

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

דוח פעולת דירוג - אפריל 2010

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - אנליסט
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

1

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרה (Issue)
------------------	------	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג האג"ח שבמחזור מדירוג A3 לדירוג Baa1 וקביעת אופק יציב וכן על מתן דירוג זה לסדרה חדשה של אגרות חוב בסך של עד 200 מיליון ₪ שתנפיק חברת אדגר השקעות ופיתוח בע"מ (להלן: "אדגר", "החברה"). סדרת אג"ח החדשה תהא צמודה למדד המחירים לצרכן ותיפרע בין ארבעה לחמישה תשלומים שנתיים החל משנת 2014. חלק מתמורת ההנפקה מיועד לתשלום פירעון קרן אג"ח החל במהלך השנה הקרובה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18.04.2010. 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 במחזור:

שנת פירעון הקרן	יתרה לתאריך 31.12.09 כולל הצמדה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. באלפי ₪ לתאריך 31.12.2009	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2007 - 2013	176,013	מדד	6.35%	154,286	08-2004	1820117	סדרה ד'
2011 - 2015	335,369	מדד	4.70%	300,400	03-2007	1820133	סדרה ה'
	511,382			454,686			סה"כ

השיקולים להורדת הדירוג נסמכים, בין היתר, על המשך הגריעה ביחסי הכיסוי התזרימיים של החברה, כתוצאה מקיטון בהיקף התזרים הפרמננטי. אף שיחסי הכיסוי צפויים להשתפר במהלך הטווח הבינוני (עד שנתיים), עדין רמתם הצפויה אינה תואמת את רמת הדירוג, טרם ההורדה. כמו-כן, צפי התפתחות התזרים הפרמננטי במהלך השנה וחצי הקרובות הינו כפוף לאתגרים עתידיים באכלוס פרויקטים, בעיקר בפולין. רמת איתנות החברה ספגה הרעה נוספת במהלך התקופה כתוצאה מירידת שווי נכסים.

דירוג החברה נשען על פרופיל העסקי הכולל גיוון ופיזור נכסים (כ - 30 נכסים מניבים (לא כולל פרויקטים בתכנון וביצוע)), אשר מרביתם מצויים בכלכלות אשר הציגו יציבות יחסית בעת המשבר ואשר תרמו לשמירה על רמת תפוסה גבוהה ויציבות בדמי שכירות. נכסים אלו, תורמים לדירוג החברה וליציבותה.

יצוין, כי תחזיות החברה בטווח הבינוני והארוך כוללות הקטנת רמת המינוף של החברה וכן גידול בהיקף התזרים הפרמננטי, כתוצאה מהשלמת שיווק ואכלוס נכסים, בייחוד בבלגיה ופולין. האמור צפוי להוביל לשיפור במיצוב הפיננסי, ביחסי הכיסוי וביחסי האיתנות אם כי באופן הדרגתי.

התפתחויות עיקריות¹

בעקבות המשבר הפיננסי פועלת החברה להגדלת הגזילות. בהתאם לכך, ביצעה החברה מספר עסקאות למכירת נדל"ן בעלותה. בגין מרבית העסקאות לא נרשם רווח/הפסד הון מהותי

- במהלך חודש יולי 2009 נמכר המרכז המסחרי בפתח תקווה (למעט זכויות הבנייה למשרדים), בתמורה לסך כולל של כ' 67.4 מיליון ₪. כתוצאה מהמכירה לא רשמה החברה רווח/הפסד הון משמעותי. המכירה יצרה לחברה תזרים מזומנים, לאחר שירות ההלוואה בגין הנכס של כ' 37 מיליון ₪. כתוצאה מהמכירה ירדו הכנסות החברה מהשכרה בכ' 6 מיליון ₪ לשנה.
- במהלך חודש אוגוסט 2009 מכרה החברה 50% מכל זכויותיה במגדל אדגר בפתח תקווה, לקבוצת חברות מקבוצת "כלל ביטוח", בתמורה לסך של כ' 163 מיליון ₪. כתוצאה מן המכירה ירדו הכנסות החברה מהשכרה בהיקף של כ' 13 מיליון ₪ לשנה. אולם המכירה לא הביאה לשינוי משמעותי בתזרים המזומנים השיורי המתקבל, היות ומרבית מהכנסות הנכס יועדו לתשלום קרן וריבית בגין הלוואה על נכס זה. מרבית תמורת העסקה, בהיקף של כ' 100 מיליון ₪, שימשה לפירעון התחייבויות כלפי הבנקים והיתרה שימשה לצרכיה השוטפים של החברה ובעיקר להגדלת גזילותה.

במהלך תקופת הדו"ח השלימה החברה מספר פרויקטים יזמיים, במסגרתם שיפצה בנייני משרדים בקנדה והקימה בנייני משרדים חדשים בפולין אשר, נכון ליום 31 בדצמבר 2009, נמצאים בתפוסה נמוכה

פרויקט Adgar Plaza בוורשה, פולין: מסגרת הפרויקט כוללת שני בנייני משרדים, בשטח כולל של כ' 27 אלף מ"ר, בשני שלבים. השלב הראשון של הפרויקט, הכולל חניון תת קרקעי ובניין משרדים ראשון, הסתיים בסוף שנת 2008. נכון ליום 31 בדצמבר 2009, הושקרו כ' 10.2 אלף מ"ר, המהווים שיעור תפוסה של כ' 70%. השלב השני של הפרויקט הסתיים בסוף שנת 2009 ונכון לרבעון ראשון 2010 מושכרים כ' 3.3 אלף מ"ר, המהווים שיעור תפוסה של כ' 29%. החברה נמצאת במו"מ מתקדם להשכרת שטחים משמעותיים נוספים. בשנת 2009 החברה סבלה מגירעון תזרימי, הנובע מהפרש בין הכנסות החברה מהפרויקט לבין הוצאות הניהול והחזרי קרן וריבית לשירות ההלוואות, שנלקחו בגין הפרויקט. אולם, לפי מצבת השכירות הקיימות בנכס נכון להיום, התזרים מהנכס לשנת 2010 צפוי להיות חיובי. מאמצי שיווק לאכלוס השטח הפנוי עשויים לשפר את העודף התזרימי.

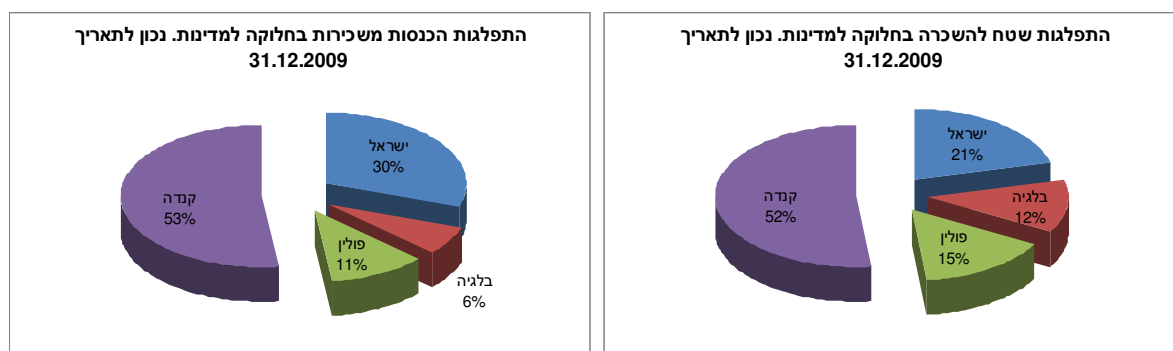
החברה הגדילה פעילותה בקנדה, כ- 27% משטחי נכסי החברה מצויים בבלגיה ופולין וסובלים משיעורי תפוסה נמוכים

כ- 53% מהכנסות החברה מהשכרה בשנת 2009 נובעות מנכסיה בקנדה לעומת כ' 48% אשתקד. לפיכך, חשופה החברה למצב הכלכלי השורר בקנדה וכן לשע"ח של השקל מול הדולר הקנדי. החברה פועלת לגידור חשיפתה זו. קנדה דורגה על ידי מודי'ס בדירוג Aaa עם אופק יציב. בשנת 2009 חוותה המדינה צמיחה ריאלי שלילית של כ' (-2.4%) ואינפלציה של כ' 0.2%. לפי תחזית ה' IMF, בשנת 2010 הצמיחה הריאלית צפויה לעמוד על כ' 2.6%, בהמשך לתהליך ההתאוששות במדינה. לחברה כ' 14 נכסים מניבים בקנדה, בשטח להשכרה כולל של כ' 153 אלפי מ"ר. בנוסף, החברה מחזיקה בקרקע אשר מיועדת לבנייתו של נכס נוסף במדינה. שיעור התפוסה הממוצע לנכסים

1 הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מדו"ח המעקב השנתי מחודש אוגוסט 2009.

המניבים של החברה בקנדה עומד על כ- 96% בשנת 2009 לעומת כ- 97% וכ- 95% בשנים 2008 ו- 2007 בהתאמה. בהתחשב במימושם של מספר נכסים בישראל בשנת 2009, הדומיננטיות של הכנסות החברה מקנדה ביחס לכלל הכנסות החברה צפויה אף להתחזק. יציבות השוק הקנדי, אף בעת המשבר, תומכת בדירוג ואופק הדירוג היציב שנקבע לחברה.

הנכסים בבלגיה ופולין סובלים מתפוסה נמוכה, כאשר שיעורי התפוסה הממוצעת בבלגיה ופולין בשנת 2009 הינם כ- 57% ו- 75% בהתאמה. כתוצאה מכך, נכסים אלו אינם מניבים הכנסות באופן פרופורציונאלי לשטח ההשכרה בבעלות החברה במדינות אלו. יצוין, כי לאור הצפי להתקדמות באכלוס אדגר פלאזה בפולין (ראה לעיל), החברה מעריכה כי חלקה של פולין בהכנסות החברה יעלה בשנת 2010.



שינוי במבנה קבוצת צור שמיר ללא השפעה מהותית על פעילות החברה

ביום 20 בדצמבר 2009 הודיעה החברה על השלמת מכירת 50.001% ממניותיה על ידי צור שמיר אחזקות בע"מ ("בעלת השליטה הקודמת") לחברת ישיר איי.די.איי אחזקות בע"מ ("בעלת השליטה הנוכחית"), אשר נשלטת על ידי בעלת השליטה הקודמת, תמורת כ- 302 מיליון ש"ח. שינוי השליטה אינו צפוי להשפיע על התנהלותה והאסטרטגיה העתידית של החברה באופן מהותי. אף על פי כן, בעקבות העסקה, הסכם תשלום דמי הניהול בין החברה לבין בעלת השליטה הקודמת הגיע לידי סיום ביום 17 במרץ 2010. הפסקת הסכם זה צפויה לחסוך לחברה בשנת 2010 כ- 3.6 מיליון ₪ בתוספת להפרשי הצמדה למדד המחירים לצרכן (כ- 4.9 מיליון ₪ בשנה).

החברה החליטה על מדיניות חלוקת דיבידנד לשנת 2008, לפיה תחלק גם בשנה זו דיבידנד בשיעור של כ- 40% מהרווח הנקי המיוחס לבעלי המניות בשנת 2008, מדיניות זהה לזו שיושמה במהלך שנת 2007. בהתאם למדיניות זו, חילקה החברה במהלך חודש מאי 2009 דיבידנד בסך של כ- 8 מיליון ₪. נכון למועד דו"ח דירוג זה, לא גיבש דירקטוריון החברה מדיניות חלוקת דיבידנד לשנת 2009.

אדגר השקעות ופיתוח בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 31.12.2009 (אלפי ₪):

31.12.2007	31.12.2008	31.03.2009 *	31.12.2009	תוספת חוב 89M	יחסים פיננסיים עיקריים - אלפי ₪
153,738	176,835	47,618	189,608	189,608	הכנסות מהשכרת נכסים
115,415	23,736	-7,873	-220,108	-220,108	שערוך נדל"ן להשקעה
269,153	200,571	39,745	-30,500	-30,500	הכנסות לאחר שערוך נדל"ן להשקעה
230,625	168,651	31,552	-69,458	-69,458	רווח תפעולי
115,210	144,915	39,425	150,650	150,650	רווח תפעולי בניכוי שיערוכים
89,385	148,660	16,928	128,414	128,414	הוצאות מימון
156,995	24,136	15,496	-190,829	-190,829	רווח לפני מס
41,580	400	23,369	29,279	29,279	רווח לפני מס בנטרול שערוכים
115,152	20,860	7,829	-149,618	-149,618	רווח נקי
2,083,427	2,335,166	2,379,621	2,376,445	2,465,496	חוב פיננסי
172,902	98,055	50,297	64,593	64,593	יתרות נדילות
1,910,525	2,237,111	2,329,324	2,311,852	2,400,903	חוב פיננסי נטו
29.7%	24.0%	24.4%	21.5%	20.9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
3,262,874	3,266,696	3,375,214	3,185,466	3,274,517	סך מאזן
3,155,732	3,187,157	3,284,262	3,102,247	3,191,298	CAP
72,269	45,809	57,176	40,359	40,359	FFO בגילום שנתי**
66.0%	73.3%	72.5%	76.6%	77.3%	חוב ל-CAP
60.5%	70.2%	70.9%	74.5%	75.2%	חוב נטו ל-CAP
28.8	51.0	41.6	58.9	61.1	חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
17.7	15.8	14.8	15.5	16.1	חוב פיננסי ל-EBITDA בניכוי שערוכים
1.3	1.0	2.4	1.2	1.2	EBITDA בניכוי שערוכים להוצאות מימון

* הנתונים ליום 31 במרץ 2009, הינם הנתונים למועד דוח הדירוג הקודם.

** ה- FFO ליום 31 במרץ 2009, חושב בנטרול התשלום השנתי של ריבית אג"ח סדרה ה' והעמסה של חלקו הרבעוני של התשלום.

גידול בהכנסות החברה, בנטרול שערוכים, בעקבות רכישת נכסים חדשים, סיום ואכלוס פרויקטים יזמיים

הכנסות החברה, בנטרול שערוכים, עלו במהלך 2009 ביחס לשנת 2008 בכ- 7% (כ- 5.5% בניכוי השפעת עליית שער החליפין של השקל מול הדולר הקנדי). את מרבית הגידול בהכנסות ניתן ליחס לפעילות החברה בקנדה. חלק ניכר מהצמיחה בהכנסות החברה מקנדה נבעה, הן מהגידול בהכנסות החברה מהנכס ברחוב 75 Elington, בעקבות השיפוץ שהסתיים באוקטובר 2008 ואשר בא לביטוי באופן מלא בשנת 2009 והן מעליית שער החליפין של השקל מול הדולר הקנדי. הגידול בהכנסות החברה מקנדה קוזז בחלקו מירידת ההכנסות בישראל אשר נבעה ממימוש מספר נכסים בישראל.

יצוין, כי הגידול השנתי בשורת ההכנסות לא ניכר בתזרים מפעילות (FFO), אשר ירד בכ- 12% בין שנת 2009 לשנת 2008. את הקיטון ניתן לייחס, בין היתר, לעלייה בתשלומי הריבית בסך של כ- 18 מיליון ₪ (ראה להלן) וכן לגידול בסך של כ- 6.3 מיליון ש"ח בהוצאת אחזקת הנכסים, המיוחס בעיקר להוצאות אחזקה בגין שטחים בפרויקטים שהושלמו אך טרם אוכלסו.

² ממועד דוח הדירוג הקודם.

הרעה ביחסי הכיסוי התזרימיים, בין היתר, בשל גידול בתשלומי הריבית נטו של החברה (במונחי תזרים) אשר עמדו על כ- 111 מיליון ₪ בשנת 2009 לעומת 93 מיליון ₪ בשנת 2008, בשל עלייה בהיקף החוב הפיננסי של החברה

תשלומי הריבית התזרימיים, נטו, גדלו בכ- 19% בין 2008 לבין 2009. את הגידול הנ"ל ניתן לייחס לגידול בחוב הפיננסי בשנת 2009 וכן צבירת ריבית למשך שנה מלאה, בגין גידול החוב הפיננסי בשנת 2008. בנוסף, עלייה בשער החליפין של הדולר הקנדי והאירו אל מול השקל הביאה לגידול נוסף בתשלומי הריבית (המוצגים בשקלים) בגין הלוואות במט"ח שנלקחו על ידי החברה.

לעומת זאת, דו"ח הרווח והפסד מראה על קיטון בהוצאות המימון, נטו, (לא תזרימיות) של החברה בשנת 2009 לעומת שנת 2008, בעיקר כתוצאה ממרכיבים שאינם תזרימיים, כגון שינויים בהפרשי שער ושערך מכשירים פיננסיים נגזרים.

במהלך שנת 2009 ובמהלך התקופה, יחסי הכיסוי של החברה הורעו, בעיקר כתוצאה מעליה בחוב הפיננסי והחוב הפיננסי נטו של החברה וירידה ב- FFO במהלך השנה. העלייה בחוב הפיננסי נובעת, בין היתר, מהשקעה בביצוע של פרויקטים יזמיים ובשל תהליכי השבחה אשר טרם הניבו תשואה. הקיטון ב- FFO נובע כאמור בעיקר מגידול בתשלומי הריבית ובהוצאות האחזקה של החברה. החברה מעריכה כי אכלוס הפרויקטים והקטנת החוב הפיננסי נטו, צפויים לשפר את יחסי הכיסוי ובהתאם לתחזית החברה, עד לסוף שנת 2010, יחס החוב הפיננסי נטו ל- FFO יעמוד סביב ה- 43-40.

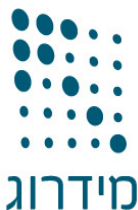
החברה הציגה הפסד משמעותי לשנת 2009 בעיקר בשל ירידת שווי נדל"ן להשקעה

במהלך שנת 2009 רשמה החברה הפסד של כ- 150 מיליון ₪, הנובע בעיקר מירידת ערכם של נכסי הנדל"ן להשקעה בסכום כולל של כ- 220 מיליון ₪ (ירידת הערך מתפלגת לפי מדינות כדלקמן: כ- 166 מיליון ₪ בפולין, כ- 23 מיליון ₪ בקנדה, כ- 20 מיליון ₪ בישראל וכ- 11 מיליון ₪ בבלגיה). למרות הפסד זה, נרשם קיטון בהון העצמי בגין סה"כ הפסד בסך של 90 מיליון ₪ בלבד, בעיקר כתוצאה מעליה בשערי החליפין של מטבעות פעילות החברה (דולר קנדי ואירו), אשר נזקפים לקרן הון. השחיקה בהונה העצמי של החברה הביאה להרעה ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה.

להערכתנו, יחסי האיתנות הולמים את דירוגה של החברה לאחר הורדת הדירוג.

גמישות פיננסית בינונית, רמת מינוף נמוכה במרבית הנכסים, המקלה על יכולת מיחזור החוב

לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף משתנה. נכון למועד הדוח הכספי, לחברה יתרת מסגרות אשראי לא מנוצלת, בהיקף לא משמעותי, של כ- 20 מיליון ₪. ה- LTV הממוצע של נכסי החברה עומד על כ- 56%, כאשר בקנדה ה- LTV הממוצע אף נמוך מכ- 50%, בישראל כ- 64%, בבלגיה כ- 56% ופולין כ- 64%. להערכתנו, רמת ה- LTV עשויה להקל על מחזור חוב בנקאי בעתיד.



היקף מצומצם של פירעונות אג"ח במסגרת השנה הקרובה. עם תחילת פירעון סדרת אג"ח ה' בשנת 2011, צפויה עליה בהיקף פירעון סדרות אגרות החוב. מרבית הלוואותיה הבנקאיות לזמן קצר של החברה צפויות לעבור מחזור במהלך השנה הקרובה.

נכון למועד דו"ח דירוג זה, פורעת החברה קרן אגרות חוב מסדרה ד' בלבד. במהלך חודש מרץ 2011 צפויה החברה להתחיל בפירעון קרן של אגרות חוב מסדרה ה'. יצוין, כי מעל למחצית מאגרות החוב אשר יגויסו בהתאם לדוח דירוג זה ישמשו למחזור קרן אג"ח שחל עד חודש אפריל 2011.

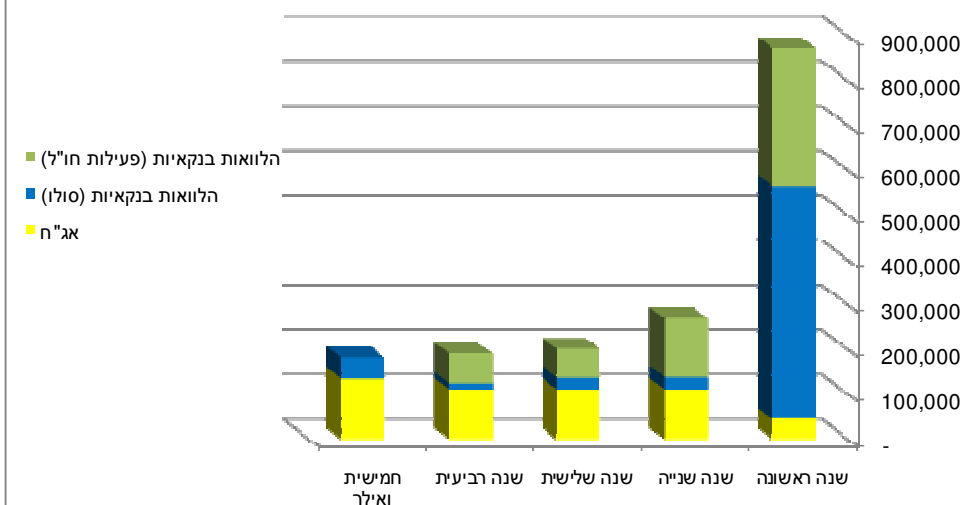
לחברה הלוואות לזמן קצר בהיקף משמעותי, העומד על סך של כ- 827 מיליון ₪. יחד עם זאת, מרבית הלוואות הינן הלוואות כנגד נכסים ומסגרות אשראי מתגלגל, שניתן להאריכו, כך שסך היקף החוב הצפוי לתשלום ינוע בין 27 ל- 60 מיליון ₪, תלוי בהיקף הפירעון של מסגרות אשראי מתגלגלות.

להלן פירוט הרכב הלוואות לז"ק:

כ- 166 מיליון ₪ הינן הלוואות On-call, או חלק ממסגרות האשראי המתגלגל, העומדות לרשות החברה. כ- 130 מיליון ₪ מיוחסים להלוואה, אשר בגינה הייתה לחברה חריגה קלה מאמות המידה הפיננסיות הקבועות בתנאי הלוואה. לטענת החברה, נכון למועד דוח דירוג זה, קיבלה החברה אישור לחריגה זו מהבנק והחל מהדוח הכספי לרבעון הראשון של שנת 2010, הלוואה תוצג כהלוואה לזמן ארוך אשר, למעט אמורטיזציה שנתית של כ- 2%, אמורה להיפרע בשנת 2015.

כנגד כ- 503 מיליון ₪ מתוך הלוואות, אשר אמורות להיפרע בשנת 2010, מצויים נכסים מניבים אשר רמת מינופם אינה גבוהה וסבירות הארכת הלוואות הינה גבוהה. בהתחשב באיכות השוכרים ומיקום הנכסים המשועבדים הלוואות אלו, יכולת החברה למחזר את הנכסים הנ"ל הינה איתנה.

פריסת התחייבויות החברה לשנים הקרובות



אופק הדירוג

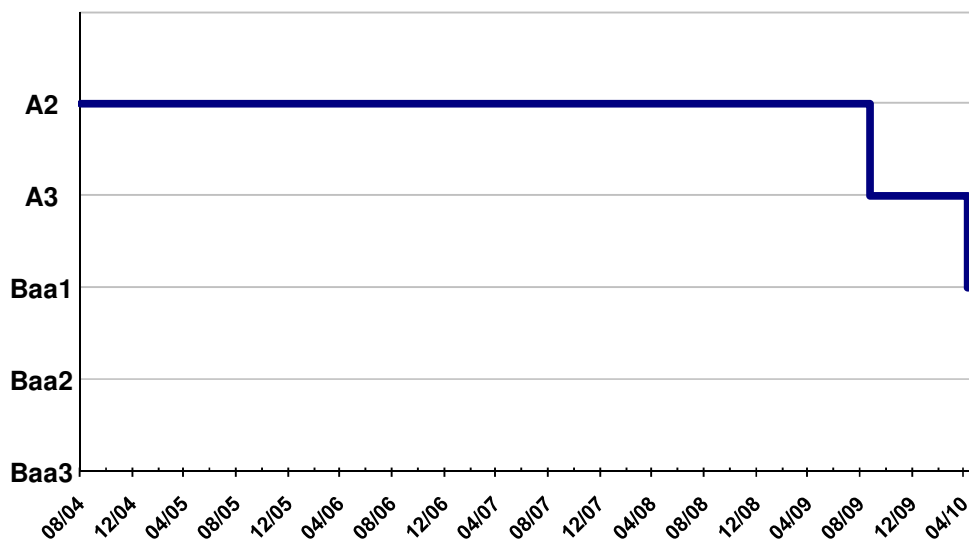
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- השבחת נכסים תוך שיפור בתזרים המזומנים וביחסי הכיסוי
- שיפור ביחסי איתנות החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- הגדלת משקל פעילות הייזום של פרויקטים בארץ ובח"ל מתוך סך פעילות החברה
- מדיניות דיבידנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- הרעה משמעותית נוספת ביחסי איתנות החברה

היסטוריית דירוג



אודות החברה

אדגר השקעות עוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות ברכישה והשכרה של נדל"ן מניב בישראל ובחו"ל, בעיקר בתחום המשרדים וכן מבצעת פעילות יזמית בתחום הנדל"ן המניב (בעיקר בתחום המשרדים), לרבות בדרך של פיתוח והשבחת נדל"ן שברשותה, באמצעות הגדלת זכויות בניה ושיפור איכות המבנים. מעת לעת רוכשת החברה קרקעות ומנצלת עתודות קרקע קיימות לבניית בנייני משרדים באמצעות קבלנים חיצוניים. נכון למועד כתיבת דו"ח זה, פועלת החברה בארבע מדינות: ישראל, בלגיה, פולין וקנדה. החברה מחזיקה ב־ 30 נכסים מניבים, בשטח כולל של כ־ 297 אלף מ"ר, מתוכם 7 בנייני משרדים בישראל, 6 בנייני משרדים בבלגיה, 14 בנייני משרדים בקנדה ושלושה בנייני משרדים בפולין. בנוסף לבניינים המושכרים כנכסים מניבים, פועלת החברה לפיתוחם של מספר פרויקטים יזמיים, אולם החברה לא צופה השקעה מהותית בפרויקטים אלו בתקופה הקרובה. הכנסותיה העיקריות של החברה מפעילותה נחלקות בין פעילותה בקנדה (כ־ 53% מסך ההכנסות בשנת 2009) ובין פעילותה בישראל (כ־ 30% מסך ההכנסות בשנת 2009).

בעלי המניות העיקריים בחברה הינם חברת ישיר איי.די.איי אחזקות בע"מ, המחזיקה בכ־ 50%, צור שמיר אחזקות בע"מ, המחזיקה בכ־ 11.6%, ד"ש איפקס המחזיקה בכ־ 9.9% וקבוצת כלל, המחזיקה בכ־ 9.7% ממניותיה.

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 + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, 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
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 שהתקבל ממחזקות יכולו 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 מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד 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.

דו"ח מספר: CRE100410200M

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 פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרחני. 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 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 ביעוץ 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.

12

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.

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.