



גזית גלוב בע"מ

דו"ח מעקב - אוקטובר 2014

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

anna@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי סמונכ"ל (ראש תחום נדל"ן)

rang@midroog.co.il

גזית גלוב בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה (Issue)
------------------	-----	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa3 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור, אותן הנפיקה חברת גזית גלוב בע"מ (להלן: "גזית", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור (נתוני סולו - אלפי ש"ח):

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרה לתאריך יתרה 30.6.2014 כולל הצמדה (אלפי ש"ח)	יתרת שנת פירעון האג"ח
סדרה א'	1260165	מאי-02	6.50%	דולר	117,062	2015-2017
סדרה ב'	1260272	מאי-04	E+2%	אירו	146,093	2014-2016
סדרה ג'	1260306	אפר-05	4.95%	מדד	953,025	2015-2018
סדרה ד'	1260397	ספט-06	5.10%	מדד	2,460,861	2019-2021
סדרה ה'	1260421	יולי-07	T+0.7%	לא צמוד	546,775	2017
סדרה ו'	1260405	דצמ-06	6.40%	לא צמוד	566,004	2015-2016
סדרה ט'	1260462	ינו-08	5.30%	מדד	1,440,547	2015-2018
סדרה י'	1260488	פבר-09	6.50%	מדד	857,317	2014-2019
סדרה יא'	1260546	ספט-11	5.35%	מדד	2,944,489	2018-2024
סדרה יב'	1260603	אוק-13	4.00%	מדד	882,410	2023-2027
סדרה פרטית 2	פרטי	אפר-06	4.57%	מדד	19,950	2015
סה"כ					10,934,533	

*סדרת אג"ח י' הינה סדרה מובטחת, המגובה בשעבוד נכסים בישראל

הדירוג נסמך, בין היתר, על הפרופיל העסקי הבולט לטובה של הקבוצה, ופיזור נכסים משמעותי שמתבטא הן בהיקפו (כ-561 נכסים מניבים ונכסים בפיתוח, בשטח להשכרה של כ-6.6 מיליון מ"ר, הרשומים לפי שווי הוגן של כ-75.5 מיליארד ש"ח, בהנחת איחוד של חברות בשליטה משותפת המוצגות בשווי מאזני והכללת מלוא שוויים של נכסים המנוהלים על ידי הקבוצה) והן בהיותו מפוזר על פני מספר רב של אזורים ברחבי העולם (כאשר מרבית הפעילות מתבצעת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה, כגון ארה"ב, קנדה, פינלנד, שוודיה, פולין, צ'כיה וכדומה), תוך שמירה על השליטה והניהול של הנכסים באמצעות הנהלות מקומיות; כמו כן, פרופיל הסיכון מושפע לחיוב מפרופיל עסקי ומיצוב פיננסי גבוה של החברות המוחזקות העיקריות, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף התזרים, יחסי הכיסוי והמינוף לצד נגישות לגיוסי חוב והון במדינות פעילות. האמור בא לידי ביטוי גם בהעלאת דירוגי חברות אלו בשנים האחרונות לרבות העלאת הדירוג בשנה האחרונה ע"י מודיס של חברת Citycon מדירוג Baa3 לדירוג Baa2, בעקבות הנפקות הון בהיקף של כ-400 מיליון אירו במהלך 2014 (מתוכן, גזית השתתפה בכ-88 מיליון אירו). בנוסף, FCR ו-EQY מדורגות בדירוג Baa2 ע"י מודיס; מידרוג מציינת לחיוב את המהלכים שחברות הקבוצה ביצעו בשנים האחרונות לטיוב תיק הנכסים שלהן, הן באמצעות מימוש ורכישת נכסים מניבים והן באמצעות רכישת קרקעות ובניית נכסים נוספים. חשוב לציין, כי מגמת החברה הינה העברת חלק ניכר יותר מהפורטפוליו למיקום באזורים אורבאניים, הנהנים ממגמות דמוגרפיות חיוביות של צמיחה באוכלוסייה, בהכנסת משקי הבית וכדומה; מיצוב נכסי הבסיס אשר מאופיינים כמרכזים מסחריים, המשרתים צרכים יומיומיים בסיסיים לקהל היעד והמושכרים בתפוסות גבוהות לאורך זמן, בנוסף למשך חוזי שכירות נאותים ביחס לענף, מסייעים להקטנה מסוימת, בטווח הקצר-בינוני, של החשיפה



התזרימית להאטה נוספת בכלכלות בהן פועלת החברה (אף על פי שהרעה משמעותית בתנאי המקרו עלולה להשפיע על השווי ההוגן של הנכסים וכתוצאה - על יחסי האיתנות והגמישות הפיננסית כבר בטווח הקצר); נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה לאורך זמן, זאת לאור היקף הנזילות ומסגרות האשראי הלא מנוצלות ברמת הסולו המורחב, בנוסף לנזילות ומסגרות האשראי הלא מנוצלות בחברות הבנות המרכזיות, כמו גם המניות הסחירות והנדל"ן הלא משועבדים בקבוצה והכל - ביחס ללוח סילוקין הפרוס בצורה נוחה ברמת הסולו והמאוחד; אסטרטגיה מימונית סולידית יחסית אשר כוללת גידור סיכוני ריבית ומטבע באופן ניכר, ביחס להיקף ולאופי פעילותה (ההון העצמי חשוף לשינויים בשער החליפין, כפי שבא לידי ביטוי בהתאמות משינויים בתרגום שע"ח של דוחות המחצית הראשונה לשנת 2014, אשר השפיעו לשלילה על ההון העצמי וזכויות המיעוט בהיקף של כ- 0.4 מיליארד ₪); מגמת שיפור ברמות המינוף של הקבוצה אשר צפויה להימשך לאור פעולות של מחזור הון למימוש נכסים המוחזקים בחברות פרטיות ע"י הקבוצה בארה"ב וגרמניה (יצוין כי מנגד, החברה ביצעה השקעות נוספות בברזיל). אף על פי כן, מרבית השיפור עד כה בא לידי ביטוי בחברות הבנות המרכזיות. מנגד, על אף שיפור משמעותי ביחסים הפיננסיים בשנים האחרונות, יחסים אלו ובייחוד יחסי הכיסוי, עדיין אינם בולטים לטובה ביחס לחברות אחרות ברמת הדירוג. להערכת מידרוג, יחסים אלו הינם סבירים לדירוג בהתחשב במאפייני הפעילות הסולידיים והיקף הפעילות הנרחב.

יצוין, כי בתקופה האחרונה חלה הידרדרות בפעילות של חברת דורי בניה בע"מ (להלן: "דורי בניה"), המצויה בשליטת הקבוצה בשרשור, שהתבטאה בדיווח על הפסד בהיקף של כ- 440 מיליון ₪. הנ"ל בא לידי ביטוי בשינוי האומדנים לפעולות בניה בדוחות הכספיים של דורי בניה ובכך משפיע לרעה על יחסי האיתנות והכיסוי של הקבוצה, בייחוד בשנת 2014. לצורך חיזוק מבנה ההון ושמירה על יכולת עמידה בהתחייבויותיה של דורי בניה, העמידה החברה דרך גזית גלוב ישראל (פיתוח) בע"מ הלוואה (שהומחטה לדורי קבוצה כנגד שטר הון בה) בסך של כ- 250 מיליון ₪ לטובת חיזוק ההון של דורי בניה. בנוסף, בהתאם להודעות החברה וחברות הקבוצה, השקיעה גזית, באמצעות גזית גלוב ישראל (פיתוח) סכום נוסף בהיקף של 130 מיליון ₪ בהון המניות של דורי קבוצה וכן התחייבה להעמיד לה סכום נוסף של עד כ- 70 מיליון ₪ לאחר השלמת רכישת אגרות החוב של דורי בניה. היקף פעילות הקבוצה וההתקדמות ביתר תחומי הפעילות מפצים, להערכת מידרוג, על ההדרדרות בדורי בניה. כך למשל, גזית הציגה רווח בהיקף של כ-613 מיליון ₪ (303 מיליון ₪ מיוחס לבעלי המניות) במחצית הראשונה של שנת 2014, אשר כללה הפסד גולמי בהיקף של כ-248 מיליון ₪ בגין פעילות דורי בניה וקבוצת א. דורי.

פיזור והיקף פעילות בולטים לטובה; מצבת נכסים איכותית מצויה בצמיחה אשר הפגינה יציבות בביקושים

פורטפוליו הנכסים המניבים, הכולל כ-561 נכסים, המפוזרים על פני מספר רב של מדינות ומושכרים בתפוסה גבוהה לאורך זמן (כ-95.4%, נכון ל-30.06.2014), משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה. מצבת נכסים זו ייצרה סך NOI (כולל איחוד יחסי של אטריום, המוצגת בשיטת האקוויטי בדוחות הכספיים) של כ-1.85 מיליארד ₪ במחצית הראשונה של שנת 2014 בהשוואה לכ-1.95 מיליארד ₪ במחצית הראשונה של שנת 2013. יצוין, כי בנטרול שינוי בשערי חליפין, הכנסות משכ"ד מנכסים זהים צמחו בכ-1.5% בתקופה, באופן המגלם האטה מסוימת בצמיחת פרמטר זה (ממוצע של מעל 3% בשנים האחרונות). נתון זה בולט לחיוב על רקע מגמות הצמיחה הנמוכה כיום במרבית המדינות המפותחות, ומדגיש את הצלחת אסטרטגיית החברה בטיוב תיק הנכסים בשנים האחרונות, לצד ניהול אקטיבי, התורם למיזוי הפוטנציאל הגלום בנכסים. תהליך טיוב הנכסים כולל מימוש נכסי None Core והתמקדות באזורים אורבאניים המצויים בצמיחה, הן מבחינת היקף האוכלוסייה והן מבחינת כוח הקנייה של קהל היעד. האמור, בתוספת למח"מ הנאות של הסכמי השכירות ביחס לתחום המרכזים המסחריים, תורם ליכולת החברה להמשיך ולייצר תזרים משמעותי איכותי לשירות החוב ממצבת הנכסים, תוך הקטנת החשיפה התזרימית בטווח הקצר-בינוני להאטה נוספת בכלכלות במדינות הפעילות. יתרה מכך, חרף המגוון הרחב של נכסים מניבים בבעלות הקבוצה, ניתן לאפיין את מצבת הנכסים ככזו המוטה למרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, אשר פונים לצרכים בסיסיים של קהל היעד ולפיכך, מפגינים עמידות גבוהה בעיתות משבר.

פרופיל עסקי ומיצוב גבוה לחברות הבנות בקבוצה ממתן את רמות הסיכון

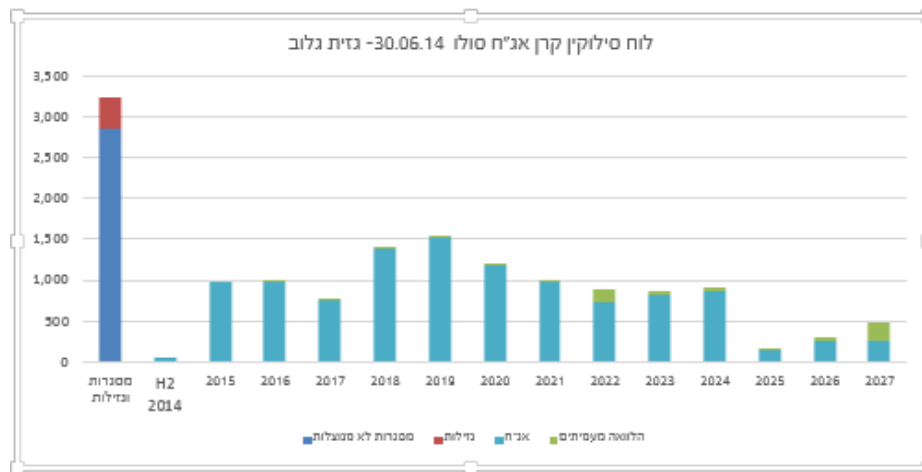
הפרופיל הפיננסי האיתן של החברות הבנות המרכזיות מקנה לחברה גמישות פיננסית ותפעולית ביחס לחברות מדורגות אחרות. מידרוג מציינת לחיוב את השיפור בפרמטרים הפיננסיים וכן בהיקף פעילותן של החברות הנ"ל, באופן המגדיל את הוודאות לקבלת דיבידנדים מהן בעתיד. בהתאם לכך, למרות השקעה נטו בנכסים מניבים בהיקף של כ-1.8 מיליארד ₪, בין תחילת שנת 2013 לסוף הרבעון השני לשנת 2014 (רכישת נכסים מצדדים שלישיים וייזום נכסים ע"י חברות הקבוצה, בניכוי מימוש נכסים), רמת המינוף של החברה ושל החברות הבנות השתפרה. מעבר לרווחים השוטפים, בניכוי הדיבידנדים, ניתן לייחס את האמור להמשך מגמת הנפקות ההון בחברות הקבוצה. כך למשל, בשנים 2010-2013 החברה סולו וחברות הקבוצה השלימו הנפקות הון בהיקף שנתי ממוצע של מעל 2 מיליארד ₪ ובשנת 2014 עד כה (כולל הנפקות לאחר תאריך המאזן) הקבוצה הנפיקה כ-2.8 מיליארד ₪ - מרביתן במסגרת הנפקות הון שובצעו בחברת Citycon המרכזת את פעילות הקבוצה בצפון אירופה, בנוסף להנפקות הון בחברת First Capital Reality, המרכזת את פעילות הקבוצה בקנדה, Equity One, המרכזת את פעילות הקבוצה בארה"ב והנפקת הון פרטית של החברה. להלן מספר פרמטרים עיקריים של החברות הבנות המרכזיות:

נתונים עיקריים של חברות בנות מרכזיות (אלפי ₪)

ATR	CTY	FCR	EQY	
30.6.14	30.6.14	30.6.14	30.6.14	באלפי ₪
39.8%	41.9%	44.9%	45.1%	שיעור החזקה
11,617,708	12,675,323	21,490,975	13,125,132	נדל"ן להשקעה מניב
1,892,318	192,919	1,527,298	267,731	נדל"ן להשקעה בפיתוח
3,399,529	6,107,163	12,692,539	5,225,100	חוב פיננסי
1,210,411	651,983	840,487	216,360	יתרת נזילות ללא מסגרות אשראי
1,210,411	2,519,728	3,225,150	1,360,695	יתרות נזילות+מסגרות אשראי
10,583,796	7,199,504	10,834,626	8,814,870	הון עצמי זז. מיעוט
4,212,351	3,016,592	4,868,973	3,973,303	חלק גזית
15,168,878	14,551,090	25,800,872	14,356,438	סך מאזן
967,882	789,514	1,301,584	925,482	נילום שנתי NOI
97.0%	95.7%	95.5%	94.2%	שיעור תפוסת נכסים
662,779	434,655	691,819	596,974	FFO H1 2014 בגילום שנתי
70%	49%	42%	61%	הון עצמי זז. מיעוט לסך מאזן
5.1	14.1	18.3	8.8	חוב פיננסי ל- FFO בגילום שנתי
3.3	12.6	17.1	8.4	חוב פיננסי נטו ל- FFO בגילום שנתי
נתוני FFO הינם על פי חישוב החברה בדוחות הכספיים				

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה לאורך זמן, הן ברמת הסולו והן ברמת המאוחד

נכון ליום 30.06.14, לחברה, ברמת הסולו המורחב, ישנה יתרת נזילות וקווי אשראי חתומים בלתי מנוצלים בהיקף של כ- 3.1 מיליארד ₪. קווי האשראי של החברה חתומים למספר שנים וכן כפופים לאמות מידה, המחושבות לפי יחס NAV בספרים ולא לפי שווי שוק האחזקות, באופן המקטין את רגישות החברה למצב השוק (ברמת המאוחד, כולל אטריום באיחוד יחסי, לקבוצה יתרת נזילות וקווי אשראי בלתי מנוצלים בהיקף של כ-12 מיליארד ₪, נכון ליום 30.06.14). פירעון קרן אג"ח (ברמת הסולו המורחב) במחצית השנייה של שנת 2014 ובשנת 2015 עומד על כ-57 מיליון ₪ וכ-990 מיליון ₪, בהתאמה. כמו כן, ברמת הסולו המורחב של החברה ישנה גמישות פיננסית משמעותית, הנובעת מהחזקות במניות הלא משועבדות של החברות הבנות הסחירות בהיקף נרחב. ברמת המאוחד, לקבוצה גמישות פיננסית, הכוללת נדל"ן לא משועבד בהיקף של כ-44.4 מיליארד ₪, סכום הבולט לטובה ביחס לאג"ח (כולל אטריום באיחוד יחסי) בהיקף של כ-25.3 מיליארד ₪ ברמת הקבוצה (ללא אג"ח להמרה). לאור הנזילות והגמישות הפיננסית הגבוהה של החברה, הן ברמת הסולו המורחב והן ברמת המאוחד, לוח הסילוקין הפרוס בצורה נוחה יחסית ובשל איכות והיקף התזרים של הקבוצה, להערכת מידרוג, לחברה נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה.



גזית גלוב בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים (מיליוני ₪) - כולל איחוד יחסי אטריום על בסיס פרפורמה שבוצעה

31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	30.6.13	31.12.13	30.06.14	נתונים פיננסיים מאוחדים עיקריים מיליוני ₪
4,680	5,287	6,496	7,454	3,806	7,306	3,331	סה"כ הכנסות NOI
2,729	3,058	3,509	3,856	1,911	3,792	1,848	רווח גולמי ממכירת בניינים והעבודות שבוצעו
42	69	58	84	71	-16	-248	סה"כ רווח גולמי שיעור NOI
2,757	3,114	3,557	3,937	1,979	3,773	1,597	EBITDA בנטרול שערורים
66.8%	66.5%	67.0%	67.6%	66.9%	67.3%	67.7%	שינוי בשווי נדל"ן להשקעה והשק' פיננסיות
2,248	2,531	2,807	3,274	1,690	3,161	1,299	רווח נקי (לאחר מס)
-1,841	999	1,787	1,905	404	925	200	חוב פיננסי יתרות נדלות
700	1,608	2,056	2,534	993	2,185	613	חוב פיננסי נטו
34,511	33,340	41,031	42,938	41,499	40,918	40,236	Cap
2,314	1,596	2,703	2,675	3,005	2,204	3,004	חוב נטו Cap
32,197	31,744	38,328	40,263	38,494	38,714	37,232	הון מניות (ללא זכויות מיעוט)
49,340	50,439	63,172	68,630	67,341	66,644	66,752	הון עצמי זכויות מיעוט
47,026	48,843	60,469	65,955	64,336	64,440	63,748	נדל"ן להשקעה
5,189	5,915	7,309	7,849	7,988	7,802	7,687	סך מאזן בנטרול מקדמות
13,266	15,169	19,724	22,675	22,798	22,361	23,058	הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן
42,174	43,634	54,627	59,177	57,395	57,797	55,729	חוב ל-CAP
51,412	52,470	66,352	72,159	70,290	69,719	69,843	חוב נטו ל-CAP
25.8%	28.9%	29.7%	31.4%	32.4%	32.1%	33.0%	FFO*
69.9%	66.1%	65.0%	62.6%	61.6%	61.4%	60.3%	חוב ל-FFO*
68.5%	65.0%	63.4%	61.0%	59.8%	60.1%	58.4%	חוב נטו ל-FFO*
782	815	1,187	1,615	762	1,411	435	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערורים
44.1	40.9	34.6	26.6	27.2	29.0	46.2	FFO ללא דורי קבוצה
41.2	38.9	32.3	24.9	25.3	27.4	42.8	חוב ל-FFO לא כולל דורי קבוצה
14.3	12.5	13.7	12.3	11.4	12.2	14.3	חוב נטו ל-FFO לא כולל דורי קבוצה
789	804	1,206	1,586	764	1,543	729	
42.9	40.5	33.5	26.8	26.8	26.1	27.1	
40.2	38.9	31.4	25.1	24.9	24.7	25.2	

* ה-FFO יוחסי החוב והחוב נטו ל-FFO ב-2013-2014 הינם בנטרול השפעת הוצאות בגין פירעון מוקדם של נגזרים פיננסיים בחברה Citycon ובגין פירעון מוקדם של נכסים פיננסיים נגזרים, אשר נרשמו כחלק מתשלומי/תקבולי הריבית של החברה.

31.12.09	31.12.2010	31.12.11	31.12.12	30.6.13	31.12.13	30.6.14	סולו מורחב - נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ש"ח
18,293,342	17,883,338	21,434,625	23,057,671	22,257,133	22,520,439	21,832,112	CAP
5,189,142	5,914,824	7,136,240	7,848,634	7,987,767	7,801,417	7,687,052	הון עצמי
13,104,200	11,968,514	14,298,385	15,209,037	14,269,366	14,719,022	14,145,060	חוב פיננסי
12,265,100	11,540,110	13,350,819	14,159,677	13,927,961	14,073,581	13,887,277	חוב פיננסי נטו
17,037,921	16,719,701	19,786,178	21,517,874	21,314,541	21,648,572	20,865,000	שווי מאזני של סך ההשקעות
18,984,521	18,706,188	22,458,365	23,966,421	23,190,091	23,762,600	22,758,305	סך מאזן חשבונאי
							יחסי איתנות
27%	32%	32%	33%	34%	33%	34%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
70%	66%	65%	64%	64%	64%	64%	חוב נטו ל-CAP נטו
345,639	718,068	-488,374	1,056,787	577,940	448,664	1,406,105	פער בין שווי מאזני לשווי השקעות מתואם

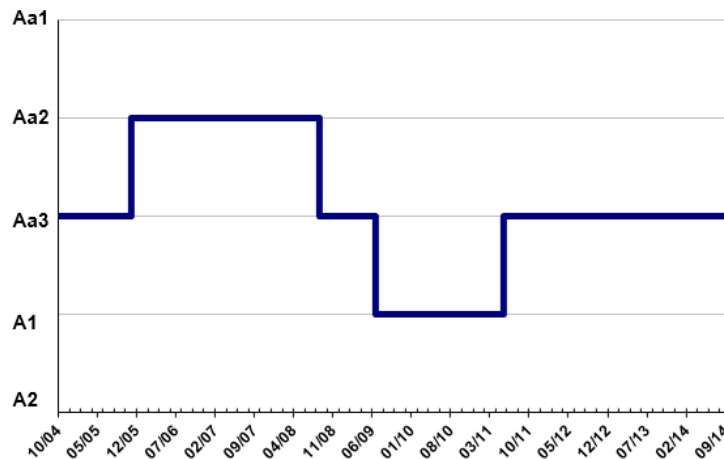
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- המשך ירידה משמעותית ברמת המינוף הכוללת של החברה (סולו) והחברות המוחזקות
- שיפור בתזרים השוטף ברמת הסולו המורחב ביחס לדיבידנד המחולק
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג :

- הרעה בנזילות ובגמישות הפיננסית
- הרעה ביחסי האיתנות של החברה ו/או החברות המוחזקות
- גניעה מהותית במיצוב הפיננסי של החברות המוחזקות והתזרימים אשר יפגעו ביחסי הכיסוי של החברה



פרופיל החברה

גזית גלוב עוסקת, באמצעות חברות בנות, ברכישה, פיתוח וניהול של נכסים מניבים בארה"ב (באמצעות החזקה בחברות Equity One, ו-ProMed Properties), קנדה (באמצעות החזקה בחברת First Capital Realty), אירופה (באמצעות החזקה בחברת Citycon, גזית אירופה והחזקה משותפת ב- Atrium European Real Estate Limited) וישראל (באמצעות החזקה בחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) בע"מ) ובברזיל. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים, מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף מבני משרדים רפואיים בצפון אמריקה וכן בייזום, פיתוח, ניהול וביצוע של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל ובמזרח אירופה. בעלת השליטה בגזית גלוב הינה נורסטאר החזקות אינק, אשר נמצאת בשליטתם של מר חיים כצמן ודורי סגל.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח פעולת דירוג 24 באפריל 2014

תאריך דוח: 19 באוקטובר 2014

רשימת 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 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 שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

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

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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CRG1009141000M

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 פסקה 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 מניפק, 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.