



הפניקס אחזקות בע"מ

פעולת דירוג ו נובמבר 2011

1

מחברים:

שי מרום, אנליסט
shaym@midroog.co.il

איל גירון-גילאון, ראש צוות
evalgr@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרוייקטים
meravb@midroog.co.il

הפניקס אחזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג
------------------	-----	-------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa3 באופק יציב לאגרות חוב בסך של עד 250 מיליון ש"ח שבכונת הפניקס אחזקות בע"מ (להלן: "החברה") לגייס, בדרך של הרחבת סדרה א'. תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת להשלמת רכישת המניות הנוספות של אקסלנס (כמפורט להלן) ולחיזוק ההון של המבטח.

מידרוג מותירה את דירוג האג"ח, סדרה א' של החברה, על כנו.

אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה ומדרגות על ידי מידרוג:

שנת פירעון	יתרה בספרים 30/06/2011 (במיליוני ש"ח)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. 24/10/2011 (במיליוני ש"ח)	מס ני"ע	סדרה
2014-2019	701	מדד	4.5%	600	7670102	א'

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בחברות אחזקה בביטוח. על פי מתודולוגיה זו, דירוג החוב של חברת האחזקות נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיתות המבנית. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת נזילות ומידת הגמישות הפיננסית.

דירוג ההתחייבויות של החברה מבוסס, כאמור, על הערכת האיתנות הפיננסית של האחזקות העיקריות - הפניקס חברה לביטוח בע"מ (להלן: "המבטח" או "הפניקס ביטוח") ואקסלנס השקעות בע"מ (להלן: "אקסלנס" או "בית ההשקעות").

האיתנות הפיננסית של המבטח מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה, בהתבסס על המאפיינים הבאים: הפניקס ביטוח הינה אחת מחמש חברות הביטוח הגדולות בענף, רווחיות חיתומית במרבית תחומי הביטוח האלמנטארי ובביטוח בריאות על פני שנים, צמיחה משמעותית בצבירות בקרן הפנסיה, תמהיל עסקים מפוזר ביחס לענף הביטוח, רגולציה אינטנסיבית, החותרת לשיפור ניהול הסיכונים בחברות הביטוח ולשמירה על איתנות הפיננסית ועודפי ההון שלהן, לצד זאת, בדומה לכלל חברות הביטוח, רווחי הפניקס ביטוח בעלי תלות גבוהה במגמות שוק ההון.

בקביעת דירוג החוב של החברה, ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- נחיתות מבנית של החוב בחברת האחזקות, ביחס להתחייבויות חברת הביטוח לבעלי הפוליסות ולנושים נוספים.
- יכולת חלוקת הדיבידנדים של המבטח מוגבלת, מכוח הרגולציה על חברות הביטוח בישראל. המבטח פועל תחת תקנות הון, הקובעות דרישות הון מינימאלי, שהיקפן עומד ביחס ישר עם היקף פעילותו.
- תיק ביטוח של החברה (חיים ואלמנטארי) הינו נכס בעל ערך הניתן למימוש בעת הצורך, התורם לגמישות הפיננסית.

לפירוט מלא של שיקולי הדירוג לפניקס ביטוח - ראה דוח פעולת דירוג של הפניקס ביטוח

¹ בכונת החברה לגייס אג"ח בהיקף של עד 400 מיליון ש"ח, באופן ישיר באמצעות החברה (עד לסך שלא יעלה על 250 מיליון ש"ח) ובאמצעות הפניקס חברה לביטוח בע"מ, או בשילוב ביניהן.

החזקות עיקריות של החברה², במיליוני ש"ח

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	
974	1,524	1,870	הפניקס חברה לביטוח
406	971	1,061	אקסלנס השקעות
140	155	177	מהדרין
157	175	169	עד 120
119	117	103	גמא ניהול וסליקה

אקסלנס והפניקס ביטוח מהוות, נכון לסוף שנת 2010, כ- 92% מסך ההשקעה במוחזקות (שווי בספרים כפי שמוצגים בדוחות הכספיים). החוב הפיננסי של החברה מורכב מאג"ח שהונפקה בשנת 2007, צמודת מדד, בריבית שנתית של 4.5%, הנפרעת בשישה תשלומים שווים החל משנת 2014.

האחזקות העיקריות של החברה בפניקס ביטוח ואקסלנס מהוות למעשה אחזקה במכלול שירותי הביטוח והפיננסים: אלמנטרי, חיים, פנסיה, גמל, תעודות סל, שירותי בורסה (ברוקראז'), ניהול תיקים, קרנות נאמנות, מוצרים מובנים וחיתום.

להערכת מידרוג, מגוון המוצרים יוצר תמהיל עסקים מפוזר, התורם לפיזור הסיכונים ויכולת טובה יותר להתמודדות עם משברים. נציין כי, לחברה החזקות נוספות שאינן בעסקי הליבה, המחלקות דיבידנד מידי שנה. הדיבידנדים המשולמים ע"י חברות בנות ומוחזקות (פרט למבטח) מתקבלים בפניקס השקעות.

במהלך שנת 2011 חילקה החברה דיבידנד בסך כ- 50 מיליון ש"ח; בשנים 2008-2010 לא בוצעה חלוקת דיבידנדים.

החברה (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011	
1,780	2,663	3,188	3,234	סך השקעה במוחזקות*
562	244	130	51	השקעות בני"ע
24	12	19	39	מזומנים ושווי מזומנים
4	2	0	2	אחר ³
2,370	2,921	3,337	3,326	סך נכסים במאזן
645	670	686	701	חוב פיננסי
1,696	2,224	2,625	2,616	הון עצמי
(388)	227	309	129	רווח נקי (הפסד)
(560)	414	408	39	רווח כולל (הפסד כולל)
57	55	46	31	הוצאות מימון
5.6	4.2	3.4	1.2	הוצ' הנהלה וכלליות
42	47	6	103	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות**
0	0	0	(50)	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות *לרבות הלוואות ושטרי הון לחברות מוחזקות

** לצורך חישוב דיבידנדים מחברות בנות ומוחזקות, החברה והפניקס השקעות נלקחו כמקשה אחת.

הירידה ברווח הנקי של החברה בחציון הראשון של שנת 2011 (129 מיליון ש"ח), ביחס לחציון הראשון של שנת 2010 (171 מיליון ש"ח), נובעת בעיקר מירידת ערך של חניונים בלונדון (חברת Linchfield Limited), בסך של כ- 35 מיליון ש"ח והירידות בשוקי ההון. הירידה ברווח הכולל של החברה, מעבר לירידה ברווח הנקי, נובעת מהירידות בשווקים, שהשפיעו על תוצאות הנוסטרו של החברה והחברות הבנות.

² אקסלנס השקעות בע"מ, מהדרין בע"מ וגמא ניהול וסליקה בע"מ המוחזקות על ידי הפניקס השקעות ופיננסים בע"מ אשר מוחזקות במלואה על ידי החברה.
³ חייבים ויתרות חובה.

התפתחויות עיקריות

השלמת רכישת אקסלנס

ביום 13 באפריל 2011 נרכשו כ- 5% נוספים מההון המונפק והנפרע של אקסלנס. שיעור ההחזקה לאחר הרכישה עומד על 78.43%. בשנים 2012-2013 צפויות להתבצע שתי רכישות נוספות אשר יעלו את שיעור ההחזקה באקסלנס בכ- 5% בכל רכישה.

אקסלנס

בית ההשקעות פועל באמצעות החברות שבשליטתו, החל משנת 1993. אקסלנס הינו אחד מבתי ההשקעות המובילים בשוק ההון הישראלי ומנהל נכסים בסך כ- 64.6 מיליארד ₪ (30.06.11). לבית ההשקעות מעמד תחרותי בעסקי הליבה, פיזור במגזרי פעילות ובעל תלות נמוכה בפעילות בודדת. בית ההשקעות חילק דיבידנדים בסך 100 מיליון ₪ בשנת 2009 ולא חילק דיבידנד בשנת 2010 ובחציון הראשון של שנת 2011.

אקסלנס מנהלת נכסים (נכון ל- 30.08.2011) בקופות גמל, המסווגות כתגמולים ואישית לפיצויים, בסך כ- 10 מיליארד ₪, המהווים כ- 6% מכלל קופות הגמל המסווגות כתגמולים ואישית לפיצויים; קרנות השתלמות בסך של כ- 7 מיליארד ₪, המהוות כ- 7% מכלל קרנות ההשתלמות; בקרנות נאמנות בסך של כ- 18 מיליארד ₪, המהווים כ- 12% מסך נכסי קרנות הנאמנות; תעודות סל בסך של כ- 17 מיליארד ₪, המהווים כ- 33% מסך נכסי תעודות הסל; וניהול תיקים בסך של כ- 7 מיליארד ₪ (נכון ל- 31.12.2010).

הכנסות בית ההשקעות בשנים 2008-2011, (במיליוני ₪)

2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
243	222	230	118	115	קופות גמל וקרנות פנסיה
88	137	200	100	93	ניהול השקעות ⁴
111	77	120	60	64	תעודות סל
100	111	87	43	37	אחר ⁵
542	547	637	321	309	סה"כ

גידול בהכנסות בשנת 2010 וקיטון בחציון הראשון של שנת 2011

בחציון הראשון של שנת 2011, לאקסלנס קיטון בהכנסות ביחס לחציון הראשון של שנת 2010. עיקר הקיטון נובע מירידה בשיעור דמי הניהול בקופות הגמל וקיטון בהכנסות מקרנות נאמנות, בעיקר בשל שינוי טעמי הציבור, אשר גרר מעבר לקרנות המאופיינות בדמי ניהול נמוכים, כגון, קרנות כספיות.

בשנת 2010 חלה עלייה בהכנסות, בין היתר, בשל גידול בהיקף הנכסים המנוהלים בקופות הגמל ותעודות הסל, הנובע בעיקר מתשואות חיוביות. מנגד, בשנים האחרונות, קופות הגמל סובלות מצבירה שלילית, בין היתר, בשל שינויים רגולטוריים (תיקון 3, שמטרתו השוואה בין מכשירי החיסכון הפנסיוני, הן בהטבות המס והן באופן תשלום הכספים לחוסך כקצבה חודשית). בנוסף, בשנת 2010 חל גידול בהיקף הנכסים המנוהלים בקרנות הנאמנות, הן בשל התשואות החיוביות והן בשל סביבת הריבית הנמוכה, אשר גררה מעבר לקרנות בהן נגבים דמי ניהול גבוהים יותר (המאופיינות ברמת סיכון גבוהה יותר - בעיקר קרנות אג"ח קונצרני). יש לציין כי, שנת 2010 התאפיינה בהיקף נכסים מנוהלים הגבוה ביותר בקרנות הנאמנות ב- 5 השנים האחרונות.

⁴ הכנסות מניהול קרנות נאמנות וניהול תיקים.

⁵ הכנסות מ"אחר" כוללות הכנסות מחיתום, מוצרים מובנים, פעילות מימון, ניהול תיקים, בנקאות להשקעות, נוסטרו ועוד.

תמצית נתונים כספיים של בית ההשקעות, מיליוני ₪:

2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
542	547	637	321	309	הכנסות
242	211	231	120	110	רווח תפעולי
36	45	51	26	24	הוצאות מימון (נטו)
70	42	47	28	27	מיסים על הכנסה
125	129	148	71	58	רווח נקי (הפסד)

תמצית נתונים מאזניים של בית ההשקעות, מיליוני ₪:

2008	2009	2010	H1/11	
12,323	18,598	20,651	21,238	סך מאזן
1,433	1,912	1,724	1,751	סך מאזן מנוכה התחייבויות בגין תעודות סל מכירות בחסר ומוצרים מובנים
645	851	795	817	חוב פיננסי
445	767	639	483	חוב פיננסי מתואם*
478	560	702	759	הון עצמי
3.6%	3.0%	3.4%	3.6%	הון עצמי לסך מאזן
33.4%	28.3%	40.1%	43.3%	הון עצמי לסך מאזן מנוכה התחייבויות בגין תעודות סל ומוצרים מובנים
48.2%	57.8%	47.7%	38.9%	חוב פיננסי מתואם ל- CAP מתואם*

* ללא חוב לז"ק לפעילות שוטפת (תעודות סל ומתן אשראי כחלק מפעילות חבר הבורסה)

מנתוני המאזן ניתן לגזור את רמת המינוף, הנמוכה יחסית, של בית ההשקעות. הגידול בחוב במחצית הראשונה של שנת 2011 נובע בעיקר מאשראי לזמן קצר, חשיפות תוך יומיות בתעודות סל ותעודות פיקדון ואשראי לזמן קצר בגין פעילות המימון דרך אקסלנס. לבית ההשקעות יתרות רווח ל- 30.06.2011 בסך כ- 660 מיליון ₪ הניתנות לחלוקה כדיבידנד.

יחסים פיננסיים של בית ההשקעות:

2009	2010	E2011	
232	255	234	EBITDA (מיליוני ₪)
3.7	3.1	3.5	חוב ל- EBITDA
3.3	2.5	2.1	חוב פיננסי מתואם ל- EBITDA*

* ללא חוב לז"ק לפעילות שוטפת (תעודות סל ומתן אשראי כחלק מפעילות חבר הבורסה)

עודפי ההון במבטח

ההון העצמי הנדרש מהמבטח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2010 חל גידול בהון המוכר של המבטח, בסך של כ- 677 מיליון ₪, כתוצאה מגידול ברווח שנרשם במהלך התקופה וגיוס הון משני בסך של כ- 400 מיליון ₪. במהלך החציון הראשון של שנת 2011 חל קיטון בהון הראשוני בסך של כ- 54 מיליון ₪, בעיקר כתוצאה מחלוקת דיבידנד בסך כ- 80 מיליון ₪, אשר קוזז בחלקו כנגד תשלום מבוסס מניות, בסך כ- 5 מיליון ₪ ורווח כולל בסך כ- 22 מיליון ₪. במקביל, גדל ההון הנדרש מהמבטח, בדומה לכל חברות הביטוח, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר צפוי להיות מושלם עד סוף 2011. מנתוני הפרפורמה⁶ ל- 30.06.2011, למבטח קיים עודף הון בסך של 816 מיליון ₪. כמו כן, עודף ההון של המבטח, לפי התקנות כפי שתהינה בסוף דצמבר 2011, עומד על כ- 605 מיליון ₪.

המבטח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

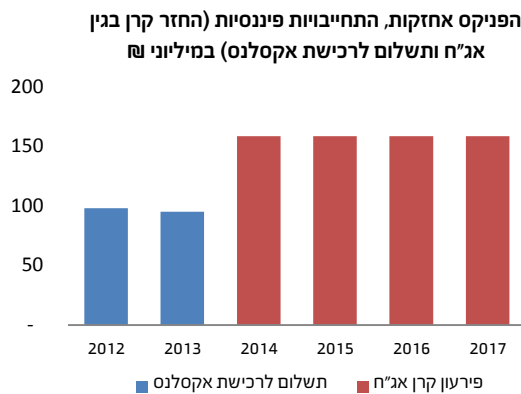
31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011	פרפורמה ⁶	
1,430	1,516	1,538	1,538	הון נדרש לפי תקנות קודמות
1,652	1,982	2,172	2,172	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
1,489	1,847	1,793	1,793	הון ראשוני קיים
788	1,107	1,070	1,195	הון משני מוכר
2,277	2,954	2,863	2,988	ההון המוכר (הון ראשוני + הון משני) ⁷
624	972	691	816	עודף הון ליום הדוח הכספי
38%	49%	32%	38%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
53%	60%	60%	66.7%	הון משני / הון ראשוני
2,171	2,293	2,383	2,383	הון נדרש לפי תקנות הון מלאות*
106	661	480	605	עודף הון ביחס לנדרש לפי תקנות הון מלאות*
5%	29%	20%	25%	עודף הון ביחס לדרישות מלאות
				*תקנות הון מתוקנות המאומצות באופן מלא

אימוץ תקנות הון מתוקנות

כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, נוספו לדרישות ההון הקיימות בחברות ביטוח דרישות הון בגין הקטגוריות הבאות: תוכניות מבטיחות תשואה, שאין כנגדן אגרות חוב מיועדות; סיכונים תפעוליים; סיכוני אשראי כשיעור מהנכסים, לפי מידת הסיכון שנקבעה לנכסים השונים; סיכוני קטסטרופה בעסקי ביטוח כללי; סיכונים בגין ערבויות; החזקות המבטח בפעילות קופות גמל ובחברות מנהלות של קופות גמל וקרנות פנסיה. במסגרת התיקון נמחקה ההגדרה "הון בסיסי" ושונו הגדרות הון ראשוני ומשני. כן התווסף הון שלישוני, המהווה רובד נוסף להון העצמי. הגדרת הון משני ושלישוני התפרסמו בחוזר של המפקח על הביטוח.

⁶ לתאריך 30.06.2011, תחשיב מידרוג - גיוס הון משני מורכב בסך כ- 400 מיליון ₪.

⁷ סך ההון המשני המוכר ע"י החברה מוגבל לכ- 66.7% מסך ההון הראשוני המוכר. ההון המשני, בסך עד 400 מיליון ₪ שבכונת החברה לגייס, לא יוכר מיידית במלואו, אלא בהדרגה עד סוף שנת 2012.



לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.06.2011 כ- 701 מיליון ₪, באג"ח צמודת מדד, שהונפקה בשנת 2007, בריבית שנתית של 4.5%, שתיפרע בשישה תשלומים שווים, החל משנת 2014. בהינתן גיוס של 250 מיליון ₪, חובה הפיננסי של החברה יגדל ל- 951 מיליוני ₪. כחלק מעסקת רכישת אקסלנס, לחברה יתרת תשלום של כ- 193 מיליון ₪, שתשולם בשתי פעימות עד שנת 2013. מנתוני הפרופורמה⁸ לשנים 2014-2019, לחברה פירעון קרן אג"ח של כ-160 מיליון ₪.

תחזית החזר החוב של החברה מתבססת על דיבידנדים מחברות מוחזקות (אקסלנס, מהדרין, גמא והמבטח), על יתרות המזומנים של החברה ומימושים ככל שיהיו. לחברה אין שעבודים או חוב נוסף מעבר לאג"ח.

המבטח כפוף לתקנות והנחיות המפקח על הביטוח בקשר עם יכולתו לחלק דיבידנדים. לאחר שבשנים 2007-2003 חילקה הפניקס ביטוח לחברה דיבידנדים משמעותיים, בהיקף כולל של 700 מיליון ₪, בשנים 2010-2008 לא בוצעה חלוקת דיבידנדים מהמבטח. במאי 2011 חילק המבטח לחברה דיבידנד בסך 80 מיליון ₪.

הפניקס אחזקות סולו, יחסים פיננסיים במיליוני ₪

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011	פרופורמה ⁸	
645	670	686	701	951	חוב פיננסי
1,696	2,224	2,625	2,616	2,616	הון עצמי
27.6%	23.2%	20.7%	21.1%	26.7%	חוב ל-CAP
36.2%	25.1%	21.5%	21.7%	27.3%	חוב לסך השקעה במוחזקות**
27.2%	22.9%	20.6%	21.1%	26.6%	חוב למאזן

*לאחר גיוס 250 מיליון ₪ והעברת 150 מיליון ₪ כהלוואה למבטח.

**לרבות הלוואות ושטרי הון לחברות מוחזקות.

יחס החוב הפיננסי ברוטו לשווי המאזני של נכסי החברה בפרופורמה, ליום 30.06.2011, הינו כ- 26.6% וחוב ל-CAP של כ-26.7%. להערכת מידרוג, יחס זה הולם את רמת הדירוג הנוכחית, בהתחשב, בין היתר, בכך שהינו מבוסס, בחלקו הגדול, על העלות בספרים של המבטח ואקסלנס. החברה שמרה בשנים האחרונות על יתרות נזילות גבוהות ביחס לתשלומי החוב (קרן וריבית) של לפחות שנה קדימה, המתאימים לרמת הדירוג ובכוונתה להמשיך ולשמור על מדיניות זו. בהקשר זה יש לציין כי, החברה פועלת ללא מסגרות אשראי חתומות ונכון ל- 30.06.2011, לחברה 90 מיליון ₪ במזומן וני"ע סחירים, המספיקים לשירות חוב לשנה וחצי הקרובות.⁹

⁸ לתאריך 30.06.2011, תחשיב מידרוג - תוספת גיוס של 250 מיליון ₪.
⁹ כולל שירות הריבית בגין תוספת גיוס של 250 מיליון ₪.

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

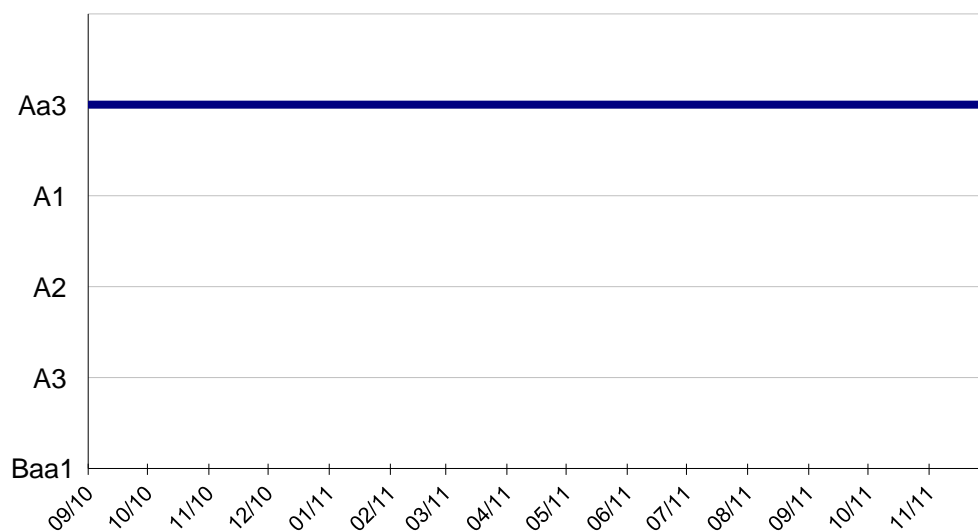
- יצירת מקורות תזרים פרמנגטיים בהיקף משמעותי ביחס לצורכי שירות החוב.
- שיפור בפרופיל סיכון האשראי של הנכסים המוחזקים על ידי החברה.
- התרחבות משמעותית בתחום הפנסיה.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על נזילות לצורכי פירעון החוב.
- פגיעה ברמת הנזילות של החברה.
- הרעה מתמשכת בתוצאותיה הכספיות של הפניקס ביטוח, תוך פגיעה בעודפי ההון שלה, באופן שיש בו לסכן את יכולת חלוקת הדיבידנדים לטווח הארוך ואת שווי נכסיה.
- שינויים רגולטוריים שיש בהם להעיב במידה ניכרת על יכולת קבלת הדיבידנדים מהפניקס ביטוח.
- פגיעה באינתנות הפיננסית של החברה, בין היתר, כתוצאה ממדיניות דיבידנד.
- החלשות תזרים המזומנים המתקבל כדיבידנד מחברות בנות ומוחזקות, מכל סיבה שהיא.

אודות החברה

הפניקס אחזקות בע"מ הינה חברה ציבורית, המוחזקת על ידי קבוצת דלק (כ- 56%), מאיר חברה למכונות ומשאיות בע"מ (קבוצת שחר) (כ- 23%), אחר (2.3%) והיתר על ידי הציבור. החברה מחזיקה במלוא הון המניות של המבטח, המדורג ע"י מידרוג בדירוג איתנות פיננסית לחברת ביטוח (IFSR) בדירוג Aa1; בחברת עד 120 - מרכזי מגורים לאוכלוסייה המבוגרת בע"מ (להלן: "עד 120"); ובחברת הפניקס השקעות ופיננסים בע"מ (להלן: "פניקס השקעות"). הפניקס השקעות הינה חברת אחזקות, שעיקר אחזקותיה הינו אחזקה באקסלנס, מהדרין בע"מ, שהינה חברה ציבורית העוסקת בחקלאות, נכסים מניבים ושירותי אחסון בקירור, וחברת גמא ניהול וסליקה בע"מ, המתמחה במימון, ניהול וניכיון שוברי כרטיסי אשראי.



חומר מקצועי רלוונטי

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - יוני 2009](#)

[חשיפת חברות הביטוח לנזקים בשווקי העולם - אפריל 2011](#)

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + פחת+ הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
סך נכסי החברה במאזן.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	נכסים Assets
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	חוב פיננסי נטו Net Debt
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת Cash Flow from Operation (CFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים פנוי Retained Cash Flow (RCF)
	תזרים מזומנים חופשי Free Cash Flow (FCF)

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011.

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 לסיכוני 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 הדן 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.