



# ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג ו יולי 2013

**מחברים:**

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית  
[inbals@midroog.co.il](mailto:inbals@midroog.co.il)

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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



## ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

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

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג מ-Baa2 ל-Baa1, והותרת אופק הדירוג יציב לסדרת אג"ח א' שבמחזור של חברת ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ (להלן: "שיר נדל"ן", "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.ג. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר להשקעות חדשות ולפעילות השוטפת, וכן פירעון חובות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 01.07.2013. 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 31.3.2013 אלפי ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
א'	1107515	אוקטובר-07	8.25%	מדד	70,977	2013-2015

**העלאת הדירוג נובעת**, בין היתר, בשל התפתחות חיובית משמעותית בהקמת הפעילות המלוונת של החברה באירופה, תוך מיקוד בגרמניה, ותחילת הנבה, בהתאם לתחזיות החברה, של פעילות זו, באופן התורם להכנסות החברה ולהיקף התזרים לשירות החוב; החברה הצליחה להקטין את מספר הפריקטים בפיתוח והביאה לקירוב מועד ההנבה הצפוי של הנכסים, בין היתר, ע"י פתיחת ותחילת הנבה של מספר מלונות בגרמניה, הגדלת שיעור ההחזקה במלון בשטוטגרט. כמו כן, פועלת החברה להגדלת אחזקותיה בנכס נוסף בתמורה לאחזקותיה בנכסים אחרים. צמצום הייזום מיוחס גם למימוש נכס לייזום בלייפציג תמורת כ- 2.9 מיליון אירו, לעומת השקעה של 2.2 מיליון אירו חלק חברה; שיתוף פעולה עם מפעילות בתי מלון בין לאומיות, לשימוש במותגיהן ומערכות השינוק שלהם, כגון הולידיי אין, ולאחרונה, גם רשת Wyndham, צפוי לקדם את עסקי המלוונאות של החברה; החזר משמעותי, תוך תקופת זמן קצרה יחסית, של הון שהושקע בפעילות החברה בגרמניה, על ידי טיוב נכסים ומימון מחדש ועל ידי מענקי שיתוף פעולה עם מפעילות בתי מלון; מענק של כ- 2.6 מיליון אירו התקבל, ומענק של כ- 5.7 מיליון אירו נוספים צפוי להתקבל עם תחילת פעילות המלון בפרנקפורט, לקראת סוף שנת 2013. בנוסף כפי שצוין, החברה גם מימשה נכס לייזום בעיר לייפציג, בהחזר של כ- 150% על השקעת ההון שנעשתה בו. החזרי הון אלו תורמים משמעותית לנזילות החברה וליכולתה לשרת את חובותיה; חתימה על הסכמי שכירות לטווח ארוך, בחלק ממלונות החברה, עם מפעילות בית המלון במספר מנכסי החברה בגרמניה, צעד אשר מגן על החברה מפני הסיכון המובנה של ענף המלוונאות, הנחשב תנודתי יחסית, ולמעשה משנה את אחזקות החברה במלונות אלו לאחזקות בנכסים מניבים, בעלי שוברים לטווח ארוך, באופן שמשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של החברה. בהתחשב באמור ובחוזי השכירות של הנכסים בישראל, ה- NOI השנתי המייצג (חלק חברה) כיום עומד על כ- 45 מיליון ₪, לעומת כ- 29 מיליון ₪ בשנת 2012 וכ- 22 מיליון ₪ בשנת 2011; יציבות של פעילות החברה מנכסים מניבים מסחריים ולוגיסטיים בישראל, המושכרים בעיקר לחברות מקבוצת שלמה שמלצר, בעל השליטה בחברה; מח"מ ארוך של מועדי סיום חוזים ושיעורי תפוסה גבוהים (כ- 99%). בנוסף, בימים אלו החברה מקימה נכס נוסף באשקלון, לאחר חתימה על חוזה שכירות ארוך טווח בניגון, שצפוי להוסיף גם הוא לתזרים מפעילות בישראל של החברה; יחסי איתנות בולטים לטובה לרמת הדירוג, הן בדוח המאוחד של החברה, הכולל את הפעילות המלוונת כחברה מוחזקת, והן בניתוח הפעילות



המלונאית על בסיס של איחוד יחסי. מידרוג מנתחת את הפעילות המלונאית על בסיס איחוד יחסי על מנת לשקף את היקפה הנרחב יחסית לפעילות החברה ואת מלוא השפעתה על שירות החוב של החברה. מנגד, הדירוג מביא בחשבון את ריכוזיות הפעילות של החברה בישראל, החשופה משמעותית לשוכרים מקבוצת שלמה שמלצר, ובפרט חברת שלמה אחזקות בע"מ; פעילות החברה בגרמניה קיימת תקופה קצרה יחסית, וחלק מהמלונות טרם הפיקו הכנסה במשך שנה מלאה. עם זאת, מידרוג מציינת לחיוב את עמידת החברה בתחזיות שהוצגו במועד המעקב הקודם והשלמת הבנייה והשיפוץ של מרבית הנכסים, כך שנכון למועד דוח דירוג זה, כל המלונות מפיקים הכנסה, למעט המלון בפרנקפורט שצפוי להיפתח לציבור עד סוף שנת 2013. בנוסף, החברה צפויה לבצע הרחבות במספר מלונות אשר כבר מפיקים הכנסה; הדירוג משקלל גם את חשיפת החברה לתחום המלונאות בגרמניה אשר עשוי להביא לתגודתיות מסוימת, בהתאם למצב הענף. יצוין, כי מרבית מלונות החברה אינם פונים לתחום ה-Leisure, אלא בעיקר לשימוש עסקי, תערוכות וועידות עסקיות, אשר להם ביקושים יציבים יחסית לאורך השנים האחרונות.

**אופק הדירוג היציב משקף** את התחזקות והתייצבות בסיס ההכנסות של החברה, לצד התרחבות נוספת צפויה בטווח הבינוני בפעילות החברה ובהכנסות ממנה, כתוצאה מהתקדמות בפיתוח הפעילות המלונאית של החברה; נראות של תזרימים בטווח הקצר-בינוני, הנובעים מפתיחה צפויה של חדרי מלון נוספים ושיפוץ מלונות קיימים, ומהתקשרות החברה עם שותפים עסקיים, כגון מפעילות בתי מלון ויזמים בתחום המגורים.

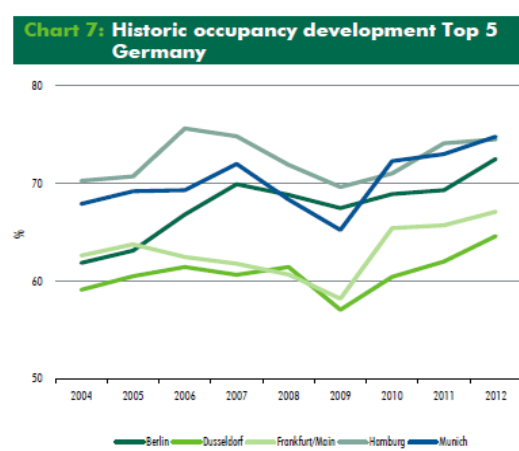
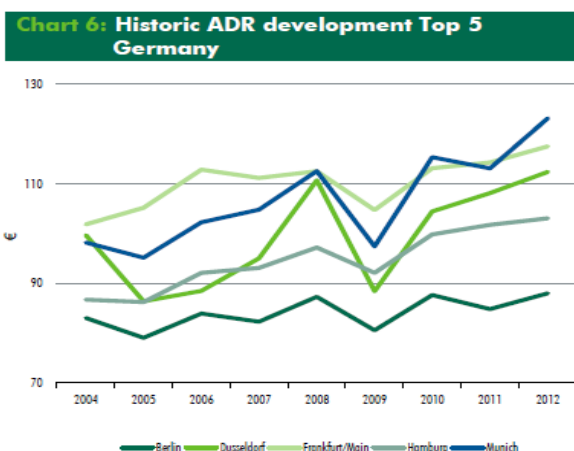
**יציבות בפעילות המניבה בישראל, שיפור בהיקף ופיזור מצבת הנכסים המניבים; הנכסים מושכרים בתפוסה גבוהה מאוד על אף תלות בשוכרים מקבוצת שלמה**

פעילות החברה בישראל כוללת תשעה נכסים מסחריים ולוגיסטיים, המושכרים ברובם המכריע לחברות מקבוצת שלמה שמלצר, בעל השליטה בחברה, כך שחברות הקבוצה אחראיות לכ- 99% מה- NOI של החברה מנכסים מניבים בישראל. נכסי החברה מושכרים בתפוסות גבוהות של כ- 99% ובחוזים ארוכי טווח, וצפויים להניב NOI שנתי לפי חוזים חתומים של כ- 29 מיליוני ש. החברה רכשה שטחים במגדלי הארבעה, הנמצאים בהקמה בימים אלו, אותם בכוונתה להשכיר לכשתושלם, ובנוסף, בשנת 2013 החלה בהקמת נכס מניב נוסף באזור אשקלון, לאחר חתימה על חוזה שכירות בניגוד (מול שוכר אשר אינו מקבוצת שלמה), העתיד להניב הכנסות שכירות נוספות בגובה של כ- 2 מיליוני ש לשנה, חלק חברה. האמור הינו בהמשך לכך שבשנים האחרונות סיימה פיתוח של הנכס המרכזי שלה בישראל, בצרפין, המניב כיום באופן מלא, ומהווה את הנכס המרכזי של החברה בישראל. יצוין, כי החברה פעלה בשנים האחרונות להגדלת זכויות בנייה בחלק מנכסיה בישראל כך שכיום לחברה זכויות לבניית כ- 80 אלף מ"ר שטחי מסחר, משרדים, תעשייה ולוגיסטיקה. החברה לא נוהגת לבצע בנייה של נכסים בישראל ללא שוכר קצה מראש, מדיניות המקטינה משמעותית את הסיכון היזמי הכרוך בהקמת נכסים.

**התפתחות הפעילות המלונאית בגרמניה, תוך קיצור זמני פעילות הייזום על ידי הסכמים עסקיים ועיגון הכנסות במספר מלונות בהסכמי שכירות ארוכי טווח**

שוק המלונאות בגרמניה הראה התאוששות בשנים 2011 ו- 2012, עם צפי להמשך המגמה בשנת 2013, בהתאם לסקירות שוק של הענף. מאז דוח הדירוג הקודם, החברה הצליחה להשלים את שיפוצם והפעלתם של חלק מבתי המלון בהחזקתה, אשר החלו לייצר תזרים מפעילות ואף להחזיר הון בהיקף משמעותי בגין ההשקעה בהם.

להלן גרפים המציגים את ההתפתחות בתפוסות ומחיר ממוצע לחדר בערים מרכזיות בגרמניה. ניתן לראות כי הפעילות מאופיינת ביציבות, למרות הירידה המסוימת בפרמטרים במהלך המשבר הפיננסי בשנת 2009:



\*מקור: CBRE



מודל הפעילות של החברה בתחום המלונות בגרמניה כולל השקעות בנכסים הדורשים שיפוך ברמות שונות, חלקם ללא השקעת הון, אלא תמורת מתן ערבות החברה בלבד להלוואה על הנכס, ומנגנוני הבטחת תשואה וקדימות במפל התזרימים הנובעים מהנכס. לצורך הפעילות בגרמניה, הקימה החברה מטה מקומי בפרנקפורט ובברלין אשר פועל לקידום פעילות הייזום והפעילות התפעולית השוטפת באופן עצמאי. לאחרונה, עיגנה החברה את הכנסותיה בחלק מבתי המלון בהסכמי שכירות ארוכי טווח, צעד המגן עליה מחשיפה לתוצאות הפעילות המלונאית בנכסים בהם אין לחברה יתרון אסטרטגי. הסכמי שכירות אלו מהווים כ- 69% מהרווח התפעולי של החברה מתחום המלונאות, כך שה-NOI הכולל מנכסים אלו צפוי לעמוד על כ- 3.5 מיליון אירו (כ- 16.5 מיליון ₪). החברה מהווה שחקן קטן יחסית בשוק הגרמני, בו פועלות חברות בינלאומיות רבות. עם זאת, עקב מודל הפעילות, הכולל פיתוח ושיפוך נכסים, תוך ניצול נגישותה למקורות מימון, היא פועלת בנישה מיוחדת יחסית, וכך שומרת על ייחודיותה בשוק. בשל האמור ובשל ההשקעה שבוצעה בחלק ניכר מבתי המלון, שוויים ההוגן של בתי המלון, בהתאם להערכות שמאי, הינו גבוה משמעותית מעלות הרכישה.

במסגרת פעילות החברה בתחום המלונאות, התקשרה עם מספר רשתות בתי מלון בין לאומיות, בהם הולדיי אין, ולאחרונה התקשרה בהסכם להפעלת מספר בתי מלון עם רשת Wyndham, לשימוש במותגי הרשת. התקשרויות אלו מאפשרות לחברה גישה לתשתיות השיווק של המפעילות ולמאגרי הלקוחות. בנוסף, לחברה הסכם תפעול עם מפעילה מרכזית בגרמניה, התורמת גם היא לאיכות השיווק של מלונות החברה, כמו גם להסדרי תפעול יעילים וניסיון תפעולי בתחום המלונאות.

החברה עומדת בפני סיום הקמתו של חלק ראשון בבית מלון בפרנקפורט במהלך 2013. החברה פועלת להגדלת אחזקותיה בנכס, במקביל להקטנת אחזקותיה בנכסים הנמצאים בשלבי פיתוח מוקדמים יותר במיקומים אחרים, כך שבבסיס איחוד יחסי, שיעור הייזום מתוך סך הנכסים יצטמצם מכ- 43% לכ- 19% עד סוף שנת 2013.

#### **החזרי הון משמעותיים מהפעילות בגרמניה תורמים לנזילות החברה ולצרכי שירות החוב הפיננסי**

פעילות החברה בתחום המלונאות בגרמניה החלה בשנת 2011. מאז מועד זה, החברה החזירה סכומים ניכרים יחסית מהשקעתה, זאת באמצעות תזרים מפעילות שוטפת וממענקי ההתקשרות עם מפעילות בתי המלון, בסך כולל של כ- 2.6 מיליון אירו (כ- 12 מיליון ₪), ועם פתיחת המלון בפרנקפורט, צפויים להתקבל מענקים נוספים בהיקף של כ- 5.7 מיליון אירו. עוד מתוכננים, בזמן הקרוב, תהליכי מימון מחדש של מספר מלונות, הצפויים גם הם להגדיל את ההון הפנוי של החברה מהפעילות המלונאית. החזרי הון אלו מקטינים את חשיפת החברה לשוק המלונאות ותורמים משמעותית לנזילות ולצרכי שירות החוב. לאור האמור, צפוי לחברה החזר של כ- 54 מיליון ₪ בגין השקעת הון עצמי של כ- 137 מיליון ₪ בין השנים 2011-2013, המהווים כ- 39% מההשקעה בנכסים, החזר משמעותי ויוצא דופן בענף הפעילות של החברה.

#### **יחסי איתנות טובים לרמת הדירוג, בדוחות המאוחדים וגם בניתוח לפי איחוד יחסי**

לחברה יחסי איתנות בולטים לטובה לרמת הדירוג, כאשר בדוחותיה הכספיים האחרונים רשמה יחס הון למאזן של כ- 34% וחוב ל-CAP של כ- 60%. עם זאת, בהנחת גיוס של חוב נוסף, יחסים אלו צפויים להישחק, אם כי עדיין יבלטו לטובה לרמת הדירוג הנוכחית. לצורך בחינת ביצועי החברה, מידרוג התחשבה גם בנתוני החברה על בסיס איחוד יחסי,

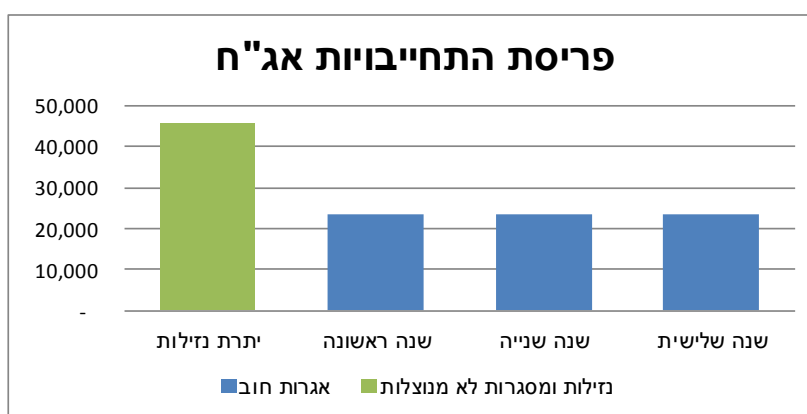


ניתוח המשקף את הפעילות המלונאית המיוחסת לחברה. על פי ניתוח זה, גם בהנחת גיוס, יחסי האיתנות של החברה נשארים טובים יחסית לדירוג החברה, וזאת בהתחשב בשווי העודף של המלונות מעל להון העצמי של החברה, שכן המלונות מוצגים לפי עלותם במועד ההשקעה, ולא משקפים את שוויים על פי הערכות שווי, הגבוה משמעותית מהרשום על בסיס עלות. שווי זה מתבטא, למשל, בעסקת המכירה האחרונה של זכויות החברה במלון בעיר לייפציג, כתוצאה ממנה רשמה החברה רווחים אף מעל לשווי הנכס לפי הערכת השווי, וקיבלה תזרימים העולים ב- 50% על השקעתה המקורית בנכס.

יחסי הכיסוי הולמים את הדירוג הנוכחי וזאת בהתבסס על איחוד יחסי של הפעילות המלונאית. בנוסף, כאמור, לקראת תום שנת 2013 ייפתח המלון בייזום של החברה בפרנקפורט, המוחזק על ידי באופן מלא וצפוי להיות מאוחד גם הוא ולתרום ליחסי הכיסוי. אולם, בהתחשב בגיוס החוב המתוכנן, היחסים עשויים להישחק באופן זמני, ללא השקעה בנכסים נוספים, אך בניתוח על בסיס איחוד יחסי הרעה זו צפויה להיות מצומצמת משמעותית, בהתחשב בפעילות המניבה של החברה במגזר המלונאות. יש לציין כי, לאחר תאריך המאזן האחרון של החברה ליום 31 במרץ 2013, נרכשו זכויות נוספות באחד המלונות המשמעותיים בגרמניה, כך שחלק מהפעילות צפוי לקבל ביטוי גם בדוחות הכספיים של החברה בטווח הקרוב.

#### **יתרות נזילות סבירות ביחס לצרכי שירות החוב; גמישות נמוכה מנכסים לא משועבדים**

לחברה מסגרת אשראי לא חתומה שניתנה מבעל השליטה, בגובה כ- 50 מיליון ₪. בחודש יוני 2013 משכה החברה כ- 26 מיליון ₪ מתוך מסגרת זו, כך שבהתחשב בניצול זה, יש ביתרות הנזילות שברשותה, למועד הדוח הכספי האחרון, לשרת את צרכי החוב לשנת 2013. יצוין כי, מסגרת זו כבר נוצלה בעבר לצרכי פעילות החברה. בנוסף, כאמור לעיל, במהלך הרבעון השני לשנת 2013, קיבלה החברה החזרי הון משמעותיים מהשקעותיה בגרמניה, שצפויים לשפר משמעותית את יתרות הנזילות של החברה.



\*לאחר תאריך המאזן ניצלה החברה כ- 26 מיליון ₪ מתוך מסגרת האשראי שניתנה לה על ידי בעל השליטה

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.3.2013	אלפי ש"ח
6,993	21,842	29,093	7,303	NOI
28,193	23,290	5,223	-233	עליית שווי הוגן נדל"ן להשקעה
2,677	15,807	21,205	5,599	EBITDA בנטרול שערוכים
10,423	14,312	11,138	-3,998	רווח (הפסד) נקי
<b>201,091</b>	<b>282,861</b>	<b>309,558</b>	<b>306,411</b>	<b>חוב פיננסי</b>
<b>7,162</b>	<b>8,459</b>	<b>10,231</b>	<b>15,553</b>	<b>יתרות נזילות</b>
<b>193,929</b>	<b>274,402</b>	<b>299,327</b>	<b>290,858</b>	<b>חוב פיננסי נטו</b>
173,173	185,682	192,888	189,928	הון עצמי וזכויות מיעוט
410,258	525,674	560,777	555,276	סך מאזן
382,588	483,348	521,277	514,280	CAP
375,426	474,889	511,046	498,727	CAP נטו
355,383	406,036	428,573	429,192	נדל"ן להשקעה
36,430	86,365	113,871	103,826	מוחזקות (פעילות מלוואית)
-7,331	5,110	11,495	8,865	FFO מותאם + תזרים ממוחזקות*
-7,331	2,641	7,591	442	FFO מותאם*
42.2%	35.3%	34.4%	34.2%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
52.6%	58.5%	59.4%	59.6%	חוב ל - CAP
51.7%	57.8%	58.6%	58.3%	חוב נטו, ל - CAP נטו
שלילי	55	27	9	חוב פיננסי ל - FFO כולל תזרים ממוחזקות
שלילי	54	26	8	חוב פיננסי נטו ל-FFO כולל תזרים ממוחזקות
72.4	17.4	14.1	13.0	חוב פיננסי, נטו ל-EBITDA בנטרול שערוכים
0.5	2.6	1.2	1.3	EBITDA להוצאות ריבית תזרימיות מותאמות**
0.1	0.9	1.5	0.7	EBITDA להוצאות מימון, נטו

\*בהתאמה של הוצאות ריבית האג"ח, שאינן משתקפות בריבית ששולמה לרבעון הראשון ובהתאמה להכנסות מימון מחברות כלולות במזומן \*\*\*בהתאמה של הוצאות ריבית האג"ח, שאינן משתקפות בריבית ששולמה לרבעון הראשון \*\*\*השפעת גידול בהון העצמי ממלוונות: מתחשב בגידול בהון העצמי הנובע מגידול בשווי השקעות החברה בפעילות בגרמניה, במידה והיו נרשמים לפי שווי הוגן ולא בבסיס עלות היסטורית

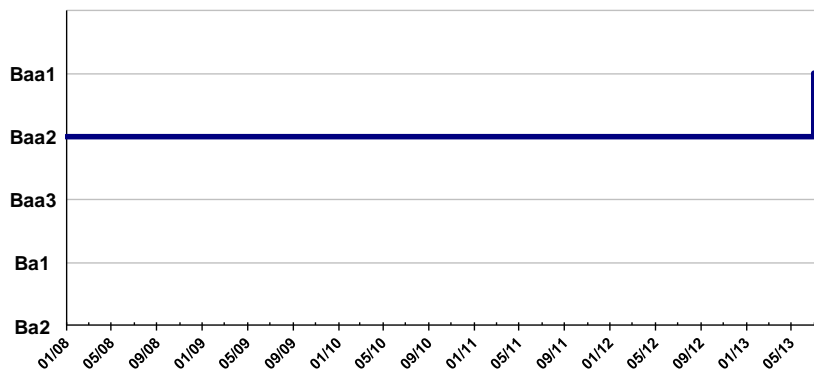
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- המשך הטמעת הפעילות במערב אירופה תוך שימור הפעילות בישראל בהתאם לתחזיות החברה ושמירה על רמת מינוף סבירה
- שיפור בהיקף הנזילות והגמישות הפיננסית
- שיפור והתייצבות של יחסי הכיסוי לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- חריגה משמעותית לשלילה מתחזיות החברה לתזרים הצפוי מהפעילות המלונאית
- שחיקה משמעותית ביחסי הכיסוי בד בבד עם שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות
- פגיעה משמעותית בנזילות החברה

היסטוריית דירוג





ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ פועלת כזרוע נדל"ן של קבוצת שלמה. פעילות זו כוללת תפעול וייזום של נכסים מניבים בישראל ובחול, כאשר המשמעותי מביניהם הינו המרכז הלוגיסטי בצריפין. כמו כן, בשנת 2011 החברה הרחיבה את פעילותה לתחום המלונאות במערב אירופה. החברה מוחזקת בבעלות מלאה על ידי ש.י.ר - יבוא רכב בע"מ, חברה בבעלות ובשליטה מלאות של מר שלמה שמלצר ועתליה שמלצר. מר שמלצר מהווה דמות מפתח בעסקי החברה ומעורב אישית בפעילותה.

### מחקרים מתודולוגיים

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

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

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

דוח קודם: יולי 2012

תאריך דוח: 2 ביולי 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 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.

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפטה 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 שיפטה 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 שיפטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאד 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](http://www.midroog.co.il)

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

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](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 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 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.