי השוק של האחזקות הובילו לירידה בתשואות האג"ח של דסק"ש ולשיפור נגישותה לשוק ההון. אנו מעריכים כי לאורך זמן ועל מנת להתמודד גם במצבי עולם שליליים של ירידה במחירי המניות,

¹ העסקה אושרה באסיפה הכללית של בעלי המניות בגיוון אימגינג ונתקבלו האישורים הנדרשים על פי דיני ההגבלים העסקיים וצפוי שהעסקה תושלם עד סוף פברואר 2014.

עלייה בריבית ו/או זמינות אשראי חלשה, נדרשת החברה למהלך נוסף של הורדת מינוף ושמירה על יתרות נזילות מספקות לאורך זמן.

דירוג החברה נתמך בפרופיל טוב של החברות המוחזקות, הפועלות במגוון ענפים במשק הישראלי ובחול"ל. אחזקות הליבה של דסק"ש - סלקום, שופרסל ונכסים ובניין, מאופיינות במיצוב עסקי חזק בענפי פעילותן וביכולת ייצור מזומנים טובה, בד בבד שלוש אחזקות הליבה מאופיינות ברמת מינוף לא מבוטלת, הפוגמת במידה מסוימת בגמישותן העסקית והפיננסית. בנוסף, סלקום ושופרסל, פועלות כל אחת בסביבה עסקית מאתגרת, המאופיינת בתחרות גבוהה מאוד וחוסר יציבות. פיזור תיק האחזקות של דסק"ש בולט לטובה והינו פרמטר חיובי בסיכון האשראי. כחברת אחזקות, נהנית דסק"ש מגמישות פיננסית טובה יחסית, הנשענת על סחירות גבוהה של המניות המוחזקות, שליטה באחזקות הליבה, היעדר שעבודים ספציפיים על הנכסים והיעדר אמות מידה פיננסיות. רמת המינוף של דסק"ש שופרה לאורך השנה החולפת, נוכח עלייה של כ-50% בשווי השוק של המוחזקות העיקריות. אנו מעריכים כי רמת המינוף של החברה, לאחר השלמת המיזוג והעסקה למכירת גיוון, תעמוד על כ-60%.

אופק הדירוג החיובי משקף את הערכתנו כי המיצוב העסקי והמיצוב הפיננסי של החברה כפי שהם היום, יכלו היו להצדיק דירוג גבוה יותר, אלמלא הערכתנו כי אי הוודאות לגבי בעלי השליטה החדשים בקבוצת אידיבי ועתידה של החברה האם אידיבי פתוח, מהוות משקולת בפני העלאה נוספת בדירוג, בנקודת זמן זו. טרם התוודענו למדיניות הפיננסית של החברה תחת בעלי השליטה החדשים ויתכן שגם הנהלה חדשה. כמו כן איננו יודעים מהי האסטרטגיה העסקית שלהם. אי וודאות זו מגולמת בסיכון מסוג Event-risk. בקטגוריה זו אנו כוללים אירועים בלתי צפויים שיש בהם להשפיע על איכות האשראי של החברה, לרבות שינוי במבנה הנכסים וההון. במידה בה נערך כי בעלי השליטה החדשים יגלו מדיניות עסקית ופיננסית שקופה, המאופיינת במידת השמרנות ובמידת האיזון בין צורכיהם של בעלי המניות לאלו בעלי החוב ותוך מחויבות לשמירת הדירוג לאורך זמן, יהיה בכך לשפר את הדירוג של דסק"ש בטווח אופק הדירוג, יתר הדברים קבועים. בתוך כך, יש לציין, כי אנו רואים עלייה בפוטנציאל לחלוקת דיבידנדים מדסק"ש. כך, אנו מעריכים כי לקראת הרבעון השלישי של שנת 2014 דסק"ש צפויה להציג רווח מצטבר על פני 8 רבעונים, בהיקף משמעותי ובכך לעמוד במבחן הרווח לחלוקה (אחד משני מבחנים, הכוללים גם את מבחן יכולת הפירעון). כאמור, איננו יכולים להעריך בשלב זה את מדיניות הדיבידנדים של החברה תחת השליטה החדשה. בשלב זה, תסריט הבסיס שלנו אינו מניח חלוקת דיבידנד מהותית בטווח הזמן הקצר. אנו מעריכים כי חלוקה מהותית שלא מהרווח השוטף תוביל אותנו לבחון מחדש את הדירוג.

דסק"ש (סולו מורחב) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	30.09.12	30.09.13	
1,805	(11)	(1,550)	77	(229)	565	חלק דסק"ש בתוצאות מוחזקות
-477	(559)	(472)	(376)	(301)	(328)	הוצאות ניהול מימון ואחרות
1,423	680	(2,073)	(481)	(713)	238	רווח (הפסד) נקי
1,367	1,183	879	292	290	131	דיבידנדים ממוחזקות
392	29	1,086	404	404	149	תמורה ממימוש מוחזקות
(1,674)	(1,070)	(450)	0	0	0	דיבידנדים לבעלי המניות
5,130	3,854	2,498	1,805	1,813	1,767	הון מיוחס לבעלי המניות
10,093	9,949	7,555	6,813	6,748	6,831	יתרת השקעה בחברות מוחזקות
1,475	1,483	1,479	782	901	653	אמצעים נזילים
6,221	6,930	6,340	5,562	5,619	5,551	חוב פיננסי
4,746	5,447	4,861	4,780	4,718	4,898	חוב פיננסי, נטו

איכות תיק האחזקות בולטת לטובה ותורמת לגמישותה הפיננסית של החברה

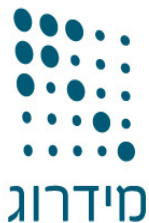
לדסק"ש תיק אחזקות איכותי ומגוון הפרוס על פני מספר ענפי פעילות בארץ ובח"ל ובעל פרופיל סיכון אשראי מתון. אחזקות החברה מאופיינות במעמד עסקי חזק, נתחי שוק משמעותיים והן מייצרות תזרימי מזומנים חזקים מפעילות. סלקום (שיעור החזקה של 41.9%) מתמודדת בסביבה עסקית קשה הכוללת תחרות עזה, שחיקה בתעריפים ועלייה בשיעורי הנטישה. סלקום נקטה בתוכנית התייעלות משמעותית על מנת להתמודד עם השינויים בתנאי השוק ולצד זאת פעלה להקטנת המינוף, בין השאר, באמצעות עצירת הדיבידנדים עד לרבעון האחרון של שנת 2013, אז שבה לחלוקה בשיעור נמוך יחסית. תהליכי התייעלות בסלקום צפויים לקבל ביטוי מלא ועשויים להוביל לשיפור התוצאות במהלך השנה הקרובה, אולם להערכתנו, יכולתה לפצות על שחיקת התעריפים ולהציג רווחיות טובה יותר משמעותית תלויה במידה רבה בהמשך התמתנות התחרות בענף הסלולר, תהליך שטרם נצפתה בו מגמה מובהקת. כמו כן, להערכתנו סלקום תידרש לבחינת אסטרטגיית הצמיחה שלה וכניסה לתחומים חדשים, שעשויה לגבות ממנה מקורות נוספים. שופרסל (47.14%) מתמודדת אף היא בתחרות קשה בתחומה, אגב סטגנציה בשוק המזון, אולם רשת המזון הצליחה להציג שיפור תהליכים והתייעלות משמעותיים שבעזרתם היא מציגה יציבות ואף שיפור בתוצאות. לשופרסל מדיניות דיבידנד עקבית לאורך זמן. שתי החברות מתמודדות עם רמת מינוף לא מבוטלת במאזניהן, אשר מגבילה את גמישותן העסקית והפיננסית, בייחוד בתקופות של אתגרים בסביבה העסקית. יצוין, כי לשתי חברות אלה תזרימי מזומנים משמעותיים מפעילותן השוטפת. נכסים ובניין (A1, 76.5% שלילי) מאופיינת באיכות נכסים גבוהה אך מציגה שחיקה באיתנות הפיננסית. החזקה מהותית נוספת (כ-30% מסך תיק הנכסים) הינה אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ ("אדמה" - לשעבר מכתשים אגן, מוחזקת 40% ע"י כור), אשר הציגה המשך צמיחה ויציבות ברווחיות התפעולית. אדמה צפויה לחזק את קצב הצמיחה בשנים הקרובות על ידי תהליך של מיזוגים ורכישות.

הדיבידנדים השוטפים חלשים ביחס להוצאות השוטפות

אנו מעריכים את היקף הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות בטווח של 220-280 מיליון ₪ לשנה, כאשר ספקיות הדיבידנד העיקריות הינן שופרסל, נכסים ובניין וסלקום. טווח זה משקף שיעור חלוקה נמוך היסטורית מצדה של סלקום, בסביבות 50% מהרווח הנקי השוטף ושיעור חלוקה גבוה, סביב 80% משופרסל, נמוך מעט מהשנים האחרונות. לדעתנו, קיימת אי וודאות לגבי שיעור החלוקה העתידי מסלקום, בשל היעדר טרק רקורד לחלוקה ברבעונים האחרונים. ליום 30.9.2013 בשופרסל ובסלקום קיימת יתרת עודפים לחלוקה בהיקפים מהותיים, בעוד שבנכסים ובניין לא קיימים עודפים לחלוקה. הוצאות המטה והמימון נטו של דסק"ש נאמדו על ידינו בכ-320 מיליון ₪ לשנה. כיסוי הריבית והמטה באמצעות הדיבידנדים עומד לפיכך בטווח של 0.7-0.9.

אי וודאות לגבי האסטרטגיה להמשך דרכה של אידיבי תחת השליטה החדשה

ביום 5.1.2014 אישר בית המשפט את כניסתה לתוקף של הצעת אלשטיין - אקסטרה, במסגרת אישור הסדר הנושים של אידיבי אחזקות. ביצוע הסדר הנושים יוביל להעברת השליטה באידיבי פתוח (כ-53.3%) לידי חברות בשליטתם של מר אדוארדו אלשטיין ומר מוטי בן משה, בחלקים שווים. יתרת מניות אידיבי פתוח תוחזק בידי נושי אידיבי אחזקות. העברת השליטה תלויה בהזרמת מקורות לנושי אידיבי אחזקות, במסגרת הסדר החוב, וכן הזרמת מקורות לאידיבי פתוח, במטרה שזו תוכל לשרת את התחייבויותיה הגבוהות, בטווח הזמן הקצר. מבנה המקורות לשירות החוב באידיבי פתוח עדיין מותנה בהשלמת העסקה למכירת השליטה בכלל ביטוח, היקפה ועיתויה. להערכתנו, ההתפתחויות האחרונות בקשר עם הסדר החוב באידיבי אחזקות ואידיבי פתוח, יש בהן לשפר את מצבה של קבוצת אידיבי, בהשוואה לאי הוודאות הרבה ששררה עד כה לגבי מבנה השליטה ובכלל. כמו כן, הסדר החוב יש בו לייצב במידת מה את מצבה הפיננסי של אידיבי פתוח - החברה האם של דסק"ש.



לצד זאת, אין ביכולתנו להעריך בשלב זה את ההשלכות של שינוי השליטה בקבוצת אידיבי על דסק"ש, המהווה את הנכס המרכזי בקבוצה. האסטרטגיה העסקית והפיננסית של בעלי השליטה החדשים, יש בה להשליך על מבנה החברות בקבוצה, מבנה הנכסים של דסק"ש, מדיניות הדיבידנד ואופי הניהול. כל אלו שרויים עדיין באי וודאות, המהווה המשך קיומו של סיכון מסוג event-risk, שהינו בעל השלכה שלילית על סיכון האשראי של דסק"ש, בהיבט של נראות תיק האחזקות ותזרימי המזומנים. תקופת הביניים שבה תוטמע השליטה החדשה בקבוצה תאפשר לבחון את הפרמטרים האמורים לעיל ולנסות ולהעריך את מבנה הקבוצה העתידי.

שיפור ניכר בניזילות: נראות טובה לגבי יכולת שירות החוב בטווח אופק הדירוג

להערכתנו, יתרת המזומנים לסוף שנת 2013 צפויה להסתכם בכ-660 מיליון ₪. הפער השלילי המצטבר בין המקורות השוטפים (יתרת המזומנים הקיימת, דיבידנדים צפויים והכנסות הריבית) לשימושים השוטפים (הוצאות הריבית והמטח ופירעונות קרן האג"ח), עד לסוף שנת 2015, צפוי לעמוד בין 550 עד 650 מיליון ₪, וזאת מבלי להביא בחשבון את השפעת המיזוג עם כור, מכירת גיוון אימג'ינג, מחזור חוב ו/או מכירת נכסים נוספים כלשהם. כמו כן, לא נלקחה בחשבון חלוקת דיבידנד מהותית לבעלי המניות. השלמת הצעת רכש החליפין, כמתואר לעיל, השפיעה לטובה להקטנת השימושים אל מול המקורות בשנתיים הקרובות.

אנו מקנים סבירות טובה לתרחיש של השלמת המיזוג עם כור במהלך שנת 2014, לאור אישור הפרשה בתביעה הייצוגית ואישור החלוקה המיוחדת על ידי בית המשפט. יש לציין, כי לכור, אשר גוררת יתרת עודפים שלילית, פוטנציאל לחלוקת דיבידנדים החל מהרבעון השלישי השנה, נוכח צבירת רווחים שוטפים על פני 8 רבעונים אחרונים. כמו כן, אנו מקנים הסתברות גבוהה מאוד להשלמת עסקת גיוון אימג'ינג בטווח הקצר. להערכתנו, במאזן ההסתברויות השונות, מהלכים אלו עשויים לתרום לקופתה של דסק"ש כ-1.8 מיליארד ש"ח במהלך שנת 2014² ובכך להקנות נראות טובה לגבי שירות החוב במהלך השנים 2014-2016.

שיפור בגמישות הפיננסית - רמת המינוף עדיין גבוהה יחסית

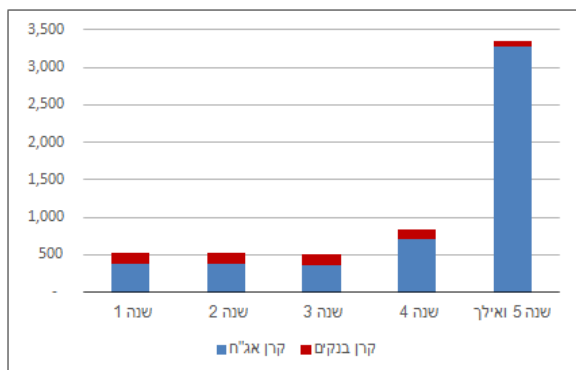
מינוף החברה כפי שהוא נמדד על בסיס מחירי השוק של המניות, ירד בחודשים האחרונים, אם כי נותר גבוה יחסית. להערכתנו יחס החוב נטו לשווי הנכסים, לאחר השלמת עסקת המיזוג ועסקת גיוון, יעמוד על כ-60%. לחברה גמישות פיננסית גבוהה יחסית לחברות מסוגה. הסחירות הגבוהה של נכסיה, היעדר שעבודים ספציפיים ואמות מידה פיננסיות וכן פיזור האחזקות - כל אלו תורמים לכך. מנגד, מעיבה על הגמישות הפיננסית רמת מינוף גבוהה יחסית, כנזכר לעיל. רמת מינוף זו חושפת את החברה לאתגרים במימון מחדש של התחייבויותיה בתקופות של ירידה בשוקי ההון ולחץ על מחירי המניות.

כמו כן, לחברה שעבוד שלילי על נכסיה לטובת חוב בנקאי שיתרתו כ-660 מיליון ₪, מצב אשר מציב תנאים מורכבים בפני החברה לגייס חוב, תוך שעבוד נכסים. בתוך כך, יש לציין כי לשני הבנקים המממנים של דסק"ש עילה להעמדה לפירעון מיידי של יתרת חובם, בהינתן תנאים מסוימים של שינוי שליטה ברמת קבוצת גנדן (מול תאגיד בנקאי אחד) ובאידיבי אחזקות (מול תאגיד בנקאי שני). אנו סבורים כי קיים קושי להעריך בשלב זה את המשמעות של מגבלה זו, לאור השינויים שחלו בשליטה באידיבי אחזקות, אולם לחברה מספר כלים להתמודד עם איום זה, לרבות אפשרות (תיאורטית בשלב זה) של פרעון החובות לבנקים.

² הסכום כולל כ-225 מיליון ₪ מתוך כספי המיזוג המיועדות להיוותר ככרית בקופת כור, לשירות התחייבויות שונות שיוותרו בכור לאחר המיזוג.



דסק"ש (סולו מורחב): לוח סילוקין (קרן בלבד) ליום 13.01.2014 - פרופורמה לאחר השלמת הצעת רכש חליפין
סדרה ד' מול סדרה ו', במיליוני ₪:



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

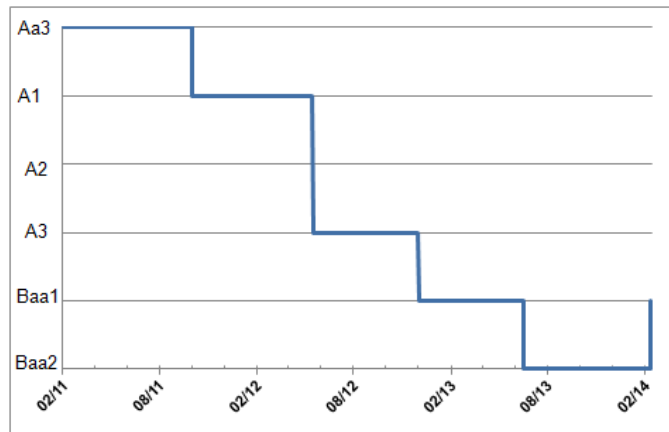
- הגדלת הוודאות לגבי האסטרטגיה העסקית והפיננסית של בעלי השליטה בחברה
- שיפור בחלוקת הדיבידנדים השוטפים מהחזקות הליבה ביחס לשימושים השוטפים
- ירידה ברמת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה בנזילות החברה
- עלייה בסיכון Event-risk בקשר עם בעלי המניות בחברה
- חלוקת דיבידנד לבעלי המניות שלא מהרווחים השוטפים

אודות החברה

דסק"ש הינה חברת אחזקות ציבורית אשר אחזקותיה העיקריות הינן: סלקום ישראל בע"מ (שיעור אחזקה של כ-41.9% בהון וכ-45.3% בזכויות הצבעה), כור תעשיות בע"מ (כ-67.3%), חברה לנכסים ולבנין בע"מ (כ-76.5%), שופרסל בע"מ (כ-47.1%), אלרון תעשייה אלקטרונית בע"מ (כ-50.3%). כור תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות, אשר אחזקתה העיקרית הינה אדמה פתרונות לחקלאות בע"מ (40.0%). בעלת השליטה בדסק"ש הינה אידיבי חברה לפתוח בע"מ - חברת אחזקות מדווחת, המחזיקה בכ-73.9% מהון המניות של החברה. כאמור לעיל, השליטה באידיבי פתוח (53.3%) צפויה לעבור בקרוב לידי ה"ה מר אדוארדו אלשטיין ומר מוטי בן משה (בחלקים שווים), באמצעות החברות הפרטיות בבעלותן Dolphin Fund Limited ו-אקסטרה ישראל בע"מ.



דוחות קשורים:

- [דיסקונט השקעות בע"מ - דוח מעקב, נובמבר 2013](#)
- [כור תעשיות בע"מ - CR, אוגוסט 2013](#)
- [דיסקונט השקעות בע"מ - ISSUER COMMENT, אוגוסט 2013](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, נובמבר 2011](#)

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 פיננסי + הון 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 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 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 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
© 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. 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 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 (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.