

צ.מ.ח המרמן בע"מ

פעולת דירוג | אפריל 2010

1

מחבר:

נדב גורן - אנליסט
nadavq@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיון, סמונכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



צ.מ.ח המרמן בע"מ

| | | |
|-------------------|-------------|------------|
| אופק הדירוג: יציב | דירוג: Baa2 | דירוג סדרה |
|-------------------|-------------|------------|

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa2 באופק יציב להנפקת סדרת אג"ח חדשה של חברת צ.מ.ח המרמן בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמן"), בהיקף של עד 40 מיליון ₪. מתוך סכום זה, כ-13 מיליון ₪ ישמשו למחזור קרן חוב אג"ח, שמועד פירעונו חל במהלך שנת 2010 והיתרה לצורך פעילותה השוטפת. פירעונות קרן סדרת האג"ח שתונפק יחלו בשנת 2013 ואילך ויפרסו על פני 4-5 תשלומים שווים. לצורך הבטחת ייעוד כספי הגיוס לצורך המחזור ועד לשימוש בכספים אלו, בהתאם לייעוד הכספים על-פי דוח הדירוג, התחייבה החברה להפקיד את כספי הגיוס בפקדון ייעודי שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירוגו לזמן קצר עומד על P-1 או באג"ח מדינת ישראל. הדירוג חל גם על אג"ח במחזור.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 18.04.2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט סדרת האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

| שנות פירעון האג"ח | יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.09 (אלפי ₪) | הצמדה | שיעור ריבית שנתית | ע.ג. ליום 31.12.09 (אלפי ₪) | מועד הנפקה | מספר ני"ע | סדרת אג"ח |
|-------------------|---|-------|-------------------|-----------------------------|------------|-----------|----------------|
| 2010-2014 | 55,716 | מדד | 7.5% | *52,911 | 6/2007 | 1104132 | אג"ח א'- להמרה |

* הנתונים ליום 31.12.2009 מוצגים בניכוי יתרת האג"ח המוחזקות ע"י חברות הקבוצה, בהיקף של כ-6.6 מיליון ₪ ע.ג. ובשווי של כ-8 מיליון ₪¹.

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמך, בין היתר, בהתייבות יחסי איתנות החברה ובגידול בהכנסות וברווחיות עם השלמת מספר פרויקטים ואיכלוסם; בקיומו של צבר פרויקטים בשלבי ביצוע מתקדמים, בעלי קצב מכירות יציב, אשר צפוי להניב במהלך השנתיים הקרובות רווחים בהיקף משמעותי שישפרו את יחסי האיתנות של החברה;

¹ נכון למועד הדוח, בהחזקת חברות בקבוצה אג"ח א' בהיקף 4 מיליון ע.ג. בשווי של כ-4.8 מיליון ₪.

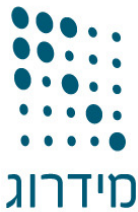
נתוני פעילות החברה

לחברה 11 פרויקטים בתהליכי ביצוע, בעלי קצב מכירות יציב ובשיעור הגבוה לרוב משיעור ההשקעה. הן נתונים עיקריים לגבי הפרויקטים שבביצוע (באלפי ₪):

| רווח חזוי נותר כולל מלאי למכירה | רווח גולמי שהוכר ליום 31.12.09 | שיעור רווח גולמי מוערך | רווח* גולמי מוערך | מועד השלמה משוער | שווי מלאי ליום 31.12.09 | שיעור השלמה ללא קרקע ליום 31.12.09 | שיעור מכירות ליום 31.12.09 | מספר יח"ד שנמכרו ליום 31.12.09 | מספר יח"ד שנמכרו ליום 9.3.10 | מחיר מכירה ממוצע (אלפי ₪) ליום 31.12.09 | יח"ד חלקה | חלק החברה בפרויקט | שם הפרויקט |
|---------------------------------|--------------------------------|------------------------|-------------------|------------------|-------------------------|------------------------------------|----------------------------|--------------------------------|------------------------------|---|---------------------|-------------------|---------------------------------|
| 666 | 6,493 | 16% | 7,159 | הסתיימה הבניה | 1,163 | 100% | 98% | 58 | 59 | 769 | 59 | 100% | אמירי נוף שלב ב' (אלפי מנשה) |
| 1,333 | 367 | 6% | 1,700 | 12/2009 | - | 100% | 100% | 45 | 45 | 667 | 45 | 74.25% | שירת אלמוג שלב ה' - טירת הכרמל |
| 2,742 | 2,283 | 17% | 5,025 | 12/2009 | 1,209 | 100% | 97% | 51 יח"ד + 8 חנויות | 51 יח"ד + 8 חנויות | 474 | 51 יח"ד + 10 חנויות | 100% | מגדלי כרמיאלה שלב ב' - כרמיאל |
| 44,643 | 7,669 | 17% | 7,512 | 12/2009 | 1,098 | 100% | 98% | 55 | 55 | 774 | 56 | 100% | יערה 4,5 - צור יצחק |
| | | 17% | 6,211 | 03/2010 | 5,556 | 94% | 90% | 38 | 38 | 826 | 42 | 100% | יערה 2,3 - צור יצחק |
| | | 28% | 14,340 | 10/2010 | 2,580 | 65% | 96% | 54 | 54 | 897 | 56 | 100% | יערה 8,9 - צור יצחק |
| | | 31% | 24,249 | 05/2011 | 38,025 | 22% | 54% | 41 | 53 | 1,010 | 76 | 100% | יערה 6,7,1 - צור יצחק |
| 7,907 | - | 24% | 7,907 | 12/2010 | 24,662 | 23% | 25% | 15 יח"ד | 22 יח"ד + 5 חנויות | - | 52 יח"ד + 9 חנויות | 100% | מגדלי כרמיאלה שלב ג' - כרמיאל |
| 6,156 | - | 24% | 6,156 | 12/2010 | 18,171 | 27% | 33% | 3 | 4 | - | 9 | 50% | פרויקט במתחם "הגוש הגדול" - ת"א |
| 16,232 | - | 23% | 16,232 | 12/2011 | 33,427 | 39% | 54% | 42 | 44 | 857 | 78 | 100% | אמירי נוף שלב ג' (אלפי מנשה)** |
| 45,882 | - | 23% | 45,882 | 12/2013 | 146,470 | 19% | 36% | 15 | 15 | 3,608 | 42 | 25% | פרויקט במתחם נווה צדק I - ת"א |
| 125,561 | 16,812 | | 142,373 | | 272,361 | | | 425 | 453 | | 585 | 0 | סה"כ |

* הרווח הגולמי כולל בתוכו את עלויות המימון. ** הנתונים המתייחסים לפרויקט זה הינם על בסיס החלטת הממשלה לגבי הקפאת הבנייה ביהודה ושומרון למשך 10 חודשים.

לחברה רווח שטרם הוכר בדוח רו"ה, העולה על 20 מיליון ₪, אשר אמור להיות מוכר במהלך שנת 2010, כתוצאה ממסירות צפויות של מספר משמעותי של פרויקטים אשר מכירתם כמעט הושלמה. אף בפרויקטים לטווח ארוך יותר קיים שיעור מכירות התואם את שיעור השלמת הפרויקטים. פרויקט נווה צדק הינו בעל מאפייני סיכון שונים מיתר הפרויקטים של החברה, הן לאור היקפו והן לאור מיצובו. יחד עם זאת, אף שסיום הפרויקט צפוי לשנת 2013, שיעור המכירות בו עומד כבר על כ- 36% מסך היקף הדירות.



לחברה 7 פרויקטים בתכנון הצפויים להיות מבוצעים בשנים הקרובות. חלק גדול מפרויקטים אלו הינם באזורי ביקוש אטרקטיביים. החברה צופה שיעורי רווחיות גבוהים בפרויקטים לאור עליית המחירים ממועד רכישת הקרקע. להלן נתונים עיקריים לגבי הפרויקטים בתכנון (באלפי ₪):

| שם הפרויקט | חלק החברה בפרויקט | יח"ד חלק חברה | תחזית עלות גולמית | הכנסות צפויות | רווח גולמי מוערך | שיעור רווח גולמי מוערך | צפי שנת סיום בניה |
|--------------------------------|-------------------|--|-------------------|----------------|------------------|------------------------|-------------------|
| גני תקווה I | 50.0% | 73 | 83,523 | 124,808 | 41,285 | 33% | 2014 |
| גני תקווה 2+4 | 50.0% | 125 יח"ד + כ- 4,500 מ"ר שטחי מסחר ומשרדים | 148,559 | 204,508 | 55,949 | 27% | 2014 |
| גני תקווה 3+5 | 100.0% | 68 | 81,162 | 104,875 | 23,713 | 23% | 2013 |
| המשולש הגדול - רמת גן | 33.0% | 193 | 201,004 | 267,573 | 66,569 | 25% | 2015 |
| אמירי נוף ד' - אלפי מנשה | 100.0% | 130 | 100,911 | 125,322 | 24,411 | 19% | 2014 |
| מסחרי אלפי מנשה | 100.0% | 472 מ"ר | 4,018 | 5,818 | 1,800 | 31% | 2012 |
| פרויקט במתחם נווה צדק II - ת"א | 25.0% | 8 | 13,000 | 16,000 | 3,000 | 19% | 2014 |
| סה"כ | | 597 יח"ד + כ- 5,000 מ"ר שטחי מסחר ומשרדים | 632,177 | 848,904 | 216,727 | 25% | |

בנוסף לפרויקטים בייזום, מבצעת החברה 4 פרויקטים של ביצוע עבור מזמיני עבודה. להלן נתונים עיקריים לגבי הפרויקטים בביצוע:

| שם הפרויקט | מיקום | תיאור הפרויקט | צפי סיום בניה | מס' יחידות כולל | צפי הכנסות מהפרויקט | הכנסות עד ליום 31.12.09 | צפי עלות לפרויקט | עלות עד ליום 31.12.09 | רווח צפוי | שיעור רווח גולמי |
|-----------------|---------|---------------|---------------|-----------------|---------------------|-------------------------|------------------|-----------------------|---------------|------------------|
| בנין 104 | תל אביב | בניה למגורים | 12/2010 | 19 | 16,066 | 7,415 | 14,873 | 6,864 | 1,193 | 7.4% |
| עיר ימים שלב ב' | נתניה | בניה למגורים | 12/2011 | 152 | 47,596 | 17,292 | 42,228 | 15,342 | 5,368 | 11.3% |
| אלמוגי חדש | חיפה | בניה למגורים | 12/2011 | 86 | 25,445 | 6,326 | 23,737 | 5,901 | 1,708 | 6.7% |
| רמת גן | רמת גן | בניה למגורים | 06/2012 | 96 | 30,753 | 4,164 | 27,847 | 3,771 | 2,907 | 9.5% |
| סה"כ | | | | 353 | 119,859 | 35,196 | 108,684 | 31,877 | 11,175 | 9.3% |

דו"ח רווח והפסד (אלפי ₪)

| FY2007 | FY2008 | *30.6.09 | FY2009 | |
|----------------|---------------|---------------|----------------|---------------------------------------|
| 46,118 | 25,140 | 39,918 | 121,912 | הכנסות ממכירת דירות |
| 80,865 | 61,565 | 18,322 | 48,727 | מביצוע עבודות ומתן שירותים |
| 126,983 | 86,705 | 58,240 | 170,639 | סך הכנסות |
| 7,169 | 2,351 | 6,031 | 17,025 | רווח גולמי ממכירת דירות |
| 6,479 | 4,230 | 2,299 | 5,556 | רווח גולמי מביצוע עבודות ומתן שירותים |
| 13,648 | 6,581 | 8,330 | 22,581 | רווח גולמי |
| 10.7% | 7.6% | 14.3% | 13.2% | שיעור הרווח הגולמי |
| -3,223 | -4,668 | -2,324 | -5,414 | הוצאות שיווק ומכירה |
| -6,262 | -6,871 | -3,420 | -7,357 | הוצאות הנהלה וכלליות |
| -132 | -1,588 | 68 | 110 | (הוצאות) הכנסות אחרות נטו |
| 4,031 | -6,546 | 2,654 | 9,920 | רווח תפעולי |
| 3.2% | שלילי | 4.6% | 5.8% | שיעור הרווח התפעולי |
| -176 | 3,726 | -1,634 | -2,781 | הכנסות (הוצאות) מימון נטו |
| 203 | 1,439 | -495 | -2,428 | הכנסות (הוצאות) מיסים על ההכנסה |
| 4,058 | -1,381 | 525 | 4,711 | רווח (הפסד) נקי |

* הדוחות על בסיסם נכתב דוח הדירוג האחרון

גידול בהכנסות כתוצאה מהשלמת פרויקטים למגורים ואכלוס

בשנת 2009 רשמה החברה גידול משמעותי בסך ההכנסות ביחס לשנת 2008 ממכירת דירות, בקיזוז ירידה מסוימת בהכנסות מביצוע עבודות ומתן שירותים. הגידול בהכנסות הושג לאחר שהחברה הכירה בהכנסות מאכלוס דירות, במספר פרויקטים שהושלמו במהלך התקופה. הקיטון בהכנסות מביצוע עבודות ומתן שירותים לאחרים, מהווה המשך המגמה של החברה למתן דגש בפעילות ייזום וביצוע עצמי של פרויקטים למגורים.

גידול ברווח וברווחיות הגולמית כתוצאה משינוי בתמהיל הפעילות

שיעור הרווחיות הגולמית בתחום הבנייה והייזום למגורים אשר עמד על כ- 10%-15% בשנים האחרונות, גבוה יותר משיעור הרווחיות בתחום הביצוע, אשר עמד באותה התקופה על כ- 7%-13%. הגידול בהיקף ההכנסות, בשילוב גידול החלק היחסי של הכנסות החברה מתחום הייזום למגורים מסך ההכנסות, הביא הן לגידול ברווח הגולמי, מכ- 6.6 מיליון ₪ בשנת 2008 ל- 22.6 מיליון ₪ בשנת 2009, והן לשיפור ברווחיות הגולמית מכ- 7.6% בשנת 2008 לכ- 13.2% בשנת 2009.

עלייה בהוצאות מימון נטו ומסים מיתנו גידול ברווח הנקי

בשנת 2008 רשמה החברה הכנסות מימון גבוהות בסך כ- 9.7 מיליון ₪, לעומת כ- 1 מיליון ש"ח בשנת 2009, שנבעו בעיקר מרווחים בסך 3.6 מיליון ₪, שנרשם כתוצאה מפירעון מוקדם של אג"ח להמרה ורווח משערוך מרכיב ההמרה באג"ח להמרה, בסך 4.4 מיליון ₪ - בעקבות ירידה בשער המניה בתקופה. כתוצאה מכך, ולמרות ירידה שנרשמה בהוצאות המימון בשנת 2009, בין היתר, בשל ירידה בשיעורי ריבית הפריים, רשמה החברה בשנה זו גידול בהוצאות המימון נטו ביחס לשנת 2008.

נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

| FY2007 | FY2008 | 30.6.09 | FY2009 | תוספת חוב בגין גיוס אג"ח | פרפורמה לאחר גיוס אג"ח | |
|---------|----------|---------|---------|-----------------------------|------------------------------|---------------------------------------|
| **9,348 | 9,388 | 9,748 | 15,047 | | 15,047 | יתרות נזילות |
| 82,709 | 140,296 | 142,374 | 136,881 | 27,000 | 163,881 | חוב פיננסי |
| 73,361 | 130,908 | 132,626 | 121,834 | 27,000 | 148,834 | חוב פיננסי נטו |
| 113,277 | 167,612 | 169,812 | 168,308 | 27,000 | 195,308 | CAP |
| 103,929 | 158,224 | 160,064 | 153,261 | 27,000 | 180,261 | CAP נטו |
| 33,475 | 32,094 | 32,619 | 35,605 | - | 35,605 | הון עצמי וזכויות מיעוט |
| 195,486 | 320,017 | 346,451 | 336,195 | 27,000 | 363,195 | סך מאזן |
| 162,058 | 226,807 | 230,987 | 229,978 | 27,000 | 256,978 | סך מאזן בניטרול מקדמות מלקוחות |
| 73.0% | 83.7% | 83.8% | 81.3% | | 83.9% | חוב ל-CAP |
| 70.6% | 82.7% | 82.9% | 79.5% | | 82.6% | חוב נטו ל-CAP נטו |
| 17.1% | 10.0% | 9.4% | 10.6% | | 9.8% | הון עצמי למאזן |
| 20.7% | 14.2% | 14.1% | 15.5% | | 13.9% | הון עצמי למאזן בניטרול מקדמות מלקוחות |
| 2,000 | -100,598 | 571 | 13,789 | | | מזומנים שנבעו (שימשו) לפעילות שוטפת |
| 474 | -6,449 | 2,513 | 11,063 | | | FFO |
| 174.5 | שלילי | 28.3 | 12.4 | | | חוב ל-FFO |
| 154.8 | שלילי | 26.4 | 11.0 | | | חוב נטו ל-FFO |

* מועד דירוג אחרון ** לא כולל מזומנים שנתקבלו מגיוס אג"ח

שיפור קל ביחסי האיתנות

לאחר השחיקה שחלה בשנת 2008 ביחסי האיתנות של החברה ביחס לשנת 2007, בשל הגידול המשמעותי שנרשם בהיקף החוב הפיננסי, אשר שימש לביצוע השקעות בפרויקטים השונים ובפרט בפרויקט נווה צדק, חלה בשנת 2009 התייבבות ואף שיפור קל ביחסי האיתנות. שיפור זה הושג כתוצאה מירידה מסיימת בהיקף החוב, בעיקר כתוצאה מפירעון אג"ח פרטי ע"ס 5.4 מיליון ₪ שבוצע במהלך השנה, וכן כתוצאה מרישום רווח נקי בתקופה בסך 4.7 מיליון ₪, שקוזז בחלקו בשל דיבידנד בסך 1.2 מיליון ₪ שחילקה החברה. כך, חוב ל-CAP וחוב נטו ל-CAP נטו ירדו, בהתאמה, מ-83.7% ל-81.3% ומ-82.7% ל-79.5%, והון עצמי למאזן, בנטרול מקדמות מלקוחות, עלה מ-14.2% ל-15.5%. הגדלת החוב נטו בסך 27 מיליון ₪ תביא להרעה ביחסי האיתנות, אך אלה עתידים להשתפר במהלך השנים 2010-2011, עם השלמת מספר פרויקטים שבביצוע והכרה בהכנסות ורווחים ממסירת דירות.

תנודתיות גבוהה בתזרימי המזומנים וביחסי הכיסוי של החברה כתלות בשלבי הפרויקטים

תזרים המזומנים של החברה רשם בשנים 2007-2009 תנודתיות גבוהה ביותר, כתלות בשלבי הביצוע של הפרויקטים השונים. כך, בשנת 2008 רשמה החברה תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת בסך של כ-100.6 מיליון ₪, בעיקר כתוצאה מגידול של כ-159 מיליון ₪ במלאי בניינים למכירה ומקרקעין לבנייה, בניכוי מקדמות מרוכשי דירות בסך כ-60 מיליון ₪. הגידול המשמעותי במלאי בניינים למכירה ומקרקעין לבנייה שיקף את ההשקעה הגבוהה שביצעה החברה במהלך 2008 בפרויקטים בשלבים מוקדמים אשר כללו גם רכישת מספר קרקעות.

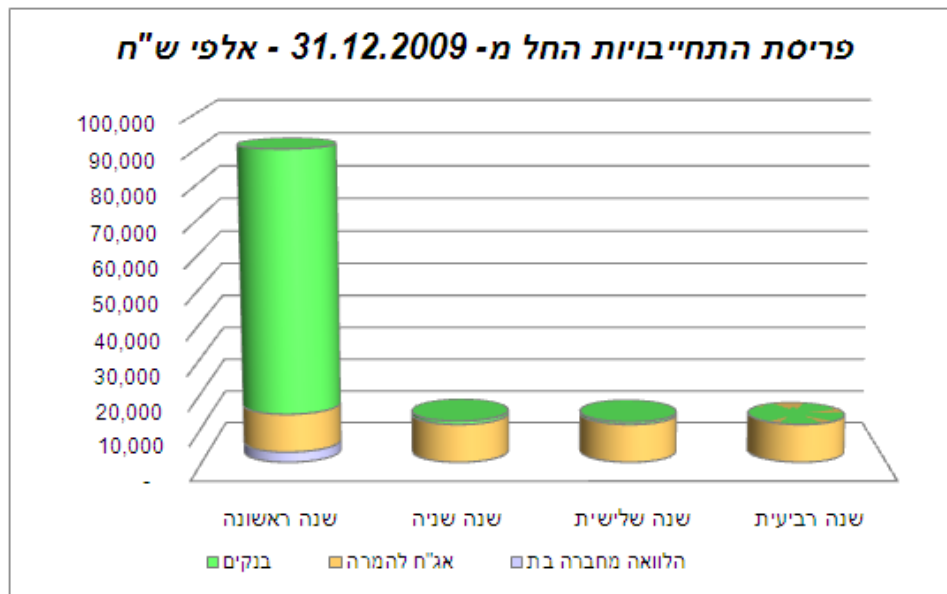
תזרים ה- FFO, המנטרל שינויים אלו כשינויים בהון חוזר, רשם בשנים אלו תגודתיות פחותה בהיקפה, אם כי גם בו נרשמה שונות רבה, כתלות במועד ההכרה בהכנסה בדוחות. שונות זו באה לידי ביטוי בתגודתיות ביחסי הכיסוי חוב ל- FFO וחוב נטו ל- FFO נטו, אשר עמדו בשנת 2009 על כ- 12.4 ו- 11.0, בהתאמה, לעומת יחסים שליליים שנרשמו בשנת 2008 ויחסים של מעל ל- 150 שנרשמו בשנת 2007.

לחברה גמישות פיננסית המאפשרת לה להתמודד עם צרכי נזילותה בטווח הקצר

היקף החלויות השוטפות של החברה בשנה הקרובה עומד על כ- 90.5 מיליון ₪, המורכב מהלוואות במסגרת ליווי פרויקטים, בהיקף של כ- 75 מיליון ₪, המשולמות עם התקדמותם, הלוואה מחברה בת בהיקף 3 מיליון ₪ וכן מחלויות שוטפות של אגרות החוב, בהיקף של כ- 11 מיליון ₪. פירעון חלויות האג"ח לשנה הקרובה עתיד להיעשות מתוך כספי הגיוס הצפוי.

מעבר לאמור, נכון ליום 31.12.2009, לחברה יתרות נזילות בסך כ- 15 מיליון ₪ וכן החזקה עצמית של אג"ח א' בהיקף 6.6 מיליון ₪ ע.ג. ובשווי של כ- 8 מיליון ₪ (נכון למועד הדוח מחזיקה החברה בכ- 4 מיליון ע.ג. אג"ח א' בשווי של כ- 4.8 מיליון ₪).

מידרוג מציינת כי בשל העובדה שלחברה אין מקורות נזילים ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקפים גדולים, אי שמירה על יציבות בשיעורי המכירות, התקדמותם וסיומם של פרויקטים, עלולים לפגוע בגמישות הפיננסית.



אופק הדירוג

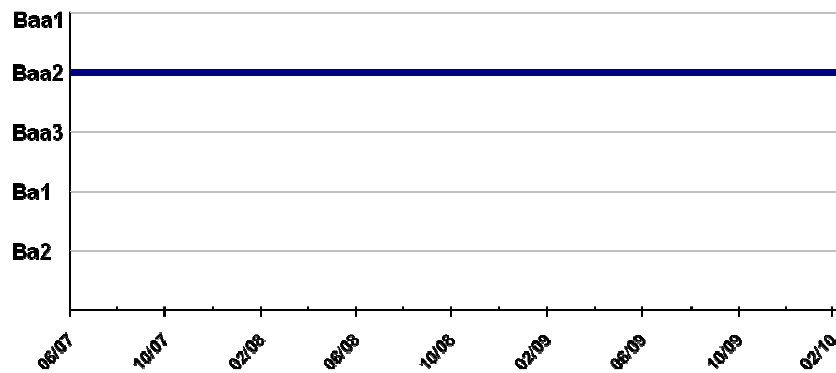
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים כתוצאה מהתקדמות בפרויקטים בבניה
- שיפור בגמישות הפיננסית ויחסי איתנות החברה
- התפתחות החברה וגידול בהיקפי פעילותה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- פגיעה ביחסי האיתנות וגידול במינוף הפיננסי
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- התרחבות בפעילות החברה בשווקים חדשים בחו"ל
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

צ.מ.ח המרמון בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "צמח המרמון") הוקמה בשנת 1997 ועוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות בשני תחומים עיקריים:

1. ייזום, פיתוח, הקמה, ניהול, שיווק ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל
2. ביצוע עבודות בניה קבלניות בפרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל, למגזר העסקי, הפרטי והציבורי.

נכון ליום 31.12.2009, פועלת החברה לבד ועם שותפים במסגרת 14 פרויקטים (חלקם כוללים מספר שלבים), הנמצאים בשלבי הייזום, התכנון והביצוע השונים, להקמת כ- 2,200 יחידות דיור וכ- 11,000 מ"ר שטחי מסחרי, מתוכם למכירה למעלה מ- 660 יחידות דיור (נמכרו למעלה מ- 450 יחידות דיור) וכ- 1,200 מ"ר שטחי מסחר (נמכרו כ- 400 מ"ר מסחרי). בנוסף, פועלת החברה בעצמה ובאמצעות חברה בת, בביצוע 4 פרויקטים קבלניים עבור צדדים שלישיים, שאינם קשורים לחברה, להקמת כ- 350 יחידות דיור.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

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 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.

סולם דירוג התחייבויות

| | | |
|-----------------------|------------|--|
| דרגת השקעה | <i>Aaa</i> | התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי. |
| | <i>Aa</i> | התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד. |
| | <i>A</i> | התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך. |
| | <i>Baa</i> | התחייבויות המדרגות 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 המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי. |
| | <i>B</i> | התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה. |
| | <i>Caa</i> | התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד. |
| | <i>Ca</i> | התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית. |
| | <i>C</i> | התחייבויות המדרגות 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 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 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 (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.