



# חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ

מעקב | יולי 2013

1

**מחבר:**

ניר יוסף, אנליסט  
[niry@midroog.co.il](mailto:niry@midroog.co.il)

**איש קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי), ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)



## חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1 באופק יציב לסדרות האג"ח של חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ<sup>1</sup> (להלן: "החברה" או "הכשרת הישוב").

### פירוט האג"ח במחזור של החברה המדורג על ידי מידרוג (מיליוני ₪):\*

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך האג"ח בספרים ליום 31.3.13**	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 12	6120117	פבר-07	5.25%	מדד	231	2014-2017
סדרה 13	6120125	מאי-07	5.30%	מדד	194	2015-2018
סדרה 14	6120141	פבר-10	"אג"ח ממשלתית משתנה 520" + 5.05%	משתנה	***121	2014-2018
סדרה 15	6120158	דצמ-10	"אג"ח ממשלתית משתנה 520" + 4.7%	משתנה	139	2015-2020

685

\* לחברה אגרת חוב נוספת (סדרה 16) אשר אינה מדורגת על ידי מידרוג, ויתרתה, נכון ליום 31.3.13, עמדה על כ- 50 מיליון ₪. לאחר תאריך המאזן הרחיבה החברה סדרה זו, כך שנכון למועד דוח הדירוג, יתרת סדרה זו עומדת על כ- 94 מיליון ₪.  
\*\* הערכים הינם בנטרול אגרות חוב המוחזקות על ידי חברה בת בהיקף של כ- 177 מיליון ש"ח.  
\*\*\* לאחר תאריך המאזן הרחיבה החברה את הסדרה, כך שנכון למועד דוח הדירוג, יתרת הסדרה, בניכוי אגרות חוב המוחזקות על ידי חברה בת, הינה כ- 148 מיליון ש"ח.

**אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג** נתמך בפעילות הנדל"ן של החברה הכוללת החזקה בנכסי נדל"ן מניב בהיקף של כ- 2.6 מיליון ₪ (כולל החזקות החברה ב- MLP והחזית המסחרית במלון נפטון אילת). פעילות הנדל"ן הישירה בישראל, הכוללת החזקה בפורטפוליו נכסים מניבים בשווי של כ- 1.8 מיליארד ₪, המניבים תזרים NOI שנתי של כ- 120 מיליון ₪. בתקופה שעברה ממועד המעקב הקודם חל שיפור בפעילות זו, בעיקר לאור הרחבתו של קניון שבעת הכוכבים, המהווה נכס מהותי עבור החברה; שיפור בפעילותה של חברת הבת MLP (המוחזקת בשיעור של כ- 50%), הפועלת בתחום המרכזים הלוגיסטיים בפולין, כפי שבא לידי ביטוי בעלייה בהיקף ה- NOI, ללא שחיקה בפרופיל הפיננסי של MLP. בנוסף, תכניות להנפקתה של MLP בטווח הזמן הקצר- בינוני צפויות לשפר גמישותה הפיננסית של החברה מהחזקה זו; המשך מגמת השיפור בפעילותו בתי המלון של החברה דרך חברת הבת - מלונות הכשרה (המוחזקת בשיעור של כ- 85%), כפי שבאה לידי ביטוי בגידול ה- EBITDA, מכ- 30 מיליון ₪ בשנת 2011 לכ- 40 מיליון ₪ בשנת 2012. שיפור זה בא לידי ביטוי גם ביכולת החברה להעלות מחברת המלונות תזרימים, כפי שאכן קרה בפועל, על ידי החזר הלוואות הבעלים שעמד על כ- 35 מיליון ₪ במהלך המחצית הראשונה של שנת 2013 (יצוין, כי החזר זה בוצע בעקבות מימוש מלון גלי כנרת אך נתמך בשיפור בפעילות השוטפת של החברה); בעקבות האמור, החברה הציגה שיפור בהיקף ה- EBITDA לשנת 2012, אשר עמד על כ- 162 מיליון ₪, המהווה שיפור של כ- 32 מיליון ₪ לעומת שנה קודמת, הנובע ממגזר הנדל"ן והמלונאות; לחברה יתרת נזילות וגמישות ביחס ללוח הסילוקין של חוב האג"ח בטווח

<sup>1</sup> מר רון וייסברג, המשמש דירקטור בחברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ, הינו בעל מניות במידרוג בע"מ. מר וייסברג אינו חבר בוועדת הדירוג.



הקצר, אשר כולל פירעונות חוב אג"ח בהיקף של כ- 90 מיליון ₪ עד תום שנת 2014. מלבד התזרים השוטף של החברה, לחברה מקורות תזרימיים הכוללים מימוש קרקעות בהיקף משמעותי בישראל, מכירת מלאי יח"ד בפולין ומניות לא משועבדות של החברות הבנות (חלק ממניות הכשרה קניונים, מניות MLP ומניות הכשרה מלונות שכנגדן חוב לא מהותי); איתנות החברה סבלה מתנודתיות, בעיקר בשל פעילות הגז, אולם יש לציין שלחברה החזקות הרשומות בערכן ההיסטורי (קרקעות היסטוריות ועלות המלונות), כך ששווין הכלכלי אינו מגולם בספריה; מנגד, החברה מציגה תזרים FFO נמוך יחסית (אשר עמד נכון ליום 31.12.12, על כ- 14 מיליון ₪), לאחר מספר שנים שהיה שלילי, ובעקבות כך גם יחסי הכיסוי של החברה גבוהים ואינם בולטים לחיוב. מידרוג מעריכה כי צפוי שיפור ביחסי האיתנות ויחסי הכיסוי של החברה, ככל שהחברה תממש את החזקותיה המעיבות על הפרופיל הפיננסי של החברה וככל שהחברה תמשיך בהשבחת והרחבת מצבת נכסיה המניבים. לחברה מצבת קרקעות היכולה לתמוך בתוכנית הרחבת נכסיה המניבים בישראל ובפולין (דרך MLP), אך אסטרטגיית החברה הינה שלא לבנות בנייה ספקולטיבית של נכסים משמעותיים, ועל כן, ולמרות שמידרוג מעריכה אסטרטגיה זו כממתנת סיכון יזמי, לוחות הזמנים עשויים להתעכב; כך גם משקף הדירוג חשיפת פעילות החברה לנכס מרכזי - קניון שבעת הכוכבים, אשר מהווה חלק משמעותי מהכנסותיה המניבות (כ- 35%); דירוג החברה אף משקף עלייה בעומס פירעון חוב האג"ח בשנים 2015-2018, ובדומה לשנים קודמות נדרשת החברה לבצע מחזור חוב ומימוש נכסים.

#### פירוט גורמי מפתח לדירוג

**שיפור בפעילות הנדל"ן המניב בישראל, בעיקר בקניון שבעת הכוכבים, המהווה נכס מהותי עבור החברה; יכולת הרחבת**

**תיק הנכסים המניבים בישראל מושפעת לחיוב לאור החזקתה במספר נכסים ותיקים**

נכון למועד דוח הדירוג, החברה מחזיקה בנכסי נדל"ן מניב בישראל בשווי של כ- 1.8 מיליארד ₪ (חלק חברה), המניבים NOI בהיקף של כ- 120 מיליון ₪. בשנת 2012 הפיקו נכסי החברה NOI בהיקף של כ- 114 מיליון ₪ ובשנת 2011 הפיקו נכסי החברה NOI בהיקף של כ- 106 מיליון ₪, כאשר עיקר השיפור מיוחס לגידול ב- NOI בנכס "קניון שבעת הכוכבים", הנובע מהרחבתו שהושלמה במהלך שנת 2012. קניון שבעת הכוכבים הינו הנכס המרכזי של החברה והוא מהווה למעלה מכ- 50% שווי הנכסים המניבים של החברה בישראל ומה- NOI שלהם (כ- 35% מתוך סך הכנסות החברה מנכסיה המניבים, לרבות נכסים בחו"ל). מידרוג רואה את החשיפה למרכזיותו של קניון שבעת הכוכבים כגורם המשליך לשלילה על פיזור תיק הנכסים המניבים של החברה בישראל, אם כי, לאור מיצובו הבולט של הנכס, ולאור היציבות בפעילות הקניון על פני זמן, מידרוג מעריכה חשיפה זו כמתונה בלבד. יצוין כי לאור שינויים תכנוניים שעברו ועוברים מספר נכסים ותיקים של החברה, החברה מעריכה כי קיים בהם פוטנציאל השבחה רב. כך למשל, ב"בניין הארגמן", אשר בבני ברק, אושרה לחברה תב"ע המחליפה מבנה ישן בשטח של כ- 13 אלפי מ"ר ב- 2 מגדלי משרדים בשטח כולל של כ- 50 אלפי מ"ר ומרכז מסחרי בשטח כולל של כ- 10 אלפי מ"ר. בנוסף, החברה פועלת לקידום תב"עות חדשות בנכסים "ותיקים" אחרים של החברה כדוגמת "בית קלקא" ו- "בית מעריב", אשר בתל אביב, כאשר החברה צופה, כי התב"עות החדשות יאפשרו בניית מבנים חדשים בהיקף זכויות ניכר ובשימוש מעורב (אך בעיקר משרדים ומסחר).

**MLP מציגה גידול בשטחים המניבים וה- NOI, ללא שחיקה בפרופיל הפיננסי; ההנפקה המתוכננת של MLP צפויה**

**לשפר את יכולת ההתרחבות של MLP, את יכולת חילוץ התזרימים מ- MLP ואת הגמישות הפיננסית של החברה**



החברה פועלת בפולין בתחום המרכזים הלוגיסטיים, באמצעות החברה הבת - MLP (אשר מדורגת ע"י מידרוג בדירוג A3). בזמן שעבר ממועד המעקב הקודם המשיכה MLP להתרחב על ידי הגדלת השטחים המניבים וה- NOI. בשנת 2012 עמד ה- NOI של MLP על כ- 68 מיליון ש"ח בעוד שבשנת 2011 עמד ה- NOI על כ- 57 מיליון ש"ח. נכון ליום 31.12.2012 ל- MLP שטחים מניבים בהיקף של כ- 310 אלפי מ"ר, כאשר בשנת 2011 עמדו שטחים אלו על כ- 280 אלפי מ"ר. בנוסף, נכון ליוני 2013, ל- MLP 37 אלפי מ"ר בתהליך בנייה וזכויות לשטחים בהיקף של כ- 377 אלפי מ"ר נוספים. לאור היקף הזכויות ולאור גיוס ההון המתוכנן בעת ההנפקה הציבורית, מידרוג מעריכה כי ל- MLP יכולת צמיחה טובה בשנים הקרובות. יחד עם זאת, MLP בוחנת מימוש של חלק מנכסיה, באופן אשר יתרום ליכולת הפקת התזרים של החברה מ- MLP, אך מאידך, עשוי להשליך לשלילה על פעילותה של MLP. יצוין כי מאז הקמתה MLP טרם חילקה דיבידנד, והשנה החברה צופה כי MLP תחזיר את מלוא הלוואות הבעלים ואף תחלק דיבידנד. בנוסף, ההנפקה המתוכננת של MLP צפויה גם לשפר את גמישותה הפיננסית של החברה.

#### **החברה ממשיכה להציג שיפור בפעילות בתי המלון ואף הפיקה מהחזקתה זו תזרים מזומנים משמעותי במהלך שנת 2013, בניגוד לשנים קודמות; תחום המלונאות משליך לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה**

במהלך שנת 2012 רשמה חברת מלונות הכשרה צמיחה בהכנסותיה וב- EBITDA בזכות שיפור במלונות קיימים. הכנסות חברת המלונות בשנת 2012 עמדו על כ- 306 מיליון ש"ח לעומת כ- 272 מיליון ש"ח בשנת 2011, ה- EBITDA עמד על כ- 40 מיליון ש"ח בשנת 2012 וזאת לעומת כ- 30 מיליון ש"ח בשנת 2011 וה- FFO עמד על כ- 21 מיליון ש"ח בשנת 2012 לעומת כ- 17 מיליון ש"ח בשנת 2011. השיפור בפעילות חברת המלונות, בשילוב עם מימוש החזקתה במלון גלי כנרת (אך תוך שמירה לניהול), אפשר לה להחזיר לחברה הלוואות בעלים בהיקף של כ- 35 מיליון ש"ח במהלך שנת 2013. יצוין כי מידרוג רואה בתחום המלונאות תחום בעל סיכון ענפי גבוה מזה של תחום הנדל"ן המניב ועל כן הוא משליך לשלילה על פרופיל העסקי של החברה.

#### **נזילות וגמישות טובות ביחס ללוח הסילוקין של חוב האג"ח בטווח הקצר-בינוני; גמישות החברה נובעת בעיקר מקרקעות בישראל, מלאי יח"ד בפולין ומניות חברות בנות הניתנות לשיעבוד (MLP), הכשרה קניונים ומלונות); חשיפה לערבויות שנתנה החברה - בעיקר בחברת הגז**

נכון למועד הדוח, לחברה חוב אג"ח בהיקף של כ- 794 מיליון ש"ח (בנטרול החזקות עצמיות). החברה שילמה כבר את כל תשלומי הקרן לשנת 2013 ובשנת 2014 צפוי לחברה תשלום קרן בהיקף של כ- 90 מיליון ש"ח בלבד. יחד עם זאת, בשנים 2015-2017 צפויה עלייה משמעותית בהיקף תשלומי הקרן של החברה (לכ- 156 מיליון ש"ח בשנת 2015 וכ- 175 מיליון ש"ח בשנים 2016-2017). מירב גמישותה הפיננסית של החברה נובעת מיכולתה לממש קרקעות שברשותה, ושיעבוד או מימוש מניות הכשרה קניונים (אלו שאינן משועבדות לטובת סדרה 16), מניות MLP ומניות חברת המלונות אשר בגינן קיים חוב לא מהותי. יצוין, כי לחברה היקף קרקעות משמעותי וכי אסטרטגיית החברה כוללת מימוש קרקעות בהיקף משמעותי מדי שנה, במיוחד קרקעות המיועדות למגורים (במהלך החודשים האחרונים מימשה קרקעות בהיקף של כ- 49 מיליון ש"ח). כמו כן, מידרוג מעריכה, כי הנפקתה המתוכננת של חברת MLP צפויה לשפר את יכולת החברה לממש חלק מאחזקותיה בה, או לחילופין, לשעבד מניות אלו בתנאים נוחים יותר. בנוסף, לחברה החזקה בהיקף של כ- 23% בחברת סקייליין, אשר משועבדת לטובת סדרה 14. חברת סקייליין מתכננת לצאת להנפקה בשוק הקנדי במהלך שנת 2014, כאשר החברה מעריכה כי השלמת מהלך זה תתרום לגמישותה הפיננסית. בנוסף, לחברה מלאי יח"ד גמור

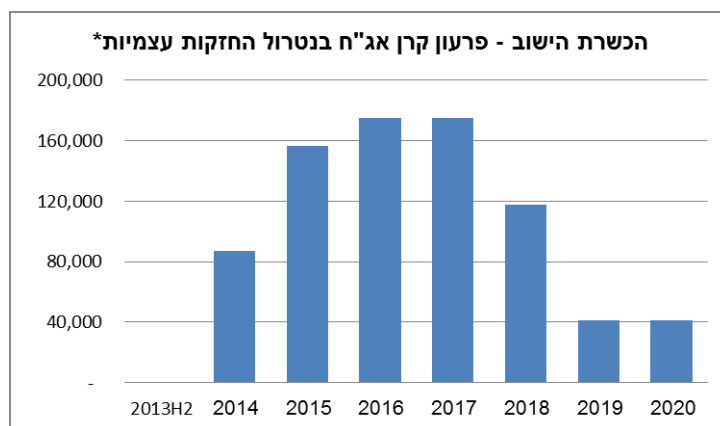


ולא מכור בפולין (בוילאנוב וגדנסק), בהיקף של כ- 135 יח"ד בוילאנוב וכ- 150 יח"ד בגדנסק. שווי פעילות זו בספרי החברה עומד על כ- 350 מיליון ₪, כאשר מולו הלוואות בהיקף של כ- 100 מיליון ₪. מנגד, יש לציין כי לחברה ישנן מספר החזקות אשר אינן תורמות לתזרים, בעיקר פעילות הגז, אך גם פעילות התקשורת (רפיד). להערכת החברה, לא צפויות השקעות הון משמעותיות נוספות בפעילות הגז. בהקשר זה, יש לציין, כי החברה חשופה לערבויות שהעניקה בחברות הבנות "הכשרה אנרגיה" ו-"רפיד", אשר מידרוג מעריכה את החשיפה אליהן בכ- 40-60 מיליון ₪.

**למרות התנדויות ביחסי האיתנות של החברה, הם אינם חורגים מרמת הדירוג; מידרוג מעריכה כי יחסי האיתנות צפויים להשתפר ככל שיושלמו התוכניות להנפקת סקייליין ו-MLP וככל שהחברה תמשיך בהשבת נכסיה המניבים והקרקות למרות שיפור שחל במהלך שנת 2012 ביחסי האיתנות של החברה, ברבעון האחרון החברה נאלצה לבצע הפחתות שווי לפעילות הגז ובעקבות כך, נכון לסוף שנת 2012, עמד יחס החוב ל- CAP על כ- 69% יחס ההון עצמי למאזן על כ- 22.5% (יחסים דומים לאלו שהיו בסוף שנת 2011). החברה מעריכה, כי השלמת הליכי ההנפקה של MLP וסקייליין תוביל להצפת שווי ולהפחתת המינוף, באופן אשר יתרום ליחסי האיתנות של החברה. בנוסף, ככל שהחברה תמשיך בהשבת נכסיה המניבים והקרקות צפוי שיפור נוסף ביחסי האיתנות. כמו כן, החברה מעריכה כי בקרקעותיה ההיסטוריות ובהחזקתה בחברת המלוונות שאינן משוערכות גלום שווי ניכר, ועל כן, מעריכה החברה כי מימוש נכסים אלו יוביל להצפת שווי ולשיפור באיתנות.**

**במהלך התקופה שעברה ממועד המעקב הקודם, תזרים ה- FFO השתפר, אך זה עדיין נמוך ומייצר יחסי כיסוי שאינם בולטים ביחס לדירוג; שיפור ביחסי הכיסוי צפוי ככל שתחל הנבתם של נכסים מניבים בייזום**

בשנת 2012, עמד תזרים ה- FFO של החברה על כ- 14 מיליון ₪, זאת לאחר שהחברה הציגה תזרים FFO שלילי בשנים 2008-2011. לאור היקפו הנמוך של תזרים ה- FFO, יחסי הכיסוי של החברה גבוהים (יחס הכיסוי חוב ל- FFO עמד על כ- 180 בשנת 2012) והם אינם בולטים לחיוב ביחס לחברות בדירוג דומה. מידרוג מעריכה כי היקף ה- FFO צפוי להשתפר, ככל שהחברה תפתח נכסים מניבים חדשים שבייזום (בארץ ובחו"ל דרך MLP). יחד עם זאת, שינוי משמעותי ביחסים אלו אינו צפוי בטווח הזמן הקצר עד בינוני.



\* ללא החזקות אג"ח עצמיות

**הכשרת הישוב - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪):**

נתונים פיננסיים מאוחדים					
31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	
1,022,533	540,464	608,345	627,127	646,232	סך הכנסות
-53,117	-52,688	-52,416	-49,908	-44,507	הוצאות הנהלה וכלליות
124,133	224,219	263,177	247,536	159,743	רווח תפעולי
12,460	130,076	99,598	90,220	125,279	רווח תפעולי בנטרול שיערוכים והכנסות אחרות*
12.1%	41.5%	43.3%	39.5%	24.7%	שיעור רווח תפעולי בנטרול שיערוכים
-235,753	-115,520	-173,627	-202,955	-148,145	הוצאות מימון נטו
-93,283	43,175	17,865	-23,238	-111,272	רווח (הפסד) נקי
2,038,716	2,173,081	2,307,549	2,440,080	2,601,043	נדל"ן להשקעה
138,983	204,292	300,467	203,268	78,288	יתרות נזילות
2,362,782	2,536,045	2,405,022	2,571,987	2,580,740	חוב פיננסי
2,223,799	2,331,753	2,104,555	2,368,719	2,502,452	חוב פיננסי נטו
851,709	883,453	991,406	916,874	909,624	הון עצמי
3,729,876	3,917,019	3,777,263	4,080,162	4,049,825	סך מאזן
3,360,674	3,555,299	3,552,641	3,703,771	3,749,560	CAP
3,221,691	3,351,007	3,252,174	3,500,503	3,671,272	CAP נטו
70.3%	71.3%	67.7%	69.4%	68.8%	חוב ל- CAP
69.0%	69.6%	64.7%	67.7%	68.2%	חוב נטו ל- CAP נטו
22.8%	22.6%	26.2%	22.5%	22.5%	הון עצמי למאזן
88,408	183,623	145,301	130,309	162,845	EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן והכנסות אחרות
25.2	12.7	14.5	18.2	15.4	חוב פיננסי נטו ל- EBITDA בניכוי שיערוכים
-103,519	-3,811	-71,145	-22,174	14,331	FFO
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	180.1	חוב ל- FFO
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	174.6	חוב נטו ל- FFO

\* בשנת 2012 ננטרלה גם הפרשה לירידת ערך בגין פעילות הגז, בהיקף של כ- 210 מיליון ₪

**אופק הדירוג**

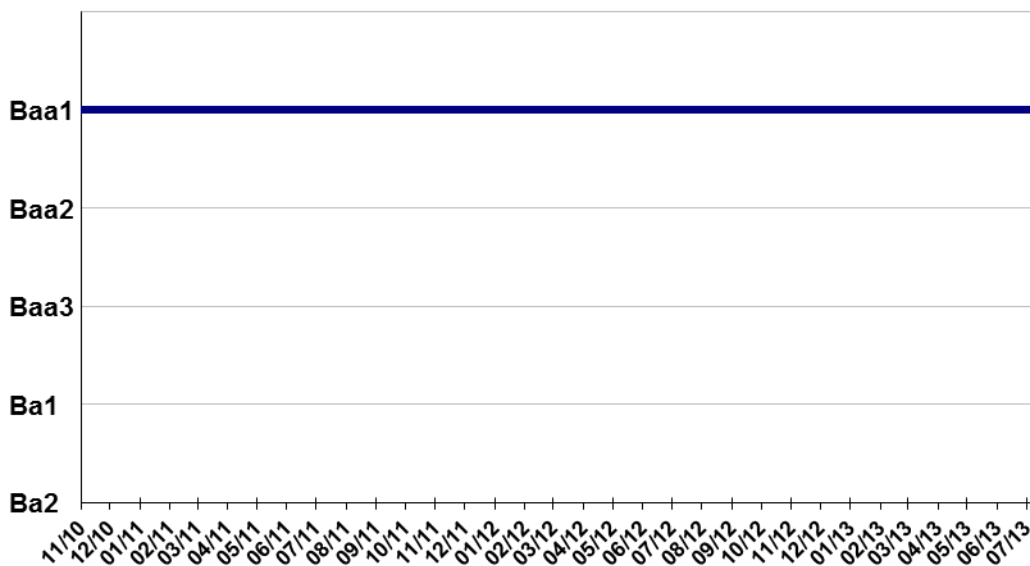
**גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג**

- שיפור משמעותי בתזרים הפרמננטי מפעילות וביחסי הכיסוי, לאורך זמן
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות, לאורך זמן
- שיפור משמעותי בפעילותן ומצבן הפיננסי של החברות הבנות

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- שחיקה בגמישות הפיננסית של החברה וירידה בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים, לרבות שחיקה באיתנות הפיננסית
- אי עמידה בתחזיות תזרים המזומנים באופן אשר יש בו כדי להרע את נזילות החברה
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה

### היסטוריית דירוג



## אודות החברה

הקבוצה פועלת במישרין ובאמצעות חברות בנות בחמישה תחומי פעילות עיקריים:  
תחום הנדל"ן המניב הכולל השכרת נכסים מניבים בישראל, קנדה ופולין. פעילות זו נעשית באופן ישיר ע"י החברה וכן באמצעות חברות פרטיות;  
תחום הייזום והבנייה הכולל בנייה וביצוע למגורים בחו"ל ופרויקטים להקמת מרכזים מסחריים בארץ. בארץ מתבצעת הפעילות ע"י החברה ובחו"ל מתבצעת הפעילות באמצעות חברות בנות פרטיות;  
תחום הגז והאנרגיה הכולל, בין היתר, החזקה ברישיונות לחיפוש גז בים התיכון באמצעות הכשרת הישוב בישראל - אנרגיה אשר הינה חברה ציבורית הנסחרת בישראל;  
תחום המלונאות הכולל בעלות וניהול של בתי מלון ברחבי הארץ במסגרת רשת "רימונים". הפעילות מתבצעת באמצעות חברת מלונות הכשרה אשר הינה חברה ציבורית הנסחרת בישראל;  
תחום התקשורת באמצעות רפיד הפועלת למכירת פרסום באמצעות שילוט חוצות;

בעלי המניות העיקריים בחברה הינם מר יעקב נמרודי ומר עופר נמרודי המחזיקים, בהתאמה, נכון למועד הדוח, ב- 42.45% ו- 28.43% מהון מניות החברה.

## דוחות מתודולוגים

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

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

[חברות החזקה - מתודולוגיה](#), פברואר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

דוח קודם: דוח מעקב מאי 2012

תאריך דוח: 23 ביולי 2013



## 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 בצידוד, 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 הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>
* 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 שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	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 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.

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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](http://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 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.

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.