



# חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ

מעקב | מאי 2012

1

מחבר:

נדב גורן, אנליסט בכיר  
[nadav@midroog.co.il](mailto:nadav@midroog.co.il)

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי), ראש תחום נדל"ן  
[rang@midroog.co.il](mailto:rang@midroog.co.il)

## חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ

אופק דירוג: יציב	דירוג: Baa1	דירוג סדרה (Issue)
------------------	-------------	--------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Baa1 באופק יציב לסדרות האג"ח של חברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ<sup>1</sup> (להלן: "החברה" או "הכשרת הישוב").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה (באלפי ₪):\*

יורת שנות פירעון האג"ח	ערך האג"ח בספרים ליום 31.3.12 מיליוני ₪	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה מקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2012	81	מדד	4%	מאי-01	6120067	סדרה 10
2012-2013	46	מדד	5.85%	פבר-06	6120083	סדרה 11
2014-2017	233	מדד	5.25%	פבר-07	6120117	סדרה 12
2015-2018	205	מדד	5.30%	מאי-07	6120125	סדרה 13
2012-2018	146	משתנה	"אג"ח ממשלתי משתנה 5.05% + "520	פבר-10	6120141	סדרה 14
2015-2020	184	משתנה	"אג"ח ממשלתי משתנה 4.7% + "520	דצמ-10	6120158	סדרה 15

895

\* לא כולל החזקה עצמית של החברה בסדרות השונות בהיקף של כ-152 מיליון ₪ ע.נ.

### גורמי מפתח לדירוג:

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמך בפעילות הנדל"ן של החברה בישראל, הכוללת החזקה בפורטפוליו נכסים מניבים בשווי של כ-1.8 מיליארד ₪. נכסי הנדל"ן בישראל מאופיינים בשיעורי תפוסה גבוהים של למעלה מ-90%, ומניבים תזרים NOI שנתי של למעלה מ-110 מיליון ₪. נכס מהותי בפורטפוליו הוא קניון 7 הכוכבים, המציג נתוני פעילות טובים, באופן שתומך בדירוג. יחד עם זאת, מרכזיותו של נכס זה - המניב למעלה מ-50% מתזרים ה-NOI הכולל של הפורטפוליו - יוצר לחברה חשיפה להרעה בפעילות; חברת MLP, המשמשת זרוע הפעילות של החברה<sup>2</sup> בתחום הפארקים התעשייתיים בפולין, ממשיכה להציג צמיחה עקבית בפעילות. חלקה של החברה בתזרים ה-NOI השנתי של MLP עומד על כ-45 מיליון ₪ בשנה ומהווה למעלה מ-40% מסך ה-NOI של החברה. מעבר לאמור, מידרוג מעריכה כי הוצאה לפועל של הנפקתה הציבורית, תסייע להפוך את MLP למקור תזרימי מהותי יותר לחברה; החברה הבת - מלונות הכשרה (85%) מציגה גידול בהיקף הפעילות, אשר טרם בא לידי ביטוי בתזרימי ה-EBITDA וה-FFO. להערכת מידרוג, שיפור בתזרימים מפעילות במהלך שנת 2012, יהפוך את חברת המלונות למקור תזרימי

<sup>1</sup> מר רון וייסברג, המשמש דירקטור בחברת הכשרת הישוב בישראל בע"מ, הינו בעל מניות במידרוג בע"מ. מר וייסברג אינו חבר בוועדת הדירוג.

<sup>2</sup> החברה מחזיקה כ-50% ב-MLP ובנוסף מאחדת בדוחותיה זכויות מיעוט בשיעור של כ-17% נוספים



משמעותי יותר עבור הכשרת הישוב; החברה מציגה תזרים FFO נמוך יחסית להיקף הפעילות והוא נאמד ע"י מידרוג בכ- 30 מיליון ₪ בשנה - ברמת הסולו המורחב<sup>3</sup>. הגורם העיקרי ל- FFO הנמוך הוא קיומם של מספר מגזרים אשר גם אם עשויים להציף לחברה שווי רב בעתיד, אינם מניבים לחברה תזרימים שוטפים. מגזרים אלו כוללים את מגזר האנרגיה, הנמצא בשלבי פיתוח, מגזר הפרסום והתקשורת וכן החזקות החברה בסקייליין ובמלאי קרקעות בישראל ובמזרח אירופה. תזרים ה- FFO הנמוך מביא את החברה לרשום יחסי כיסוי חוב ל- FFO אשר אינם בולטים לטובה לרמת הדירוג הנוכחית, העומדים להערכת מידרוג על כ- 75. יצוין כי על אף ה- FFO הנמוך, קיימים לחברה מקורות תזרים מגוונים, כגון מניות בלתי משועבדות הניתנות למימוש, קרקעות בישראל המוצגות בספרים בשווי נמוך משוויין הכלכלי ומלאי דירות גמורות בפולין. מקורות תזרימיים אלו, יחד עם יתרת המזומנים הנוכחית, מגלמים רמת נזילות מספקת ביחס לצורכי שירות החוב של החברה; רווח משמעותי שנרשם ברבעון הראשון של שנת 2012 הביא לשיפור בהיקף ההון העצמי של החברה ולחזרה לרמות מינוף תואמות לדירוג, זאת לאחר שחיקה שחלה ביחסי האיתנות בשנת 2011, אשר נבעה, בין היתר, כתוצאה מחלוקת דיבידנד אשר לא נתמכה ברווח או בתזרים שוטף.

#### פירוט גורמי מפתח לדירוג

#### החברה מציגה מגמה חיובית של השבחת תיק הנכסים הקיים בישראל ושיפור ביעילות התפעולית; שיפור בנתוני קניין שבעת הכוכבים אשר הינו נכס מרכזי בתיק הנכסים

נכון למועד הדוח, בבעלות החברה נכסי נדל"ן מניב בישראל בשווי של כ- 1.8 מיליארד ₪, המניבים תזרים NOI שנתי הנאמד בכ- 110 מיליון ₪. על אף שבשנים האחרונות לא חל שינוי מהותי במצבת הנכסים המניבים, מציגה החברה גידול מתון בתזרים ה- NOI. גידול זה נובע ממהלכים שמבצעת החברה להשבחת הנכסים הקיימים, בין היתר, באמצעות קידום תכניות להוספת זכויות בנייה, השקעות לחידוש הנכסים אשר מאפשרות העלאת תפוסות ושיפור בשכ"ד וכן מהלכים של התייעלות תפעולית. מגמת הגידול בתזרים ה- NOI נובעת בראש ובראשונה מגידול בהיקף הפעילות של קניין שבעת הכוכבים עם השכרת שטחים חדשים בקניין בשטח של כ- 3,500 מ"ר. להערכת מידרוג, מגמת השיפור בנתוני הקניין צפויה להמשיך גם בשנת 2012, עם תוספת דמי השכירות מהשטחים החדשים וחידוש מספר חוזי שכירות מהותיים המסתיימים בשנה זו - לפי שכ"ד הגבוה בעשרות אחוזים.

קניין 7 הכוכבים הינו נכס מרכזי של החברה ומהווה כ- 42% מהשווי וכ- 55% מהתזרים של התיק המניב הכולל (וחלק קטן יותר מפעילות החברה בכללותה). מידרוג רואה את מרכזיותו של נכס זה כגורם היוצר לחברה חשיפה להרעה בנתוני פעילותו. עם זאת רואה מידרוג חשיפה זו כמתונה בלבד הן לאור השיפור בפעילות הקניין לאורך השנים והן לאור מיצובו הבולט, אשר מקנה רמת ביטחון גבוהה במדדים הפיננסיים של הנכס. בטווח הארוך עשוי לחול קיטון בחלקו של הקניין בתיק הנכסים, זאת ככל שיצאו לפועל מהלכים אותם מקדמת החברה להקמת נכסי מסחר ומשרדים בהיקף של עשרות אלפי מ"ר על שטחים שבהם ממוקמים כמה מנכסיה (כדוגמת בניין הארגמן בבני ברק, בית מעריב ובית קלקא בת"א).

<sup>3</sup> נתוני הסולו המורחב מציגים את חברות האנרגיה, המלונאות ופרסום החוצות כהחזקות כלולות



נמשך השיפור העקבי בפעילות המחסנים הלוגיסטיים של MLP; ככל שהנפקת החברה תתעכב, צפויה תרומתה

#### התזרימית של MLP לחברה להיות נמוכה בשנים הקרובות

פעילות הנדל"ן המניב של החברה בפולין, המבוצעת באמצעות החברה הבת - MLP (אשר אף דורגה לאחרונה ע"י מידרוג בדירוג A3), ממשיכה במגמת הצמיחה המאפיינת אותה מעת הקמתה. מידרוג מעריכה את חלקה של החברה בתזרים ה- NOI השנתי (לפי הנבה שנתית מלאה של חוזים חתומים) בכ- 45 מיליון ₪. סכום זה מהווה חלק משמעותי של למעלה מ- 40% מסך ה- NOI שנובע מפעילות הנדל"ן המניב הכוללת של החברה. להערכת מידרוג, לאור פוטנציאל הצמיחה המשמעותי של MLP, צפוי חלקה בפעילות הנדל"ן הכוללת של החברה להמשיך ולגדול גם בשנים הבאות. מכיוון שהאסטרטגיה בה נוקטת MLP הינה מוטת צמיחה המתבססת כמעט לחלוטין על מקורותיה העצמיים, מעריכה מידרוג, כי על אף הגידול בפעילות, לא תהווה MLP מקור תזרימי מהותי לחברה בשנים הקרובות - אלא במידה ויעלה בידה לגייס הון בהיקף משמעותי, במסגרת הנפקת הפעילות.

#### מלונות הכשרה מציגה גידול משמעותי בפעילות אשר טרם בא לידי ביטוי בתזרימים מפעילות

במהלך שנת 2011 רשמה חברת מלונות הכשרה צמיחה ניכרת בפעילות שהושגה בזכות חתימה על הסכמים לניהול מלונות רויאל רימונים בים המלח ומלון מינרל בטבריה, אשר הגדילו את מצבת החדרים שבניהול החברה ל- 1,953 במסגרת 10 מלונות בישראל. מגמת הגידול נמשכה גם לתוך שנת 2012, עם השלמת עסקה לרכישת מלוא החזקות השותפים במלון רימונים בנצרת. הגידול בפעילות השתקף בהכנסות החברה לשנת 2011, אשר הסתכמו בכ- 272 מיליון ₪, לעומת כ- 168 מיליון ₪ בשנת 2010, אך טרם הביא לגידול ב- EBITDA אשר שמר על יציבות בשנת 2011 והסתכם בכ- 29 מיליון ₪. בתזרים ה- FFO אף חלה ירידה בשנת 2011 לכ- 17 מיליון ₪, ביחס לכ- 24 מיליון ₪ בשנה קודמת. לטענת החברה, הסיבה לכך היא שבמרבית שנת 2011 היו המלונות החדשים בשלבי הרצה ועל כן הציגו נתוני פעילות חלשים. לאור זאת, מעריכה מידרוג כי בשנת 2012 צפויה עליה משמעותית בהיקפי ה- EBITDA וה- FFO שתייצר חברת המלונות, באופן שעשוי לאפשר לה להחזיר את הלוואות הבעלים שניתנו לה ע"י החברה בקצב מהיר יחסית. גם כך, פרעה מלונות הכשרה בתחילת שנת 2012 כ- 10 מיליון ₪ מהלוואות הבעלים (לראשונה מאז שנת 2007) וזאת בזכות מספר שנים של יציבות בפעילות.

#### תזרים ה- FFO של החברה נמוך יחסית ומושפע לרעה, בין היתר, מפעילות האנרגיה המייצרת בשלב זה תזרים שלילי ומתזרימים נמוכים שמייצרים רבים ממגזרי החברה; מידרוג מעריכה את נזילות החברה כמספקת לצורכי התזרים בטווח הקצר והבינוני

על אף שיפור מסוים ביחס לשנת 2010, רשמה החברה גם בשנת 2011 תזרים FFO שלילי מפעילות של כ- 22 מיליון ₪ בדוחות המאוחדים. בין הגורמים שמשפיעים לרעה על תזרים ה- FFO של החברה נמנה מגזר האנרגיה, אשר הינו בשלבי פיתוח ועל כן מניב תזרים שוטף שלילי (הוצאות מגזר זה הסתכמו בדוחות הכספיים לשנת 2011 בכ- 16 מיליון ₪). מידרוג מעריכה כי ברמת הסולו המורחב (המנטרל את פעילות הגז שממומנת בעיקר בגיוסי הון) מייצרת החברה תזרים FFO חיובי של כ- 30 מיליון ₪. גם כך, מדובר בתזרים נמוך ביחס להיקף פעילות החברה, המגלם יחסי כיוונו חוב בינוניים לרמת הדירוג הנוכחית של כ- 75. הגורם המהותי שמעיב על תזרים ה- FFO הן השקעות שביצעה החברה

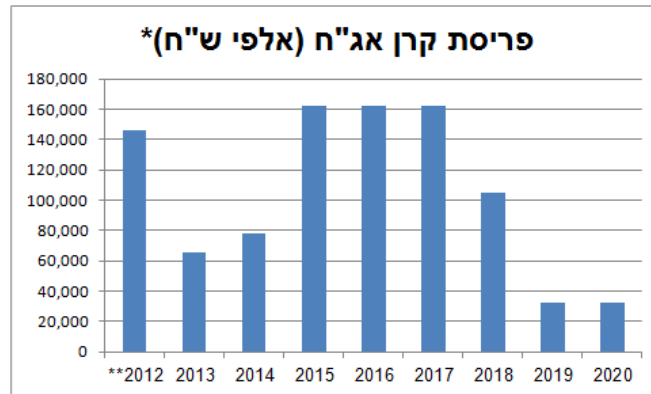


בפעילויות המניבות לה תזרים נמוך, אם בכלל. בכלל זאת ניתן למנות את פעילות הפרסום והתקשורת, החזקות החברה בסקייליין וקרקות לפיתוח נדל"ן מסחרי במזרח אירופה שקידום הפרויקטים בהן מתעכב. יצוין כי חלק מפעילויות אלו, כגון תחום האנרגיה וההחזקה בסקייליין, עשויות להניב לחברה הצפת ערך משמעותית בשנים הקרובות. על אף ה- FFO הנמוך, מעריכה מידרוג את תזרים המזומנים כסביר ואת נזילות החברה כמספקת ביחס לצורכי הפעילות בטווח הקצר והבינוני. נזילות החברה נתמכת במספר מקורות ובכללם: החזקה במניות חברות בנות הניתנות למימוש; תזרים עודף, הנאמד בעשרות מיליוני ₪, שצפוי ממכירת דירות שהקמתן הושלמה בפרויקטים למגורים בפולין; הגדלת האשראי כנגד קניין 7 הכוכבים על רקע הרחבתו וכן ממלאי קרקעות למגורים בישראל, המוצג בערכים היסטוריים נמוכים, אשר בעת מכירה עשוי להניב תזרימים משמעותיים. מעבר לכך, האסטרטגיה בה נוקטת החברה לפיתוח וקידום הפעילויות השונות מסתמכת על ביצוע גיוסי הון והכנסת שותפים, באופן שמפחית עבודה מהעומס התזרימי. דוגמה לכך היא הודעת החברה מיום 20 במאי 2012, כי קרן השקעות שוויצרית תזרים להכשרה אנרגיה 77 מיליון ₪ תמורת החזקה של כ- 9% ממניות חברת האנרגיה. השקעה זו תבטיח את צורכי המימון הדרושים מצד הכשרה אנרגיה בתקופה הקרובה, שיכללו ביצוע קידוחים ומבחני הפקה במאגרי הגז "שרה" ו"מירה".

#### **יחסי האיתנות של החברה תואמים לרמת הדירוג, כאשר ב- Q1 2012 נרשם שיפור וחזרה לרמות מינוף היסטוריות, ביחס לשחיקה מסוימת שנרשמה בשנת 2011; עיקר השחיקה ביחסי האיתנות בשנת 2011 נבע מחלוקת דיבידנד משמעותית ומהפסד שוטף, גם כתוצאה מגידול במסים הנדחים**

לאחר שחיקה שנרשמה ביחסי האיתנות במהלך שנת 2011, הציגה החברה ברבעון הראשון של שנת 2012 שיפור באיתנות הפיננסית וחזרה לרמות מינוף היסטוריות. שיפור זה הושג תודות לרווח גבוה שנרשם ברבעון, בעיקר בזכות מכירה שביצעה שותפות עמנואל (חברה נכדה של הכשרת הישוב) של כ- 7.6% מהזכויות ברישיונות "מירה" ו- "שרה", אשר הניבה לחברה רווח של כ- 102 מיליון ₪. מדובר, כאמור, בחזרה לרמות מינוף מקובלות לחברה, לאחר שבשנת 2011 רשמה החברה שחיקה ביחסי האיתנות של החברה, בעיקר בשל קיטון בהון העצמי שנרשם במהלך 2011 של קרוב ל- 100 מיליון ₪. קיטון זה הינו פועל יוצא של הפסד נקי בסך של כ- 24 מיליון ₪, אשר הושפע לרעה מגידול חד פעמי במסים הנדחים בשל שינוי מתווה המס ושל תשלומי דיבידנד (בתחילת ובסוף שנת 2011) אשר הסתכמו בכ- 61 מיליון ₪. על אף שמחצית מסכום הדיבידנד שחולק בוצע עבור שנת 2010, רואה מידרוג במדיניות חלוקת דיבידנד, אשר לא נתמכה בתזרימים מפעילות שוטפת ואף לא ברווח נקי - כמדיניות חלוקה מרחיבה.

**חוב האג"ח של החברה פרוס באופן נוח ומגלם עומס פירעונות נמוך, באופן שתומך ביציבותה הפיננסית של החברה**  
נכון למועד הדוח, לחברה חוב אג"ח של כ- 900 מיליון ₪ במסגרת 6 סדרות (מהן אחת, בהיקף של 85 מיליון ₪, נפרעת במלואה עד סוף יוני 2012). מדובר בהיקף חוב אשר הינו סביר ביחס לרמת הפעילות של החברה וביחס לחברות בהיקף פעילות דומה. מכיוון שסדרות האג"ח של החברה נסחרו בשנה האחרונה בתשואות גבוהות לרוב מ- 10%, המעיטה החברה בגיוסי חוב אג"ח ומנגד פעלה לרכישה עצמית של הסדרות השונות, גם באמצעות קבלת הלוואות ייעודיות. בהתאם לכך, נכון למועד הדוח, מחזיקה החברה ב- 16% מסך העג. המונפק בסדרות האג"ח השונות, בשווי שוק הנאמד בכ- 175 מיליון ₪. החזקה זו יוצרת לחברה גמישות פיננסית מסוימת ואף תורמת לקיטון בהיקף החוב הכולל ולהפחתה בעלויות המימון, כל עוד לא יופצו בשנית לשוק. מעבר לכך, השכילה החברה לפרוס את פירעון האג"ח באופן מאוזן ולשנים רבות. כך, בין השנים 2012-2018 צפוי פירעון האג"ח השנתי לעמוד על כ- 163-66 מיליון ₪ בלבד.



\* ללא החזקות אג"ח עצמיות; שנת 2012 כוללת סכומים אשר נפרעו בפועל במהלך הרבעון הראשון של השנה  
 \*\* נכון למועד הדוח נפרעו כבר כ- 58 מיליון ש"ח מיתרת קרן האג"ח לתשלום בשנת 2012

**נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪):**

נתונים פיננסיים מאוחדים				נתוני סולו מורחב				
31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.3.12	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.3.2012	
540,464	608,345	627,127	145,248	333,259	368,412	292,676	72,973	סך הכנסות
210,672	154,714	140,628	36,529	198,208	143,341	146,355	41,925	הכנסות בניכוי עלויות
-52,688	-52,416	-49,908	-11,433	-52,688	-53,347	-49,604	-11,604	הוצאות הנהלה וכלליות
224,219	263,177	247,536	107,941	209,151	236,899	240,968	-2,508	רווח תפעולי
41.5%	43.3%	39.5%	74.3%	62.8%	64.3%	82.3%	-3.4%	שיעור רווח תפעולי
148,929	105,775	108,207	140,780	141,109	92,897	109,297	30,331	רווח תפעולי בנטרול שערורים
-115,520	-173,627	-202,955	-20,563	-92,695	-151,591	-180,063	-15,331	הוצאות מימון נטו
43,175	17,865	-23,238	112,001	71,786	15,843	-24,004	67,973	רווח (הפסד) נקי
2,173,081	2,307,549	2,440,080	2,461,279	2,122,601	2,233,729	2,358,490	2,379,689	נדל"ן להשקעה
204,292	300,467	203,268	206,924	184,113	166,930	152,619	119,259	יתרות נזילות
2,536,045	2,405,022	2,571,987	2,592,539	2,166,521	2,215,575	2,385,026	2,384,608	חוב פיננסי
2,331,753	2,104,555	2,368,719	2,385,615	1,982,408	2,048,645	2,232,407	2,265,349	חוב פיננסי נטו
883,453	991,406	916,874	1,090,108	880,086	954,452	864,373	969,017	הון עצמי
3,917,019	3,777,263	4,080,162	4,189,014	3,315,353	3,451,020	3,587,747	3,684,255	סך מאזן
3,555,299	3,552,641	3,703,771	3,909,224	3,183,349	3,326,618	3,464,673	3,573,125	CAP
3,351,007	3,252,174	3,500,503	3,702,300	2,999,236	3,159,688	3,312,054	3,453,866	CAP נטו
71.6%	67.7%	69.4%	66.3%	68.1%	66.6%	68.8%	66.7%	חוב ל-CAP
69.8%	64.7%	67.7%	64.4%	66.1%	64.8%	67.4%	65.6%	חוב נטו ל-CAP נטו
22.6%	26.2%	22.5%	26.0%	26.5%	27.7%	24.1%	26.3%	הון עצמי למאזן
211,531	148,001	130,809	33,131					EBITDA בנטרול שערור נדל"ן והכנסות אחרות
11.2	14.2	18.1	18.0					חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בניכוי שערורים והכנסות אחרות
-3,811	-71,145	-22,174	13,484					FFO
שלילי	שלילי	שלילי	48.1					חוב ל-FFO
שלילי	שלילי	שלילי	44.2					חוב נטו ל-FFO

\* נתוני הסולו המורחב כוללים את פעילות החברה וחברות בנות מאוחדות בתחום הנדל"ן המניב והנדל"ן למגורים

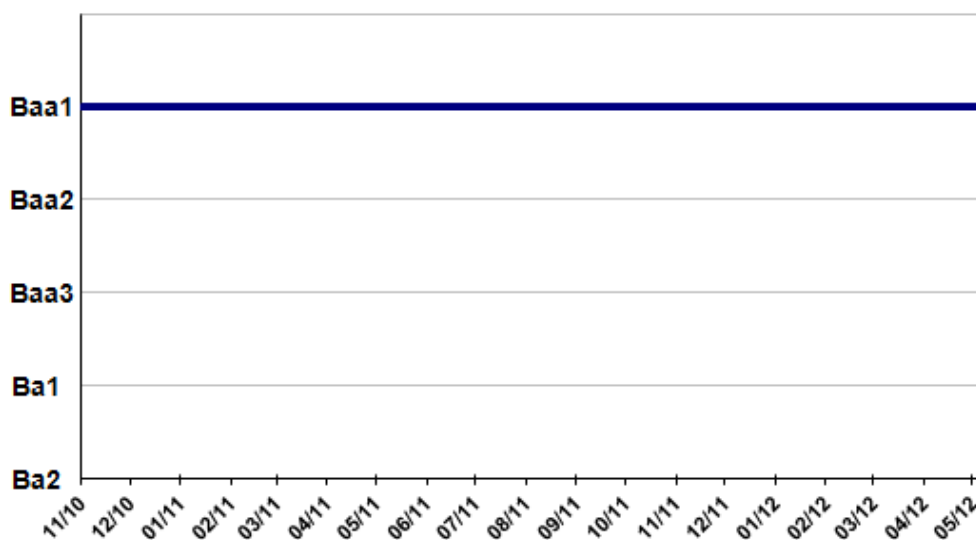
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בתזרים הפרמננטי מפעילות וביחסי הכיסוי, לאורך זמן
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות, לאורך זמן
- שיפור משמעותי במצבן הפיננסי של החברות הבנות

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- שחיקה בגמישות הפיננסית של החברה וירידה בהיקף הנכסים הבלתי משועבדים, לרבות שחיקה באיתנות הפיננסית
- אי עמידה בתחזיות תזרים המזומנים באופן אשר יש בו כדי להרע את נזילות החברה
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- תמיכה של החברה במעריב בהיקף משמעותי

היסטוריית דירוג



## אודות החברה

הקבוצה פועלת במישרין ובאמצעות חברות בנות בחמישה תחומי פעילות עיקריים:  
תחום הנדל"ן המניב הכולל השכרת נכסים מניבים בישראל, קנדה ופולין. פעילות זו נעשית באופן ישיר ע"י החברה וכן באמצעות חברות פרטיות;  
תחום הייזום והבנייה הכולל בנייה וביצוע למגורים בחו"ל ופרויקטים להקמת מרכזים מסחריים בארץ. בארץ מתבצעת הפעילות ע"י החברה ובחו"ל מתבצעת הפעילות באמצעות חברות בנות פרטיות;  
תחום הגז והאנרגיה הכולל, בין היתר, החזקה ברישיונות לחיפוש גז בים התיכון באמצעות הכשרת הישוב בישראל - אנרגיה אשר הינה חברה ציבורית הנסחרת בישראל;  
תחום המלונאות הכולל בעלות וניהול של בתי מלון ברחבי הארץ במסגרת רשת "רימונים". הפעילות מתבצעת באמצעות חברת מלונות הכשרה אשר הינה חברה ציבורית הנסחרת בישראל;  
תחום התקשורת באמצעות רפיד הפועלת למכירת פרסום באמצעות שילוט חוצות והחזקה במעריב;  
בעלי המניות העיקריים בחברה הינם מר יעקב נמרודי ומר עופר נמרודי המחזיקים, בהתאמה, נכון למועד הדוח, ב- 42.45% ו- 28.43% מהון מניות החברה.

## דוחות מתודולוגים

[ניתוח 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](http://www.midroog.co.il)



## מונחים פיננסיים עיקריים

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</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation</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, מאיכות 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") 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 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 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 מניפק, 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 שהמניפקים 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.