



# הכשרה החזקות ביטוח בע"מ

מעקב ו ספטמבר 2012

1

**מחברים:**

שי מרום, אנליסט בכיר  
[shaym@midroog.co.il](mailto:shaym@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרויקטים  
[meravb@midroog.co.il](mailto:meravb@midroog.co.il)

## הכשרה החזקות ביטוח בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa2	אג"ח (סדרה ד')
-------------------	------	----------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת המעקב הענפית של דירוג האג"ח (סדרה ד'), שהונפקו ע"י חברת הכשרה החזקות ביטוח בע"מ ("הכשרה" או "החברה") והותרת הדירוג Baa2 אופק שלילי, על כנו. האופק השלילי הוצב על רקע אי שמירה עקבית על עודפי הון מספקים וגמישות נמוכה בניהול עודפי ההון בהכשרה חברה לביטוח בע"מ (להלן: "הכשרה ביטוח" או "המבטח") אל מול תנודתיות בתוצאותיה.

להלן אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה עד למועד דוח זה ומדרגות על ידי מידרוג:

שנות פירעון	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת בספרים ליום 30.06.2012 (במיליוני ₪)	מס ני"ע	סדרה
2014 - 2021	מדד	8.2%	125	5080098	ד'

### 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 ביחס לחברת הביטוח. כמו כן, רמת הנזילות של החברה הינה נמוכה והחברה מסתמכת על דיבידנדים מהמבטח לצורך שירות החוב.

בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת נזילות ומידת הגמישות הפיננסית.

דירוג החוב של הכשרה החזקות מתבסס בעיקר על דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח. דירוג הכשרה ביטוח משקף את תמהיל העסקים בה, המוטע ביטוח כללי בכלל וענפי הרכב בפרט, המאופיינים בתחרות חריפה, תנודתיות רווחים וגודלה הבינוני של הכשרה ביטוח בענפים אלה. כמו כן, הדירוג משקף את צמיחת הכשרה ביטוח בענף ביטוח החיים וחסכון לטווח ארוך, מדיניות ההשקעות בתיק הנוסטרו, לרבות איכות הנכסים, הלימות ההון, הרווחיות, הגמישות והאיתנות הפיננסית.

החברה הצהירה כי תעמיד כרית ביטחון בסכום השווה לתשלום הקרן והריבית הקרוב לטובת מחזיקי האג"ח. לצורך תשלום הריבית בינואר 2012, החברה ניצלה את מלוא כרית הביטחון. הכרית הושלמה רק ברבעון השני של שנת 2012 כתוצאה מחלוקת דיבידנד של הכשרה ביטוח בסך כולל של 32 מיליון ₪. חלקה של החברה בדיבידנד עמד על כ- 17 מיליון ₪. נכון לאוגוסט 2012, יתרות הנזילות של החברה עומדות על כ- 14.8 מיליון ₪, המהווים את סך שירות החוב של החברה ב- 12 החודשים הקרובים.

להערכת מידרוג, רמת הנזילות החלשה בחברה נובעת, בין היתר, מתלות בדיבידנדים מהמבטח להחזר חובותיה, קושי במילוי כרית הנזילות (תשלום קרן וריבית שנה קדימה), עליה התחייבה ומניהול נזילות הדוק במטרה לחסוך בהוצאות, הפוגע ביתרות הנזילות.

בקביעת דירוג החוב של הכשרה החזקות ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- נחיתות מבנית של החוב בחברת האחזקות ביחס להתחייבויות חברת הביטוח לבעלי הפוליסות ולנושים נוספים.
- תלות החברה במקור תזרימי יחיד, אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שווקי ההון.
- נזילות נמוכה של הכשרה החזקות, המתבטאת בהיעדר יתרות נזילות ובהסתמכותה על מקורות חיצוניים.
- גמישות פיננסית נמוכה, הנובעת ממגבלה על שעבוד מניות חברת הביטוח, כחלק מתנאי היתר השליטה במבטח. כמו כן, נלקח בחשבון כי תיק ביטוח הינו נכס בעל סחירות בשוק ההון.

הכשרה ביטוח - תוצאות כספיות עיקריות, במיליוני ₪

2008	2009	2010	2011	1-6/11	1-6/12	
(37)	13	55	(45)	(12)	31	רווח (הפסד) עסקי ביטוח כללי, מזה:
(55)	7	49	(25)	(8)	22	רווח (הפסד) מביטוח רכב חובה
5	3	(8)	(35)	(15)	(1)	רווח (הפסד) מביטוח רכב רכוש
9	13	19	25	13	9	רווח (הפסד) מביטוח דירות
4	(10)	(5)	(10)	(2)	1	רווח (הפסד) מביטוח כללי אחר
0.3	23	15	2	2	(1)	רווח מעסקי ביטוח חיים
(20)	(9)	2	(13)	(7)	1	רווח לא מיוחס למגזרי פעילות
(57)	27	72	(56)	(17)	31	רווח (הפסד) לפני מיסים
2,141	2,316	2,503	2,638	2,659	2,771	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה שאינם תלויי תשואה
1,145	1,575	1,881	1,927	1,919	2,048	התחייבויות בגין חוזי ביטוח והשקעה תלויי תשואה
769	606	552	497	505	944	התחייבויות אחרות
166	272	292	268	262	256	הון עצמי

נתונים המיוחסים לחברה (סולו) מתוך הדוחות הכספיים המאוחדים, במיליוני ₪

2008	2009	2010	2011	Q2.2012	
118	166	178	144	137	השקעות בחברות מאוחדות
140	119	129	136	137	חוב פיננסי
(30)	38	49	7	10	הון עצמי
(15)	(15)	(14)	(14)	(7)	הוצאות מימון
(91)	31	10	(43)	3	רווח (הפסד) כולל
-	6	17	7	17	דיבידנדים שהתקבלו
-	-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו

התפתחויות עיקריות

הכנסה לרשימת מעקב של דירוג החברה והכשרה ביטוח

ביולי 2012 פרסם הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון (להלן "המפקח"), טיוטת נייר עמדה בנושא "עדכון מערך ההנחות הדמוגרפי בקרנות פנסיה וביטוחי חיים" (להלן "טיטוטת נייר העמדה"). בנוסף, פרסם המפקח טיוטת חוזר "מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים" (להלן "טיטוטת החוזר"). טיוטת נייר העמדה עוסקת בעדכון מערכת ההנחות הדמוגרפיות לקרנות הפנסיה ולחישוב העתודות לקצבה בחברות הביטוח והנגזר מכך. בעקבות פרסומי המפקח, מידרוג הכניסה את הכשרה ביטוח וחברות ביטוח מדורגות נוספות, לרשימת מעקב, על מנת לבחון את ההשלכות של טיוטת נייר העמדה וטיטוטת החוזר, על הונה העצמי ועל רווחיותה. כאמור, דירוג החוב של החברה נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח ועל כן, דירוג החברה הוכנס לרשימת מעקב. בדוחות הרבעון השני של שנת 2012, הכשרה ביטוח הודיעה כי, בהתאם לטיטוטת נייר העמדה, ביצעה הפרשה לעתודה לגמלאות אשר הקטינה את הרווח הכולל בסך כ- 4.2 מיליון ₪ לאחר מס. כמו כן, הכשרה ביטוח צופה כי יתרה נוספת בסך כ- 10.2 מיליון ₪ לאחר מס, תיפרס ברווח והפסד עד הגעת המבוטחים לגיל הפרישה. להערכת מידרוג, השפעת טיוטת נייר העמדה על הכשרה ביטוח אינה מהותית בטווח הקצר ועל כן, מידרוג החליטה על הוצאת דירוגי החברה והכשרה ביטוח מרשימת המעקב. המפקח צפוי לפרסם חוזר סופי עד סוף שנת 2012. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר השפעתם של פרסומים אלו על חברות הביטוח בכלל וענף החיסכון ארוך הטווח, בפרט.

### **ביטול עתודת עודף הכנסות על הוצאות**

עתודת עודף הכנסות על הוצאות בענפי רכב חובה וחבויות, מחושבת כהפרש בין הוצאות בשייר עצמי להכנסות בשייר עצמי, בתוספת הכנסות מהשקעות. כיום, חברת הביטוח יכולה להכיר בעודף שנוצר לה רק לאחר 3 שנים, למעט הכנסות מהשקעה, שבהן היא מכירה באופן מיידי, במידה והן עולות על תשואה ריאלית של 3% לשנה. ביולי 2012 פרסם משרד האוצר "טיטות לעניין חישוב עתודות ביטוח בביטוח כללי" שעיקרן שינוי השיטה בה מחושבת העתודה לענפי הביטוח הכללי. עיקר השינוי, ככל שיתקבל ע"י משרד האוצר, הינו שחברות הביטוח יוכלו להכיר בכל הרווח בגין אותן שנות צבירה כאמור. עפ"י הודעת משרד האוצר, התיקון נובע מהתפתחויות שחלו בשנים האחרונות באופן הערכת העתודות ולאור גידול בכמות המשאבים, הידע והניסיון של חברות הביטוח בתחום.

להערכת הכשרה ביטוח, מבחינה חשבונאית, ביטול העתודה יעשה בדרך של הצגה מחדש בדוחותיה הכספיים ועל כן, החברה לא צופה לרשום רווח כתוצאה מכך. עם זאת, דרישות ההון של הכשרה ביטוח לוקחות בחשבון עתודה זו וביטולה יגרור קיטון הדרגתי בדרישות ההון של החברה.

ההנחיות בנושא הינן בגדר טיוטה ואין באפשרות החברה להעריך באופן סופי את היקף השפעת שינוי זה על דוחותיה.

### **שינויים מהותיים בהנהלת החברה**

ביולי 2012, החברה והכשרה ביטוח (להלן: "שתי החברות") הודיעו כי מנכ"ל שתי החברות, מר עופר טרמאצ'י, החליט לסיים את תפקידו. במקומו מונתה לתפקיד הגברת אתי אלישקוב שעד לאותו מועד כיהנה כסמנכ"לית הכספים של שתי החברות. לתפקיד סמנכ"ל הכספים של החברה מונה מר דוד בן חיים ולתפקיד סמנכ"ל הכספים של הכשרה ביטוח מונה מר דוד סלמה. כמו כן, המשנה למנכ"ל ומנהלת הסיכונים של הכשרה ביטוח, הגברת דורית זינגר, הודיעה על סיום תפקידה אשר ייכנס לתוקף בדצמבר 2012. בתפקיד מנהל הסיכונים יכהן מר רמי פריאנט.

### **הקצאת פרטית לקרן השקעות**

באוגוסט 2011, החברה ביצעה הקצאה פרטית של אגרות חוב, בסך כ- 10 מיליון ₪, בדרך של הרחבת סדרה ד'. תנאי אגרות החוב זהים לתנאי אגרות החוב של סדרה ד'. ההקצאה שימשה בעיקר למילוי כרית ביטחון שעליה התחייבה החברה.

### **הלימות ההון בהכשרה ביטוח**

ההון העצמי הנדרש מהכשרה ביטוח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2011 חל גידול בהון המוכר של החברה, בסך כ- 51 מיליון ₪, כתוצאה מגיוס הון משני מורכב בסך כ- 122 מיליון ₪ והזרמת הון ראשוני ע"י בעלי המניות (כנכס נדל"ן), אשר קוזז בחלקו על ידי הפסד כולל בסך כ- 47 מיליון ₪, תשלום דיבידנד בסך כ- 12 מיליון ₪ וקיטון בכתבי התחייבויות נדחים מוכרים<sup>1</sup>. במקביל, גדל ההון הנדרש מהחברה, בדומה לכלל הענף, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות (Solvency II), אשר הסתיים בסוף שנת 2011. נכון ל- 30.06.2012, לחברה עודף הון בסך 10 מיליון ₪, שהינם כ- 2% מההון הנדרש.

נכון לדוחות הכספיים של החברה ליום ה- 30.06.2012 הכשרה ביטוח ניצלה את שיעור ההון המשני והשלישוני המקסימאלי, בהתאם לחוזר המפקח בדבר הרכב הון עצמי של מבטח, ביחס להון הראשוני וברשותה הון משני ושלישוני תיאורטי אשר אינו נכלל כחלק מההון המוכר בעקבות הגבלות החוזר. להערכת מידרוג, אי הוודאות בשווקים עלולה להעיב על תוצאות הכשרה ביטוח, ולפגוע בהון הראשוני ובעודפי ההון של החברה וליצור צורך נוסף להשלמת הון. בנוסף, על

<sup>1</sup> עפ"י הנחיות הרגולטור, כתבי התחייבות נדחים שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות, לא יכרו לצורך חישוב ההון המוכר.

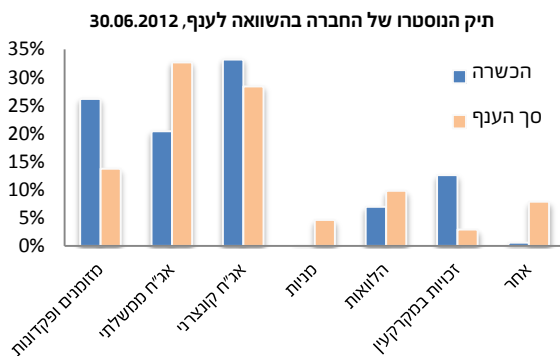


מנת לחלק דיבידנדים לחברה, ללא אישור המפקח, הכשרה ביטוח צריכה לעמוד על עודף הון בשיעור 15%, לאחר ביצוע החלוקה. אי עמידה בעודף עלולה למנוע מהכשרה ביטוח חלוקת דיבידנד וליצור קושי בשירות החוב של החברה. בהקשר זה נציין כי, בספטמבר 2011 בעלי המניות הנוספים בהכשרה ביטוח (אפרידר החברה לשיכון ופיתוח ישראל בע"מ) הזרימו להכשרה ביטוח הון ראשוני (כנכס נדל"ן) ובכך, שיעור ההחזקה של החברה בהכשרה ביטוח ירד מ- 60.8% ל- 53.6%.

**הכשרה ביטוח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪**

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/06/2012	
302	310	322	-	הון נדרש לפי תקנות קודמות
342	390	462	417	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
272	292	268	256	הון ראשוני קיים
113	103	179	171	הון משני ושלישוני מוכר
385	396	446	427	סך ההון המחושב (ראשוני + משני ושלישוני מוכר)
<b>43</b>	<b>6</b>	<b>-15</b>	<b>10</b>	<b>עודף (חסור) הון ליום הדוח הכספי</b>
13%	1%	-3%	2%	שיעור (חסור) עודף הון ביחס לנדרש
41%	35%	67%	67%	הון משני ושלישוני / הון ראשוני

**תיק הנוסטרו מוטה מזומנים ופיקדונות**



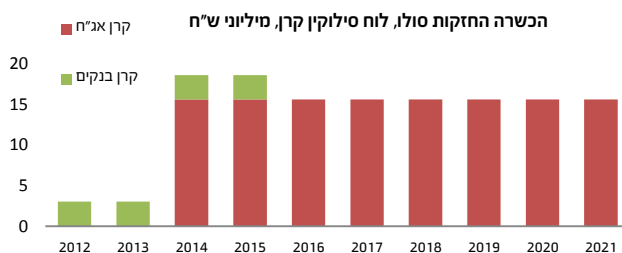
להכשרה ביטוח תיק נוסטרו (אלמנטארי והון)<sup>2</sup> ליום 30.06.2012 בסך כ- 1.9 מיליארד ₪, המהווה נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי וההתחייבויות בביטוח הכללי.

בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של החברה ליום 30.06.2012, מוטה מזומנים ופיקדונות (26% מהנכסים, לעומת 14% בענף) נכסי מקרקעין (13% מהנכסים, לעומת 3% בענף), אג"ח קונצרני (33% מהנכסים, לעומת 28% בענף) ובעל

משקל נמוך אג"ח ממשלתי (20% מהנכסים, לעומת 33% בענף) ומניות (0.05% מהנכסים, לעומת 5% בענף).

בענפי החבובות, להכשרה ביטוח התחייבות רגולטורית של תשואה שנתית ריאלית בשיעור 3%, בשנים בהן מחושבת הצבירה. סך העתודה בענפי החבובות עומדת על כ- 710 מיליון ₪. כנגד התחייבות זו, לחברה אג"ח קונצרני, המוגדר כמוחזק לפידיון, בסך כ- 302 מיליון ₪ זאת, בנוסף לכ- 353 מיליון ₪ בפיקדונות. להערכת הכשרה ביטוח, השקעה בפיקדונות ובאג"ח המוחזק לפידיון תניב תשואה גבוהה יותר ביחס לשוק ההון, תתרום לעמידה בהתחייבות זו ותקטין את השפעת תנודות שוק ההון על תוצאות הכשרה ביטוח.

**איתנות פיננסית - הכשרה החזקות**



להכשרה החזקות חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.06.2012 הינה כ- 137 מיליון ₪, מתוכם כ- 125 מיליון ₪ אגרות חוב (סדרה ד') והיתרה - הלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך. קרן האג"ח, תשולם בשמונה תשלומים שנתיים

<sup>2</sup> נוסטרו הון מתייחס להשקעות העצמיות של החברה. נוסטרו אלמנטארי מתייחס להשקעת עתודות הביטוח הכללי.



שוויים, החל מינואר 2014. יתרת החוב נפרעת ב- 4 תשלומים שנתיים שווים בסך כ- 3 מיליון ₪, עד לפירעון מלא בשנת 2015. ליום 30.6.2012, לחברה יתרות נזילות בסך כ- 9 מיליון ₪ וכ- 6 מיליון ₪ במלווה קצר מועד (מק"מ) שמקורם מחלקה של החברה בדיבידנדים מהכשרה ביטוח. נציין כי, בינואר 2012 החברה שילמה ריבית בגין האג"ח בסך כ- 12.9 מיליון ₪.

בנובמבר 2012 החברה צפויה לפרוע חוב פיננסי, לבנקים בלבד, בהיקף של כ- 3 מיליון ₪, בנוסף להוצאות מימון בסך של כ- 0.4 מיליון ₪. בינואר 2013 נדרשת החברה לפרוע 10.8 מיליון ₪ ריבית לאג"ח (סדרה ד), בהתאם ללוח הסילוקין. החברה הצהירה כי תעמיד כרית ביטחון לטובת מחזיקי האג"ח, בסכום השווה לתשלום הקרן והריבית בשנה הקרובה. כאמור, לצורך תשלום הריבית בינואר 2012, החברה ניצלה את מלוא כרית הביטחון. הכרית הושלמה במלואה לאחר הרבעון הראשון של שנת 2012, באמצעות דיבידנדים מהכשרה ביטוח. נציין כי, המקור השוטף היחיד לשירות החוב בחברה בשנים הקרובות, הינו דיבידנדים מהכשרה ביטוח. יחס החוב הפיננסי לשווי האחזקה בהכשרה ביטוח (על בסיס שווי האחזקה בספרי החברה) עומד על כ-100%, לעומת כ- 72% בסוף שנת 2010. עיקר הקיטון נובע מירידה בשיעור ההחזקה של החברה בהכשרה ביטוח, מ- 60.8% ל- 53.6% כתוצאה מהקצאת מניות כנגד נכס נדל"ן, כמפורט לעיל.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

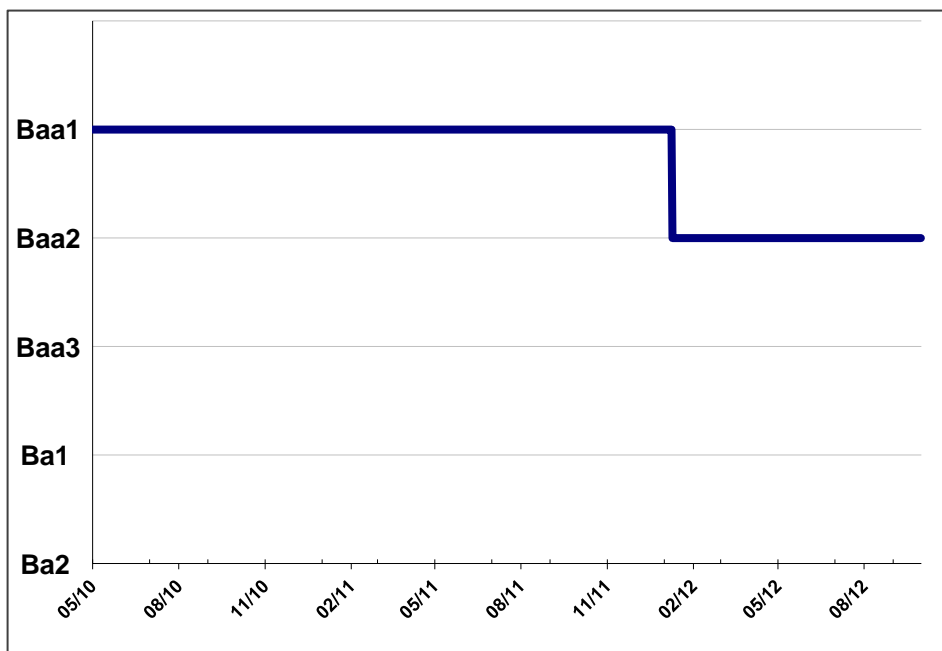
- שמירה על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לצורכי שירות החוב לאורך זמן
- הרחבה והגדלה של מקורות תזרים המזומנים הפרמננטי
- חיזוק דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על רמת נזילות סבירה ביחס לצורכי פירעון החוב, לרבות כרית הביטחון
- היחלשות יכולתו של המבטח לחלק דיבידנדים לחברה
- עלייה בחוב הפיננסי ועלייה ברמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס חוב פיננסי נטו להשקעות
- חלוקת דיבידנדים שיש בה לפגוע בנזילות או באיתנות הפיננסית של החברה

## אודות החברה

הכשרה החזקות ביטוח בע"מ הינה חברת אחזקות ציבורית, שאחזקתה היחידה הינה בהכשרה ביטוח (53.6%), חברת ביטוח ישראלית, הפועלת בתחומי הביטוח הכללי וביטוח החיים וחסכון לטווח ארוך בישראל. בחודש פברואר 2006 רכשה אלעזרא החזקות את השליטה בחברה (88.2%) מידי קבוצת הכשרת הישוב, בתמורה לסך של כ-90 מיליון ₪, מהם כ-60 מיליון ₪ מומנו בחוב בנקאי והיתר - בהלוואת בעלים. במהלך השנים הגדילה אלעזרא החזקות את החזקותיה בהכשרה החזקות ל-89.51%. כמו כן, מחזיק מר אלי אלעזרא, בעל השליטה באלעזרא החזקות, במישרין בהכשרה החזקות, שיעור נוסף של 0.98%. אלעזרא החזקות הינה חברת אחזקות פרטית המחזיקה, בנוסף להכשרה החזקות, גם באפרידר החברה לשיכון ופיתוח ישראל בע"מ (90%), חברה פרטית, העוסקת בייזום, תכנון ופיתוח נדל"ן למגורים. אפרידר מחזיקה בכ-34.67% נוספים בהכשרה ביטוח וב-100% מהון המניות של אלבר שרותי מימונית בע"מ ("אלבר"), חברה פרטית, העוסקת בהחכרת כלי רכב בשיטת הליסינג התפעולי.



חומר מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון - ינואר 2012

[חברות הביטוח וענף החיסכון ארוך הטווח - רשימת מעקב יולי 2012](#)

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - נובמבר 2011](#)

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



מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושוי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) - דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 לפדיין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין 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.

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

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

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](http://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 שמעניקה מידרוג צריכה 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.