



Extell Limited

דוח פעולת דירוג I מרץ 2015

1

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רח"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

גבריאל דרנוב - אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל
rang@midroog.co.il

Extell Limited

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק יציב לסדרת אג"ח א' של חברת Extell Limited (להלן: "אקסטל" או "החברה") וכן מתן דירוג זה לסדרה חדשה בהיקף של עד 400 מיליון ₪ ע.ג. בכוונת החברה לבצע גידור של מרבית תמורת ההנפקה השקלית אל מול השינוי בשער החליפין של השקל מול הדולר. התמורה תשמש בעיקר לפיתוח הקרקעות והפרויקטים הקיימים במנהטן, לרכישת נכסים חדשים וכן לפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16/03/2015. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (אלפי ₪) ליום 31.12.2014:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורי	שיעור ריבית שנתית	תנאי הצמדה	יתרה 31.12.14 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1132299	יוני-14	4.65%	שקלי	1,050	2018-2019

דירוג החברה מושפע לחיוב מאיכות ומיצוב תיק הנכסים וכן לנראות הגבוהה של התזרים, הצפויים להביא ליחסי כיסוי מהירים בשנים הקרובות ביחס לצרכי שירות החוב; היקף הון עצמי משמעותי ורמות מינוף נמוכות, ממתנים את החשיפה למחזור עסקים שלילי; רווחיות בולטת לטובה גלומה בתיק הנכסים, תורמת לנראות התזרים, גם בטווח הארוך, ומאפשרת לחברה לייצר רווחים גם במידה ותחול ירידת מחירים מסוימת בשוק; ותק וניסיון בולט לחיוב של ההנהלה כחברה יזמית משמעותית בניו יורק והטמעת פלטפורמה לניהול, רכישה, השבחה ויזום; פעילות החברה בשוק הדיור במנהטן, המהווה שוק חסין יחסית לאורך זמן, מספקת סביבת פעילות נוחה יחסית, למרות החשיפה לירידת מחירים וירידה בהיקף העסקאות בשוק היוקרה; יתרות נזילות משמעותיות ביחס לצרכי שירות החוב; מידרוג מציינת לחיוב את הזרמת ההון שניתנה ע"י בעל השליטה (מר גארי ברנט) אשר הזרים את חלקו ב-2 קרקעות שהיו בבעלותו מחוץ לחברה. הזרמת הון זו, על פי הערכות שווי שנתקבלו, הינה בהיקף של כ-135 מיליון דולר.

דירוג החברה מושפע לשלילה מחשיפה לסיכונים הקשורים לענף ייזום הנדל"ן במנהטן ולתחום האולטרה יוקרה הפוגעים בעמידות התיק לעתות משבר ועשויים לחשוף את תוצאות החברה לתנודתיות. מדיניות החברה לקבלת מקדמות בהיקף של 25% מהסכמי המכירה בדרך כלל, ממתנת במידה מסוימת את הסיכון הנ"ל. יציין כי, קיימת האטה במכירות בפרויקט משמעותי של החברה "One-57", הנובעת, בין היתר, מהיצע גבוה יותר של דירות "אולטרה יוקרה" בסביבת הפרויקט. אף על פי כן, מועדי קבלת תקבולי התזרימים עומדים בקנה אחד עם תחזיות החברה, לאור מספר מהלכים שבוצעו בקשר לפרויקט. בנוסף, לחברה היקף משמעותי של מצבת נכסים מניבים וכן פרויקטים שאינם נחשבים לפרויקטים הפונים לתחום האולטרה יוקרה, באופן הממתן, במידה מסוימת, את החשיפה לאמור. בנוסף, לחברה מצבת נכסים מניבה התורמת ליצירת תזרים פרמננטי גם כן; תלות בבעל שליטה אשר הינו בעל ערך משמעותי לפעילות החברה; ריכוזיות של תיק הנכסים בפרויקטים מהותיים אף על פי כן, לחברה נכסים בהיקף מספק לצורך שירות החוב גם בנטרול נכסים אלו; לחברה מספר פרויקטים גדולים ומורכבים מבחינה מימונית, הנדסית ושיווקית אשר דורשים השקעה ניכרת של הון עצמי. אולם, החברה השלימה פרויקטים בעלי מורכבות גבוהה בעבר וכן קידמה חלק ניכר מהפרויקטים בצבר, באופן המשפר את בשלותם.

פורטפוליו נכסים איכותי במספר מגזרים במנהטן, צפוי להפיק תזרים משמעותי מאוד ביחס לצרכי שירות החוב, באופן התורם מהותית לנראות התזרים

לחברה פורטפוליו איכותי, הכולל נכסים ופרויקטים במיצוב גבוה במספר מגזרים ובאזורי ביקוש במנהטן (ובמידה מועטה יותר בבוסטון וניו ג'רזי). למרות הריכוזיות הגיאוגרפית של התיק והחשיפה לנכסים ספציפיים, לאור היקף הנכסים, מיקומם ומיצובם, מידרוג רואה בתמהיל זה גורם משמעותי הבולט לחיוב ביחס לדירוג. עיקר פעילות החברה הינה בתחום הייזום. להלן מספר התפתחויות שחלו במצבת הנכסים שיש בהן בכדי להשפיע על פרופיל הסיכון של החברה:

- **עתודות הקרקע:** חל גידול משמעותי בהיקף העתודות בשל רכישת קרקעות וזכויות נוספות למספר קרקעות והתקדמות תכנונית בקרקעות אחרות. כך למשל, החברה רכשה 2 קרקעות במנהטן (קרקע אחת באזור ה-Times Square וקרקע אחת באזור צפון ה-midtown). מתוך שווי הכולל כ- 135 מיליון דולר ניתנו כהזרמת הון מבעל השליטה, ויתכן שהחברה תפעל לפתח על קרקעות אלו נכסים מניבים. בנוסף, החברה רכשה זכויות נוספות בפרויקט ברחוב 125 במנהטן שכיום הינו נכס מניב, אך עשוי להקנות לחברה אפשרות להשבחה באמצעות פיתוח ויצירת תזרים משמעותי לשירות החוב בטווח הארוך. כמו כן, בנכס שנרכש בניו ג'רזי (ראו להלן) ישנן זכויות לפיתוח עתידי של דירות ומלון. כל האמור, מביא לגידול משמעותי בצבר העתידי של החברה באופן המשפר את נראות המקורות לשירות החוב בטווח הארוך.
- **פרויקטים בסוף ביצוע:** החברה מצויה בשלב מסירת יח"ד ב-2 פרויקטים בתחום האולטרה יוקרה (פרויקטים אלו כוללים שטחים מלונאים, מסחר וכן דירות למכירה) - פרויקט "One-57" ופרויקט "Carlton House", המצויים בקרבת הסנטרל פארק. פרויקטים אלו צפויים להניב לחברת תזרים שיורי (לאחר שירות החוב אשר לטובתו הם משועבדים ולאחר ניכוי חלק השותפים) בהיקף של מעל 400 מיליון דולר - חלקו נתקבל לפני תאריך המאזן. יצוין כי אף על פי שחלה האטה במכירות ב-2 הפרויקטים בתקופה שעברה מאז הדירוג הראשוני, החברה השכילה לבצע מספר מהלכים להקדמת מועד קבלת התזרים, לרבות מימון מחדש של הנכסים, מכירת 100% מהזכויות לשטחים המלונאים בפרויקט One-57 לפארק הייט תמורת כ-388 מיליון דולר לעומת ההסכם במועד הדירוג הראשוני למכירת 2/3 מהזכויות תמורת כ-250 מיליון דולר (אשר גוזר שווי של כ-375 מיליון דולר למלון). בנוסף, החברה סיימה בנייה ושיפוץ של שטחים נוספים בנכס באופן אשר להערכתה תורמים ליכולת להשכיר/לממשם. יצוין כי למועד הדו"ח נחתמו הסכמים בהיקף של כ-70% מההכנסות הצפויות בפרויקטים אלו.
- **פרויקטים במהלך ביצוע:** החברה מצויה בשלבי ביצוע שונים של 4 פרויקטים - לבניית נכסים מניבים, בניית בנייני דירות מגורים למכירה בתחום היוקרה ופרויקט אחד בתחום האולטרה יוקרה אשר הינו פרויקט מהותי ביחס להיקף פעילות החברה. מאז הדירוג הראשוני, חלה התקדמות במצב התכנוני של פרויקטים אלו וכן בביצוע ההנדסי כך שבנייתם צפויה להסתיים בין השנים 2016-2018 ולהערכת החברה להניב רווח ותזרים שיורי בהיקף של מספר מיליארדי דולר (נכסים אלו רשומים בשווי נטו בספרים כיום של כ-360 מיליון דולר בנטרול חוב בנקאי וזכויות מיעוט). חלק מעלות הבנייה עד כה מומנה באמצעות כספי גיוס האג"ח, וכן הלוואות בנקאיות, כאשר החברה מצויה בתהליך חתימה על הסכמי ליווי למימון חלק נוסף מהבנייה וכן בוחנת אלטרנטיבות נוספות למימון יתרת ההון העצמי הנדרש לבנייה, לרבות, בין היתר, מימון באמצעות הלוואות EB-5 (תוכנית קיימת למימון בארה"ב המזכה את המלווים בגרין קארד בהתקיים מספר קריטריונים). גיוס אג"ח נוסף, שימוש בנזילות הקיימת וככל

הנדרש קבלת הלוואות מזנין. להערכת מידרוג, ככל שהחברה תצליח בקבלת יתרת המימון הנדרש, במתווה שהוצג למידרוג ובאופן שיביא לשיפור משמעותי בנראות העתידית של התזרים לשירות החוב, האמור עשוי להשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון. מידרוג מציינת לחיוב כי בהתאם למתווה שהוצג בדירוג הראשוני, החברה מימשה כ-80% מאחת הקרקעות לפי שווי פרויקט של כ-123 מיליון דולר. כאשר החברה תהיה זכאית לקבלת 50% מכל רווח העולה על הסכום המשקף תשואה של 12% לרוכש - מנגנון Promote. סכום המכירה משקף רווח של מעל 50 מיליון דולר בגין החלק שנמכר.

- **נכסים מניבים:** לחברה מצבת נכסים מניבים (לרבות מלון המסווג בדוחות הכספיים כנכס פיננסי) המוערכת בהתאם להערכות שווי בשווי כולל של כ-1.2 מיליארד דולר (חלק חברה כ-0.6 מיליארד דולר וכ-0.35 מיליארד נטו מחוב אשר לטובתו נכסים אלו משעובדים). נכסים אלו מצויים באזורי ביקוש בניו יורק, ניו ג'רזי ובוסטון וחלקם מושכרים לטווח ארוך לשוכרים איכותיים אשר מדורגים בדרגת השקעה במודי'ס. המצבת המניבה תורמת, במידה מסוימת, גם לגמישות וליציבות המקורות לשירות החוב וכן מייצרת תזרים פרמננטי הכולל לעיתים עליות מובנות בהסכמי שכ"ד לאורך השנים. תיק הנכסים המניבים צמח מאז דו"ח הדירוג הראשוני בשל רכישת מתחם דירות להשכרת כ-320 יח"ד בניו ג'רזי, פורטפוליו של 6 בנייני משרדים בניו יורק אשר 4 מתוכם הושכרו ע"י החברה לכ-99 שנים, נכס נוסף אשר בעתיד עשוי לעבור הליך הרחבה וייזום ועוד 2 נכסים לא מהותיים. בנוסף, החברה בונה ובוחנת ייזום של מספר נכסים מניבים נוספים.

להערכת מידרוג, איכות והיקף תיק הנכסים וכן ההתפתחויות שחלו מאז הדירוג הראשוני במאי 2014' תורמים לפרופיל הסיכון וליכולת שירות החוב, גם בהתייחס לסכום הגיוס הנוסף המתוכנן.

איתנות פיננסית והיקף הון עצמי בולטים לחיוב, מהווים כרית ספיגה למחזור עסקים שלילי; ההון בספרים אינו משקף במלואו את שווי של תיק הנכסים כפי שהנ"ל משתקף מהערכות שווי

מינוף החברה והיקף ההון העצמי בולטים לחיוב, גם ביחס לרמות דירוג גבוהות יותר ומספקים כרית ספיגה ניכרת כנגד האפשרות לאירועים שליליים בענף. יתר על כן, איכות נכסי החברה משפיעה באופן ניכר גם על איתנותה ועשויה לסייע במקרה הצורך למימוש/למימון מחדש של הנכסים, שכן מנהטן מהווה שוק נזיל יחסית של נכסים לאורך זמן, גם בעתות משבר. לחברה קרקעות ופרויקטים בביצוע, הרשומים בספרים לפי עלות היסטורית ועל כן הדוחות הכספיים אינם מגלמים את שוויין הכלכלי באופן מלא. בחלק מהנכסים המניבים קיימים הסכמי שכ"ד היסטוריים, הנמוכים משמעותית מרמות שכ"ד בשוק ועל כן, עם התקרבות סיום מועדי אותם החוזים, שווי הנכסים ייתמך בגידול הפוטנציאלי בשכ"ד, אשר ישקף בצורה טובה יותר את הנהוג בשוק תוך הפחתת הסיכון הקיים מעליית שיעורי ה-Cap.

¹ הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

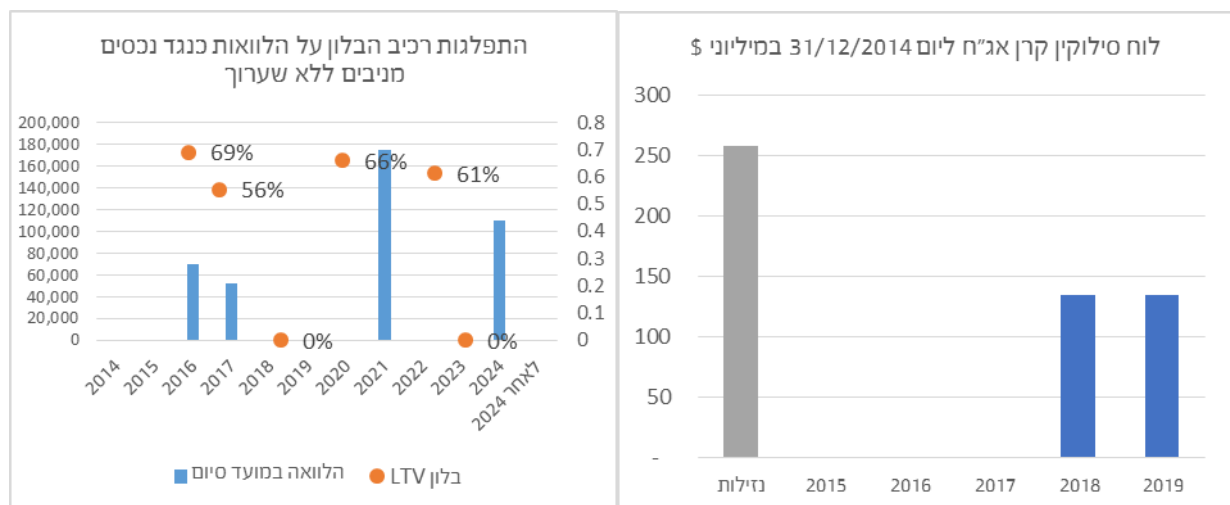
שיעורי רווחיות בולטים ביחס לענף משפרים את הסבירות ליצירת תזרים משמעותי גם בתרחיש של ירידת מחירים

הקבוצה הצליחה להשלים לאורך השנים את פיתוחן ומימושן של עסקאות מורכבות בהיקפים גדולים, המגלמים שיעורי רווחיות יוצאי דופן. כך לדוגמה, בהתאם לנתוני הקבוצה, הקבוצה השלימה פרויקטים יזמיים, במהלך עשרים השנים האחרונות, עם שיעור רווח לפני מס משוקלל של כ-33% וזאת ללא התחשבות בהסדרי הקבוצה עם השותפים, הכוללים את מנגנון ה-Promote, אשר הגדילו את שיעורי הרווח של הקבוצה באופן ניכר. באופן דומה, בהתאם לנתוני החברה מצבת הפרויקטים בביצוע, מגלמת שיעור רווח גולמי גבוה ביחס למקובל בענף. להערכת מידרוג, גם תחת תרחיש של ירידת מחירי דירות, בשיעור דומה לזה של 2008, נכסים אלו צפויים לייצר רווחים ותזרימים משמעותיים ביחס להיקף החוב.

נזילות בהיקף משמעותי ביחס לצרכי שירות החוב; בשל איכות והיקף מקורות התזרים הכוללים רווח והחזר הון עצמי בגין הפרויקטים בביצוע והפרויקטים בשלבי סיום, לחברה מקורות טובים לשירות החוב; קיימת גמישות פיננסית מסוימת בגין המצבת המניבה

נכון ליום 31.12.2014, לחברה יתרת נזילות של כ-257 מיליון דולר (בנטרול מזומנים מוגבלים בהיקף של כ-61 מיליון דולר). קרן האג"ח (לפני הגיוס) עומדות לפירעון שנתי בהיקף של כ-135 מיליון דולר בכל אחת מהשנים 2018-2019. בנוסף, לחברה הלוואות בנקאיות והלוואות ליווי בנייה אשר צפויות להיפרע, בהתאם לקצב המקדמות מהרוכשים ולעיתים ממימוש הקרקעות עצמן וכן הלוואות אשר לטובתם משועבדים נכסים מניבים אשר מצויות בתנאים נוחים יחסית בשל מועד סיום ההלוואות, האמורטיזציה השוטפת ורכיב הפירעון הסופי ביחס לשווי הנכסים.

החברה מתכוונת לשרת את התחייבויותיה, בין היתר, מיתרת הנזילות, מפעילותה השוטפת, אשר כאמור צפויה לייצר תזרים משמעותי כבר בטווח הקצר, כמו גם ממכירת קרקעות אפשרית. למעשה קיים עודף משמעותי בין מקורות החברה הצפויים, לבין לוח הסילוקין אשר תורם לעמידות החברה לתנאי משבר בשווקי פעילותה. בנוסף, לחברה גמישות פיננסית מסוימת בשל מצבת הנכסים המניבים. אולם, מכיוון שמרבית נכסים אלו משועבדים לטובת הלוואות בנקאיות, מידרוג רואה בהם כמייצגים גמישות פיננסית פחותה.



אקסטל - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי דולר)

לא מבוקר - 31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	31.12.2014	דוח מאוחד, אלפי דולר ארה"ב
2,833	2,922	24,475	98,297	הכנסות
2,269	2,028	10,991	47,563	רווח טלמי
80%	69%	45%	48%	שיעור רווח טלמי
2,269	2,028	10,991	34,120	EBITDA
4,019	12,204	36,369	94,520	EBITDA בתוספת דיבידנד ממוחזקות
25,196	85,997	203,064	125,048	הכנסות אחרות ורווח בנן מוחזקות*
78,151	99,563	232,551	206,681	רווח (הפסד) נקי
290,074	325,770	519,950	914,048	חוב פיננסי
22	46	1,544	257,394	יתרת נזילות (ללא מזומנים מוגבלים)
2,491	2,169	236,809	61,675	מזומנים מוגבלים
290,052	325,724	518,406	656,654	חוב פיננסי נטו
546,154	726,888	1,173,644	1,827,767	CAP
546,132	726,842	1,172,100	1,570,373	CAP נטו
256,080	401,118	653,694	913,719	הון עצמי
-	-	102,500	124,500	מקדמות מרוכשים
614,479	783,788	1,231,407	1,955,894	סך מאזן במיני מקדמות מלקוחות
41.67%	51.18%	53.09%	46.72%	הון עצמי למאזן במיני מקדמות מלקוחות
53.11%	44.82%	44.30%	50.01%	חוב פיננסי / CAP
53.11%	44.81%	44.23%	41.82%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
-5,928	994	-6,213	66,357	FFO
-5,928	994	135,954	121,357	FFO מותאם **
שלילי	328	שלילי	14	חוב פיננסי ל-FFO
שלילי	328	שלילי	10	חוב פיננסי נטו ל-FFO
שלילי	328	4	8	חוב פיננסי ל-FFO מותאם **
שלילי	328	4	5	חוב פיננסי נטו ל-FFO מותאם **

* הכנסות אחרות לשנת 2013 ולשנת 2014 כוללות רווח ממכירת נדל"ן להשקעה של כ-142 מיליון דולר וכ-55 מיליון דולר בהתאמה ** כולל רווח ממכירת נדל"ן להשקעה ** המספרים לשנים 2011-2013 הינם של דוחות פרופורמה של הנכסים מכיוון שהחברה הוקמה בשנת 2014

אופק הדירוג

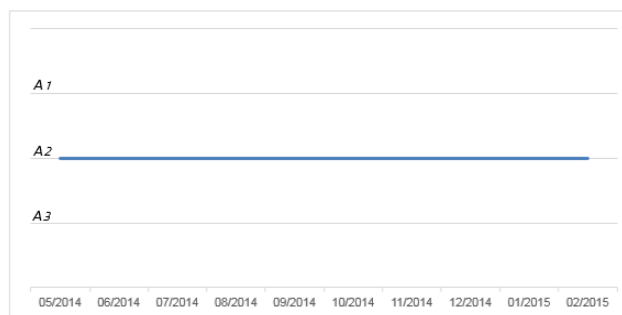
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- עמידת החברה בתחזיות להפקת רווחים והתקדמות במכירת שטחים ומסירות הדירות בפרויקטים
- שמירה על יחסי איתנות גבוהים לאורך זמן גם בהתחשב בשווי הנכסים בהתאם להערכות שווי
- הורדת התלות בפרויקטים בודדים באופן שלא יפגע בפרופיל הסיכון של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה מהותית בסביבה העסקית של החברה באופן שיביא לפגיעה משמעותית ביחסי האיתנות והכיסוי
- הרעה בגמישות הפיננסית בחברה ומדיניות דיבינדנד חריגה אשר תפגע בנזילותה ובאיתנותה הפיננסית של החברה
- שינוי מהותי במוטת השליטה בחברה

היסטוריית דירוג



7

דוחות מתודולוגיים:

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי - ינואר 2012](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

תאריך דוח: 16 במרץ 2015

דוח קודם: מאי 2014

החברה הוקמה בשנת 2014 כחברה פרטית. בעל השליטה, נשיא ויו"ר החברה הינו מר גארי ברנט, המחזיק בשרשור בכ- 100% ממניות החברה. למר ברנט ניסיון של מעל 25 שנה בתחום הנדל"ן והינו דמות מרכזית בענף הנדל"ן בניו יורק, גם בפלחי היוקרה והאולטרה יוקרה. החזקות החברה כוללות, בין היתר, את הנכסים הבאים:

1. **פרויקטים בפיתוח** - לחברה שני פרויקטים הנמצאים בשלב ביצועי מתקדם כאשר הבולט הוא "One 57", הנמצא לקראת השלמה ביצועית, דירות בפרויקט כבר החלו להימסר, ובגינו נחתמו חוזי מכר בהיקף של כ-70%, על בסיס צפי ההכנסה הכללית. מדובר בבניין המגורים הגבוה ביותר בניו-יורק, המתנשא לגובה של כ-310 מטר ומונה 90 קומות וכ-132 דירות קונדו. כמו כן, הפרויקט כולל בית מלון שנמכר בחלקו לרשת Hyatt העולמית עבור כ-388 מיליון דולר.
2. **נכסים מניבים** - לחברה מצבת נכסים מניבה, הכוללת נכסים איכותיים במנהטן, המושכרים בחוזים ארוכי טווח (מרבית השוכרים מדורגים בדרגת השקעה במודי'ס). בהקשר זה נציין את ההחזקה של כ-42% ב-W Hotel, הממוקם ב-Times Square במנהטן והינו אחד מהמלונות המוכרים בניו-יורק. המלון בן 54 קומות ומונה מעל ל-500 חדרים ושלוש קומות מסחר הפונות ל-Times Square - מבין שטחי המסחר עם הביקוש הגבוה ביותר בעולם.
3. **קרקעות לייזום/בתחילת בנייה** - לחברה החזקות משמעותית במספר קרקעות לפיתוח עתידי במגזר זה. הקרקע המשמעותית לפיתוח הינה פרויקט Central Park Tower - מגדל מגורים אשר עתיד להיות גבוה אף יותר מפרויקט One 57 ובהתאם לנתוני ותחזיות החברה צפוי ליצור תזרים שירי של מעל 2 מיליארד דולר. יצוין, כי החברה התקשרה עם רשת Nordstrom למכירת שבע הקומות הראשונות במגדל תמורת כ-400 מיליון דולר. נכון למועד דוח זה הפרויקט ומספר פרויקטים נוספים מצויים בשלבי ביצוע שונים.

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</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי* <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> 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.

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") 2015.

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 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 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.