



חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ

דוח דירוג ראשוני | נובמבר 2010

1

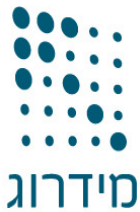
מחבר:

נדב גורן, אנליסט
nadava@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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



חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ

דירוג: Baa1	דירוג סדרות קיימות
-------------	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa1 לסדרות האג"ח שבמחזור (סדרות 10,11,12,13 ו-14) של חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ (להלן "החברה" ו/או "הכשרת הישוב"), וכן לגיוס סדרת אג"ח חדשה בהיקף של עד 150 מיליון ש"ח. תמורת האג"ח תשמש בעיקרה לצורך פירעון חוב אג"ח שוטף.

הדירוג יהיה כפוף לבחינת תנאי סדרת האג"ח החדשה. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים במבנה הנפקת סדרת האג"ח החדשה, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (באלפי ש"ח):

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 30.6.10 (אלפי ש"ח)*	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח 30.6.10 (אלפי ש"ח)*	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2012	146,246	מדד	4.00%	125,195	5/2001	6120067	סדרה 10
2009-2013	128,544	מדד	5.85%	115,829	2/2006	6120083	סדרה 11
2014-2017	217,728	מדד	5.25%	198,338	2/2007	6120117	סדרה 12
2015-2018	131,801	מדד	5.30%	119,079	5/2007	6120125	סדרה 13
2015-2018	147,410	לא צמוד	תשואת אג"ח "ממשלתי" משתנה 5.05% + 520	150,000	2/2010	6120141	סדרה 14
	771,729			708,440			סה"כ

*לא כולל אג"ח המוחזק ע"י החברה באמצעות חברות בנות הכולל, נכון ליום 30.6.2010: 7.6 מיליון ש"ח. מסדרה 10, 4.2 מיליון ש"ח. מסדרה 11, 76.7 מיליון ש"ח. מסדרה 12 ו-13: 30.9 מיליון ש"ח. מסדרה 14.

פרופיל החברה

הכשרת הישוב נוסדה באנגליה בשנת 1909 כחברה לרכישתם ופיתוחם של מקרקעין בישראל. בשנת 1953 נרשמה החברה כחברה ישראלית והחלה להיסחר בבורסה. באוקטובר 1987 רכשה *Nimrodi Land Development Ltd.* (להלן: "NLD"), חברה בשליטת מר יעקב נמרודי, מבנק לאומי לישראל, כ-42.9% מהון המניות של החברה ובפברואר

1988 רכשה NLD את מניות היסוד של החברה מהסוכנות היהודית לארץ ישראל.

החברה פועלת במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות, בשלושה תחומי פעילות עיקריים:

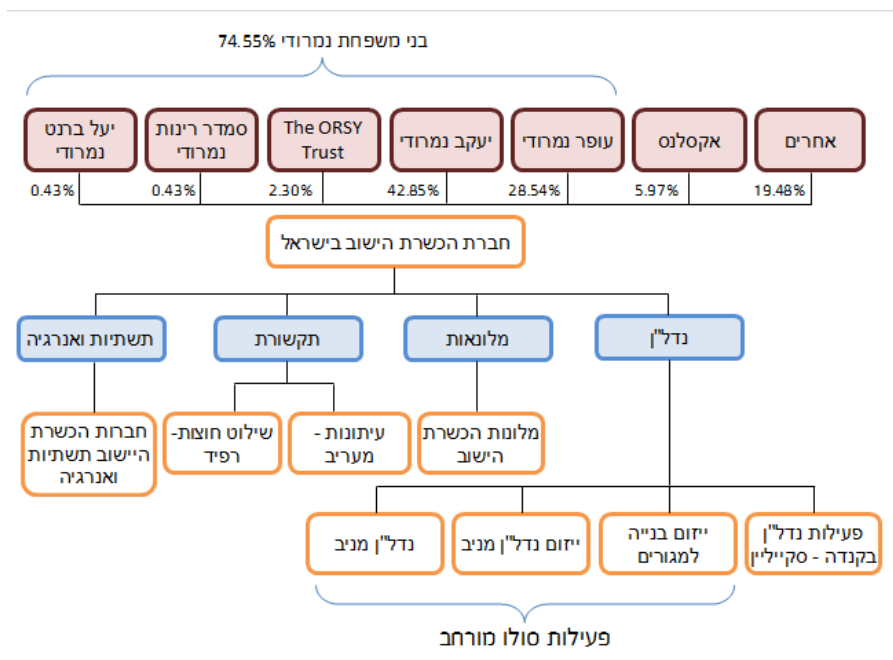
- * **תחום הנדל"ן** - תחום הפעילות העיקרי של החברה, הכולל השכרה וניהול של נכסי נדל"ן מניב וכן ייזום והקמה של פרויקטים למגורים ולהנבה בארץ ובחו"ל.
- * **תחום המלונאות** - הפעילות כוללת בעלות וניהול רשת בתי מלון ברחבי הארץ.
- * **תחום התקשורת** - בתחום זה פועלת החברה הן בתחום העיתונות והן בתחום שילוט החוצות.
- * לאחרונה החלה החברה לפעול בתחום פעילות נוסף - **תחום התשתיות והאנרגיה**, במסגרתו רכשה זכויות ב-2 רישיונות גז ימיים. עם זאת, תחום זה עדיין שולי ביחס לפעילות החברה.

חברת הכשרת הישוב לישראל בע"מ- נתונים פיננסיים עיקריים בסולו המורחב¹ (אלפי ₪)

31.12.2008	31.12.2009	30.6.2010	
407,626	333,259	148,391	סך הכנסות
165,039	198,208	69,528	רווח גולמי
-53,366	-52,688	-20,585	הוצאות הנהלה וכלליות
209,236	209,151	109,863	רווח תפעולי
106,487	141,109	49,893	רווח תפעולי בנטרול שערות
-183,627	-92,695	-85,078	הוצאות מימון נטו
-41,744	71,786	-8,520	רווח (הפסד) נקי
109,151	184,113	97,734	יתרות נזילות
1,946,856	2,166,521	2,102,787	חוב פיננסי
1,837,705	1,982,408	2,005,053	חוב פיננסי נטו
820,285	880,086	838,995	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,053,737	3,315,353	3,238,395	סך מאזן
2,914,265	3,183,349	3,073,461	CAP
2,805,114	2,999,236	2,975,727	נטו CAP
66.8%	68.1%	68.4%	חוב ל- CAP
65.5%	66.1%	67.4%	חוב נטו ל- CAP
26.9%	26.5%	25.9%	הון עצמי למאזן

בעלות וניהול

תרשים מבנה ובעלות



¹ סולו מורחב כולל את נכסי הנדל"ן המניב בישראל, נכסי המחסנים הלוגיסטיים במסגרת פעילות MLP, פעילות ייזום לנדל"ן המניב בישראל ובח"ל ופעילות הייזום למגורים בפולין וברומניה.

ניתוח פעילות חברת הכשרת הישוב בוצע ע"י מידרוג לפי חלוקה ל- 2 קבוצות, אשר נבחנו על פי מתודולוגיות שונות. פעילות החברות המאחדות, המשתייכות למגזרי הנדל"ן המניב והייזום, נותחה על פי מתודולוגיית מודי"ס לניתוח קבוצת חברות תפעוליות (להלן "פעילות הסולו המורחב") ופעילות יתר המגזרים ופעילות החברות המוחזקות נותחו על פי מתודולוגיית מודי"ס לניתוח חברות שהינן חלק מקבוצה בעלת מאפיינים של קונגלומרט. המבחינים העיקריים לקיום קבוצת חברות תפעוליות הינם: החזקת שליטה במוחזקות; קווי עסקים משותפים או קרובים במוחזקות; זהות מלאה בין חברות הקבוצה; ניהול ריכוזי אחד וקבלת החלטות ברמת המטה. המבחינים העיקריים לקיום קונגלומרט הינם: שליטה של החברה בלמעלה משלוש החזקות מהותיות בתחומים שונים - מרביתן החזקות ליבה לטווח ארוך; שיעורי החזקה גבוהים במוחזקות; אינטגרציה מועטה בין החזקות השונות; זהות גבוהה בין חברות הקבוצה, אם כי לא מלאה; מעורבות ויכולת השפעה גבוהות של החברה בניהול המוחזקות; שליטה גבוהה על מימון הקבוצה, תוך קיומן של ערבויות, בטוחות והלוואות בין חברתיות;

בהתאם למתודולוגיות הנ"ל, ניתחה מידרוג את פעילות הסולו המורחב כיחידה אחת מבחינת איתנות פיננסית, יחסי כסיו ותחזית תזרים מזומנים וכן ביצעה הערכת סיכון האשראי עבור כל אחת מיתר החברות, בהתאם למאפיינים ענפיים, עסקיים, ניהוליים ופיננסיים, ואת התרומה הכוללת שלה לסיכון האשראי של הקבוצה.

אסטרטגיה

אסטרטגיית החברה נחלקת בהתאם לתחומי פעילותה. להלן פירוט האסטרטגיה בכל תחום:

בתחום הנדל"ן המניב: החברה שואפת להרחבת הפעילות בחו"ל במטרה לפזר את הסיכון הנובע מהתמקדות בנכסים מניבים בישראל. בכוונת החברה להמשיך ולהרחיב את פעילותה בפולין בתחום המרכזים הלוגיסטיים וכן פועלת להנפיק פעילות זו, במסגרת חברת MLP GROUP SA (להלן: "MLP"), במקביל לבחינת האפשרות להכנסת שותף פיננסי. החברה העבירה את הקניונים שברשותה, הן בארץ והן בחו"ל, לחברה בת "הכשרת הישוב קניונים", מתוך מטרה להנפיק בהמשך את קבוצת הקניונים ולמתגה. אף שאסטרטגיה זו תאפשר לחברה להציף שוויים של הקניונים וכן להפוך את ההחזקה בהם לסחירה, תיבחן השפעת מהלך על שיעור ההחזקה שיוותר בידי החברה ועל היקף הדיבידנדים שיועברו לה - זאת בשל מהותיות הקניונים (בעיקר שבעת הכוכבים) לפעילותה.

תחום הייזום והבניה: בכוונת החברה להמשיך ולהתמקד בייזום פרויקטים למגורים בחו"ל, בעיקר בפולין.

תחום התקשורת: העסקה שנחתמה עם ד"ר זכי רכיב לשליטה וירידת שיעור ההחזקה של החברה מתחת ל-50%, הוציאה לפועל את החלטת החברה להקטין את חשיפתה לפעילות מעריב החזקות בע"מ (להלן "מעריב"). במהלך התקופה הקרובה יתברר אופן שיתוף הפעולה בין הצדדים ותתווה אסטרטגיית הפעילות למעריב.

תחום המלונאות: מלונות הכשרת הישוב (להלן: "מלונות הכשרה") מתמקדת בהרחבת פעילותה באמצעות ניהול מלונות עבור אחרים, בהשקעות בבתי מלון על בסיס שותפויות ובהשבת המלונות הקיימים.

תחום התשתיות והאנרגיה: החברה רכשה בשנת 2010 2 זיכיונות לחיפוש גז בים התיכון - "שרה" ו"מירה". בכוונת החברה לבצע, במהלך חודש נובמבר 2010, הנפקה של החברה הבת המחזיקה בזיכיונות, כאשר על פי תוכנית העבודה מול משרד התשתיות מתוכנן קידוח בשטחי הרישיונות של החברה במחצית השניה של שנת 2011.

מדיניות חלוקת דיבידנד: דירקטוריון החברה טרם אימץ מדיניות חלוקת דיבידנד. משנת 2004 ועד יולי 2009 לא חילקה החברה דיבידנד. ביולי 2009 חילקה החברה דיבידנד בהיקף של כ- 25 מיליון ₪ לבעלי מניותיה.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב, מהיות חברת הכשרת הישוב מן החברות הוותיקות ובעלות הניסיון בישראל; נכסי הנדל"ן המניב מייצרים תזרים פרמננטי יציב; החברה נהנית מהתרחבות מהירה בפעילותה בתחום המחסנים הלוגיסטיים בפולין; לחברה צפוי עודף תזרימי משמעותי בפרויקטים בפולין בשנים הבאות; לחברה קיים שווי עודף בנכסיה אשר אינו בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים; החברה מציגה יציבות ביחסי האיתנות, בין היתר, בזכות שיעור מינוף נמוך יחסית ברמת הנכסים; עיקר פעילות החברה מתבצע בשווקים המאופיינים ביציבות כלכלית.

דירוג החברה מושפע לשלילה, מכך שחלק מסוים מפעילויות החברה הינו בענפים המאופיינים ברמת סיכון ענפי גבוהה; קיימת תלות של החברה בנכס מניב עיקרי; אסטרטגיית הפעילות של החברה לוקה בחוסר מיקוד בתחומי ואזורי הפעילות; הפרויקטים היזמיים בתחום הנדל"ן המסחרי הינם בעלי רמת סיכון גבוהה יחסית לענף; חלק ניכר מהחזקות החברה אינן מניבות לה תזרים שיורי משמעותי; לחברה רמת יעילות תפעולית בינונית; החברה מייצרת תזרים נמוך מפעילות ורושמת יחסי כיסוי גבוהים; הגמישות הפיננסית של החברה נחלשה כתוצאה, בין היתר, ממימושי נכסים ומשעבודים שניתנו לטובת הלוואות חוץ בנקאיות.

חוזקות

ותק וניסיון החברה משפיע לחיוב על פעילות החברה

החברה הינה מן הוותיקות בישראל, פעילה שנים רבות ונהנית מקשרים ארוכים ומבוססים עם גורמים שונים בענפי הנדל"ן, התקשורת, הבנקאות ושוק ההון. ותק החברה והיקף נכסיה תורמים למוניטין ומשפרים את גישתה למקורות מימון. לחברה ניסיון בהתמודדות עם משברים בשווקים השונים ובשוק הנדל"ן בפרט.

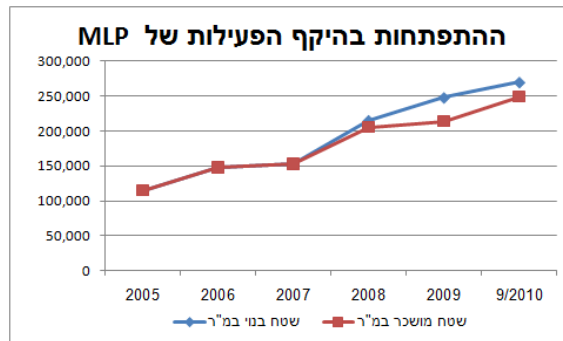
תזרים פרמננטי יציב מנכסיה המניבים של החברה בישראל

פעילות הנדל"ן המניב בישראל מהווה את החלק המשמעותי ביותר בפעילות החברה. פעילות זו כוללת החזקה בכ- 17 נכסי נדל"ן עיקריים, אשר המשמעותי מביניהם הוא קניון 7 הכוכבים בהרצלייה, ובנוסף - החזקה בעשרות נכסים קטנים יותר. נכסים אלו הניבו לחברה בשנת 2009 NOI כולל של למעלה מ- 100 מיליון ₪. נכסי החברה ממוקמים בד"כ באזורי ביקוש במרכז הארץ ובירושלים והינם בעלי תמהיל שימושים נרחב, הכולל מסחר, משרדים ותעשייה. שיעורי התפוסה בנכסים סבירים עד גבוהים ועומדים, נכון ליום 30.6.2010, על כ- 90%. לחברה למעלה מ- 650 שוכרים בנכסים בישראל, אשר אף אחד מהם אינו מניב לחברה הכנסה העולה על 5% מסך הכנסות שכ"ד. כמו כן, חוזי השכירות של החברה הינם לרוב לתקופות זמן ארוכות ורבים מהשוכרים פועלים אל מול החברה שנים רבות. כל אלו מסייעים לחברה לייצר תזרים פרמננטי יציב מנכסיה המניבים. כל נכסי החברה המשמעותיים משועבדים, אך בשיעורי LTV סבירים העומדים בממוצע על כ- 55%.

צמיחה מהירה בפעילות החברה בפולין בתחום המחסנים הלוגיסטיים

החברה מחזיקה בכ- 50% בחברת MLP, הפועלת בעיקר בפולין בתחום הקמה והשכרה של מחסנים לוגיסטיים. פעילות MLP בתחום מאופיינת בצמיחה מהירה בהיקף השטח המושכר ובתזרים ה- NOI. כך למשל, נכון ליום 30.9.2010, עמד היקף השטחים הבנויים על כ- 270 אלף מ"ר לעומת כ- 110 אלף מ"ר בשנת 2005. על אף הצמיחה המהירה, אסטרטגיית MLP, לפיה בניית מחסנים לוגיסטיים נעשית רק לאחר חתימה על הסכם שכירות (בניה בהתאמה אישית - "Tailor Made"), מאפשרת הקטנת הסיכון בפעילות זו. כתוצאה מאסטרטגיה זו, המרכזים הוותיקים, בהם מנוצלות כל זכויות הבנייה, מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהים של כ- 90% ובמקביל נמשכת פעילות

הפיתוח והשכרת שטחים נוספים במרכזים החדשים. נכון למועד הדוח, מפעילה MLP 3 מרכזים לוגיסטיים עיקריים בפולין - 2 בוורשה ואחד בקטוביץ' (לאחרונה נפתחו 2 מרכזים לוגיסטיים נוספים בפוזנן, פולין ובבוקרשט, רומניה, אך הם טרם מניבים הכנסות משמעותיות), אשר הניבו לחברה² בשנת 2009 NOI בהיקף של כ- 36 מיליון \$. בנוסף, כוללים המרכזים זכויות בלתי מנוצלות בהיקפים משמעותיים של למעלה מ- 400 אלף מ"ר בפולין ולמעלה מ- 250 אלף מ"ר ברומניה. להערכת מידרוג, פעילות המחסנים הלוגיסטיים עשויה להפוך למנוע צמיחה חשוב לחברה בשנים הבאות ולהוות גורם משמעותי בפעילות.



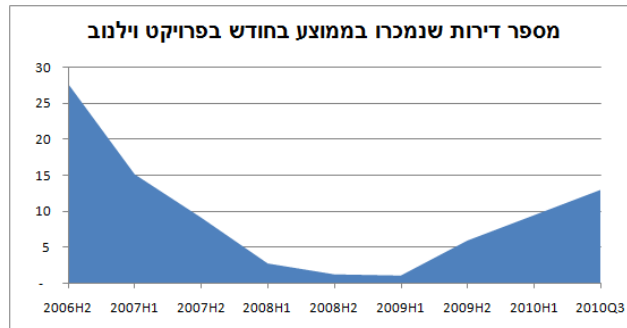
פעילות היזום למגורים של החברה אופיינה בשנים האחרונות בתנודתיות רבה; שיפור בקצב מכירת דירות והחזקה במלאי דירות גדול יסייעו לחברה לרשום עודף תזרימי משמעותי מתחום פעילות זה בשנים הקרובות. פעילות החברה בתחום הבנייה למגורים מתבצעת באמצעות חברות בנות בבעלות מלאה ומתרכזת בעיקרה בפולין. כיום פועלת החברה ב- 2 פרויקטים הממוקמים בוורשה (פרויקט וילנוב, הכולל כ- 1,100 יח"ד ב- 4 שלבים) ובגדנסק (פרויקט Aura Island הכולל כ- 360 יח"ד).

קצב מכירת הדירות של החברה בשנים האחרונות אופיין בתנודתיות רבה והושפע מהמצב הכלכלי ששרר בפולין. במהלך שנת 2006 ובמחצית הראשונה של שנת 2007 שרר בפולין אקלים כלכלי חיובי והחברה רשמה קצב מכירות מהיר ביותר. כך, מתוך 278 הדירות ששווקו במסגרת שלב א' של פרויקט וילנוב, נמכרו בין החודשים יוני 2006 (מועד התחלת שיווק הדירות) - יולי 2007 247 דירות, ומתוך 266 הדירות ששווקו במסגרת שלב ב' של הפרויקט נמכרו בחודשים הראשונים לשיווק (חודשים יוני - יולי 2007) 47 דירות.

החל מאמצע שנת 2007, עם פרוץ המשבר הכלכלי העולמי, אשר השפיע גם על הכלכלה הפולנית, הואט קצב מכירת הדירות באחת. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2009 הגיע קצב מכירת הדירות של החברה לשפל של כדירה אחת בחודש. במהלך תקופה זו השלימה החברה את בניית שלבים א' ו- ב' בפרויקט וילנוב - מתוך כספי מקדמות שנצברו מהמכירות המוקדמות ובאמצעות קבלת הלוואות ליווי בנקאיות, ונתרה עם מלאי דירות משמעותי. בשל עובדה זו, נמנעה החברה מלהתחיל בשיווק שלב ג' בפרויקט, על אף ההתקדמות בביצועו. החל מהמחצית השנייה של שנת 2009 נרשם שיפור הדרגתי בקצב מכירת הדירות, עם תהליך היציאה מהמיתון אך גם בזכות הוזלה של כ- 5% 10% במחירי המכירה הממוצעים למ"ר. שיפור זה נמשך גם במהלך שנת 2010 והגיע בחודשים האחרונים לקצב מכירות של 13 דירות בחודש. לאור השיפור במצב המכירות, החלה החברה לאחרונה בשיווק שלב ג' בפרויקט וילנוב ואף החלה בביצוע ובשיווק דירות בפרויקט Aura Island.

² כולל 17% - חלק מיעוט

נכון ליום 30.6.2010, מחזיקה החברה במלאי של 140 דירות גמורות משלבים א' ו- ב' בפרויקט וילנוב וכן נמצאת בשלבים מתקדמים להשלמת ההקמה של שלב ג'. מכיוון שיתרת העלויות להשלמת שלב ג' (כ- 31 מיליון ₪) ויתרת הלוואת הלווי בפרויקט זה (כ- 18 מיליון ₪) הינן נמוכות יחסית, צפויים שלבים א'-ג' לייצר לחברה בשנים הקרובות עודף תזרימי משמעותי המוערך בלמעלה מ- 250 מיליון ₪, כל זאת בהנחה שקצב מכירת הדירות הנוכחי ישמר.



בחברה קיים שווי כלכלי עודף אשר אינו בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים

בעלות החברה מספר נכסים, אשר השווי הכלכלי שלהם גבוה מהשווי המופיע בספרים, לעיתים באופן משמעותי. החברה מחזיקה בקרקעות בישראל (שברובן משועבדות) אשר נכון למועד הדוח מוצגות בספרים בשווי של כ- 170 מיליון ₪³. עם זאת, מכיוון שמרבית הקרקעות שאינן משוערכות (אלו שאינן מסווגות כנדל"ן להשקעה) נרכשו ע"י החברה לפני עשרות שנים, שוויין הכלכלי גבוה מהמופיע בספרים. דוגמא לכך ניתנה במסגרת העסקה למכירת קרקע בראשלי"צ אשר נמכרה תמורת כ- 30 מיליון ₪ בעוד שהופיעה בספרים בשווי של כ- 200 אלף ₪ בלבד. כמו כן, החזקת החברה במניות מלונות הכשרה מופיעה בספרים, נכון ליום 30.6.2010, בשווי כ- 24 מיליון ₪ בעוד ששווי השוק של ההחזקה עומד, נכון למועד הדוח, על כ- 72 מיליון ₪. בהקשר זה ניתן לציין כי חברת סקיליין קנדה (להלן: "סקיליין"), המוצגת בספרי החברה בשווי של כ- 66 מיליון ₪ (לא כולל הלוואת בעלים), הנפיקה לפני מספר חודשים 0.67% מהון מניותיה לפי שווי חברה של כ- 150 מיליון דולר קנדי, המגלם שווי של למעלה מ- 160 מיליון ₪ להחזקות החברה בה.

החברה מציגה יחסי איתנות טובים בזכות שיעור מינוף נמוך יחסית ברמת הנכסים

החברה רושמת לאורך השנים יציבות ביחסי האיתנות שלה ברמת הסולו המורחב, הן ביחס להון עצמי למאזן, אשר עומד על כ- 25%-26%, והן ביחס לחוב ל- CAP, אשר עומד על כ- 67%-68%. היציבות ביחסי האיתנות הושגה על אף חלק החברה בהפסדים המתמשכים של מעריב, וזאת, בין היתר, בזכות שיעורי מינוף נמוכים ברמת הנכסים ובזכות רוחי הון שרשמה החברה ממימושי קרקעות ומרכישה עצמית של אג"ח במחירים נמוכים מכפי שהופיעו בספרים.

החברה פועלת בעיקר בשווקים המאופיינים ביציבות כלכלית

עיקר פעילות החברה מתבצע בישראל, בפולין ובקנדה. בישראל פועלת החברה בתחום הנדל"ן המניב, התקשורת והמלונאות, בפולין פועלת החברה בתחום המחסנים הלוגיסטיים והייזום למגורים ובקנדה פועלת החברה באמצעות החזקתה בסקיליין, העוסקת בתחומי נדל"ן שונים. 3 המדינות הללו בולטות לטובה בשנים האחרונות ביציבות ובצמיחה כלכלית, זאת על רקע המשבר הפיננסי ומשבר האשראי העולמי.

³ חלק מהקרקעות מסווגות תחת סעיף נדל"ן להשקעה

סיכונים ענפיים משמעותיים בחלק מתחומי פעילות החברה

מעבר לסיכון הענפי במגזר הפעילות העיקרי של החברה - מגזר הנדל"ן המניב, המושפע משינויים בביקושים לשטחי מסחר ובשינויים ביכולת לגייס מקורות אשראי, חשופה החברה, במסגרת חלק מהחזקותיה, למספר ענפים המוגדרים כבעלי רמת סיכון גבוהה ובעיקר לענפי המלונאות והעיתונות.

ענף המלונאות הינו בעל רמת סיכון גבוהה, נוכח פעילותו הנתונה לתנודתיות עסקית אשר קשה לצפותה מראש. תנודתיות זו תלויה ביו היתר בגורמים גלובליים וכן בגורמים הקשורים במדינה בה מצויים המלונות כגון המצב הכלכלי והביטחוני. הענף מתאפיין בצורך בהשקעות הוניות ניכרות, המכבידות על תזרים המזומנים השוטף וכן מתאפיין בגמישות תפעולית נמוכה.

ענף העיתונות מאופיין ברמת סיכון גבוהה הנובעת, בין היתר, מהחרפת התחרות בין חברות הענף, במיוחד מאז כניסתו של החינמון "ישראל היום" וממגמת השחיקה בשיעורי החשיפה לעיתונות הכתובה. במקביל, חל קיטון בהיקף ההכנסות מפרסום, כתוצאה מהסטת תקציבי פרסום מהעיתונות הכתובה לטלוויזיה ולאינטרנט.

תלות בנכס מניב עיקרי

על אף שבבעלותה מספר רב של נכסים מניבים, כמחצית מתזרים ה- NOI השנתי שמייצרת החברה מנכסי הנדל"ן המניב בישראל נובעת מקניון שבעת הכוכבים (כ- 50 מיליון ש"ח). כמו כן, מהווה הקניון, ששווי עומד על כ- 620 מיליון ש"ח, כמחצית משווי כלל פורטפוליו הנכסים המניבים של החברה בארץ. במידה וכוללים בחישוב את חלק החברה בנכסי MLP, עומדים יחסים אלו על כשליש. על אף היציבות שנרשמת בפעילותו של הקניון, השומר על שיעורי תפוסה מלאים לאורך שנים, מצב זה יוצר לחברה תלות בתוצאות הפעילות של הקניון ומהווה, להערכת מידרוג, גורם סיכון בפעילות.

אסטרטגיית השקעה הלוקה בחוסר מיקוד בתחומי ובאזורי הפעילות

אסטרטגיית החברה אינה ממוקדת בתחום פעילות או באזור פעילות מסוימים. אסטרטגיה זו מגדילה את רמת החשיפה של החברה לפעילויות השונות וכן מקשה עליה ליצור יתרון יחסי. דוגמה לכך ניתן למצוא בכניסה שבוצעה לאחרונה לתחום פעילות חדש - תחום האנרגיה והתשתיות, במסגרתו התקשרה החברה יחד עם שותפים (כ- 51%) בהסכמים לרכישת זיכיונות לחיפוש גז ונפט ברישיונות "שרה" ומירה" בים התיכון, בתמורה לכ- 10 מיליון דולר.

הפרויקטים היזמיים בתחום הנדל"ן המניב מגלמים רמת סיכון גבוהה יחסית

החברה נמצאת בשלבים ראשונים לפיתוחם של מספר פרויקטים, אשר חלק משמעותי מהם ממוקם בשווקים מתפתחים ובכאלה שנפגעו קשות במשבר הכלכלי האחרון. ברומניה ובמולדובה, בהן שורר מיתון, עצרה החברה את פעילות הפיתוח וההקמה ואין בכוונתה להתקדם בפרויקטים לפני שיחול שיפור במצב הכלכלי. הפרויקטים העיקריים אשר יוקדמו בשנים הקרובות הם בישראל וכוללים לרוב ניצול זכויות בנייה בנכסים קיימים, כגון בקניון 7 הכוכבים ומרכז מסחרי רעות ועל כן משקפים סיכון יזמי נמוך יחסית. עם זאת, פרויקטים אלו הינם קטנים ביחס ליתר הפרויקטים שבפיתוח וצפויים להביא לתוספת שנתית של כ- 11 מיליון ש"ח בלבד בתזרים ה- NOI של החברה. יצוין כי לחברה זכויות בנייה נוספות, בהיקף של עשרות אלפי מ"ר, בפרויקטים הנמצאים בשלבי תכנון שונים מול הרשויות הרלוונטיות.

רבות מהחזקות החברה העיקריות אינן מייצרות תזרים שירי משמעותי

מעבר לפעילות הליבה בתחום הנדל"ן (בעיקר מגזר הנדל"ן המניב), חלק ניכר מההחזקות בחברות בנות לא ייצרו לחברה בשנים האחרונות תזרים משמעותי, ובחלק מהמקרים אף חייבו אותה להזרים הלוואות בעלים לצורך עמידה בהתחייבויות ובאמות מידה פיננסיות.

מלונות הכשרה המוחזקת ע"י החברה בשיעור של כ- 83%, פועלת בתחום המלונאות באמצעות רשת מלונות רימונים. מלונות הכשרה רושמת בשנים האחרונות יציבות יחסית בפעילותה. עם זאת, תזרים המזומנים שמייצרת מלונות הכשרה מפעילות מספיק על מנת לשרת את חובותיה (קרן וריבית) ולבצע השקעות חוזרות במלונות (CAPEX), אך לא מאפשר לה לחלק דיבידנד או להחזיר הלוואות הבעלים שניתנו לה ע"י החברה (העומדות, נכון ל- 30.9.2010, על כ- 48 מיליון ₪). להערכת מידרוג, מצב זה לא ישתנה מהותית בשנים הקרובות, בין היתר, לאור רמת המינוף הקיימת (הון עצמי למאזן עומד על כ- 12%, לפני שיערוך המלונות, וכ- 25% לאחריו).

מעריב רושם בשנים האחרונות ירידה מתמשכת בהכנסות ובנתח שוק וכן רושם הפסדים כבדים ותזרימי מזומנים שליליים מפעילות. כתוצאה מכך נדרשה החברה לתמוך במעריב בשנים האחרונות באמצעים שונים, כגון באמצעות מתן הלוואות בעלים (אשר עומדות, נכון ליום 30.6.2010, על כ- 36 מיליון ₪), השתתפות בהנפקת זכויות ורכישת נכסים ממעריב. ההסכם שנחתם לאחרונה עם ד"ר זכי רכיב להשקעה במעריב (להלן "רכיב" ו"עסקת רכיב") - במסגרתו צפוי רכיב להזרים למעריב כ- 15 מיליון דולר (מתוכם הוזרמו עד כה 10 מיליון דולר) ואף עתיד לרכוש את ההלוואה שניתנה למעריב ע"י בנק הפועלים, שיפר את מצבה הפיננסי של מעריב והקטין את חלק החברה בה מ- 62% ל- 44%. מעבר לגידול בהון העצמי והשיפור ביחסי האיתנות הצפויים לחברה בגין עסקת רכיב (החברה תפסיק לאחד את מעריב בדוחותיה הכספיים ותציג אותה כחברה כלולה), הסכם ההשקעה יפחית את התלות התזרימית של מעריב בחברה. עם זאת, קשה להניח כי מעריב תוכל להשיב את הלוואות הבעלים שניתנו לה מהחברה או לחלק דיבידנד בשנים הבאות. יש לציין כי על פי ההסכם, יתאפשר הליך BMBY בין החברה ובין רכיב, 18 חודשים ממועד השלמת העסקה.

סקיילין המוחזקת ע"י החברה בשיעור של כ- 30%, והיתרה ע"י חברת מישורים חברה לפיתוח (להלן: "מישורים") פועלת בקנדה ב- 3 תחומי פעילות עיקריים - נדל"ן מניב, מלונאות וייזום והקמת פרויקטים. בשנים האחרונות חל שינוי בפרופיל העסקי של סקיילין, במסגרתו חל גידול בהיקף הפעילות היזמית ביחס לפעילות המניבה. נכון למועד הדוח, סקיילין נמצאת בשלבי פיתוח והקמה ראשוניים במספר פרויקטים משולבים מגורים, מסחר ונופש, המתאפיינים בהיקף וברמת מורכבות גבוהים ביותר. פרויקטים אלו דורשים משאבים כספיים גדולים מצד סקיילין ואף מחייבים אותה לממש נכסים מניבים. יצוין כי מישורים, אשר הכנסותיה מסקיילין היוו בשנת 2009 קרוב ל- 90% מסך ההכנסות בספרים, צפויה להידרש, החל משנת 2011, לפרוע חלויות שוטפות של קרן וריבית אג"ח בהיקף שנתי של כ- 40 מיליון ₪. לאור זאת, על אף שלהערכת מידרוג, סקיילין לא צפויה לייצר בשנים הקרובות תזרים מזומנים משמעותי מפעילות, ייתכן שצרכי התזרים של מישורים יחייבו את סקיילין למימושי נכסים נוספים, וכך גם החברה תהנה מתזרים - בין אם באמצעות דיבידנד ובין אם באמצעות החזר הלוואות בעלים (שיתרתן לחברה עומדת, נכון ליום 30.6.2010, על כ- 45 מיליון ₪). עם זאת, מידרוג מעריכה, כי בכל מקרה תזרים המזומנים שיתקבל מסקיילין לחברה בשנים הבאות לא צפוי להיות בהיקף משמעותי.

יעילות תפעולית בינונית ברמת הנכסים וברמת המטה

כפי שצוין, בשנת 2009 ייצרה החברה תזרים NOI מנכסיה המניבים של למעלה מ- 100 מיליון ₪, אשר היוו כ- 67%



מידרוג

מסך ההכנסות שהניבו נכסים אלו בתקופה. שיעור רווחיות זה אינו בולט לטובה ביחס לחברות אחרות בענף ונובע, בין היתר, מהוצאות החזקה גבוהות על הנכסים, שמרבייתם נבנו לפני למעלה מעשור. ברמת המטה רשמה החברה בשנים האחרונות רמת יעילות תפעולית בינונית, כפי שבאה לידי ביטוי בשיעור הוצאות הנה"כ מסך הכנסות החברה ברמת הסולו המורחב, אשר עמד בשנים האחרונות על ממוצע של כ- 14%. עם זאת, יש לציין כי לאחרונה ביצעה מספר מהלכים לצמצום ולהתייעלות, אשר באו לידי ביטוי באופן חלקי בנתוני המחצית הראשונה של שנת 2010.

החברה מייצרת ברמת הסולו המורחב תזרים נמוך מפעילות ורושמת יחסי כיסוי גבוהים

המצב אשר תואר לעיל, בו חלק ניכר מהחזקות החברה אינו מייצר לה תזרים ולאור יעילות תפעולית בינונית ברמת הנכסים וברמת המטה, מביא לכך שהתזרים הפרמננטי מפעילות (FFO) שהחברה מייצרת ברמת הסולו המורחב, הינו נמוך ביחס לנפח הפעילות והיקף החובות הפיננסיים. על מנת לשפר את מצב נזילותה, נעזרת החברה במלאי הקרקעות הנרחב שבבעלותה ומממשת קרקעות באופן שוטף. מימושים אלו היוו בשנים האחרונות מקור תזרימי משמעותי ביותר עבור החברה. עם זאת, גם בתחשיב FFO שנתי, הלוקח בחשבון מימוש קרקעות כמקור תזרים פרמננטי מפעילות ואשר נאמד ע"י מידרוג בכ- 30-35 מיליון ₪, רושמת החברה יחס כיסוי - חוב פיננסי ל- FFO של כ- 65-70, אשר הינו גבוה ביחס לחברות מובילות בענף. יש לציין כי בשנים הקרובות צפוי תזרים המזומנים מפעילות שוטפת להיות גבוה באופן משמעותי מתזרים ה- FFO, עם מימוש מלאי הדירות בפריקט המגורים שבויילנוב.

גמישות פיננסית נמוכה, בין היתר, כתוצאה משעבודים שנתנה החברה לצורך גיוס מימון ממקורות חוץ בנקאיים

החברה גייסה בשנתיים האחרונות אג"ח בהיקף של כ- 150 מיליון ₪ וכן הלוואות בהיקף של כ- 210 מיליון ₪ מקרנות המנוף בראשית ואוריגו. לצורך קבלת הלוואות אלו, שועבדו נכסים שונים ובין היתר, מניות סקייילין ומלונות הכשרה, נכסי נדל"ן מניב וכן מספר קרקעות. כתוצאה מכך, היקף הנכסים הבלתי משועבדים של החברה בארץ קטן והוא כולל כיום בעיקר את מניות חברת הקניונים (חברה פרטית שבאמצעותה מחזיקה החברה, בין היתר, בקניון שבעת הכוכבים), מספר רב של נכסים מניבים קטנים ומספר קרקעות בשווי כולל המוערך ע"י מידרוג בכ- 250-300 מיליון ₪. כמו כן, אף שקבלת הלוואות מקרנות המנוף אפשרה לחברה לנצל את מצב השוק ולרכוש אג"ח בהיקף משמעותי בסכום הנמוך באופן ניכר מערכן הנקוב, קבלת הלוואות מקרנות המנוף תביא לגידול מסוים בהוצאות המימון הצפויות של החברה.

הכשרת הישוב - נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

נתונים פיננסיים מאוחדים				נתוני סולו מורחב*			
		פרופורמה עסקת מעריב					
31.12.2009	30.6.2010	31.12.2009	30.6.2010	31.12.2008	31.12.2009	30.6.2010	
912,323	430,404	544,702	259,035	407,626	333,259	148,391	סך הכנסות
157,240	50,948	215,640	74,600	165,039	198,208	69,528	רווח גולמי
-52,688	-21,260	-52,688	-20,585	-53,366	-52,688	-20,585	הוצאות הנהלה וכלליות**
172,458	90,556	233,831	114,935	209,236	209,151	109,863	רווח תפעולי
97,168	30,586	158,541	54,965	106,487	141,109	49,893	רווח תפעולי בנטרול שערורים
18.9%	21.0%	29.1%	21.2%	26.1%	42.3%	33.6%	שיעור רווח תפעולי בנטרול שערורים
-130,724	-101,009	-115,520	-92,891	-183,627	-92,695	-85,078	הוצאות מימון נטו
43,175	-21,624	72,481	-8,995	-41,744	71,786	-8,520	רווח (הפסד) נקי
2,173,081	2,111,520	2,221,081	2,111,520	1,995,516	2,122,601	2,061,040	נדל"ן להשקעה
204,292	107,718	206,821	228,089	109,151	184,113	97,734	יתרות נדילות
2,536,045	2,504,432	2,367,671	2,302,240	1,946,856	2,166,521	2,102,787	חוב פיננסי
2,331,753	2,396,714	2,160,850	2,074,151	1,837,705	1,982,408	2,005,053	חוב פיננסי נטו
				2,138,236	2,357,901	2,292,826	חוב פיננסי בתוספת ערבויות לחברות בנות
883,453	832,413	933,014	891,448	820,285	880,086	838,995	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,917,019	3,830,507	3,622,710	3,558,694	3,053,737	3,315,353	3,238,395	סך מאזן
3,555,299	3,467,583	3,436,486	3,324,426	2,914,265	3,183,349	3,073,461	CAP
3,351,007	3,359,865	3,229,665	3,096,337	2,805,114	2,999,236	2,975,727	CAP נטו
				3,105,645	3,374,729	3,264,841	CAP בתוספת ערבויות לח. בנות
71.3%	72.2%	68.9%	69.3%	66.8%	68.1%	68.4%	חוב ל- CAP
69.6%	71.3%	66.9%	67.0%	65.5%	66.1%	67.4%	חוב נטו ל- CAP נטו
				68.8%	69.9%	70.2%	חוב ל- CAP כולל ערבויות לח. בנות
22.6%	21.7%	25.8%	25.0%	26.9%	26.5%	25.9%	הון עצמי למאזן
150,715	56,571	184,602	68,185				EBITDA בנטרול שערור נדל"ן
15.5	21.2	11.7	15.2				חוב פיננסי נטו ל- EBITDA
-3,811	-34,600	52,505	-15,987				FFO
שילי	שילי	45.1	שילי				חוב ל- FFO*
שילי	שילי	41.2	שילי				חוב נטו ל- FFO*

* נתוני הסולו המורחב כוללים את פעילות החברה וחברות בנות מאוחדות בתחום הנדל"ן המניב והנדל"ן למגורים (ראה תרשים בע"מ 4 לדו"ח)
 ** הוצאות הנה"כ המשויכות למגזרי התקשורת והמלונאות נכללות בעלות הגולמית של המגזר

עסקת מעריב תביא להצגת שיפור בתזרימי המזומנים מפעילות וביחסי האיתנות בדוחות המאוחדים

הפרופורמה המוצגת ביחס לעסקת מעריב מגלמת שתי התאמות אשר צפויות להתבצע בעקבות השלמתה: ראשית, ההחזקה במעריב מוצגת על בסיס אקוויטי, לפי חלקה של החברה במעריב טרם השלמת עסקת רכיב (כ- 62%) ולא לפי איחוד מלא. כתוצאה מכך, בין היתר, מנטרלים תזרימי המזומנים השליליים אותם מייצרת מעריב מפעילות וכן מופחתים ממצבת החובות המאוחדים כלל חובות מעריב לחיצוניים בסך כ- 200 מיליון ₪. שנית, עסקת רכיב מגלמת למעריב שווי (לפני הנפקת הזכויות) אשר הינו גבוה מהשווי שבו מוצגת מעריב בספרים. כתוצאה מכך, מוצג גידול של כ- 59 מיליון ₪ בהון העצמי של החברה, המגלם רווח הון.



מידרוג

תמהיל הכנסות שונה מביא לרישום רווחיות גולמית ותפעולית גבוהה יותר ברמת הסולו המורחב ביחס לרמת המאוחד
כיוון שהכנסות החברה במאוחד כוללות את הפעילות בתחום התקשורת והמלונאות, שבה נרשמים שיעורי רווחיות גולמיים ותפעוליים נמוכים מאשר בתחום הנדל"ן, רושמת החברה שיעורי רווחיות גבוהים יותר ברמת הסולו המורחב. בשנת 2009 נרשם שיעור רווחיות חריג, בזכות רישום רווח גבוה מממוש קרקע. תואי הירידה בהכנסות שנרשם בשנים 2008-2010H1 נובע ממועדי השלמת השלבים בפרויקט ווילנוב (שלב א' הוכר בשנת 2008 ושלב ב' הוכר בשנת 2009) וכתוצאה מהם - ההכרה בהכנסות ממכירת דירות.

תוצאות החברה ברמת הסולו המורחב במחצית הראשונה של שנת 2010 הושפעו לשלילה מהכרה נמוכה בהכנסות ממכירת דירות, הוצאות מימון גבוהות ושחיקה במטבעות פעילות ביחס ל- ₪

במחצית הראשונה של שנת 2010, רשמה החברה הפסד ברמת הסולו המורחב, לעומת רווח שנרשם בשנת 2009. ההפסד ב- 2010 נרשם כתוצאה מירידה בהכנסות וברווח מפעילות המגורים, כפי שהוסבר לעיל, וכתוצאה מגידול בהוצאות המימון ביחס לשנת 2009, לאחר שבשנה זו נהנתה החברה, בין היתר, מהכנסות מימון עקב פירעון מוקדם של אג"ח. מעבר להפסד השוטף, חל במהלך המחצית הראשונה של 2010 קיטון בהון העצמי, גם כתוצאה מהפרשי תרגום דוחות עקב השחיקה באירו ובזלוטי ביחס ל- ₪. כפי שצויין, החברה שומרת על יחסי איתנות יציבים לאורך השנים, אשר עולים לרוב על 25% הון עצמי למאזן. גיוס חוב האג"ח הנוסף לא צפוי להשפיע באופן מהותי על יחסי האיתנות של החברה, הן ביחס לחוב ל- CAP והן ביחס להון עצמי למאזן אשר יעמדו על כ- 70% ו- 25%, בהתאמה.

ניתוח נזילות

לחברה נזילות וגמישות פיננסית מספקים ביחס לצורכי שירות החוב בטווח הקצר - בינוני; בטווח הארוך תידרש החברה לשפר את תזרים המזומנים המופק מפעילות תפעולית

חובות החברה ברמת הסולו המורחב כוללים בעיקרם חובות אג"ח וכן הלוואות שנתקבלו מבנקים ומקרנות מנוף, אשר לטובתם שיעבדה החברה נכסים מניבים, קרקעות והחזקות בחברות בנות. במהלך השנה המתחילה ב- 30.6.2010 צפויה החברה לפרוע חובות בהיקף של כ- 185-200 מיליון ₪, הכוללים פירעון אג"ח שוטף בסך כ- 119 מיליון ₪ והיתרה כוללת חלויות שוטפות של הלוואות לז"א. מכיוון שהלוואות החברה נפרעות לשיעורין ואינן כוללות הלוואות בלון, היקף החלויות השוטפות בשנים הבאות צפוי להיות בסדרי גודל דומים לזה שבשנה הקרובה.

נכון ליום 30.6.2010 לחברה ברמת הסולו המורחב יתרות נזילות של קרוב ל- 100 מיליון ₪. עיקר נכסי החברה שאינם משועבדים נמצאים בחו"ל, וכוללים, בין היתר, קרקעות ברוסניה, מולדובה ופולין. להערכת מידרוג, עשוי להיווצר קושי במימוש נכסים אלו או בקבלת הלוואה כנגד שיעבוד שלהם. לחברה קרקעות בישראל (ברובן משועבדות), ששוויין ההיסטורי בספרים נמוך ועומד על כ- 170 מיליון ₪. בנוסף, בבעלות החברה מלאי דירות בפרויקט ווילנוב שבנייתן הושלמה, אשר צפויים להניב לחברה תזרים של למעלה מ- 120 מיליון ₪ (לא כולל הכנסות ממכירת דירות בשלב ג' בפרויקט). מעבר לכך, מייצרת החברה תזרים FFO שנתי, בהיקף של 30-35 מיליון ₪.

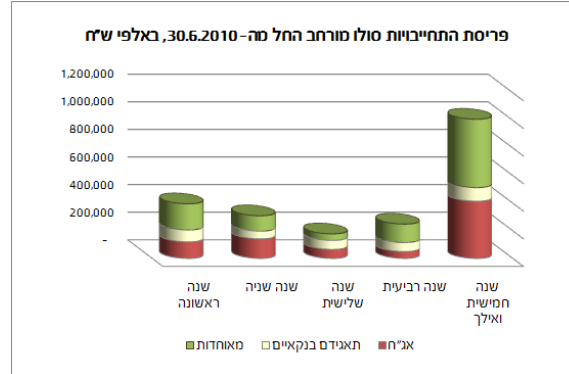
עסקת רכיב, אשר משפרת את הנזילות ואת מבנה ההון של מעריב, מקטינה באופן ניכר, להערכת מידרוג, את ההסתברות שהחברה תידרש להזרמות הון משמעותיות למעריב בשנים הקרובות. הזרמות הון משמעותיות, ככל שתבצענה, עלולות להביא להשלכות שליליות על דירוג האג"ח של החברה. לגבי יתר החברות הבנות, מידרוג מעריכה כי בשנים הקרובות החברה לא תידרש להזרמות הון משמעותיות, ומנגד - לא יוחזרו לה הלוואות בעלים בהיקף משמעותי.

לאור זאת, מדרוג מעריכה כי לחברה יש את המקורות התזרימיים המספקים על מנת לעמוד בלוח הסילוקין הצפוי



מידרוג

בטווח הקצר והבינוני. עם זאת, בשל תזרים ה- FFO הנמוך, תידרש החברה בטווח הארוך לייצר מקורות הכנסה נוספים, בין אם ע"י הגדלת נפח פעילות הנדל"ן המניב, ובין אם בדרך של הזרמת הון באמצעות הנפקת פעילויות והכנסת שותפים או מימוש נכסים.



אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי של החברה, מעבר למוצג בדוח דירוג זה ושיפור משמעותי ביחסי כיסוי.
- שיפור משמעותי במצבן הפיננסי של החברות הבנות.
- שיפור פרמננטי משמעותי ביחסי איתנות החברה.

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזיות תזרים המזומנים באופן אשר יש בו כדי להרע את נזילות החברה.
- הרעה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה.
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי אשר תוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובגמישות הפיננסית או תמיכה תזרימית משמעותית בחברות הקבוצה.
- עלייה בשיעורי החזקת החברה במעריב.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

[חברות החזקה - מתודולוגיה](#), פברואר 2008.

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

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

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 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.

© 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 במישורין 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.