



# קבוצת עזריאלי בע"מ

דוח מעקב | יוני 2013

1

## מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות  
[eylong@midroog.co.il](mailto:eylong@midroog.co.il)

## איש קשר:

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

## קבוצת עזריאלי בע"מ

| דירוג סדרה | דירוג: Aa2 | אופק הדירוג: יציב |
|------------|------------|-------------------|
|------------|------------|-------------------|

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa2 באופק יציב לסדרת אג"ח א' שבמחזור, של קבוצת עזריאלי בע"מ<sup>1</sup> - בשמה הקודם: קנית ניהול השקעות ומימון בע"מ - (להלן: "קבוצת עזריאלי", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח של החברה ליום 31 במרץ 2013:

| סדרת אג"ח | מספר ני"ע | מועד ההנפקה המקורית | ריבית שנתית נקובה | תנאי הצמדה | יתרת האג"ח בספרים 31.3.13 (מ' ש) | יתרת שנות פירעון האג"ח * |
|-----------|-----------|---------------------|-------------------|------------|----------------------------------|--------------------------|
| אג"ח א'   | לא סחיר   | מרץ-07              | 4.80%             | מדד        | 618                              | 2013-2017                |

\* ליום 31.03.2013 מתוך יתרת האג"ח, סכום של כ- 133 מיליון ש"ח, יפרע ב-3 תשלומים שווים בין השנים 2016-2014 והיתרה, בהיקף של כ-485 מיליון ש"ח, תיפרע בתשלום אחד בשנת 2017 - יצוין כי מידרוג מדרגת ניירות ערך מסחריים בסכום של 200 מיליון ש"ח אשר הונפקו על ידי החברה בדירוג לזמן קצר של P-1. הדירוג לז"ק הינו בתוקף עד ליום 30 ביוני, 2014.

**דירוג החברה נתמך**, בין היתר, במצבת הנכסים המניבים האיכותית, הכוללת קניונים ומגדלי משרדים, מהגדולים והוותיקים בארץ אשר שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים מאוד לאורך זמן, תוך גידול בהיקף ה-NOI שהם מניבים. כמו כן, בשנים האחרונות חל שיפור משמעותי בהיקף הפעילות והפיזור, לרבות רכישת והקמת נכסים בישראל ורכישת נכסים מניבים בחו"ל, באופן התורם לפרופיל הסיכון. אף על פי כן, מרכז עזריאלי ת"א (מגדלי המשרדים והקניון יחדיו) עדיין מהווה נכס מרכזי בפורטפוליו, כך שהמתחם אחראי על כ-30% מההיקף ה-NOI שהקבוצה מייצרת. יצוין כי לחברה כ-2,500 הסכמי שכירות באופן התורם לפיזור הסיכון בפעילותה; יחסי כיסוי בולטים לטובה ביחס לענף והיקף תזרים פרמננטי משמעותי (FFO), אשר על פי נתוני הרבעון הראשון של שנת 2013 שפרסמה החברה, עומד על קצב של כ-730 מיליון ש"ח לשנה<sup>2</sup> - זאת ללא דיבידנדים מהחזקות שאינן בתחום הנדל"ן. להערכת מידרוג, על בסיס מצבת הנכסים וההתחייבויות הפיננסיות כיום, היקף התזרים צפוי אף להמשיך ולצמוח כבר בטווח הקצר בינוני; החברה פועלת בישראל כ-30 שנה בניהול, ייזום והקמה של נדל"ן מסחרי ושטחי משרדים מניבים, ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים, ובפרט נכסים מסחריים וכן ביעילות תפעולית גבוהה ביחס לענף; לקבוצה גמישות פיננסית גבוהה מאוד, הנובעת מהחזקה בנכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף של מעל 7 מיליארד ש"ח (כ-1.3 מיליארד ש"ח מיוחס לנכסים בהקמה), וכן אחזקות במניות סחירות לא משועבדות של בל"ל בשווי משמעותי ומניות לא סחירות ולא משועבדות של לאומי קארד ושל חברת גרנית הכרמל, בנוסף לנכסים בהם שיעורי ה-LTV הינם נמוכים; רמת המינוף של החברה הינה מהנמוכות בענף; רמת נזילות טובה ביחס לחלויות החוב ולהיקף התזרים שהחברה מייצרת ליום 31.03.2013. מנגד, החברה עלולה להיות חשופה לשינוי בשווי אחזקותיה בבנק לאומי (כ-4.8%), אשר מוצגים בספרי

<sup>1</sup> מר יוסף זינגר אשר הינו מנכ"ל חברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ אשר נמצאת בשליטת הקבוצה (100%), הינו בעל מניות ומכהן כדירקטור במידרוג. מר יוסף זינגר אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

<sup>2</sup> למעט כאשר נאמר אחרת, החברה נבחנת על בסיס הסולו המורחב, כפי שפורסם, אשר כולל הצגת החברות הבנות המוחזקות בהתאם לכללי ה-IFRS (לרבות איחוד מלא של חברת קנית השלום), למעט גרנית הכרמל, אשר אינה פועלת בתחום הנדל"ן, בה השקעה מוצגת לפי שיטת השווי המאזני.



החברה בשווי של כ- 906 מיליון ש"ח, נכון ליום 31.03.2013 (יצוין כי לאחר תאריך המאזן שווי המנייה ירד במקצת, כך שכיום שווי שוק אחזקות החברה במניות בנק לאומי עומד על כ-873 מיליון ש"ח). כמו כן, החברה עשויה להיות חשופה במידה מסוימת, להאטה משמעותית במשק הישראלי ו/או פגיעה משמעותית בתחום הקניונים, בשל פתיחתם של מרכזים מתחרים נוספים ו/או בשל תמורות בטעמי האוכלוסיה, כגון מעבר לרכישות מוצרים באמצעות האינטרנט; כמו כן, בטווח הארוך, לחברה קרקעות להקמת מספר פרויקטים משמעותיים בתחום המסחר והמשרדים (ואף שטחים מסוימים למגורים) על ציר מנחם בגין ת"א אשר הצלחת אכלוסם תלויה, בין היתר, במגמות היצע וביקוש בשוק המשרדים בת"א וזאת אף בהתחשב בצפי לגידול ניכר בשטח להשכרה באזור. אף על פי כן, איתנות החברה, היקף התזרים והצלחתה בעבר באכלוס נכסים משמעותיים בישראל ממתנים את הסיכונים הנ"ל.

#### פירוט גורמי מפתח לדירוג

**מצבת נכסים מניבים בצמיחה, הכוללת נכסים מובילים באזורי ביקוש, המושכרים בתפוסה גבוהה לאורך זמן ותורמים ליצירת תזרים פרמננטי גבוה ויציב**

פורטפוליו הנכסים המניבים כולל 22 מתחמים (חלקם כוללים הן שטחי מסחר והן שטחי משרדים). הנכסים בישראל (שטח להשכרה של כ-550 אלף מ"ר) מושכרים בתפוסה קרובה לתפוסה מלאה ואילו הנכסים בחו"ל (שטח להשכרה של כ-168 אלף מ"ר, חלק הקבוצה) מושכרים בתפוסה משוקללת של כ-89%, כך שהתפוסה המשוקללת של כלל נכסי החברה עומדת על כ-97%. החברה הציגה צמיחה בהיקף ה-NOI בשנים האחרונות בשל רכישת נכסים מניבים, פיתוח ואכלוס נכסים בייזום וכן בשל הגידול ב-NOI מנכסים זהים, אשר צמח בכ-3% בין הרבעון הראשון לשנת 2013 לרבעון הראשון לשנת 2012. האמור בא לידי ביטוי בגידול שנתי של מעל 10% ב-NOI בשנים האחרונות. בטווח הבינוני צפויה צמיחה משמעותית נוספת, ככל שהחברה תצליח באכלוס מספר נכסים משמעותיים בבנייה, כגון מתחם משרדים באזור התעשייה בחולון, קניונים בראשון לציון ורמלה והקמת קומה נוספת בקניון איילון ברמת גן (באכלוס מלא, פרויקטים אלו צפויים להביא לגידול ב-NOI של 17%-19% לעומת הרבעון הראשון של שנת 2013). בטווח הארוך החברה צפויה להקים 3 מתחמים משמעותיים על ציר מנחם בגין בת"א, הכוללים סה"כ שטח להשכרה של כ-218 אלף מ"ר (מתוכם כ-188 אלף מ"ר שטחי משרדים) וכן כ-47 אלף מ"ר שטחי מגורים למכירה. אף על פי שמדובר בפרויקטים בהיקף השקעות ניכר מאוד וקיימת חשיפה למגמות ההיצע והביקוש באזור, איתנות החברה, היקף התזרים הניכר שמצבת הנכסים המניבים מייצרת, יכולתה להשלים אכלוס של פרויקטים ניכרים בישראל בעבר והעובדה שכנגד הקרקעות הנ"ל אין חוב פיננסי, ממתנים את הסיכון הנובע מקרקעות אלו.

אף על פי שלחברה מספר נכסים בחו"ל ומתחמי משרדים משמעותיים בישראל, מרבית ה-NAV, שווי נדל"ן להשקעה ו-NOI שהחברה מייצרת, מיוחסת לשטחים להשכרה לשימוש מסחרי ובעיקר לקניונים בישראל. המשך הבנייה והרחבה משמעותית של קניונים ומרכזים מסחריים בישראל (דוגמת הגידול בהיקף שטחי המסחר בבאר שבע) וכן שינויים משמעותיים בהרגלי הצריכה, עלולים לעורר לחצים להקטנת דמי השכירות על מנת להקל על עומס השוכרים (שיעור דמי השכירות מפדיון החנויות). יש לציין כי, היקף הצמיחה בדמי השכירות בשנים האחרונות לווה בצמיחה בפדיונות החנויות כך שעומס השוכרים הממוצע מאז שנת 2009 ועד היום עומד על כ-12%.

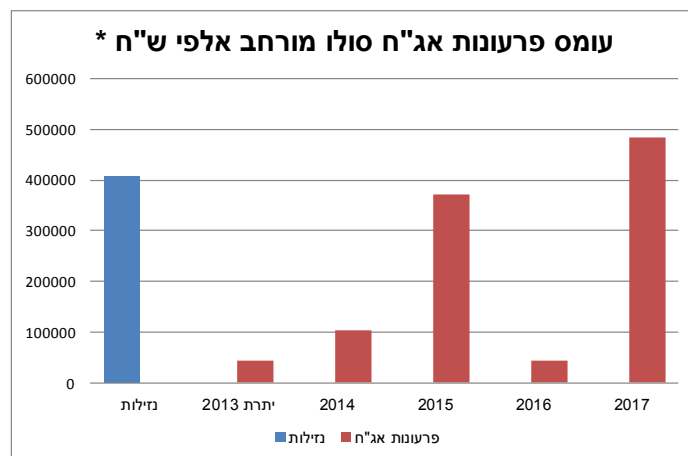
מעבר לגידול בהיקף הפעילות, האמור גם תורם לפיזור הנכסי והגיאוגרפי של החברה, כך שהתרומה לסך ה-NOI של מרכז עזריאל ת"א (3 מגדלי המשרדים, הקניון והחניון יחדיו) ירדה ומהווה כ-30% מה-NOI של החברה כיום, לעומת כ-



32% בשנת 2011 וכ-34% בשנת 2010 וככל שהחברה תצליח באכלוס הנכסים בבנייה, השיעור צפוי להמשיך ולרדת. אף על פי שגם שיעור זה הינו גבוה ומביא לריכוזיות מסוימת במצבת הנכסים המניבה, המתחם ממוצב ברמה גבוהה ומושכר בתפוסה מלאה לאורך זמן למעל 340 שוכרים ומניב NOI משמעותי, המצוי במגמת עלייה לאורך השנים, באופן אשר ממתן במידה מסוימת את חשיפת החברה למתחם. כמו כן, הפיזור הגבוה של הסכמי השכירות (מעל 2,500 הסכמי שכירות) משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של מצבת הנכסים.

#### **נזילות סבירה בהתחשב בהיקף החלויות, בנגישות למקורות מימון ובתזרים השוטף שהחברה מייצרת; גמישות פיננסית טובה מאוד ביחס ללוח הסילוקין**

נכון ליום 31.03.13, לקבוצה יתרת נזילות בהיקף של כ-400 מיליון ₪, למרות שלהערכת מדרוג, בשל השקעות בטווח הקצר בנכסים חדשים (בעיקר תשלום של כ-90 מיליון ₪ בגין רכישת הקרקע במתחם ידיעות אחרונות על ציר מנחם בגין ת"א), פירעון הלוואות וחלוקת דיבידנד בסך של 265 מיליון ₪, שיבואו לידי ביטוי ברבעון השני של שנת 2013, הנזילות צפויה לקטון בטווח הקצר. יתרה מכך, החברה משקיעה וצפויה להמשיך ולהשקיע בבניית נכסים חדשים ופיתוח נכסים קיימים, סכומים מהותיים אשר, למועד הדוח, נעשו ממקורות עצמיים (כך למשל, בגין הנכסים המצויים בבנייה, החברה כבר השקיעה כ-1.3 מיליארד ₪ וזאת, מהון עצמי וכתוצאה מכך הנכסים הנ"ל אינם משועבדים). האמור תורם משמעותית לגמישות הפיננסית של החברה ומסייע לשמירה על יחסי כיסוי מהירים. החברה מממנת את ההשקעות הנ"ל מהתזרים השוטף ומיתרת הנזילות הקיימת. להערכת מידרוג, לאור ההשקעות הניכרות של הון עצמי בפרויקטים אלו, החברה תוכל לממן את מרבית הבנייה העתידית של הנכסים באמצעות הלוואות ליווי במידת הצורך. היקף פירעון האג"ח השנתי של החברה ושל חברת הבת (100%) קניית השלום בע"מ עומד על כ-98 מיליון ₪ (44 מיליון ₪ לשנה לחברה סולו) כאשר בשנת 2015 צפוי גידול בפירעון בשל תשלום בולט בהיקף של כ-311 מ"ש בגין אג"ח קניית השלום (כנגד סדרת אג"ח זו משועבדים נכסים בהיקף של כ-1.2 מיליארד ₪). כמו כן, לקבוצה גמישות פיננסית טובה מאוד אשר אף השתפרה במהלך השנה האחרונה, הנובעת מנכסי נדל"ן ומניות לא משועבדות בשווי של כ-10 מיליארד ₪ למועד דוח דירוג זה. בנוסף, נכון ליום 31.03.13, נכסי הנדל"ן המשועבדים של החברה משועבדים ב-LTV נמוך עפ"י הערכת מידרוג (כל האמור הינו בנטרול נכסי הנדל"ן, המשועבדים כנגד אג"ח של חברת הבת קניית השלום השקעות בע"מ, שהיקפו הינו כ-0.42 מיליארד ₪). בהתחשב בנזילות, בגמישות הפיננסית הבולטת והיקף התזרים הפרמננטי מפעילות, מידרוג מעריכה כי נזילות החברה הינה טובה מאוד ביחס ללוח הסילוקין.



\* כולל הן את אג"ח החברה והן את אג"ח חברת הבת קניית השלום

### **יחסי כיסוי ואיתנות בולטים לטובה ביחס לענף לאורך זמן למרות הגידול בהיקף הפעילות**

הגידול בהיקף הפעילות שתואר לעיל לא הביא לשחיקה ביחסי האיתנות בשל התזרים השוטף שהחברה מייצרת וכספי הנפקת ההון משנת 2010 אשר מימנו חלק ניכר מהתרחבות פעילות החברה בשנים האחרונות. למעשה, החברה הציגה שיפור ביחס החוב ל-CAP בכל אחת מהשנים האחרונות. יצוין כי, ככל שמתוואה עליית מס החברות יאושר במסגרת דיוני התקציב של הממשלה, ייתכן כי החברה תאלץ להכיר בהוצאות מיסים נדחים בהיקפים משמעותיים. אף על פי כן, מדובר בעיקר במיסים נדחים שנוצרו בעת שערך נכסי הנדל"ן להשקעה ובהתאם לאופן פעילות החברה בעבר ומצבה הפיננסי, סביר להעריך כי החברה לא תאלץ לממש נכסי נדל"ן בישראל, לכן, בשלב זה, אין לאמור משמעות תזרימית. יתרה מכך, בהתאם למתודולוגיית מידרוג הכוללת את יתרות המיסים הנדחים כחלק מה-CAP לשינוי ביתרת המיסים הנדחים אין השפעה על יחס החוב ל-CAP.

יחסי הכיסוי גם בולטים לטובה ביחס לענף לאורך זמן, ולפי תחשיבי מידרוג, צפויים להמשיך ולבלוט לטובה גם בשנה הקרובה. יתרה מכך, ישנן מספר מגמות אשר צפויות לתמוך בשיפור בהיקף התזרים הפרמננטי בטווח הקצר-בינוני: ראשית, חלק מחובות החברה נלקחו בתקופות בהן סביבת הריבית הייתה גבוהה משמעותית מהיום. לאור סביבת הריבית הנוכחית ומעמד החברה מול מוסדות מממנים סביר כי בעת מימון מחדש של חובות בטווח הקצר-בינוני תחול ירידה משמעותית בשיעור הריבית. שנית, כפי שצוין, החברה צפויה להשלים מספר נכסים בבנייה בשנים הקרובות אשר בנייתם עד כה מומנה מהון עצמי.

## קבוצת עזריאלי בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים (סולו מורחב)

| 31.12.2009        | 31.12.2010        | 31.12.2011        | 31.03.2012        | 31.12.2012        | 31.03.2013        | נתונים ויחסים פיננסיים עיקריים אלפי ₪       |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------------------------------------|
| 787,900           | 885,325           | 985,713           | 269,170           | 1,089,939         | 277,008           | NOI                                         |
| 222,085           | 891,777           | 848,638           | -7,944            | 314,936           | -7,788            | רווח (הפסד) מהתאמת שווי הון של נדל"ן להשקעה |
| <b>729,267</b>    | <b>843,402</b>    | <b>960,349</b>    | <b>259,686</b>    | <b>1,012,810</b>  | <b>250,636</b>    | EBITDA בנטרול שיעורים                       |
| <b>1,000,030</b>  | <b>1,255,104</b>  | <b>623,012</b>    | <b>198,474</b>    | <b>986,257</b>    | <b>188,621</b>    | רווח נקי                                    |
| 10,794,913        | 12,137,437        | 14,766,056        | 15,194,369        | 15,864,794        | 15,956,755        | נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה            |
| 840,024           | 795,343           | 797,691           | 821,778           | 1,254,117         | 1,284,395         | השקעות והלוואות למוחזקות                    |
| 4,861,988         | 4,421,766         | 4,991,360         | 4,845,717         | 4,799,522         | 4,590,849         | חוב פיננסי                                  |
| 58,610            | 2,350,786         | 1,467,155         | 1,020,051         | 532,887           | 408,425           | יתרות נדל"ן                                 |
| <b>4,803,378</b>  | <b>2,070,980</b>  | <b>3,524,205</b>  | <b>3,825,666</b>  | <b>4,266,635</b>  | <b>4,182,424</b>  | חוב פיננסי נטו                              |
| 13,440,230        | 17,005,220        | 18,194,417        | 18,044,187        | 19,011,962        | 18,724,390        | CAP                                         |
| <b>13,381,620</b> | <b>14,654,434</b> | <b>16,727,262</b> | <b>17,024,136</b> | <b>18,479,075</b> | <b>18,315,965</b> | CAP נטו                                     |
| <b>7,342,238</b>  | <b>11,134,217</b> | <b>11,093,661</b> | <b>11,072,529</b> | <b>11,945,696</b> | <b>11,861,626</b> | הון עצמי וזכויות מיעוט                      |
| 13,586,024        | 17,190,726        | 18,449,456        | 18,505,460        | 19,247,593        | 19,224,637        | סך מאזן                                     |
| <b>54.0%</b>      | <b>64.8%</b>      | <b>60.1%</b>      | <b>59.8%</b>      | <b>62.1%</b>      | <b>61.7%</b>      | הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי     |
| 36.2%             | 26.0%             | 27.4%             | 26.9%             | 25.2%             | 24.5%             | חוב ל-CAP                                   |
| <b>35.9%</b>      | <b>14.1%</b>      | <b>21.1%</b>      | <b>22.5%</b>      | <b>23.1%</b>      | <b>22.8%</b>      | חוב נטו ל-CAP נטו                           |
| <b>550,000</b>    | <b>620,000</b>    | <b>739,000</b>    | <b>196,000</b>    | <b>751,000</b>    | <b>187,000</b>    | FFO מותאם *                                 |
| <b>543,000</b>    | <b>573,000</b>    | <b>646,000</b>    | <b>174,000</b>    | <b>716,000</b>    | <b>182,000</b>    | FFO מותאם לפעילות נדל"ן בלבד **             |
| 8.8               | 7.1               | 6.8               | 6.2               | 6.4               | 6.1               | חוב פיננסי ל-FFO מותאם **                   |
| <b>8.7</b>        | <b>3.3</b>        | <b>4.8</b>        | <b>4.9</b>        | <b>5.7</b>        | <b>5.6</b>        | חוב פיננסי נטו ל-FFO מותאם                  |
| 6.6               | 2.5               | 3.7               | 3.7               | 4.2               | 4.2               | חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בנטרול שיעורים      |
| 2.2               | 3.4               | 2.6               | 7.6               | 4.6               | 5.5               | EBITDA בנטרול שיעורים להוצאות מימון, נטן    |

על פי חישובי מידרוג שהתבססו על נתונים שפורסמו בדוחות החברה\* מכיון שהחברה לא מפרסמת דוח תזרים מזומנים ברמת הסולו המורחב, ה-FFO המותאם חושב על בסיס תחשיב החברה ל-FFO מפעילות נדל"ן, בתוספת להכנסות ריבית ודיבידנדים מנכסים פיננסיים, המוחזקים למסחר ומחזרות מוחזקות \*\* FFO מותאם מפעילות נדל"ן בלבד מנטרל הכנסות מדיבידנדים ונכסים פיננסיים שאינם בתחום הנדל"ן

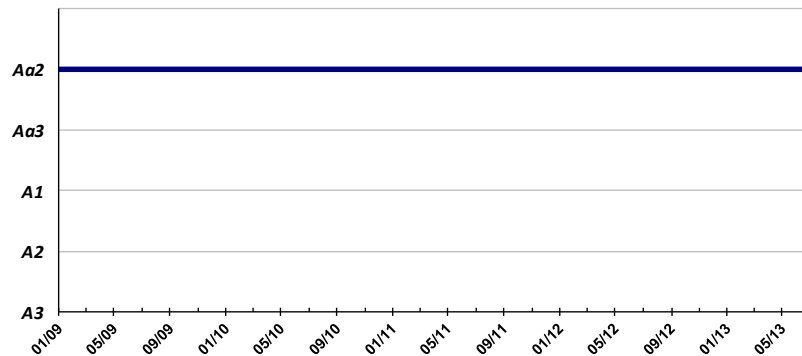
## אופק הדירוג

### גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול משמעותי בהיקפי פעילות החברה באופן התורם לפיזור, תוך שמירה על יחסי האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי, בהתאם לרמתם הנוכחית

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה ואופק הדירוג

- ירידה משמעותית בגמישות הפיננסית, במקביל לירידה משמעותית בנכסים חופשיים משעבוד
- יישום חריג של מדיניות דיבידנד אשר תשפיע מהותית על האיתנות הפיננסית ועל נתוני הנזילות
- שינויים משמעותיים בליבת העסקים ובמאפיינים הפיננסיים, אם תיכנס החברה להשקעות מהותיות חדשות
- שינוי מהותי בתמהיל הפעילות בין פעילות ייזום לבין בעלות ותפעול נכסים מניבים, באופן אשר יעלה את הסיכון העסקי



## פרופיל החברה

קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן: "קבוצת עזריאלי" או "החברה"), עוסקת, הן בעצמה והן באמצעות חברות בנות וחברות מוחזקות שלה, בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל, כאשר מרבית פעילותה העסקית של הקבוצה הינה בתחום מרכזי המסחר והקניונים בישראל ובתחום שטחי השכרה למשרדים ואחרים בישראל. החברה הוקמה בשנת 1983 על ידי מר דוד עזריאלי, יו"ר דירקטוריון החברה, אשר רכש את הקרקע עליה ממוקם כיום קניון עזריאלי איילון. החברה מחזיקה כ- 99.1% מהון המניות של חברת קניית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קניית שלום" ו/או "החברה הבת"). קניית השלום עוסקת בייזום, פיתוח וניהול של נכסי נדל"ן, שהעיקרי בהם הינו מרכז עזריאלי בת"א, הכולל קניון, שלושה מגדלי משרדים וחניון. כמו כן מחזיקה החברה ב-100% בחברת גרנית הכרמל (גרנית הייתה חברה ציבורית עד לספטמבר 2012). אגרות החוב של קניית השלום מדורגות בדירוג Aa2 באופן יציב. במאי 2008 רכשה החברה 20% מהון מניותיה של חברת לאומי קארד בע"מ. באפריל 2009 רכשה החברה כ- 4.8% מהון המניות המונפק והנפרע של בנק לאומי לישראל בע"מ.

## מחקרים מתודולוגיים

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

דוח קודם: דוח מעקב יוני 2012

תאריך דוח: 25 ביוני 2013

**מושגי יסוד:**

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

|                       |            |                                                                                                                                                                 |
|-----------------------|------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| דרגת השקעה            | <i>Aaa</i> | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.                                              |
|                       | <i>Aa</i>  | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.                                                   |
|                       | <i>A</i>   | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.                                               |
|                       | <i>Baa</i> | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים. |
| דרגת השקעה ספקולטיבית | <i>Ba</i>  | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.                                        |
|                       | <i>B</i>   | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.                                                               |
|                       | <i>Caa</i> | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.                                                 |
|                       | <i>Ca</i>  | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.                |
|                       | <i>C</i>   | התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> 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](http://www.midroog.co.il)

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

מסמך זה, לרבות פסקה 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 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.