



גזית גלוב בע"מ

דו"ח פעולת דירוג | אוגוסט 2015

1

אנשי קשר:

אנה אייזנברג - בן לולו, אנליסטית

anna@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות בכיר

eylong@midroog.co.il

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

ran@midroog.co.il

גזית גלוב בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa3 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת גזית גלוב בע"מ (להלן: "גזית" ו/או: "החברה" ו/או "הקבוצה"). כמן כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרות קיימות, בסכום של עד 810 מיליון ש"ח ע.ג. תמורת הגיוס תשמש למחזור חוב פיננסי קיים ולפעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 25.08.2015. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן פירוט סדרות אג"ח המדורגות שבמחזור (נתוני סולו באלפי ₪):

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי הצמדה	יתרה לתאריך יתרה כולל 30.6.2015 הצמדה (אלפי ₪)	יתרת שנות פידעון האג"ח
סדרה א'	1260165	מאי-02	6.50%	דולר	85,444	2016-2017
סדרה ב'	1260272	מאי-04	E+2%	אירו	87,016	2015-2016
סדרה ג'	1260306	אפר-05	4.95%	מדד	791,386	2016-2018
סדרה ד'	1260397	ספט-06	5.10%	מדד	2,449,982	2019-2021
סדרה ה'	1260421	יול-07	T+0.7%	לא צמוד	549,335	2017
סדרה ו'	1260405	דצמ-06	6.40%	לא צמוד	567,713	2015-2016
סדרה ט'	1260462	ינו-08	5.30%	מדד	1,012,345	2016-2018
סדרה י*	1260488	פבר-09	6.50%	מדד	832,345	2015-2019
סדרה יא'	1260546	ספט-11	5.35%	מדד	2,912,720	2018-2024
סדרה יב'	1260603	אוק-13	4.00%	מדד	2,332,693	2023-2027
סה"כ	11,620,979					

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

הדירוג נסמך, בין היתר, על הפרופיל העסקי הבולט לטובה של הקבוצה שמבוסס על פיזור נכסים משמעותי, הן בהיקפו (נכון ליום 30.06.2015, כ-453 נכסים בשטח להשכרה של כ-6.3 מיליון מ"ר, הרשומים לפי שווי הוגן של כ-75.3 מיליארד ש"י) והן בהיותו מפוזר על פני מספר מדינות רב. מרבית הפעילות מתקיימת במדינות יציבות, המאופיינות בדירוג אשראי גבוה כגון ארה"ב, קנדה, פינלנד, שוודיה, פולין, צ'כיה והחל מיולי 2015 נורבגיה. בהקשר זה, מידרוג מציינת לחיוב את המהלכים שחברות הקבוצה ביצעו בשנים האחרונות לטיוב תיק הנכסים המניבים, הן באמצעות מימוש ורכישת נכסים מניבים והן באמצעות פיתוח נכסים נוספים, באופן בו חלק גדול יותר מהפורטפוליו ממוקם באזורים אורבאניים, הנהנים ממגמות דמוגרפיות חיוביות של צמיחה באוכלוסייה, בהכנסת משקי הבית וכדומה; מיצב נכסי הבסיס אשר מאופיינים כמרכזים מסחריים, המשרתים צרכים יומיים בסיסיים לקהל היעד ומציגים שיעורי תפוסות גבוהים לאורך זמן, בנוסף למשך חוזי שכירות נאותים ביחס לענף, מסייעים להקטנה מסוימת, בטווח הקצר-בינוני, של החשיפה התזרימית להאטה נוספת בכלכלות בהן פועלת החברה; נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה לאורך זמן,

¹ בהנחת איחוד של חברות בשליטה משותפת, המוצגות בשווי מאזני והכללת מלוא שוויים של נכסים בבעלות חלקית, המנהלים על ידי הקבוצה



זאת, לאור היקף הנזילות ומסגרות האשראי הלא מנוצלות ברמת הסולו המורחב (לאחר תאריך הדוחות החברה ביצעה מספר השקעות, ביניהן, השתתפות בהנפקת הזכויות של CTY, לני"ל עשויה להיות השפעה על היקף מסגרות האשראי הלא מנוצלות) בנוסף לנזילות בחברות הבנות המרכזיות וכן בשל המניות הסחירות והנדל"ן הלא משועבד בקבוצה. כל זאת, בהשוואה ללוח סילוקין הפרוס בצורה נוחה ברמת הסולו והמאוחד; פרופיל עסקי ומיצוב פיננסי גבוה של החברות המוחזקות העיקריות, כפי שבא לידי ביטוי בהיקף התזרים, יחסי הכיסוי והמינוף של החברות הבנות, לצד נגישות לגיוסי חוב והון במדינות פעילותן, משפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון (יש לציין כי 4 החברות העיקריות בהן החברה מחזיקה מדורגות בדירוג בינלאומי בדרגת השקעה (למשל CTY, EQY, FCR ו-CTY מדורגות Baa2 באופק יציב על ידי MOODY'S); בחודש ינואר 2015 רכשה החברה מניות של חברת אטריום בסכום של כ-229 מיליון אירו, כך שאחוז ההחזקה עלה ל-55% מכ-41%, כתוצאה מכך החברה מאחדת את דוחותיה הכספיים של אטריום החל מהרבעון הראשון של שנת 2015. בנוסף לביסוס השליטה של גזית בחברה זו, ניתן לראות שיפור מסוים ביחסי האיתנות ברמת הדוח המאוחד; בחודש יולי 2015 חברת CTY השלימה הנפקת זכויות בהיקף כולל של כ-604 מיליון אירו (החברה השתתפה ב-260 מיליון אירו). תמורת ההנפקה יחד עם חוב נוסף, שימשה לרכישת חברה פרטית אשר בבעלותה 20 מרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים בנורבגיה בהיקף של כ-1.5 מיליארד אירו (בתפוסה של כ-96.5%). להערכת מידרוג, הנ"ל מוסיף לפיזור הנכסים בחברה ולהיקף הפעילות; אסטרטגיה מימונית מובנית אשר כוללת גידור סיכונים ריבית ומטבע באופן ניכר, ביחס להיקף ולאופי פעילותה (ההון העצמי וזכויות המיעוט חשופים לשינויים בשער החליפין, כפי שעולה מהשפעה שלילית משמעותית על היקף ההון העצמי בשנים האחרונות בשל שינוי שער חליפין) וכן מהניסיון הרב והיציבות המופגנת באסטרטגיה לפיתוח העסקי. כך גם נהנית החברה משדרת ניהול ושליטה עמוקה, בעלת ניסיון וותק; נגישות לשוקי ההון בישראל, בארצות הברית ובקנדה ושיפור משמעותי ביחסים הפיננסיים בשנים האחרונות, יצוין כי, על אף השיפור, יחסי הכיסוי ויחסי המינוף ברמת הסולו המורחב עדיין אינם בולטים לטובה ביחס לחברות אחרות ברמת הדירוג. יתרה מכך, לאור ההשקעות המשמעותיות במניות CTY ו-ATR, חלה שחיקה מסוימת ביחסי האיתנות סולו מורחב של החברה. מידרוג מצפה כי החברה תפעל להורדת רמת מינוף זו לרמתה הקודמת. בהקשר זה יצוין כי בהתאם לפרסומים שונים, הקבוצה מצויה בתהליכים מסוימים למימוש פעילותה בגזית ישראל באופן אשר עשוי להביא לשיפור ברמת המינוף סולו מורחב; כמו כן, יצוין כי נלקחו בחשבון הפעולות שבוצעו על מנת לתמוך בפעילות חברת דורי בנייה, כחלק מההזרמות הון שבוצעו לאור מחיקות הון משמעותיות שבוצעו בחברת דורי בנייה בשנים 2013-2015. עוצמת ומהירות ההתדרדרות בפעילות דורי בנייה הייתה משמעותית אף ביחס לצפי במועד הדירוג הקודם באופן אשר פגע בתוצאות החברה בשנתיים האחרונות וכן גזר הזרמות של מעל ל-600 מיליון ש"ח מצד החברה לצורך תמיכה בפעילות חברת דורי בנייה.

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

פורטפוליו הנכסים המניבים, הכולל כ-453 נכסים (נכון ליום, 30.06.2015), המפוזרים על פני מספר רב של מדינות ומושכרים בתפוסה גבוהה לאורך זמן (כ-95.4%, נכון ל-30.06.2015), משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה. מצבת נכסים זו הניבה סך NOI של כ-2.07 מיליארד ₪ במחצית הראשונה של שנת 2015 (באיחוד מלא של אטריום). יצוין, כי בנטרול שינוי בשערי חליפין, הכנסות משכ"ד מנכסים זהים לא השתנו באופן מהותי (בנטרול שערי חליפין ירידה של כ-0.1%) בתקופה, באופן המגלם האטה בצמיחת פרמטר זה (ממוצע של מעל 3% בשנים האחרונות). כפי שצוין לעיל, לאחר תאריך הדוחות, חברת CTY רכשה חברה פרטית אשר בבעלותה 20 נכסים מניבים בנורבגיה בהיקף של כ-1.5 מיליארד אירו, להערכת מידרוג הנ"ל תורם להכנסות החברה ולפיזור הפעילות. 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, מצבת הנכסים מוטה 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

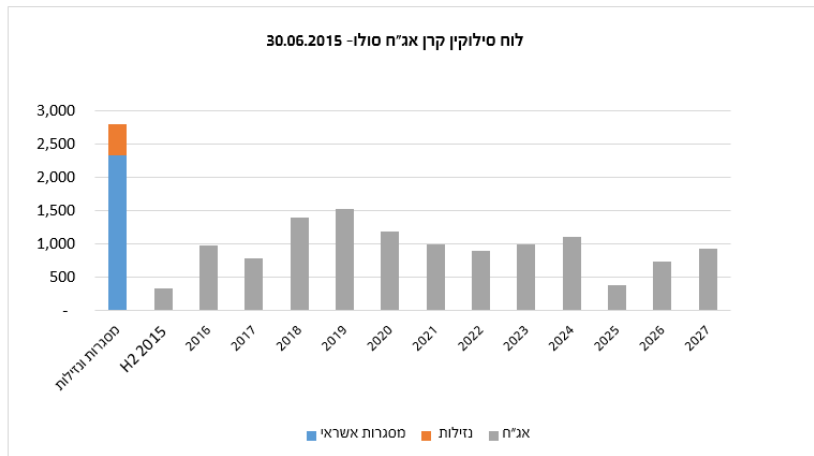
הפרופיל הפיננסי האיתן של החברות הבנות המרכזיות מקנה לחברה גמישות פיננסית ותפעולית ביחס לחברות מדורגות אחרות. מידרוג מציינת לחיוב את השיפור בפרמטרים הפיננסיים וכן בהיקף פעילותן של החברות הנ"ל, באופן המגדיל את הוודאות לקבלת דיבידנדים מהן בעתיד. בהתאם לכך, למרות השקעה נטו בנכסים מניבים בהיקף של כ-2.8 מיליארד ₪, בין תחילת שנת 2013 לסוף הרבעון השני לשנת 2015 (רכישת נכסים מצדדים שלישיים וייזום נכסים ע"י חברות הקבוצה, בניכוי מימוש נכסים), רמת המינוף של החברה ברמת המאוחד ושל החברות הבנות השתפרה. מעבר לרווחים השוטפים, בניכוי הדיבידנדים, ניתן לייחס את האמור להמשך מגמת הנפקות ההון בחברות הקבוצה. כך למשל, בשנת 2014 הקבוצה הנפיקה כ-3.2 מיליארד ₪ ובשנת 2015 עד לתאריך דוח דירוג זה מעל ל-3 מיליארד ₪ מרביתן במסגרת הנפקות הון שבוצעו בחברת Citycom 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 (מ' ש')

ATR	CTY	FCR	EQY	* מטבע: אלפי ש
30.06.15	30.06.15	30.06.15	30.06.15	
55.0%	42.8%	42.4%	42.2%	שיעור החזקה
10,727	11,611	23,137	16,215	נדל"ן להשקעה מניב
1,382	344	452	89	נדל"ן להשקעה בפיתוח
4,416	5,385	10,209	4,733	חוב פיננסי
645	687	1,603	1,074	יתרות נזילות+מסגרות אשראי**
8,807	6,881	11,213	11,792	הון עצמי וז. מיעוט
4,844	2,947	4,754	4,980	חלק גזית
14,273	13,256	24,725	16,911	סך מאזן
825	719	1,273	1,006	NOI Q2 בגילום שנתי
96.8%	96.0%	94.7%	95.5%	שיעור תפוסת נכסים
97.0%	95.7%	95.5%	94.2%	שיעור תפוסת נכסים לתקופה מקבילה
503	506	742	713	FFO Q2 בגילום שנתי***
62%	52%	45%	70%	הון עצמי וז. מיעוט לסך מאזן
8.8	10.6	13.8	6.6	חוב פיננסי ל- FFO
* כלל הנתונים מחושבים לפי שעה נכון ליום 30.06.2015				
**יתרת נזילות CTY, EQY ו- FCR כוללת מסגרות אשראי לא מנוצלות				
***נתוני FFO הינם על פי חישוב החברה בדוחות הכספיים				

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

נכון ליום 30.06.2015, לחברה, ברמת הסולו המורחב, ישנה יתרת נזילות וקווי אשראי חתומים בלתי מנוצלים בהיקף של כ- 2.9 מיליארד ש. יצוין כי, בשל השקעות שנעשו לאחר תאריך המאזן יתרת המסגרות הלא מנוצלות כיום ירדה, במידה מסוימת, גיוס האג"ח נועד, בין היתר, לצורך הגדלתן בחזרה. קווי האשראי של החברה חתומים למספר שנים וכן כפופים בדרך כלל לאמות מידה, המחושבות לפי יחס NAV בספרים ולא לפי שווי שוק האחזקות, באופן המקטין את רגישות החברה למצב השוק (ברמת המאוחד, לקבוצה יתרת נזילות וקווי אשראי בלתי מנוצלים בהיקף של כ-10.6 מיליארד ש, נכון ליום 30.06.15). פירעון קרן אג"ח (ברמת הסולו המורחב) במחצית השנייה של שנת 2015 ובשנת 2016 עומד על כ- 335 מיליון ש וכ-980 מיליון ש, 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-51 מיליארד ש, סכום הבולט לטובה ביחס לאג"ח בהיקף של כ-28 מיליארד ש 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 ₪) (עד ליום 31.12.2014 כולל איחוד יחסי אטריום על בסיס רפורמה שבוצעה, מיום 01.01.2015 אטריום מאוחדת מלא בדוחות הכספיים)

	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	30.06.2015	נתונים פיננסיים מאוחדים עיקריים מיליוני ₪
סה"כ הכנסות	6,496	7,454	7,306	6,826	3,703	
NOI	3,509	3,856	3,792	3,725	2,071	
רווח גולמי ממכירת בניינים והעבודות שבוצעו	58	84	-16	-303	-32	
סה"כ רווח גולמי	3,557	3,937	3,773	3,419	2,039	
שיעור NOI	54%	52%	52%	55%	56%	
שיעור רווח גולמי	55%	53%	52%	50%	55%	
EBITDA כולל דיבינד ממוחזקות	2,968	3,721	3,395	2,919	1,720	
הוצאות מימון, נטו	-2,223	-2,135	-1,719	-2,012	-180	
שינוי בשווי נדל"ן להשקעה והשק' פיננסיות	1,787	1,905	925	730	480	
רווח נקי (לאחר מס)	2,056	2,534	2,185	1,083	1,424	
חוב פיננסי	40,928	42,770	40,845	39,580	41,583	
יתרות נדילות	2,703	2,675	2,204	2,144	2,331	
חוב פיננסי נטו	38,225	40,095	38,641	37,436	39,252	
Cap	63,069	68,462	66,571	69,231	74,594	
נטו Cap	60,366	65,787	64,367	67,087	72,263	
הון מניות (ללא זכויות מיעוט)	7,309	7,849	7,802	8,023	7,454	
הון עצמי זכויות מיעוט	19,724	22,675	22,361	25,878	28,891	
סך מאזן בנטרול מקדמות	66,352	72,159	69,719	72,295	77,806	
הון עצמי זכויות מיעוט לסך מאזן	29.7%	31.4%	32.1%	35.8%	37.1%	
חוב ל-CAP	64.9%	62.5%	61.4%	57.2%	55.7%	
חוב נטו ל-CAP נטו	63.3%	60.9%	60.0%	55.8%	54.3%	
FFO	1,426	1,615	1,411	1,127	770	
חוב ל- FFO	28.7	26.5	28.9	35.1	27.0	
חוב נטו ל- FFO	26.8	24.8	27.4	33.2	25.5	
חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערורים	12.9	10.8	11.4	12.8	11.4	

* ה-FFO יחסי החוב והחוב נטו ל-FFO ב-2015-2013 הינם בנטרול השפעת הוצאות בגין פירעון מוקדם של נגזרים פיננסיים בחברות הבנות ובגין פירעון מוקדם של נכסים פיננסיים נגזרים, אשר נרשמו כחלק מתשלומי/תקבולי הריבית של החברה.

גזית גלוב בע"מ – יחסים פיננסיים עיקריים – סולו מורחב (מיליוני ₪)

אלפי ₪	30.6.15	31.12.14	30.6.14	31.12.13	31.12.12
CAP	22,632,304	21,941,064	21,832,112	22,520,439	23,057,671
הון עצמי	7,454,000	8,023,056	7,687,052	7,801,417	7,848,634
חוב פיננסי	15,178,304	13,918,008	14,145,060	14,719,022	15,209,037
יתרות מזומנים ופיקדונות	549,990	432,224	257,784	645,441	1,049,360
חוב פיננסי נטו	14,628,314	13,485,784	13,887,277	14,073,581	14,159,677
שווי מאזני של סך ההשקעות	21,845,472	21,707,389	20,865,000	21,648,572	21,517,874
סך מאזן חשבונאי	23,454,528	22,802,479	22,758,305	23,762,600	23,966,421
יחסי איתנות					
הון עצמי לסך מאזן	32%	35%	34%	33%	33%
חוב ל-CAP	67%	63%	65%	65%	66%
חוב נטו ל-CAP נטו	66%	63%	64%	64%	64%

אופק הדירוג

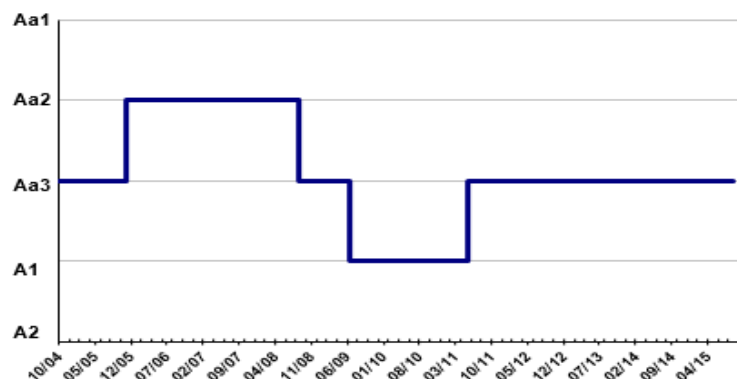
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג :

- ירידה משמעותית ברמת המימף הכוללת של החברה (סולו מורחב) והחברות המוחזקות
- שיפור בתזרים השוטף ביחס לדיבידנד המחולק
- שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או אופק הדירוג :

- הרעה בנזילות ובגמישות הפיננסית
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה (סולו ומאוחד) ו/או החברות המוחזקות
- פגיעה מהותית במיצוב הפיננסי של החברות המוחזקות והתזרימים אשר יפגעו ביחסי הכיסוי של החברה

היסטוריית הדירוג



פרופיל החברה

גזית גלוב עוסקת, במישרין ובאמצעות חברות בנות, ברכישה, פיתוח וניהול של נכסים מניבים בארה"ב (בעיקר באמצעות החזקה בחברות Equity One), קנדה (באמצעות החזקה בחברת First Capital Realty), אירופה (בעיקר באמצעות החזקה בחברת Citycon, והחזקה ב-Atrium European Real Estate Limited), ישראל (באמצעות החזקה בחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) בע"מ) וברזיל (כלל החברות הבנות בשליטת החברה ומאוחדות בדוחותיה). הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים מעוגני סופרמרקטים וכן בייזום, פיתוח, ניהול וביצוע של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל ובמזרח אירופה. בעלת השליטה בגזית גלוב הינה נורסטאר החזקות אינק', אשר בעלי השליטה בה הינם חיים כצמן ודורי סגל. מניות החברה נסחרות בבורסה בת"א, ב-NYSE וגם בבורסה בטורונטו (TSX).

מחקרים מתודולוגיים

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

דוח קודם: אפריל 2015

תאריך דוח: 25 באוגוסט 2015

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.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכוני הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכוני אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכוני אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי ישויות המדורגות, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.