



ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

מעקב | אוקטובר 2010

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד-רו"ח - אנליסט
eylong@midroog.co.il

1

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד-חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa2	דירוג סדרה (Issue)
------------------	------	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש, במסגרת מעקב תקופתי, את דירוג סדרת אג"ח א' של חברת ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ (להלן: "שיר נדל"ן", "החברה") בדירוג Baa2 באופק יציב.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 30.6.10 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח 30.6.10 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2015	131,630	מדד	8.25%	122,378	10/2007	1107515	אג"ח א'

* אג"ח א' מוצג בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג של כ- 27.6 מיליון ₪, אשר נמחקו מהמחזור

התנאים אשר נקבעו בעת הדירוג הראשוני:

(1) ממועד גיוס החוב ועד להשלמת האכלוס המלא של מתחם הארגז תשמור החברה על כרית מזומנים לצורך הבטחת שירות החוב. כרית המזומנים תמומן מתמורת האג"ח שיגויסו, ותשועבד לטובת מחזיקי האג"ח (להלן - "כרית המזומנים"). סכום כרית המזומנים ישתנה, לפי המתווה כדלקמן:

- א. מיום 1.11.2008 ועד 30.4.2009 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 10 מיליון ש"ח.
 - ב. מיום 1.5.2009 ועד 31.10.2009 - כרית המזומנים לא תפחת מסך של 6 מיליון ש"ח.
 - ג. מיום 1.11.2009 ועד להשלמת האכלוס המלא של מתחם הארגז, או עד להכנסות של כ-20 מיליון ש"ח לשנה, כמאוחר שביניהם, כרית המזומנים לא תפחת מסך של 3 מיליון ש"ח.
- (2) החברה תשמור על יחס חוב ל - CAP שלא יעלה על 52%, עד להשלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ("מתחם הארגז") ואכלוסו המלא. יחס זה ייבחן מחדש עם השלמת אכלוס מתחם הארגז.
 - (3) החברה תשעבד לטובת מחזיקי האג"ח, בשעבוד קבוע מדרגה ראשונה, את הנכס ברחוב היצירה 23 בפתח תקווה (בית אפקון) או את הנכס ברח' היצירה 22 בפתח תקווה. החברה תהיה רשאית להסיר את השעבוד לאחר שהכנסותיה יעמדו על סך של כ-20 מיליון ש"ח לשנה לפחות.
 - (4) החברה תתחייב בפני מחזיקי האג"ח שלא לחלק דיבידנדים עד לאכלוס מלא של מתחם הארגז.
 - (5) עד ליום 31.3.2008 תשלם החברה את רישום הזכויות במקרקעין בנכסים ברח' היצירה 22, ברח' היצירה 23 וביגיע כפיים בפ"ת, כמו גם את רישום הזכויות במקרקעין בנכסים בחיפה ובצריפין על שמה. מידרוג תבחן את עמידת החברה בתנאי זה, על בסיס דו"ח שתעביר החברה למידרוג, לא יאוחר מיום 31.03.2008, המפרט את זכויותיה במקרקעין.
 - (6) החברה מתחייבת כי עד להשלמת ההקמה של מתחם הארגז, דמי הניהול הקבועים, שתשלם החברה לבעלי השליטה, לא יעלו על סך של 2.0 מיליון ש"ח לשנה. יובהר כי החברה רשאית לצבור את הזכויות לדמי הניהול, לטובת בעלי השליטה, בסכומים שמעבר ל-2.0 מיליון ש"ח לשנה, אולם אלו לא ישולמו בפועל לבעלי השליטה, טרם להשלמת ההקמה של מתחם הארגז.
- לצורך עמידה בתנאים לעיל, יוגדרו: "אכלוס מלא" - תפוסה בפועל של לפחות 90% מסך שטחי השכרה המתוכננים במתחם; "הכנסות שנתיות של 20 מיליון ש"ח" - כאשר דוחות החברה לשני רבעונים רצופים יצביעו על הכנסות בהיקף שנתי שלא יפחת מכ- 20 מיליון ש"ח, וכי הכנסות אלו מגובות בהסכמי שכירות לתקופה של שלוש שנים לפחות.
- נכון למועד דו"ח המעקב, עומדת החברה בכל התנאים שנקבעו בעת הדירוג הראשוני, לשמירה על דירוג האג"ח.



אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמכים, בין היתר, בהיותה של החברה חלק אינטגרלי מקבוצת שלמה, אחת מקבוצות ההשקעה הגדולות בישראל, ובחלקה הגדול, משרתת את פעילותה של קבוצת שלמה; החברה נמצאת לקראת סיום יעדי הפיתוח אשר הציגה במועד הדירוג הראשוני, הכולל פרויקט ייזום מרכזי, מתחם הארגז בצריפין, אשר אכלוסו צפוי לקראת סוף שנת 2010 ואשר מושכר מראש לחברות מקבוצת שלמה, גורם המצמצם במידת מה את הסיכון העסקי והפיננסי הכרוך בפיתוח וצפוי להניב תזרים פרמננטי משמעותי לחברה; הנכסים המניבים מושכרים בתפוסה גבוהה.

הדירוג משקף תיק נכסים מצומצם וריכוזי יחסית כאשר חלק ניכר מהערך הגלום בחברה נובע מנכס אחד, אשר עדיין נמצא בשלבי פיתוח; תלות בקבוצת שלמה, השוכרת את כל נכסיה המניבים של החברה; נכסי החברה אינם נזילים ברובם, אך יחד עם זאת, לחברה גמישות פיננסית טובה ביחס להתחייבויותיה, בשל נכסיה החופשיים משעבוד; פעילות החברה טרם ייצרה תזרים מזומנים פרמננטי (FFO) חיובי (נתון זה צפוי להשתנות לאחר פתיחת מתחם הארגז); כ- 27 מיליון ₪ מתוך מאזן החברה נובעים מקרקעות במדינות מזרח אירופה, כגון רומניה, גרוזיה וצ'כיה, אשר טרם התאוששו מהמשבר הכלכלי וקיים ספק באשר ליכולת החברה להפיק תזרים מזומנים מקרקעות אלו בטווח הקצר-בינוני; יתכן ורמת המינוף בחברה תגדל בעקבות השקעות צפויות בנכסי נדל"ן מניב במערב אירופה, באמצעות אחזקה של החברה בחברת OX אוברסיז.

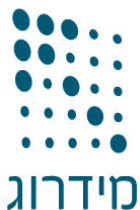
פירוט גורמי מפתח

היקף NOI נמוך מתיק הנכסים המניבים עד להשלמת מתחם הארגז; תלות בשוכרים מקבוצת שלמה. מנגד, ההשכרה לחברות הקבוצה מביאה לתפוסה של כ- 95%; אין חוב בנקאי כנגד הנכסים המניבים ולכן ה- NOI מייצג תזרים חופשי לשירות חוב האג"ח. להלן פירוט לגבי מצבת הנכסים המניבים באלפי ₪:

שם הנכס	מיקום	סה"כ שטח להשכרה	שנת רכישה / סיום בנייה	החזקת החברה בנכס	שווי הוגן נכון ליום 31.12.2009	שווי הוגן נכון ליום 30.06.2010	הנכסות חלק חברה	שיעורי תפוסה			הכנסות % 2009
								למועד דוח	H1 2010 ממוצע	2009 ממוצע	
היצירה 22	פתח תקווה	5,846	1989	100%	28,500	28,500	2,596	100%	100%	100%	9.1%
היצירה 23*	פתח תקווה	5,522	2004	100%	30,000	33,000	2,957	60%	0%	100%	9.9%
חיפה	חיפה	679	1999	100%	3,600	3,600	319	100%	100%	100%	8.9%
יגיע כפיים (1004)	פתח תקווה	7,000	2006	100%	13,300	14,000	773	100%	100%	100%	5.8%
צריפין **, ***	ראשון לציון	16,000	2002	100%	121,560	170,000	1,875	100%	100%	100%	1.5%
סגולה ***	פתח תקווה	6,690	2007	100%	12,500	13,000	611	100%	100%	100%	4.9%
סה"כ	-	41,737	-	-	209,460	262,100	9,131	95%	87%	100%	4.4%

* הנכס עמד ריק במחצית הראשונה של שנת 2010 כאשר החל מסוף חודש מאי הנכס מושכר בתפוסה של כ- 60% לתדיראן טלקום (חברה מקבוצת שלמה) ** הקרקע מושכרת לשלמה אחזקות בהסכם שכירות שיהיה בתוקף עד לסיום בניית הפרויקט (ראה להלן) ואז יכנס לתוקף הסכם שכירות חדש. חלק ניכר מעליות השווי במחצית הראשונה של שנת 2010 נובעת מהשקעה בפיתוח הנכס *** הנכסים הנ"ל משמשים כמגרש לרכיבים בלבד ולפיכך חלק משווי הנכס מיוחס לזכויות הבנייה

נכון למועד דוח דירוג זה, לחברה מצבת נכסים מניבים של כ- 6 נכסים, הממוקמים בעיקר באזורי תעשייה, בערים במרכז הארץ. לחברה קיימת תלות מוחלטת בהשכרת הנכסים הנ"ל לחברות אחרות מקבוצת שלמה. יצוין, כי מהנתונים שהתקבלו, מחירי שכ"ד הינם סבירים ביחס למקובל בשוק וכי בשל שכירות הנכסים על ידי חברות הקבוצה, התפוסה בנכסים הינה גבוהה. כמו כן, למעט הנכס ברחוב היצירה 22, אשר משועבד לטובת בעלי אג"ח, הנכסים הנ"ל אינם משועבדים ולפיכך, מלבד הגמישות הפיננסית הנובעת מנכסים אלו, ההכנסות אינן משמשות לפירעון הלוואות בנקאיות כנגד הנכסים, אלא בעיקר לשירות האג"ח של החברה ולהוצאותיה התפעוליות השוטפות.



צפי לגידול משמעותי ב- NOI שהחברה תפיק בעקבות השלמת בניית ואכלוס מתחם הארגז בראשון לציון עד לסוף הרבעון הראשון של שנת 2011; הנכס צפוי לתרום כ- 20 מיליון ש"ח לשירות החוב של החברה

עד ליום 30.06.10, החברה השלימה כ- 65% מבניית מתחם לוגיסטי ומבנה משרדים, בשטח להשכרה של כ- 35 אלף מ"ר באזור צריפין. החברה חתמה על הסכם שכירות עם חברות בשליטת בעל השליטה בחברה - מר שלמה שמלצר, להשכרת כ- 80% מהנכס, לתקופה של כ- 10 שנים, תמורת שכ"ד שנתי של כ- 15 מיליון ש"ח, צמוד למודד המחירים לצרכן (אשר יחליף את החוזה הקיים להשכרת המגרש בשטח, בסכום שנתי של כ- 1.9 מיליון ש"ח). החברה צופה כי בתקופה הקרובה יחתמו חוזים ליתרת השטחים בנכס עם חברות פרטיות מקבוצת שלמה, כך שהנכס צפוי להניב NOI שנתי של כ- 20 מיליון ש"ח בשנה. הבנייה והאכלוס צפויים להסתיים עד לסוף שנת 2010. להערכת מידרוג, השלמת פיתוח ואכלוס הנכס הינה בעלת משמעות אקוטית להמשך התפתחות החברה וליכולתה לייצר תזרים מזומנים פרמננטי (FFO), לצורך שירות חובה הפיננסי. כמו כן, יצוין כי בהתאם לתנאי הדירוג הראשוני ושטר הנאמנות של אג"ח א', לאחר אכלוס הנכס בצריפין, מרבית ההגבלות האמורות בקשר להגבלה על דמי ניהול, החזקת כרית מזומנים, שעבוד הנכס ברחוב היצירה 22 וכדומה, יתבטלו.

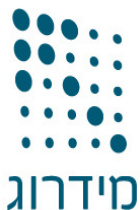
יצוין, כי בנוסף לנכסים שהוצגו לעיל, חלק ממקורות החברה מרותקים למספר קרקעות (לא משועבדות) בבעלותה, הן בישראל והן במדינות מזרח אירופה (רומניה, גרוזיה וצ'כיה). בשטח קרקע כולל של כ- 285 אלף מ"ר. קרקעות אלו רשומות בספרי החברה לפי שווי של כ- 44 מיליון ש"ח (כ- 27 מיליון ש"ח בגין קרקעות במזרח אירופה). לאור האקלים הפיננסי השורר במדינות בהן ממוקמים הקרקעות ועד למציאת שוכרים מראש לקרקעות בישראל, תוכנית העבודה של החברה אינה כוללת את פיתוחם של המגרשים האלו.

4

מידרוג תבחן את ההשלכות של ההשקעות העתידיות במערב אירופה בתחום הנדל"ן המניב אשר החברה מתכוונת לבצע באמצעות חברת אוברסיז, במידה ויבוצעו

בהתאם לדוח מידי שפרסמה החברה ביום 27 ביוני 2010, החברה תיכנס לנעליו של מר שמלצר, כצד להסכם מיום 27 בינואר 2010, בו התקשרו מר שמלצר ומר איליק רוז'נסקי עם ב. גאון החזקות בע"מ, לרכישת מניותיה של חברת אס.אר. אוברסיז השקעות בע"מ (להלן: "אוברסיז"). החברה מחזיקה בכ- 54.9% מאוברסיז, חברה בשליטת מר רוז'נסקי וגברת חווה זמיר-טואף מחזיקה בכ- 25% מהון המניות והיתרה מוחזקת בידי הציבור. יצוין, כי באוברסיז קיימות יתרות מזומנים, נכון ליום למועד דוח דירוג זה, של כ- 63 מיליון ש"ח (חלק חברה כ- 34.6 מיליון ש"ח) ואין לאוברסיז נכסים והחתיבויות מהותיות אחרות. החברה מתכוונת להשתמש באחזקותיה באוברסיז בשותפות עם מר רוז'נסקי, כפלטפורמה לביצוע השקעות בתחום הנדל"ן המניב במערב אירופה ובייחוד בגרמניה ושוויץ. להערכת מידרוג, נראה כי האסטרטגיה העסקית המתגבשת לגבי ביצוע ההשקעות ואופן מימונן, הינה בעלת רמת סיכון בינונית-גבוהה. לאור העדר ניסיונה של החברה בביצוע השקעות מסוג זה ולאור אי הוודאות באשר למבנה, גובה, מיקום, אופי והשפעת הרכישות הנ"ל על רמת הסיכון והמינוף בחברה, מידרוג תבחן את השלכות הרכישות העתידיות, שהחברה תבצע באמצעות אוברסיז, על דירוגה של החברה, הן בהתחשב בסיכון האשראי של חברת אוברסיז והן בהתחשב בהיקף החשיפה של החברה לאוברסיז.

יתרת מזומנים נמוכה ביחס ללוח הסילוקין של החברה. גמישות פיננסית טובה בשל יתרת מצבת נכסים לא משועבדים בשווי כולל של 251 מיליון ש"ח



נכון ליום 30 ביוני 2010, לחברה יתרת נזילות של כ- 23 מיליון ₪. סכום זה הינו מספק לצורך פירעון יתרת קרן אג"ח של שנה אחת בלבד, מתוך סך ה- 132 מיליון ₪ אג"ח בספרים. בנוסף, לחברה ישנה הלוואת מסגרת אשראי יומית של כ- 26 מיליון ₪ אשר צפויה להתחלף עם הלוואה ארוכה יותר (וככל הנראה, גם בסכום ניכר יותר, לצורך מימון פעילותה השוטפת של החברה וכנגד שיעבוד חלק מנכסיה).

החברה מתכננת לפרוע את התחייבויותיה הפיננסיות מתוך מסגרת האשראי החדשה הצפויה, מתוך התזרים השוטף (אשר כאמור, צפוי לגדול לאחר פתיחת מתחם הארגז) ומתוך גמישותה הפיננסית הנובעת מנכסים לא משועבדים, בשווי כולל של כ- 251 מיליון ₪ (לא כולל הנכסים במזרח אירופה, הרשומים בספרים לפי שווי של כ- 27 מיליון ₪ ליום 30 ביוני 2010). לפיכך, בהינתן כי רמת החוב הפיננסי לא תשתנה באופן משמעותי, החברה צפויה לעמוד בהתחייבויותיה.

התפתחות התוצאות הכספיות

ש.ר. שלמה נדל"ן בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.10 (אלפי ₪):

אלפי ש"ח	30.06.2009	31.12.2009	30.06.2010	31.12.2008
הכנסות	4,301	9,131	3,596	6,617
EBITDA	-1,594	6,523	15,525	1,220
עליית שווי הוגן נדל"ן להשקעה	-3,262	1,633	14,841	-1,900
EBITDA בנטרול שערוכים	1,668	4,890	684	3,120
% רווח תפעולי בנטרול שערוכים	39%	54%	19%	47%
הוצאות מימון, נטו	2,935	11,603	8,295	8,231
רווח (הפסד) נקי	-4,266	-814	6,040	-6,365
חוב פיננסי	127,139	130,804	157,768	125,374
יתרות נזילות**	67,143	46,014	22,606	62,423
חוב פיננסי נטו	59,996	84,790	135,162	62,951
הון עצמי וזכויות מיעוט	158,827	162,279	168,319	163,093
סך מאזן	307,963	310,349	362,171	304,906
CAP	297,323	300,437	334,631	300,087
CAP נטו	230,180	254,423	312,025	237,664
FFO	-2,058	-3,871	-3,681	-5,962
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשובאי	52%	52%	46%	53%
חוב ל- CAP	43%	44%	47%	42%
חוב נטו, ל- CAP נטו	26%	33%	43%	26%
חוב פיננסי ל- FFO*	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי
חוב פיננסי, נטו ל- EBITDA*	שלילי	13.0	4.4	51.6
חוב פיננסי, נטו ל- EBITDA בנטרול שערוכים*	18.0	17.3	98.8	20.2
EBITDA להוצאות מימון, נטו	שלילי	0.6	1.9	0.1

* בגילום שנתי ** בנטרול כרית מזומנים של כ-3 מיליון ₪ שהחברה שומרת, בהתאם לתנאי שטר הנאמנות של אג"ח א'



יחסי איתנות טובים ביחס לרמת דירוגה של החברה וביחס למקובל בענף; תוכניות החברה להרחבת היקף הפעילות בעתיד עשויות להביא לשחיקה מסוימת ברמת יחסי האיתנות

מגמת היציבות היחסית בפעילות החברה משתקפת ביחסי האיתנות בין ה - 31.12.2008 ליום 30.06.2010, הכוללת תנודתיות מועטה בהון העצמי. יחסי האיתנות של החברה הינם טובים ביחס לרמת דירוגה. החברה בוחנת מספר אלטרנטיבות להרחבת היקף פעילותה, בין היתר, באמצעות חברת אוברסיז במערב אירופה ועל ידי רכישת נכסים מניבים להשכרה לחברות הקבוצה בישראל. להערכת מידרוג, יישום האסטרטגיה האמורה עשוי להביא לגידול ברמת המינוף של החברה ולשחיקה מסוימת ביחסי האיתנות, כך גם רמת הסיכון של פעילות החברה עלולה לגדול. במידה והשחיקה הנ"ל תהיה משמעותית ובהעדר יצירת תזרים פרמננטי נוסף מהותי לשירות החוב, מידרוג תבחן את השלכת הרחבת הפעילות על דירוגה של החברה.

לאור היותה של החברה בתקופת השקעות משמעותיות בפיתוח הנכס במתחם הארגז, החברה אינה מייצרת תזרים פרמננטי משמעותי בשלב זה; כאמור, אכלוס המתחם צפוי להביא לשיפור ב- FFO שהחברה תפיק בטווח הקצר-בינוני

מצבת הנכסים הנוכחית של החברה טרם ייצרה FFO פרמננטי חיובי, לצורך שירות חובה הפיננסי. מצב זה צפוי להשתנות בעקבות פתיחותו של הנכס במתחם הארגז (ראה לעיל). להערכת מידרוג לאחר אכלוס מתחם הארגז החברה תוכל לייצר יחסי כיסוי בין החוב הפיננסי ל- FFO, העומד על טווח של 20-25 שנים. אולם, הרחבת פעילות לא זהירה, תוך כניסה לפרויקטים בעלי אופי ייזמי משמעותי, עלולה להביא את החברה להגדלת רמת המינוף (ראה לעיל) ולפיכך לפגום ביחסי הכיסוי הצפויים. מידרוג תעקוב אחר התפתחות יחסי הכיסוי שהחברה תציג לאורך זמן והשלכתם על רמת דירוגה.

6

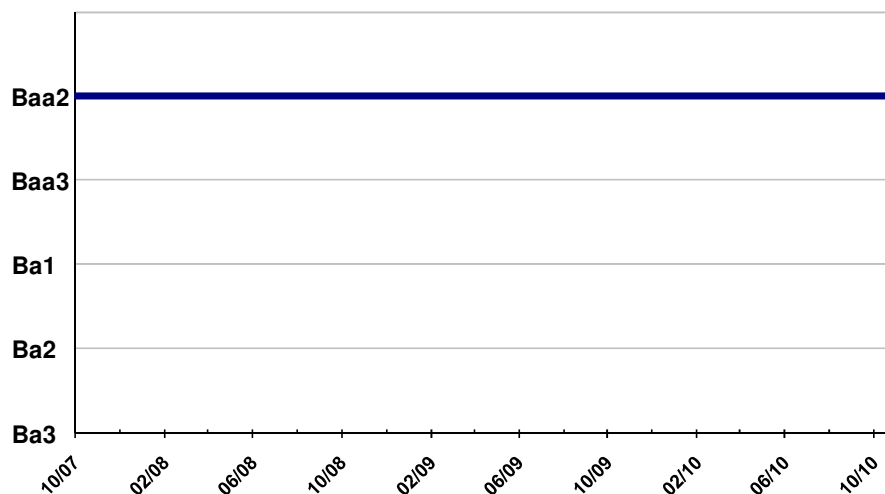
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- גידול בפיזור והכנסות החברה בעקבות הרחבת הפעילות במידה ניכרת ויצירת תזרים חיובי לחברה, תוך שמירה על נזילות גבוהה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- עלייה ביחס החוב ל- CAP מעבר לשיעור של 52%, עד להשלמת בניית המרכז הלוגיסטי בצריפין ואכלוסו המלא. יחס זה יבחן לאחר השלמת ואיכלוס המתחם
- פגיעה בנזילות החברה, בין היתר, כתוצאה מחלוקת דיבידנדים
- גידול חד בהוצאות הנהלה וכלליות ובדמי הניהול
- הגדלה משמעותית של רמת הסיכון בחברה בעקבות חשיפתה לפעילות אוברסיז
- שעבוד נכסים באופן שיפגע בגמישות הפיננסית של החברה באופן מהותי



אודות החברה

ש.י.ר שלמה נדל"ן בע"מ הוקמה ביום 22.3.2007, כזרוע נדל"ן של קבוצת שלמה. פעילות זו כוללת תפעול וייזום של נכסים מניבים בישראל ובחו"ל. פעילות החברה מתבצעת ישירות על ידה וכן - על ידי שתי חברות בת ייעודיות, המרכזות את פעילות החברה בחו"ל. במסגרת הקמת החברה הועברו ביום 29.3.2007 שישה נכסי מקרקעין בישראל מהחברה האם ש.י.ר שלמה - יבוא רכב בע"מ (להלן: "החברה האם"), לחברה וכן הועברו החזקותיה של החברה האם בחברות הבת הייעודיות. החברה החלה את פעילותה ביום העברת הנכסים. החברה מוחזקת בבעלות מלאה על ידי ש.י.ר - יבוא רכב בע"מ, חברה בבעלות ובשליטה מלאות של מר שלמה שמלצר ועתליה שמלצר¹.

7

מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

¹ מר שלמה שמלצר הינו בעל השליטה בקבוצת שלמה - אחת מקבוצות ההשקעה הפרטיות הגדולות בישראל, המחזיקה בחברת הליסינג המובילה בישראל - ניו קופל, בחברת השכרת הרכב הגדולה בישראל, שלמה SIXT, וכן בפעילויות בתחומי האלקטרו-מכניקה, הספנות והלוגיסטיקה.

מושגי יסוד

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 (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</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 כמוחזקות 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 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 שאלה 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") 2010.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 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.