



Mirland Development Corporation Plc.

פעולת דירוג - פברואר 2013

1

מחברת:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית

inbals@midroog.co.il

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 www.midroog.co.il



Mirland Development Corporation Plc.

אופק הדירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרות א', ב', ד'
-------------------	------	------------------------

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג לסדרות אג"ח א', ב' ו-ד' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת Mirland Development Corporation Plc. (להלן: "מירלנד" או "החברה") מדירוג של Baa2 לדירוג Baa1, תוך שינוי אופק הדירוג מחיובי ליציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת, והיה ותונפק, בסכום של עד כ- 100 מיליון ש"ח ע.ג., שתמורתה תשמש לפירעון הלוואות קיימות ולפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 20.02.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.12 אלפי \$	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1108349	דצמבר-07	6.50%	מדד	6,152	2013-2015
ב'	1108356	דצמבר-07	+libor 2.75%	דולר	26,449	2013-2015
ג'	1120286	אוגוסט-10	8.50%	מדד	70,512	2013-2016
ד'	1121342	נובמבר-10	6.00%	מדד	41,185	2014-2017

144,298

סה"כ

*אג"ח ד' מוצג בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ענ של כ- 17 מיליון דולר. כמו כן, סדרה ג' אינה מדורגת.

העלאת הדירוג נובעת, בין היתר, עקב המשך השיפור בפעילות החברה בכל מגזרי פעילותה. שיפור זה צפוי לבוא לידי ביטוי באופן חלקי כבר בדוחות הכספיים לשנת 2013. שיפור זה כולל גידול נוסף של התפוסות בנכסים המניבים של החברה, כך שהתפוסה המשוקללת כיום עומדת על כ-98% לעומת 97% במועד הדירוג הקודם ו-85% לפני כשנתיים, תוך כדי גידול בהיקף השטחים להשכרה של החברה בתקופה זו. האמור צפוי לבוא לידי ביטוי בגידול בהכנסות משכ"ד וצפי להמשך גידול ב- EBITDA ובמעבר ליצירת תזרים FFO חיובי משמעותי בטווח הקצר. שיפור זה בפעילות הוא המשכם של פתיחה ואכלוס נכסים חדשים והתפתחות חיובית במגזר הייזום למגורים; במגזר הייזום למגורים בו פועלת החברה, היא מציגה קצב והיקף מכירות משמעותי לשלבים א' ו-ב' של בניית כ- 1,140 מתוך כ-9,000 יח"ד, בפרויקט המשמעותי ביותר של החברה בסנט פטרסבורג. שיעורי המכירות בשלבים א' ו-ב' עומדים על מעל 95% ומעל 40%, בהתאמה, כאשר הבנייה של שלב א' צפויה להסתיים במהלך שנת 2013 והבנייה של שלב ב' צפויה להסתיים לקראת סוף שנת 2014; החברה מציגה יחסי איתנות טובים מאוד ביחס לענף ולרמת הדירוג לאורך זמן, גם בהתחשב בהפחתת קרקע אפשרית (בגין פרויקט סקייסקרייפר) ברבעון הרביעי לשנת 2012. אף על פי כן, להערכת מידרוג, הפרופיל היזמי הנובע מהיקף הקרקעות והפרויקטים בבניה, משליך לשלילה על פרופיל הסיכון; נזילות וגמישות פיננסית סבירה בשל



בין היתר, נכסים הממומנים ביחס LTV נמוך יחסית, כמו גם ניצול נמוך של מסגרות ליווי לפרויקטים בייזום, המתאפשר עקב סך המקדמות הגבוה שהתקבל על יח"ד שנמכרו בפרוייקט בסנט פטרסבורג. בנוסף, לחברה נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף של כ- 49 מיליוני דולר ארה"ב ומלאי קרקעות שאינו משועבד. מנגד, הדירוג מושפע לשלילה מהסיכון הענפי המיוחס לחשיפת החברה לכלכלת רוסיה, שדירוגה עומד על Baa1 באופק יציב, ולמרות נתוני הטובים ביחס לכלכלות אחרות, הינה בעלת מאפייני סיכון, התואמים פרופיל סיכון של כלכלה מתפתחת; בתחום הייזום למגורים, לאור העדר מכירות מספקות בפרוייקט למכירת בתים צמודי קרקע בפאתי מוסקבה (פרוייקט פרקושקובו), קיימת השענות על פרויקט ייזום למגורים יחיד בסנט פטרסבורג, למרות שהינו פרויקט נרחב וצפוי לתרום לתזרימי החברה באופן משמעותי גם לטווח הארוך. יצוין כי היקף ה-NOI, אשר כאמור, צפוי להמשיך ולצמוח בשנה הקרובה, ממתן במידה מסוימת את החשיפה הנ"ל; החברה פועלת בסביבה דולרית ורובלית, ודואגת להגנה מפני שינויים בשערי חליפין פר פרוייקט, כאשר הפעילות ומימון הפעילות נעשים באותו מטבע. אולם, אג"ח החברה הינה שקלית ובגינה לחברה אין גידור מטבעי. החברה בוחנת, מעת לעת, כדאיות של מהלך גידור שכזה. מידרוג מתחשבת בהעדר גידור מטבעי לאג"ח במסגרת שיקולי הדירוג.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

שיפור בתפוסות ובפרמטרים תפעוליים נוספים של מצבת הנכסים המניבים של החברה מביא לשיפור נוסף בהיקף הפעילות וה-NOI הצפוי, ותורם ליכולת החברה לייצר תזרים פרמננטי לשירות החוב;

לחברה מצבת נכסים מניבים בשטח להשכרה של כ- 130 אלף מ"ר המושכרים בתפוסה של כ-98% מהשטחים הניתנים להשכרה, (לעומת כ- 97% בשנה שעברה וכ- 85% לפני שנתיים), למשרדים ושטחי מסחר. לחברה התפלגות חוזי שכירות סבירה בטווח הקצר עד בינוני. מדובר בשיעורי תפוסה בולטים לטובה באופן אבסולוטי, אך גם ביחס לשווקי הפעילות הרלוונטיים ברוסיה. בהתאם, החברה מציגה גידול מתמשך ב-NOI שהיא מניבה מנכסיה, באופן שלבדו הוא מספיק לכיסוי הוצאותיה השוטפות. להערכת מידרוג, על בסיס נתוני החברה כפי שעמדו בתזרים המזומנים החזוי שפורסם בדוחות הכספיים ליום 30.9.2012, ה-NOI צפוי לעמוד בשנת 2013 על טווח של 36-37 מיליוני דולר, לעומת כ- 34 מיליון דולר, בגילום שנתי, לרבעון 3-1 של 2012, וכ- 23 מיליון דולר בשנת 2011. יתרה מכך, יכולת החברה לייצר תזרים לשירות החוב ממצבת הנכסים נתמכת גם מהשיפור בשני הקניונים של החברה, כפי שבא לידי ביטוי בכמות המבקרים ופדיון החנויות.

בנוסף, לחברה מלאי קרקעות ניכר (זכויות לבניית כ-510 אלף מ"ר להשכרה בתחומי המסחר, משרדים ולוגיסטיקה). בכוננת החברה לפתח את הנכסים באופן מדורג ובכפוף לקבלת הלוואת ליווי בנקאי. החברה נמצאת במו"מ לחתימה על הסכם שכירות קצה לטווח ארוך עם רשת קמעונאות בינלאומית ומוכרת, לייזום חנות עבורה בפרוייקט בעיר קאזאן. בנוסף, ייתכן שבמהלך השנה הקרובה החברה תחל בבניית שלב ב' להרחבת קניון בבעלותה (50.5%) בעיר ירוסלב. להערכת מידרוג, הפיתוח המדורג של מצבת הנכסים, תוך התמקדות בהשכרות מראש של שטחים משמעותיים בטרם תחילת הבנייה, ממתן במידה מסוימת את הסיכון היזמי מהפעילות.



רמת איתנות בולטת לטובה יחסית לדירוג עוזרת לחברה לשמור על עמידות גם בפני הפחתות הוניות

החברה שומרת לאורך השנים על רמות איתנות בולטות לטובה יחסית לדירוג. רמת החוב נטו ל-CAP נטו של החברה עומדת, נכון להיום וגם למועד הדירוג הקודם, על רמה של 48%. גם היקף ההון העצמי של החברה הוא גבוה יחסית לחברות בדירוג דומה. כך, גם לאחר הפחתת הון אפשרית, בגין פרויקט הסקייסקרייפר, הצפויה ברבעון 4 2012, עקב הודעה של עיריית מוסקבה על הפקעת זכויות חכירה בקרקע במוסקבה, יחסי האיתנות של החברה נותרים טובים לרמת הדירוג. נציין, כי בכוננת החברה לערער על החלטה זו של העירייה, ולקבל את זכויותיה בקרקע בחזרה, או לחלופין, לקבל פיצוי בגין שווי הזכויות שנשללו ממנה.

פוטנציאל ניכר מייזום בניה למגורים; תזרים משמעותי המגיע לחברה מפרויקט הייזום למגורים המשמעותי ביותר שלה בסנט פטרסבורג משפיע, להערכת מידרוג, לחיוב על פרופיל הסיכון

החברה נמצאת בעיצומה של בניה מואצת ושיווק של שלבים א' ו-ב' בפרויקט המשמעותי ביותר שלה, הכוללים בניית כ-1,140 מתוך כ-9,000 יח"ד שייבנו במספר שלבים, וכן שטחי מסחר ושירותים תומכים בהיקף של כ-120 אלף מ"ר, בעיר סנט פטרסבורג. להערכת מידרוג, קצב המכירות החיובי מאוד של הפרויקט עד כה ומחירי המכירה, בנוסף לליווי הבנקאי לפרויקט הכולל מסגרת ליווי שקיבלה החברה, כמו גם הסדר משכנתאות נוחות לרוכשים, הינם גורמים המשפיעים לחיוב על פרופיל הסיכון. הפרויקט מציג נתוני ביקוש יוצאי דופן, כאשר מתוך השלב הראשון, הנמצא לקראת סיום הבנייה, נמכרו מעל 95% מהדירות, ואילו בשלב השני, ששיווקו החל בחודש ספטמבר 2012, נמכרו כבר מעל 40% מיחידות הדירוג. סיום בניית השלב הראשון צפוי ברבעון 2 2013, ואילו השלב השני צפוי להיות מושלם ברבעון 4, 2014. יציין כי תוצאות המכירות בפרויקט אינן צפויות לבוא לידי ביטוי בדוחות רווח והפסד של החברה עד למסירת הדירות בשלב א' במהלך שנת 2013. החל משנה זו, החברה צופה כי יתבצעו מסירות של לפחות שלב נוסף בכל שנה, למשך מספר שנים. בנוסף, החברה משכה חלק מההון העצמי שהושקע בפרויקט כבר בשנת 2012, עקב שיעור המקדמות הגבוה שקיבלה על מכירות יחידות הדירוג, וכך גדלה יכולת שירות החוב שלה. כאמור, יחסי הכיסוי של החברה בשנת 2012 אינם צפויים לשקף את השיפור במצבה בגין הפרויקט, עקב כללי ההכרה בהכנסה מפרוייקטים לייזום המתירים להכיר ברווח רק עם סיום הפרויקט ומסירת יחידות הדירוג.

בשל היקף ה-NOI הצפוי ותחילת מסירת הדירות בפרויקט בסנט פטרסבורג, מידרוג מעריכה כי החברה צפויה לייצר לראשונה FFO משמעותי לשירות החוב בשנת 2013.

מנגד, קצב המכירות בשלב א' לבניית 77 יח"ד צמודות קרקע בפאתי מוסקבה, אשר בנייתו הושלמה לאחרונה, אינו בולט לטובה ומייצר הפסד גולמי עד עתה. קצב המכירות האיטי (כ-6 דירות בלבד בשנת 2012) משפיע על רווחיות החברה. יציין, כי מבחינה תזרימית העלויות בגין הפרויקט כבר נצברו, כך שלדירות שנמכרות ישנה השפעה תזרימית חיובית למרות שהן אינן תורמות לרווחיות החברה. יש לציין כי החברה מתנה את פיתוח השלב הבא בפרויקט במכירת מרבית הדירות בשלב הנוכחי, שבנייתו הסתיימה.



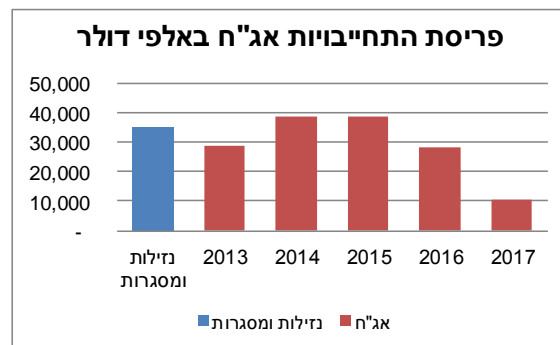
נזילות וגמישות פיננסית סבירות על אף שמלבד 2 בנייני משרדים מניבים, לחברה אין נכסים מניבים לא משועבדים בהיקף משמעותי

נכון ליום 30.09.2012, יתרת הנזילות עמדה על כ- 34 מיליון דולר. יתרה זו מספיקה לשירות קרן האג"ח של החברה לשנה הקרובה, בהתחשב ביתרה זו, בתזרימים המגיעים לחברה מפעילותה השוטפת (בייחוד בהתייחס לתזרים מהפרויקט בסנט פטרסבורג), ובכוונת החברה לממן מחדש נכסים מניבים הממומנים ביחס LTV נמוך בחודשים הקרובים.

לחברה גמישות פיננסית הנובעת מ־ LTV נמוך מאוד של נכסים נוספים, העומד בממוצע על כ־ 31% בלבד, ומאפשר לחברה לבצע מימון מחדש של נכסים נוספים כמקור לשירות האג"ח, מעת לעת ובמידת הצורך. היקף הנכסים הלא משועבדים של החברה כולל קרקעות לבניית נכסים מניבים וכן 2 נכסים מניבים בשווי כ- 49 מיליון דולר. להערכת מידרוג, הגמישות הפיננסית הנובעת מהקרקעות הינה נמוכה יותר, בשל הצפי שכאשר יחל הפיתוח על אותן קרקעות, הן ישועבדו במסגרת הסכם הלוואת ליווי לבנייה.

המקורות לשירות התחייבויות החברה כוללים את יתרת הנזילות, הגמישות הפיננסית, התזרים הפרמננטי החיובי הצפוי לחברה בטווח הקצר-בינוני וכן את החזר ההון העצמי שהושקע במגזר המגורים. לאור האמור, להערכת מידרוג, נזילות החברה הינה מספקת בטווח הקצר.

יודגש כי בנוסף לסכומים שפורטו, לחברה הלוואות לזמן קצר בגובה כ- 70 מיליון דולר, שניתנו על ידי בנקים בחו"ל ומגובות בערבויות שניתנו על ידי חברות האם. להערכת החברה, כפי שסוכם עם הבנקים מספר פעמים בעבר, מועד פירעון הלוואות אלו צפוי להדחות, בהתאם לחידוש הערבות מחברות האם. החברה מתכוונת לפרוע בשנים הקרובות את ההלוואות הללו במלואן. לצורך הדירוג, מידרוג מניחה המשך תמיכה של חברות האם במתן הערבויות הנ"ל, ככל הנדרש, עד לפירעון ההלוואות.





המשך התאוששות של כלכלת רוסיה מהמשבר השפייע לחיוב על החברה; למשק הרוסי ישנם מאפייני פרופיל סיכון של כלכלה מתפתחת, בעלת תלות במחירי אוצרות טבע ובפרט במחיר הנפט הגולמי

חוסנה הפיננסי של החברה ויכולתה ליצור תזרים פרמננטי, נשענים על המשך התאוששות רוסיה מהמשבר הפיננסי ואי כניסה למשבר נוסף בשל אי הוודאות השוררת בגוש האירו. בשנים האחרונות חל שיפור במדדים הפיננסיים של רוסיה ותחזיות הכלכלה הרוסית גם באינדיקטורים בתחום הנדל"ן. להלן ריכוז של מספר אינדיקטורים כלכליים:

נתונים מאקרו כלכלי רוסיה							
2013F	2012F	2011	2010	2009	2008	2007	דולר ארה"ב
141.4	141.9	141.9	141.8	141.8	142	142.1	אוכלוסיה (מיליון)
\$2,155	\$1,921	\$1,857	\$1,480	\$1,221	\$1,662	\$1,300	תל"ג (מיליארד דולר)
\$15,238	\$13,541	\$13,089	\$10,440	\$8,614	\$11,701	\$9,146	תל"ג לנפש
		\$21,248	\$19,941	\$18,891	\$20,276	\$16,743	תל"ג לנפש PPP
4.00%	3.50%	4.30%	4.30%	-7.80%	5.20%	8.50%	שיעור צמיחה ראלי
6.50%	6.70%	6.10%	8.80%	8.80%	13.30%	11.90%	שיעור אינפלציה
5.50%	5.80%	6.10%	7.50%	8.20%	7.80%	6.10%	שיעור אבטלה
472	461	441	432	439	427.1	478.8	רזרבות (מיליארד)
9.9%	11.0%	11.9%	11.7%	11.0%	7.9%	8.5%	חוב ממשלתי/GDP
98	100	110	75	62	97	71	מחיר נפט ממוצע

* התחזיות לשנים 2010-2012 נלקחו ממספר מקורות מידע

כאמור, התאוששות המשק הרוסי חילחלה גם למגזרי פעילות החברה כפי שמשקף מחירי הדירות, התפוסות בנכסים ושכ"ד למ"ר (למרות שבשוק המשרדים במוסקבה המחירים טרם חזרו לרמתם בטרם למשבר). יצוין כי רוסיה מדורגת על ידי Moody's בדירוג Baa1 באופן יציב אשר משקף פרופיל סיכון המאפיין כלכלות מתפתחות, וזאת בין היתר, בשל תלות המשק בייצוא נפט וגז טבעי, באופן החושף את הצמיחה לתנודתיות, וכן בשל היות הממשל שחקן בשוק הפרטי באופן המשלב שיקולים פוליטיים במגזר העסקי. המשך השיפור במדדים הפיננסיים של רוסיה והתממשות התחזיות שפורטו לעיל עשויים להשפיע לחיוב על פעילותה של החברה ויכולתה לעמוד בפני האתגרים הניצבים בפניה.

התפתחות התוצאות הכספיות

31.12.2009	31.12.2010	30.09.2011	31.12.2011	30.09.2012	נתונים פיננסיים אלפי דולר ארה"ב
17,213	21,584	33,560	47,533	43,707	סה"כ הכנסות
9,775	9,858	13,698	20,339	22,028	רווח גולמי
9,775	10,150	15,014	22,686	25,339	*NOI
56.8%	45.7%	40.8%	42.8%	50.4%	% רווח גולמי
-16,463	29,822	30,700	33,485	-17,408	שינוי בשווי הוגן נדל"ן להשקעה
-3,931	664	12,052	13,907	15,745	EBITDA בנטרול שערורים
-22,984	23,155	28,260	28,525	-7,278	רווח (הפסד) לתקופה
255,795	317,623	332,881	357,022	355,716	חוב פיננסי
20,971	10,974	11,929	32,333	34,944	נזילות
234,824	306,649	320,952	324,689	320,772	חוב פיננסי, נטו
583,923	668,761	681,124	701,245	698,761	CAP
562,952	657,787	669,195	668,912	663,817	NET CAP
319,201	341,023	350,557	347,138	345,344	הון עצמי וזכויות מיעוט
0	7,587	7,708	7,099	54,178	מקדמות מרוכשי דירות
611,723	696,901	708,983	732,506	723,090	סך מאזן בנטרול מקדמות
43.8%	47.5%	48.9%	50.9%	50.9%	חוב פיננסי/CAP
41.7%	46.6%	48.0%	48.5%	48.3%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
52.2%	48.9%	49.4%	47.4%	47.8%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות
-12,849	-14,544	-6,870	-10,822	-2,196	** מותאם
-40,859	-40,191	-9,773	-16,071	9,684	CFO תזרים מפעילות שוטפת
שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי	חוב פיננסי נטו/FFO מותאם
שלילי	462	20	23	15	חוב פיננסי, נטו/EBITDA

* NOI מנכסים מניבים בלבד

** FFO בתוספת החזר הלוואות ממוחזקות

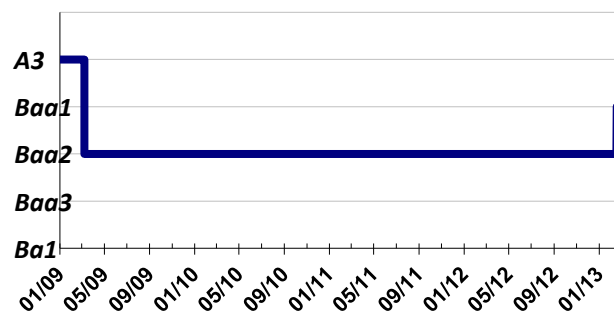
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי הנובע מהשכרת נכסים וביחסי הכיסוי, ככל שיתמכו באופן משמעותי בפעילות והוצאות החברה
- קיטון בשיעור המאזן המיוחס לקרקעות לא מניבות, תוך שמירה על יחסי האיתנות הנוכחיים
- המשך שיפור בנזילות החברה ובגמישותה הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ואופק הדירוג

- שינוי במבנה השליטה בחברה
- גריעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה ללא יצירת תזרים פרמננטי משמעותי
- אי עמידה בתחזיות החברה, בדגש על מכירת יח"ד והתקדמות בפרויקט הייזום
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה ובנזילותה

היסטוריית דירוג



Mirland Development Corporation Plc ("מירלנד" או "החברה") מצויה בשליטת חברות שבשליטת אליעזר פישמן (להלן: "חברות קבוצת פישמן"), כך שכל פעילות הנדל"ן של חברות קבוצת פישמן ברוסיה מתבצעת דרך מירלנד. החברה נמצאת בבעלות חברה כלכלית ירושלים בע"מ, חברת מבני תעשייה בע"מ, דרבן השקעות בע"מ, בשיעור כולל של כ-85%, והשאר על ידי גורמים פרטיים נוספים ובידי הציבור. החברה פועלת, נכון למועד דוח זה, ברוסיה בלבד, בייזום ופיתוח של פרויקטים לנדל"ן מניב במסחר, לוגיסטיקה, משרדים ובייזום למגורים. לחברה נכסים מניבים בשטח להשכרה של כ-130 אלף מ"ר ופרויקטים יזמיים לבניית כ-600,000 מ"ר להשכרה. בנוסף, לחברה 2 פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים, להקמתן של כ-9,160 יח"ד.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוח קודם: דוח מעקב פברואר 2012

תאריך דוח: 25 בפברואר 2013

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 (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 פירעון 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 פירעון, 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") 2012.

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 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 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.