



הכשרה החזקות ביטוח בע"מ

מעקב ו פברואר 2013

1

מחבר:

שי מרום, אנליסט בכיר
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

הכשרה החזקות ביטוח בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa3	אג"ח (סדרה ד')
-------------------	------	----------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג האג"ח (סדרה ד'), שהונפקו ע"י הכשרה החזקות ביטוח בע"מ ("הכשרה" או "החברה") מדרוג Baa2 לדרוג Baa3 והותרת האופק השלילי. הורדת הדירוג והצבת האופק השלילי בוצעו על רקע נזילות חלשה בחברה, 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	יתרה בספרים ליום 30.09.2012 (במיליוני ₪)	מס נ"ע	סדרה
2014 - 2021	מדד	8.7%	126	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, המוטה 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 תלויה במקור תזרימי (דיבידנדים מהמבטח) אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שווקי ההון. מדיניות ההשקעות של המבטח ממתנת, במידת מה, סיכון זה. מידרוג מעריכה כי חובות החברה, מועדי פירעונם ושיעור האחזקה של החברה במבטח (כ- 53.6%), יוצרים לחץ לחלוקת דיבידנדים מהמבטח, אשר פוגע ברמה מסוימת בעודפי ההון של המבטח ובאיתנותו. יש לזכור כי, חלוקת דיבידנד מהמבטח כפופה לאישור הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון (להלן: "המפקח"), כאשר חלוקת הדיבידנדים מקטינה את שיעור עודפי ההון מתחת ל- 15%. בנוסף, נלקחת בחשבון מידת התמיכה, במקרה הצורך, של בעל השליטה בחברה. בהקשר זה יש לציין כי, נכון למועד המעקב, חברת האם מחזיקה בשיעור של כ- 53.6% ממניות החברה.

לצורך תשלום הריבית בינואר 2013, החברה ניצלה את מלוא כרית הביטוח, סך שירות החוב של החברה בינואר 2014 הינו כ- 26 מיליון ₪.

להערכת מידרוג, לאור מבנה האחזקות ותחזיות החברה לחלוקת דיבידנדים מהמבטח, קשיי הנזילות צפויים להמשך וקיימת סבירות נמוכה כי תועמד שנה מראש כרית פרמנטית בגובה תשלום חוב של קרן וריבית. עם זאת, צפויה הקלה מסוימת בשנת 2014, כתוצאה משחרור עתודות בביטוח החובה, כמפורט בהמשך.

הורדת הדירוג והצבת האופק השלילי בוצעו על רקע נזילות חלשה בחברה, אי שמירה עקבית על עודפי הון מספקים וגמישות נמוכה בניהול עודפי ההון במבטח, אל מול תנודתיות בתוצאותיו. ביטול עתודות עודף הכנסות על הוצאות



בהכשרה ביטוח (כמפורט בהמשך), צפוי לשפר את עודפי ההון בה ואת יכולתה לחלק דיבידנדים לחברה. עם זאת, חלוקת דיבידנדים אגרסיבית על מנת לשרת את החוב בחברה, עלולה להוביל לפגיעה בדירוג המבטח. בקביעת דירוג החוב של הכשרה החזקות ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- נחיתות מבנית של החוב בחברה 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 החברה, המתבטאת בהיעדר יתרות נזילות, אי העמדת כרית ביטחון שנה מראש ובהסתמכות 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.

קישור: הכשרה חברה לביטוח בע"מ - מעקב, פברואר 2012

הכשרה ביטוח - תוצאות כספיות עיקריות, במיליוני ₪

2009	2010	2011	1-9/11	1-9/12	
23	15	2	(1)	4	רווח (הפסד) לפני מס מביטוח חיים וחיסכון לטווח:
13	55	(45)	(44)	37	רווח (הפסד) לפני מס מעסקי ביטוח כללי, מזה:
7	49	(25)	(27)	20	רווח (הפסד) מביטוח רכב חובה
3	(8)	(35)	(28)	(1)	רווח (הפסד) מביטוח רכב רכוש
3	14	15	11	18	רווח (הפסד) מביטוח כללי אחר
9	2	(13)	(11)	1	רווח (הפסד) לפני מס שלא בעסקי ביטוח
23	47	(44)	(40)	29	רווח (הפסד) נקי לתקופה
50	1	(2)	(4)	3	רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה, נטו ממס
73	48	(46)	(44)	32	רווח (הפסד) כולל לתקופה, נטו ממס

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

2008	2009	2010	2011	30.09.2012	
118	166	178	144	144	השקעות בחברות מאוחדות
140	119	126	136	138	חוב פיננסי
(30)	38	49	7	12	הון עצמי
2008	2009	2010	2011	Q1-9.2012	
(15)	(15)	(14)	(14)	(12)	הוצאות מימון
(91)	31	10	(43)	5	רווח (הפסד) כולל
-	6	17	7	17	דיבידנדים שהתקבלו
-	-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו

התפתחויות עיקריות

טיטת נייר עמדה בדבר עדכון הנחות דמוגרפיות וטיטת חוזר מקדמי קצבה

ביולי 2012 פרסם המפקח, טיטת נייר עמדה בנושא "עדכון מערך ההנחות הדמוגרפיות בקרנות פנסיה וביטוחי חיים" (להלן: "טיטת נייר העמדה"). בנוסף, פרסם המפקח טיטת חוזר "מקדמי קצבה המגלמים הבטחת תוחלת חיים" (להלן: "טיטת החוזר"). טיטת נייר העמדה עוסקת בעדכון מערכת ההנחות הדמוגרפיות לקרנות הפנסיה ולחישוב העתודות לקצבה בחברות הביטוח והנגזר מכך.



בעקבות פרסומי המפקח, מידרוג הכניסה את החברה והכשרה ביטוח לרשימת מעקב (כמו גם את יתר חברות הביטוח הפועלות בתחום החיסכון ארוך הטווח), על מנת לבחון את ההשלכות של טיטת נייר העמדה וטיטת החוזר, על הונה העצמי ועל רווחיותה. מידרוג בחנה את השפעת טיטת נייר העמדה על הכשרה ביטוח ועל ענף הביטוח בכללותו. הכשרה ביטוח עדכנה את הערכותיה בדבר ההתחייבויות לגמלה על בסיס האומדנים המעודכנים של תוחלת החיים והשיפורים העתידיים, הכלולים בטיטת נייר העמדה, בדוחותיה ל- 30.06.2012. סך תוספת ההפרשות לעתודה לגמלאות (להלן: "ההפרשות") עמדה על כ- 6.5 מיליון ₪ לפני מס. השפעת ההפרשה על הרווח הנקי לרבעון השני של שנת 2012, הסתכמה לירידה בסך של כ- 4.2 מיליון ₪. להערכת מידרוג, השפעת טיטת נייר העמדה על הכשרה ביטוח בפרט והענף בכלל, לטווח הקצר, אינה מהותית ועל כן, מידרוג החליטה בתאריך 13/9/2012 על הוצאת דירוג החברה והכשרה ביטוח מרשימת המעקב¹.

ביטול עתודת עודף הכנסות על הוצאות

עתודת עודף הכנסות על הוצאות (להלן: "העתודה") בענפי רכב חובה וחבויות, מחושבת כהפרש בין הוצאות בשייר עצמי להכנסות בשייר עצמי, בתוספת הכנסות מהשקעות (להלן: "העודף"). בהתאם לרגולציה הקיימת כיום, מכירה חברת הביטוח בעודף שנוצר לה רק לאחר 3 שנים, למעט הכנסות מהשקעה, המוכרות באופן מיידי, במידה וגבוהות מ- 3% ריאלי לשנה. בינואר 2013 פרסם משרד האוצר חוזר "חישוב עתודות ביטוח בביטוח כללי", שעיקרו שינוי השיטה בה מחושבת העתודה לענפי הביטוח הכללי ולמעשה, ביטול העתודה, אשר יאפשר לחברות הביטוח להכיר בעודף באופן מיידי². ההנחיות בנושא יכנסו לתוקף החל מהדוחות הכספיים ליום 31.03.2014 ויאפשרו לחברות הביטוח להכיר בחלק מהעתודה הקיימת כהכנסה חד פעמית. עפ"י הודעת משרד האוצר, התיקן נובע מהתפתחויות שחלו בשנים האחרונות באופן הערכת העתודות ולאור גידול בכמות המשאבים, הידע והניסיון של חברות הביטוח בתחום. ליום 30.09.2012, סך העתודה במבטח עומדת על כ- 44 מיליון ₪.

שינויים מהותיים בהנהלת החברה והכשרה ביטוח

ביולי 2012, החברה והכשרה ביטוח (להלן: "שתי החברות") הודיעו כי מנכ"ל שתי החברות, מר עופר טרמאצ", 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 ובמקומה מונה 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. החברה ניצלה כרית ביטחון זו על מנת לשרת את תשלום החוב בינואר 2012.

¹ קישור: [חברות הביטוח וענף החיסכון ארוך הטווח - הוצאה מרשימת מעקב](#).

² על אף ביטול העתודה, האקטואר של חברת הביטוח מחויב לשמור על עתודה, בהתאם להערכות סטטיסטיות.

הלימות ההון בהכשרה ביטוח

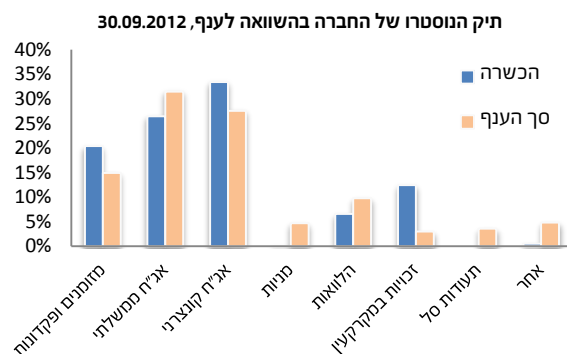
ההון העצמי הנדרש מהכשרה ביטוח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2011 חל גידול בהון המוכר של הכשרה ביטוח, בסך כ- 51 מיליון ₪, כתוצאה מגיוס הון משני מורכב בסך כ- 122 מיליון ₪ והזרמת הון ראשוני ע"י בעלי המניות (כנכס נדל"ן), אשר קוזז בחלקו על ידי הפסד כולל בסך כ- 47 מיליון ₪, תשלום דיבידנד בסך כ- 12 מיליון ₪ וקיטון בכתבי התחייבויות נדחים מוכרים³. במקביל, גדל ההון הנדרש מהכשרה ביטוח, בדומה לכלל הענף, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות (Solvency II), אשר הסתיים בסוף שנת 2011. נכון ל-30.09.2012, לחברה עודף הון בסך 20 מיליון ₪, שהינם כ- 5% מההון הנדרש.

נכון לדוחות הכספיים ליום ה- 30.09.2012, הכשרה ביטוח גייסה את מקסימום ההון המשני והשלישוני המוכר ע"י המפקח על הביטוח וברשותה הון משני ושלישוני תיאורטי אשר אינו נכלל כחלק מההון המוכר, בעקבות הגבלות החוזר⁴. להערכת מידרוג, אי הוודאות בשווקים עלולה להעיב על תוצאות הכשרה ביטוח, ולפגוע בהון הראשוני ובעודפי ההון של הכשרה ביטוח וליצור צורך נוסף להשלמת הון. מדיניות ההשקעות של הכשרה ביטוח, בתיק הנוסטרו והאלמנטרי, ממתנת סיכון זה. בנוסף, על מנת לחלק דיבידנדים לחברת האם, 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 בחברה (אפרירד החברה לשיכון ופיתוח ישראל בע"מ) הזרימו לחברה הון ראשוני (כנכס נדל"ן) ובכך, שיעור ההחזקה של חברת האם בחברה ירד מ- 60.8% ל- 53.6%.

הכשרה ביטוח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/09/2012	
302	310	322	-	הון נדרש לפי תקנות קודמות
342	390	462	427	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
272	292	268	268	הון ראשוני קיים
113	103	179	179	הון משני ושלישוני מוכר
385	396	446	446	סך ההון המחושב (ראשוני + משני ושלישוני מוכר)
43	6	-15	20	עודף (חוסר) הון ליום הדוח הכספי
13%	1%	-3%	5%	שיעור (חוסר) עודף הון ביחס לנדרש
41%	35%	67%	67%	הון משני ושלישוני / הון ראשוני

תיק הנוסטרו מוטה מזומנים ופיקדונות



להכשרה ביטוח תיק נוסטרו (אלמנטרי והון)⁵ ליום 30.09.2012 בסך כ- 1.9 מיליארד ₪, המהווה נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי וההתחייבויות בביטוח הכללי.

בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק הנוסטרו (אלמנטרי והון) של המבטח ליום 30.09.2012, מוטה מזומנים ופיקדונות (20% מהנכסים, לעומת 15% בענף) נכסי מקרקעין (12% מהנכסים, לעומת 3% בענף), אג"ח קונצרני (33% מהנכסים, לעומת 28% בענף) ובעל

משקל נמוך אג"ח ממשלתי (26% מהנכסים, לעומת 31% בענף) ומניות (0.05% מהנכסים, לעומת 5% בענף).

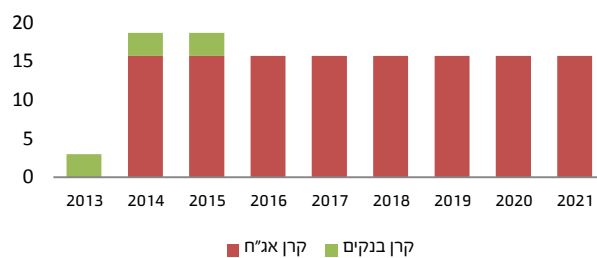
³ עפ"י הנחיות הרגולטור, לא יוכרו לצורך חישוב ההון המוכר, כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני נחות שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות.
⁴ סך ההון המשני המוכר ע"י החברה מוגבל לכ- 66.7% מסך ההון הראשוני המוכר.
⁵ נוסטרו הון מתייחס להשקעות העצמיות של החברה. נוסטרו אלמנטרי מתייחס להשקעת עתודות הביטוח הכללי.



בענפי החביוות, להכשרה ביטוח התחייבות רגולטורית של תשואה שנתית ריאלית בשיעור 3%, בשנים בהן מחושבת הצבירה. ליום 30.09.2012, סך העתודה בענפי החביוות עומדת על כ- 813 מיליון ₪. כנגד התחייבות זו, למבטח אג"ח קונצרני, המוגדר כמוחזק לפידיון, בסך כ- 330 מיליון ₪ זאת, בנוסף לכ- 381 מיליון ₪ בפיקדונות. להערכת המבטח, השקעה בפיקדונות ובאג"ח המוחזק לפידיון, תתרום לעמידה בהתחייבות זו ותקטין את השפעת תנודות שוק ההון על תוצאותיה.

איתנות פיננסית - הכשרה החזקות

הכשרה החזקות סולו, לוח סילוקין קרן, מיליוני ש"ח



להכשרה החזקות חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2012 הינה כ- 138 מיליון ₪, מתוכם כ- 126 מיליון ₪ אגרות חוב (סדרה ד') והיתרה - הלוואות מתאגידים בנקאיים לזמן ארוך. קרן האג"ח תשולם בשמונה תשלומים שנתיים שווים, החל מינואר 2014. יתרת החוב תיפרע ב- 3 תשלומים שנתיים שווים בסך כ- 3 מיליון ₪, עד לפירעון מלא בשנת 2015.

ליום 30.09.2012, לחברה יתרות נזילות בסך כ- 9 מיליון ₪ וכ- 6 מיליון ₪ במלווה קצר מועד (מק"מ) שמקורם מחלקה של החברה בדיבידנדים מהכשרה ביטוח. בנובמבר 2012 החברה פרעה חוב פיננסי לבנקים, בהיקף של כ- 3 מיליון ₪, בנוסף להוצאות מימון בסך של כ- 0.4 מיליון ₪. בינואר 2013 החברה שילמה כ- 10.9 מיליון ₪ ריבית לאג"ח (סדרה ד'), בהתאם ללוח הסילוקין.

נכון למועד הדוח ולאחר תשלומים אלו, נותרו בחברה מזומנים בסך כ- 350 אלפי ₪.

החברה הצהירה כי תעמיד כרית ביטחון שנה מראש לטובת מחזיקי האג"ח, בסכום השווה לתשלום הקרן והריבית בשנה הקרובה. כאמור, לצורך תשלום הריבית בינואר 2013, החברה ניצלה את מלוא כרית הביטחון. נציין כי, המקור השוטף היחיד לשירות החוב בחברה בשנים הקרובות, הינו דיבידנדים מהכשרה ביטוח. בהקשר זה יש לציין כי, חלקה של החברה בדיבידנד מהמבטח עומד על כ- 53.6%.

יחס החוב הפיננסי לשווי האחזקה בהכשרה ביטוח (על בסיס שווי האחזקה בספרי החברה) עומד על כ- 101%, לעומת כ- 71% 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 או לייצב את האופק:

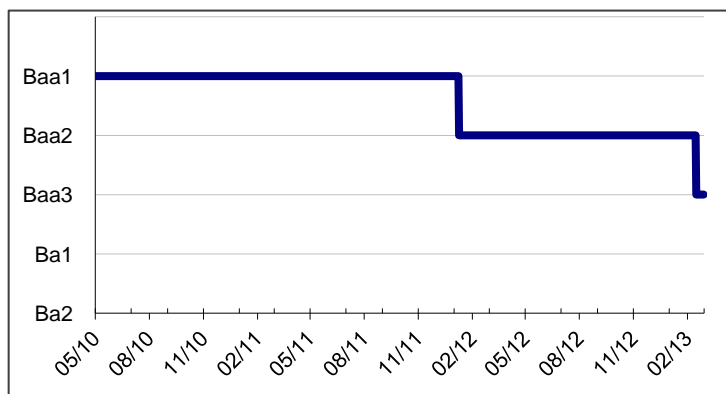
- שמירה על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לצורכי שירות החוב לאורך זמן
- הרחבה והגדלה של מקורות תזרים המזומנים הפרמננטי
- חיזוק דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח

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. הכשרה החזקות מוחזקת ע"י מר אלי אלעזרא, אשר רכש את השליטה בה (88.2%) בחודש פברואר 2006 באמצעות אלעזרא החזקות, מידי קבוצת הכשרת הישוב, בתמורה לסך של כ-90 מיליון ש"ח, מהם כ-60 מיליון ש"ח 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 פרסום דוח אחרון - ספטמבר 2012

[חברות הביטוח וענף החיסכון ארוך הטווח - הוצאה מרשימת מעקב - ספטמבר 2012](#)

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - נובמבר 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 בציוד 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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

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 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.