



סקיילקס קורפוריישן בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוקטובר 2009

1

מחברת:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

סקיילקס קורפוריישן בע"מ

A3	דירוג סדרות
----	-------------

מסגרת הדירוג

הדירוג A3 ניתן לאגרות חוב (סדרות א', ב', ג' וסדרה 1) שהנפיקה סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה") בערך נקוב כולל של 1,509 מיליון ש"ח. תמורת הגיוס מיועדת למימון רכישת גרעין השליטה בפרטנר תקשורת בע"מ ("פרטנר"). תמורת הגיוס הופקדה בידי נאמן עד להשלמת רכישת גרעין השליטה בפרטנר. היה והעסקה לרכישת מניות פרטנר לא תושלם, החברה תעמיד את אגרות החוב לפדיון מוקדם, בהתאם להוראות שטרי החוב. להבטחת פרעון הקרן והריבית למחזיקי אגרות החוב (סדרות א', ב' ו- ג') תיצור החברה לטובת הנאמן שעבוד על מניות רגילות בנות 0.01 ש"ח ערך נקוב של פרטנר שבבעלות החברה אשר שווי השוק שלהם בחמשת ימי המסחר הקודמים למועד הסליקה הכספית של תמורת הנפקת אגרות החוב יהיה שווה ל- 100% מהערך הנקוב של אגרות החוב, לרבות שעבוד על הזכויות הנלוות למניות המשועבדות, למעט הזכות לקבל דיבידנד בגין מניות אלו. השעבוד יחול עד לפירעון המלא והסופי של קרן אגרות החוב והריבית. אגרות החוב להמרה (סדרה 1) אינן מובטחות בשעבוד כלשהוא.

להלן סדרות האג"ח במחזור עליהן חל הדירוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג. במיליוני ש"ח	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	תקופת פרעון הקרן
א'	1115187	9/09	346.6	7.0%	ללא	9/2011-3/2014
ב'	1115203	9/09	350.6	משתנה*	ללא	6/2011-12/2013
ג'	1115211	9/09	709.3	4.9%	מדד	6/2011-12/2013
1	1115195	9/09	102.6	4.0%	ללא	6/2024

* מרווח של 3% מעל ריבית אג"ח ממשלתי לז"ק

הדירוג מסתמך על שמירה של יחסים פיננסיים לאורך חיי אגרות החוב כדלקמן, כאשר בכל הקשור לפרטנר, תפעל החברה כבעלת השליטה בפרטנר בכפוף לכל דין:

- (1) יחס החוב הפיננסי נטו של פרטנר ל- EBITDA של פרטנר לא יעלה על 2.5.
- (2) היחס בין סך החוב הפיננסי של פרטנר בתוספת המנה המתקבלת מחלוקת סך החוב הפיננסי של החברה בשיעור החזקתה בפרטנר לבין ה-EBITDA של פרטנר לא יעלה על 6.0. החל משנת 2011 - לא יעלה על 5.0.
- (3) יחס בין מכפלת שיעור הבעלות של החברה בפרטנר ברווח הנקי של פרטנר בארבעת הרבעונים האחרונים לבין סך כל החלויות (קרן, ריבית והפרשי הצמדה בגין, בניכוי יתרות המזומנים של החברה והסכום הצפוי להתקבל כדיבידנד בגין הפחתת הון הצפויה (לאחר אישור בית משפט)), בגין החוב הפיננסי של החברה בארבעת הרבעונים הבאים (יחס כיסוי DSCR בחברה) לא יפחת מ- 1.15 עד שנת 2010 והחל משנת 2011 לא יפחת מ- 1.3. בשנת 2013 היחס יחושב ללא קרן ההלוואה מול מוכרת השליטה בפרטנר Hutchison Telecommunications International Limited באמצעות תאגיד בשליטתה.

הדירוג מסתמך גם על התחייבות החברה במסגרת הסכם ההלוואה מול המוכר, לפיה היקף החוב הפיננסי של החברה עד לפירעון סופי ומלא של הלוואת המוכר לא יעלה על סך של 3.8-4.0 מיליארד ש"ח, לרבות מגבלות על יכול לקחת חוב נוסף כפי שיפורט בהמשך.

דוח זה מתבסס על נתונים ותנאים אינדיקטיביים להסכמי המימון עם בנקים והמוכר אשר נמסרו למידרוג עד ליום 4.10.2009. אם יחולו שינויים בהסכמים אלו, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. לאחר שיומצא למידרוג עותק סופי מכל ההסכמים לרבות ההתחייבות האמורה לגבי שמירה על יחסים פיננסיים, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי.

פרופיל החברה

סקיילקס קורפוריישן בע"מ ("סקיילקס" או "החברה") הוקמה בשנת 1971 כחברה פרטית אשר עיקר עיסוקה היה פיתוח, ייצור ושיווק מערכות דפוס וקדם-דפוס דיגיטליות. החל משנת 2001 רשומות מניות החברה למסחר בבורסה לני"ע בתל-אביב. בשנים 2004-2006 מכרה החברה את כל פעילותה בתחום האמור. החל משנת 2006 ועד אמצע שנת 2008 פעלה החברה כחברת החזקות בלבד, אשר עיקר עיסוקה היה ניהול נכסי החברה, איתור הזדמנויות עסקיות וכן החזקה במניות בז"ן, שנמכרה במחצית 2008.

בעלת השליטה בסקיילקס היא סאני אלקטרוניקה בע"מ ("סאני אלקטרוניקה"), חברה ציבורית אשר מחזיקה 86.46% מהון המניות של החברה. סאני אלקטרוניקה רכשה את השליטה בחברה בחודש יוני 2008 מידי מפעלים פטרוכימיים בישראל בע"מ. בעל השליטה בסאני אלקטרוניקה הוא יו"ר דירקטוריון החברה, מר אילן בן דב, אשר מחזיק בנוסף 0.95% ישירות בחברה. מר בן דב הוא גם בעל השליטה בטאו תשואות בע"מ ("טאו") אשר בחודש פברואר 2009 מכרה את כל מניותיה בסקיילקס (24.2% מהון המניות המונפק של החברה) לחברה תמורת סך של כ-275 מיליון ש"ח במזומן.

בחודש אוגוסט 2008 רכשה החברה מסאני אלקטרוניקה את הפעילות הסולולארית של לקוחות הקצה והמפעילים הסולולאריים, אשר בוצעה באמצעות חברות הבנות של סאני אלקטרוניקה: סאני תקשורת בע"מ (ייבוא שיווק והפצה של מכשירי קצה למפעילות סולולאריות) ו-דין דינמיקה (שיווק טלפונים סולולאריים ואביזרים נלווים ללקוחות קצה ברשת סלקום תחת רשת "דינמיקה"), בתמורה לסך של כ-243 מיליון ש"ח, מזה סך של כ-69 מיליון ש"ח עבור פעילות דינמיקה והיתרה עבור פעילות הסחר במכשירים סולולאריים.

במהלך שנת 2008 חילקה החברה לבעלי המניות דיבידנד במזומן בסך של 150 מיליון ש"ח וכן ביצעה רכישה עצמית של מניות בהיקף של כ-25 מיליון ש"ח, וכאמור רכשה מטאו את מניותיה בהיקף של כ-275 מיליון ש"ח.

בנוסף עוסקת החברה בניהול נכסים פיננסיים לנוסטרו. ליום 30/6/2009 לסקיילקס יתרת מזומנים ושווי מזומנים בסך של כ-480 מיליון ש"ח ויתרת נכסים פיננסיים בשווי הוגן בסך של כ-355 מיליון ש"ח. ערב עסקת פרטנר אין לחברה במאזנה חוב פיננסי.

סקיילקס - נתונים כספיים עיקריים, במיליוני ש"ח *

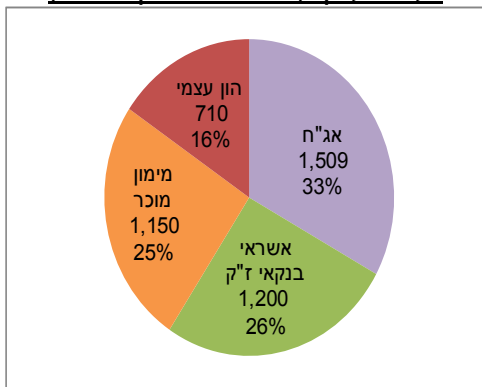
<u>ינואר-דצמבר</u>	<u>ינואר-דצמבר</u>	<u>ינואר - יוני</u>	
<u>2007</u>	<u>2008</u>	<u>2009</u>	
-	184.2	373.4	הכנסות ממכירות ומתן שירותים
-14.6	2.0	49.2	רווח תפעולי
39.1	30.3	107.3	הכנסות מימון
-28.2	-1.4	-3.7	הוצאות מימון
43.8	308.2	0.3	הכנסות אחרות
55.0	42.3	1.5	רווח מפעילות מופסקת
95.1	412.3	157.9	רווח נקי
1,717.9	1,357.0	1,261.1	סך נכסים במאזן
428.3	902.8	480.0	מזומנים ושוי מזומנים
-	51.6	354.9	נכסים פיננסיים בשווי הוגן
1,182.3	-	-	מניות בז"ן
1,394.0	1,275.1	1,152.1	הון עצמי

* החל מיום 29/9/2008 הנתונים כוללים את פעילות מכשירי הקצה והמפעילים הסלולאריים. רווח מפעילות מופסקת: פעילות ההדפסה הדיגיטלית שנמכרה בשנים 2004-2006. בשנת 2008 נרשמו הכנסות אחרות בסך של כ-308 מיליון ש"ח בעקבות מכירת החזקות סקילקס בבז"ן בתמורה לכ-1,145 מיליון ש"ח.

עסקת פרטנר ומימונה

ביום 12 באוגוסט 2009 נחתם בין החברה לבין Advent Investments Pte Ltd ("אדוונט" או "המוכר"), תאגיד סינגפורי המצוי בשליטת Hutchison Telecommunications International Limited, הסכם לרכישת 78,940,104 מניות רגילות בחברת פרטנר המהוות כ- 51.31% מהון המניות המונפק והנפרע של פרטנר (כ- 49.41% בדילול מלא) תמורת ש"ח 67.025 למניה אחת של פרטנר ("מחיר העסקה"), ובסך הכול תמורת סך כולל של 5.29 מיליארד ש"ח ("עסקת פרטנר"). ביצוע ההסכם צפוי במהלך חודש נובמבר 2009. ביום 21 באוגוסט 2009 התקשרה החברה עם בנק לאומי לישראל בע"מ ("בנק לאומי") בהסכם לפיו ירכוש בנק לאומי מהחברה, מיד לאחר עסקת פרטנר, 7,677,037 מניות של פרטנר המהוות כ- 4.99% מהון המניות המונפק והנפרע של פרטנר במחיר העסקה ובתמורה לכ- 515 מיליון ש"ח. ביום 2 בספטמבר 2009 הודיעה החברה כי היא מנהלת מו"מ עם בנק מזרחי טפחות בע"מ ("בנק מזרחי") להתקשרות בהסכם לפיו תמכור החברה לבנק מזרחי מניות המהוות כ-2.0% מהון המונפק והנפרע של פרטנר במחיר העסקה בתמורה לכ- 207 מיליון ש"ח.

**הרכב מימון עסקת פרטנר, במיליוני ש"ח ובאחוזים
מעלות העסקה (לאחר מכירת חלק מהמניות)**



ככל שיושלמו העסקאות האמורות, תיוותר החברה עם כ- 68.2 מיליון מניות פרטנר (כ-44.3%) בעלות השקעה של כ- 4,569 מיליון ש"ח. הרכב המימון של העלות האמורה, כפי שנקבע למועד דוח זה הינו: אגרות חוב בערך נקוב כולל של כ- 1,509 מיליון ש"ח באמצעות גיוס 4 סדרות אג"ח, מימון בנקאי לז"ק בסך כולל של כ-1,200 מיליון ש"ח, הלוואת מוכר בסך של כ-1,150 מיליון ש"ח ובסה"כ חוב פיננסי בסך של כ-3,859 מיליון ש"ח. היתרה בסך של כ-710 מיליון ש"ח תמומן ממקורות עצמיים מיתרת הנכסים הפיננסיים הנזילים בחברה, וזאת לאחר שהחברה הודיעה כי תחלק דיבידנד לבעלי המניות בסך 100 מיליון ש"ח ערב העסקה.

צפוי כי מייד לאחר השלמת העסקה יוותרו בידי החברה מניות פרטנר חופשיות משעבוד בהיקף של כ-11.5% מהון המניות של פרטנר, ששווין לפי מחיר העסקה הינו כ- 1,190 מיליון ש"ח. יש לציין כי החברה מחויבת בפני הבנקים המממנים (ראה גם להלן) לשמור על מניות אלו חופשיות עד לפירעון ההלוואות הבנקאיות.

עוד יצוין כי דירקטוריון פרטנר עשוי לקבל החלטה על חלוקת רווחים מיוחדת בדרך של הפחתת הון בכפוף לקבלת אישור בית משפט כמתחייב בחוק. במידה בה יחולק, צפוי הדיבידנד המיוחד, מתוקף הסכם המימון של הבנקים, לשמש בראש וראשונה לפירעון ההלוואות הבנקאיות.

להלן הפרטים העיקריים בקשר עם רכיבי המימון העיקריים של העסקה כפי שנקבעו עד למועד דוח זה:

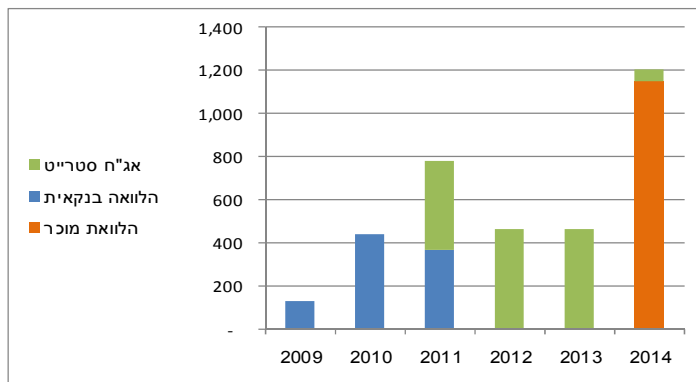
מימון מוכר

כחלק מתנאי העסקה העמיד המוכר לחברה הלוואה דולרית בסך של כ- 300 מיליון דולר (כ-1,150 מיליון ש"ח) העומדת לפירעון בתשלום אחד בחודש יוני 2014 ונושאת ריבית בשיעור קבוע של 2.0% לשנה ("הלוואת המוכר"). כבטוחה לתשלומי ההלוואה מעמידה החברה למוכר שעבוד מדרגה ראשונה על 17,142,858 מניות של פרטנר (כ- 11% מהון המניות של פרטנר) שערך לפי מחיר העסקה שווה לסכום ההלוואה. המוכר לא יהיה זכאי לקבל דיבידנדים מפרטנר ביחס למניות המשועבדות. במידה בה תבצע פרטנר חלוקה מיוחדת שלא מתוך רווחים (בהמשך להפחתת הון; "דיבידנד מיוחד"), יותאם מספר המניות המשועבדות לטובת המוכר להיקף הדיבידנד המיוחד. במסגרת הלוואת המוכר, התחייבה החברה כי לאורך תקופת הלוואת המוכר תגביל את סכום החוב הכולל של החברה המובטח במניות פרטנר עד לסך של גובה החוב המובטח הכללי של החברה ביום השלמת עסקת פרטנר (4.0-3.8 מיליארד ש"ח). כמו כן הסכם הלוואת המוכר מטיל מגבלות מסוימות על יכולת החברה ליטול חוב נוסף לאורך חיי הלוואת המוכר, בהתחשב ביעוד השקעות של כספי החוב.

מימון בנקאי (מבוסס על מכתב תנאים אינדקטיבי מיום 13/9/2009 שנמסר למידרוג)

מזרחי ולאומי יעמידו לחברה מסגרת חוב למימון עסקת פרטנר בסך של עד 1,250 מיליון ש"ח, מכך כ- 250 מיליון ש"ח מימון כנגד פעילות סאני תקשורת (לשעבר) ועד 1,000 מיליון ש"ח הלוואה נוספת שתועמד על ידי בנק לאומי (60%) ובנק מזרחי (40%) ("ההלוואה הבנקאית"). המימון כנגד פעילות יועמד כמסגרת אשראי מובטחת בדרך של הלוואות און קול כנגד שעבוד קבוע על חוב לקוחות ומלאי החברה במסגרת הפעילות הסולולארית. מימוש פעילות דינמיקה, הצפוי בעקבות רכישת השליטה בפרטנר, ישמש את החברה להקטנת האשראי האמור בסכום מקביל. ההלוואה הבנקאית תועמד כנגד שעבוד מדרגה ראשונה על מניות פרטנר בהיקף השווה ל- 100% מגובה ההלוואה הבנקאית לפי מחיר העסקה. היקף השעבוד לא ישתנה במקרה בו שווי הבטוחות יורד עד ל- 90% מגובה ההלוואה הבנקאית באותו מועד (לפי שווי שוק מניות פרטנר המשועבדות). היה ושווי הבטוחות יורד מתחת ל- 90% מגובה ההלוואה הבנקאית באותו מועד, יועמדו עוד מניות פרטנר כבטוחות כך ששווי הבטוחות הכולל יהא שווה ל- 110%, מגובה ההלוואה הבנקאית באותו מועד. ההלוואה הבנקאית תפרע עד ליום 30/4/2011. מלוא הדיבידנדים שינבעו מחלוקת הרווחים מפרטנר, לרבות דיבידנד מיוחד, ישמשו לפירעון ההלוואה הבנקאית. לטובת ההלוואה הבנקאית תשעבד החברה את הסכם הרכישה של פרטנר וכן תעניק לבנקים שעבוד שוטף שלילי על נכסי החברה. במסגרת הסכם המימון הבנקאי התחייבה החברה בין השאר כי: יתרת המניות פרטנר החופשיות שתחזיק החברה לא יפחת מ-10% מהון המניות של פרטנר. המניות החופשיות כאמור לא ישועבדו לצד ג'. במידה והמניות החופשיות תימכרנה, תשמש התמורה לפירעון של האשראי, אלא אם יוסכם אחרת; היא לא תחלק דיבידנד עד מועד פירעון מלוא האשראי הבנקאי לז"ק למעט סך של 100 מיליון ש"ח ערב סגירת העסקה, וסך של עד 50 מיליון ש"ח בכל שנה; שעור החזקתה בפרטנר לא יפחת מ-40% בדילול מלא. במסגרת המימון הבנקאי התחייבה החברה כלפי הבנקים גם לאמות מידה פיננסיות כפי שפורט לעיל.

להלן לוח הסילוקין לפירעון קרן החוב של סקיילקס בהתאם למבנה המימון הידוע למועד דוח זה (במיליוני ש"ח):



נציין כי לוח הסילוקין המוצע לעיל אינו מותאם לתרחיש של חלוקת דיבידנד שאינו מהרווחים השוטפים של פרטנר (קרן לאחר הפחתת הון בפרטנר). חלוקת דיבידנד כזו, אם תתבצע, תפרע את ההלוואות הבנקאיות. בהתאם, חלוקת דיבידנד בהיקף של 1.4 מיליארד ש"ח מפרטנר, חלקה של החברה כ- 44% תאפשר פירעון הלוואות בנקאיות עד לתום שנת 2010.

המתודולוגיה לדירוג

המתודולוגיה ששימשה את מידרוג בדירוג האג"ח התבססה על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בעל נחיתות מבנית בחברת החזקות המחזיקה שליטה בחברה תפעולית. נקודת המוצא לדירוג האג"ח של סקייילקס הינה דירוג האג"ח של פרטנר (Aa2 באופק דירוג שלילי). הפער בין דירוג פרטנר לבין דירוג האג"ח (סדרות א', ב' ו-ג' וסדרה 1) של סקייילקס מבטא את תוספת סיכון האשראי של סקייילקס הנובעת מנידחות החוב ביחס לשירות החוב בפרטנר ומסיכונים נוספים כפי שיפורט להלן. יש לציין כי בשיקולי הדירוג לא ניתן משקל ישיר לבטחונות שהעמידה החברה לטובת מחזיקי האג"ח (קרי, תוספת הבטחונות לא היוותה גורם לתוספת דרגה בדירוג האג"ח). אי מתן משקל לתוספת הבטחונות בדירוג מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לפיה, הקיטון בתוחלת ההפסד (PD) בקשר עם התחייבות המדרגת בדרגת השקעה (Investment Grade) כתוצאה מתוספת בטוחות, בהיקף שאינו עולה באופן מהותי על היקף החוב, אינו מצדיק תוספת דירוג. בנוסף, הקורלציה הגבוהה בין כושר הפרעון של סקייילקס לבין שווי הבטוחה (מניות פרטנר) מצמצמת מאוד את יכולת השבת ההפסדים (recovery) באירוע חדלות פרעון.

שיקולים עיקריים לדירוג

בצד החוזקות, מתחשב הדירוג בחוזקה של סקייילקס בהינתן השליטה בפרטנר: חוזק תזרימי המזומנים של פרטנר, כפי שהוא מתבטא גם בדירוג פרטנר, שימש כאמור נקודת מוצא ושיקול עיקרי בדירוג האג"ח. חוזק זה נשען על נתח שוק דומיננטי ומיצוב עסקי גבוה הנתמך במותג חזק, בטכנולוגיה ובשירות מובילים, וכן בביקושים יציבים ובסביבת תחרותית מתונה התורמת לרווחיות הענף. צרכי השקעה בחדשנות טכנולוגית ורמת רגולציה גבוהה, מהווים את האיומים העיקריים על הענף ועל פרטנר; בשנים 2006-2008 חילקה פרטנר 70-90% מהרווח הנקי כדיבידנד לבעלי המניות.

הדירוג נתמך גם במבנה מימון העסקה כדלקמן: עלות מימון חוב נמוכה יחסית, נוכח מבנה המימון הקצר והלוואת המוכר, גזרים יחסי כיסוי ריבית סבירים גם בתסריט רגישות שמרני ביחס להיקף הרווח של פרטנר (כ-2.5 שנים); לוח סילוקין המציב את פרעון הלוואות המוכר רק בתום לוח הסילוקין של האג"ח (סדרות א', ב' ו-ג'); גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מהשליטה המבוצרת בפרטנר ומהסחירות של מניותיה; פוטנציאל לשיפור הגמישות הפיננסית ככל שיחולק דיבידנד מיוחד על ידי פרטנר, אשר צפוי לשמש לפירעון האשראי הבנקאי ולשחרור מניות משועבדות בהיקף מהותי.

גורמי הסיכון העיקריים שנלקחו בשיקולי הדירוג: נדחות האג"ח ביחס לשירות החוב של פרטנר והישענות סקייילקס על דיבידנדים בלבד; תלות החברה בהחזקה עיקרית אחת המהווה את המקור העיקרי לפירעון האג"ח; רמת המינוף הגבוהה בסקייילקס הצפויה עם השלמת העסקה, המגלמת יחס חוב פיננסי נטו לשווי נכסים (פרופורמה לאחר ביצוע העסקה) בשיעור של כ-78%. כך, היקף החוב במועד השלמת העסקה מגלם יחס חוב לתזרים תפעולי שנתי (חלוקת מלוא הרווח הנקי של פרטנר כדיבידנד בתוספת תזרים מהפעילות הסלולארית ובניכוי הוצאות הנהלה וכלליות ולפני הוצאות מימון) בטווח שבין 6.0 שנים (על בסיס הרווח הנקי של פרטנר לשנת 2008) לבין 8.5 שנים (על בסיס תסריט רגישות של 25% לרווח הנקי של פרטנר); עומס פירעונות גבוה יחסית לפי לוח הסילוקין בשנים 2011-2013; אי וודאות לגבי מבנה תיק החזקות העתידי של סקייילקס ומבנה המימון בטווח הבינוני והארוך, ובפרט לאחר שנת 2011 עם



פרעון מלא של הלוואות בנקאיות; חשיפה לתנודתיות בשער החליפין של השקל מול הדולר נכח הלוואה דולרית בהיקף משמעותי; חשיפה לסיכוני שוק הנובעים מתיק ני"ע בהיקף מהותי המושקע בחלקו באפיקי מנייתי. בניתוח הסיכונים נלקחו בחשבון גם השיקולים האיכותיים הבאים: עסקת פרטנר מהווה השקעה משמעותית עבור החברה, בסדר גודל העולה במידה ניכרת על היקף הנכסים הנכחי שלה, ולהערכת מידרוג מציבה בפניה אתגר ניהולי משמעותי. שיקול נוסף כרוך באי הוודאות לגבי השפעת החלפת השליטה על התנהלותה העסקית של פרטנר.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- ירידה משמעותית ביחס המינוף תוך שיפור ביחסי הכיסוי
- הרחבה ופיזור תיק ההחזקות תוך ירידת התלות בהחזקה בפרטנר כמקור תזרימי ונכסי עיקרי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- החלשות מיצובה העסקי והפיננסי של פרטנר באופן שיפגע ביכולתה להעלות דיבידנד לבעלי המניות
- ביצוע השקעות בהיקף מהותי שאינן בתחומי הליבה לרבות השקעות פיננסיות ברמת סיכון גבוהה
- חלוקת דיבידנד שתחליש את נזילות החברה ואיתנותה הפיננסית

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 שיפוט של מידרוג, מהאיכות 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 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") 2009.

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. 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 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. 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.