



קבוצת עזריאלי בע"מ

דוח מעקב | ספטמבר 2014

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

איש קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
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 וכן להלוואה פרטית בהיקף של כ-250 מיליון ש"ח, של קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן: "קבוצת עזריאלי", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח וההלוואה הפרטית המדורגת של החברה ליום 30 ביוני 2014:

שם הלוואה	ספוט ני"ע	מועד ההנפקה המוקדמת	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרה בסופרים 30.06.14 (ס' ₪)	יתרת שנות פירעון *
אג"ח א'	לא סחיר	מרץ-07	4.80%	מדד	584	2015-2017
הלוואה פרטית	לא סחיר	אוג-13	0.75%	מדד	250	2015

* ליום 30.06.2014 מתוך יתרת האג"ח, סכום של כ-90 מיליון ש"ח, ייפרע ב-2 תשלומים שווים בשנים 2015-2016 והיתרה תיפרע בשנת 2017

דירוג החברה נתמך, בין היתר, במצבת הנכסים המניבים האיכותית, הכוללת קניונים ומגדלי משרדים, מהבולטים והוותיקים בארץ אשר שומרים על שיעורי תפוסה גבוהים מאוד לאורך זמן, תוך גידול בהיקף ה-NOI שהם מניבים, אף על פי ששיעור הצמיחה בנכסים זהים מצוי בהאטה מסוימת (ראו להלן); 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 וזאת עד להשלמת הנכסים בייזום. יצוין כי לחברה כ-2,400 הסכמי שכירות, באופן התורם לפיזור הסיכון בפעילותה; יחסי כיסוי בולטים לטובה ביחס לענף והיקף תזרים פרמננטי משמעותי (FFO) מפעילות הנדל"ן המניב, אשר על פי הנתונים שפרסמה החברה, עומד על קצב של כ-770 מיליון ש"ח לשנה¹. להערכת מידרוג, על בסיס מצבת הנכסים וההתחייבויות הפיננסיות כיום, היקף התזרים צפוי אף להמשיך ולצמוח כבר בטווח הקצר בינוני, בין היתר בשל הנבנה שנתית מלאה של נכסים שבנייתם הושלמה או צפויה להסתיים 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, אשר אף התחזקה בשנה האחרונה, כך שלחברה החזקה בנכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף של מעל ל-12 מיליארד ש"ח (כ-1.7 מיליארד ש"ח מיוחס לנכסים בהקמה) לעומת כ-7 מיליארד ש"ח (כ-1.3 מיליארד ש"ח מיוחס לנכסים בהקמה) במועד הדירוג הקודם ביוני 2013, 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. מידרוג מציינת לחיוב את פעולות החברה למימוש האחזקות שאינן בתחום הנדל"ן. בשנה האחרונה מימשה החברה חלק מחברות המוחזקות ע"י גרנית, לרבות השלמת מכירת חברת טמבור בכ-500 מיליון ש"ח (כ-280 מיליון ש"ח עלו כדיבידנד לחברה והיתרה שימשה לפירעון חובות של חברת גרנית הכרמל), הסכם למימוש מתקני ההתפלה בפלמחים תמורת כ-430 מיליון ש"ח (ככל

¹ 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 ההשקעה מוצגת לפי שיטת השווי המאזני.



שיושלם) והסכם למכירת הפעילות הסולארית בכ-175 מיליון ₪ (ככל שיושלם); רמת המינוף של החברה הינה מהנמוכות בענף ונתמכת ע"י מדיניות פיננסית וחלוקת דיבדנדים שמרנית; רמת נזילות טובה ביחס לחלויות החוב ולהיקף התזרים של החברה. מנגד, החברה עלולה להיות חשופה לשינוי בשווי אחזקותיה בבנק לאומי (כ-4.8%), אשר מוצגים בספרי החברה בשווי של כ-946 מיליון ₪, נכון ליום 30.06.2014 (יצוין כי לאחר תאריך המאזן שווי המנייה עלה במקצת, כך שכיום שווי שוק אחזקות החברה במניות בנק לאומי עומד על כ-1,031 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. בהקשר זה, יצוין כי בשנת 2013 ובמחצית הראשונה של שנת 2014 היקף הצמיחה ב-NOI של נכסים זהים עמד על כ-1% וכ-1.5% בהתאמה, לעומת צמיחה משמעותית יותר בשנים קודמות. האמור נובע, הן מהאטה בקצב הצמיחה של הצריכה הפרטית בישראל והן מהתגברות התחרות באיזור של חלק מנכסי החברה ובייחוד ביחס לקניון בבאר שבע ובקניון בקריית אתא (נכס פחות משמעותי ביחס להיקף החברה). מידרוג, מציינת לחיוב כי בשל איכות תיק הנכסים, למרות הפגיעה בנכסים אלו, היקף ה-NOI, ה-FFO ואף שוויים הכולל של נכסי הנדל"ן להשקעה, המשיך לצמוח. כמו כן, בטווח הארוך, לחברה קרקעות להקמת מספר פרויקטים משמעותיים בתחום המסחר והמשרדים (ואף שטחים מסויימים למגורים) על ציר מנחם בגין ת"א אשר הצלחת אכלוסם תלויה, בין היתר, במגמות היצע וביקוש בשוק המשרדים בת"א וזאת בהתחשב בצפי לגידול ניכר בשטחים להשכרה באזור. אף על פי כן, איתנות החברה, היקף התזרים והצלחתה בעבר באכלוס נכסים משמעותיים בישראל ממתנים את הסיכונים הנ"ל.

ביום 9 ביולי 2014, הודיעה החברה על פטירתו של מר דוד עזריאלי ז"ל, יו"ר הדירקטוריון ובעל השליטה בחברה. ביום 21 ביולי 2014 מינה דירקטוריון החברה את הגב' דנה עזריאלי, כיו"ר דירקטוריון החברה. עוד קודם לכן, לאור הידרדרות במצבו הבריאותי של מר דוד עזריאלי ז"ל, מינה דירקטוריון החברה את הגב' דנה עזריאלי כממלאת מקומו. דנה עזריאלי כיהנה בתפקידים שונים בקבוצה, מזה כ-13 שנים לרבות סגנית יו"ר הדירקטוריון החל משנת 2010. להערכת מידרוג, תרומתו של מר עזריאלי לחברה השפיעה באופן חיובי על הצלחתה ופעילותה של החברה ובהתבססותה כחברה מובילה בתחומה בישראל. אף על פי כן, בשלב זה לא ניתן להעריך האם פטירתו של מר עזריאלי תוביל לשינוי במדיניות התפעולית והפיננסית של החברה וכי התוכניות העתידיות כפי שהוצגו למידרוג לא השתנו. מידרוג תמשיך לבחון את התנהלות החברה ביחס למדיניות הפיננסית בעבר.

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 כ-785 אלף מ"ר במאוחד (כ-772 אלף מ"ר חלק הקבוצה) להשכרת שטחי מסחר ומשרדים, בשווי כולל של מעל 17.6 מיליארד ₪. הנכסים מושכרים בתפוסה קרובה לתפוסה מלאה בישראל (כ-98% כיום בקניונים וקרוב ל-100% במשרדים) ואילו הנכסים בחו"ל (שטח להשכרה של כ-156 אלף מ"ר, חלק הקבוצה) מושכרים בתפוסה משוקללת של כ-93%, כך שהתפוסה המשוקללת של כלל נכסי החברה עומדת על כ-96% (בתאריך המאזן כ-95%, בשל שלבי האכלוס של הנכס בחולון). החברה הציגה צמיחה בהיקף ה-NOI בשנים האחרונות בשל רכישת נכסים מניבים, פיתוח ואכלוס נכסים בייזום וכן בשל הגידול ב-NOI מנכסים זהים. כבר בשנת 2015 צפויה צמיחה משמעותית נוספת, ככל שהחברה תצליח באכלוס מספר נכסים משמעותיים בבנייה, כגון מתחם משרדים באזור

התעשייה בחולון, קניון ברמלה והקמת קומה נוספת בקניון איילון ברמת גן. בשנת 2016 צפויה השלמה של הקמת קניון נוסף בראשון לציון. 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 (כ-585 יח"ד). 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 מורכבים בישראל בעבר והעובדה שכנגד הקרקעות הנ"ל אין חוב פיננסי, ממתנים את הסיכון הנובע מקרקעות אלו. בנוסף, החברה רכשה קרקע לבניית נכס בתחום הדיור המוגן במודיעין ובוחנת רכישת קרקעות נוספות בתחום.

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%.

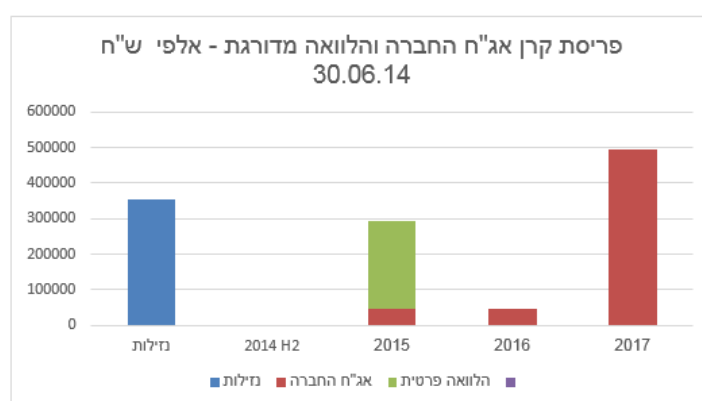
מעבר לגידול בהיקף הפעילות, הצמיחה האמורה תורמת לפיזור הנכסי והגיאוגרפי של החברה, כך שהתרומה לסך ה-NOI של מרכז עזריאלי ת"א (3 מגדלי המשרדים, הקניון והחניון יחדיו) ירדה אף על פי שהנכס עדיין אחראי על כ-30% מה-NOI, המהווה חלק גבוה יחסית מנכסי הקבוצה. ככל שהחברה תצליח באכלוס הנכסים בבנייה, השיעור צפוי להמשיך ולרדת. אף על פי כן, המתחם ממוצב ברמה גבוהה ומושכר בתפוסה מלאה לאורך זמן למעל 330 שוכרים ומניב NOI משמעותי, המצוי במגמת עלייה לאורך השנים. האמור, ממתן את חשיפת החברה למתחם. כמו כן, המיצוב הגבוה של הנכסים והפיזור הגבוה של הסכמי השכירות (מעל 2,400 הסכמי שכירות) משפיע לחיוב על פרופיל הסיכון של מצבת הנכסים.

נזילות טובה בהתחשב בהיקף החלויות, בנגישות למקורות מימון ובתזרים השוטף שהחברה מייצרת; גמישות פיננסית בולטת לחיוב אשר אף התחזקה בשנה האחרונה

נכון ליום 30.06.14, לקבוצה יתרת נזילות בהיקף של כ-350 מיליון ₪. 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-1.6 מיליארד ₪. למעט הלוואה בהיקף של כ-300 מיליון ₪ שנלקחה לאחרונה כנגד הנכס ברמלה, השקעות אלו התבצעו באמצעות הון עצמי וכתוצאה מכך מרבית הנכסים הנ"ל אינם משועבדים. האמור תורם משמעותית לגמישות הפיננסית של החברה ומסייע לשמירה על יחסי כיסוי מהירים. בנוסף, באוגוסט 2013 החברה החליפה את הלוואה הבנקאית כנגד מרכז עזריאלי ת"א ב-2 הלוואות מוסדיות (אחת מהן מדורגת במסגרת דירוג זה), באופן שמרבית הנכס שוחרר משעבוד.

היקף פירעון האג"ח השנתי של החברה ושל חברת הבת (100%) קנית 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-316 מ"ח בגין אג"ח קנית השלום (כנגד סדרת אג"ח זו משועבדים נכסים בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪ והריבית הנקובה בגינה עומדת על

כ-4.95%, צמוד מדד, אשר הינה גבוהה משמעותית מהריבית שהחברה נוהגת לשלם בהלוואות חדשות). לאור האמור, לקבוצה גמישות פיננסית טובה מאוד אשר אף השתפרה במהלך השנה האחרונה, הנובעת מנכסי נדל"ן ומניות לא משועבדות בשווי של כ-14 מיליארד ₪, למועד דוח דירוג זה. בנוסף, 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). בהתחשב בנזילות, בגמישות הפיננסית הבולטת לטובה והיקף התזרים הפרמננטי מפעילות, מידרוג מעריכה כי נזילות החברה הינה טובה מאוד ביחס ללוח הסילוקין. בנוסף, החברה פועלת למימוש החברות המוחזקות ע"י גרנית.



* 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

יחסי הכיסוי והאיתנות של החברה הינם 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. בשנה האחרונה החברה השלימה מימון מחדש של חלק מהחוב בריבית נמוכה באופן משמעותי-סביר שמגמה זו תימשך לפחות בטווח הקצר-בינוני. שנית, כפי שצוין, החברה צפויה להשלים מספר נכסים בבנייה בשנים הקרובות אשר בנייתם עד כה מוסמנה מהות עצמי.

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

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.06.2013	31.12.2013	30.06.2014	נתונים ויחסים פיננסיים עיקריים
אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	
785,000	882,000	982,000	1,087,000	554,000	1,105,000	559,000	***NOI
222,085	891,777	848,638	314,936	116,273	427,899	8,709	רווח (הפסד) מהתאמת שווי הון של נדל"ן להשקעה
729,267	843,402	960,349	1,012,810	511,544	1,023,946	530,070	EBITDA בנטרול שערות
1,000,030	1,255,104	623,012	986,257	475,454	943,802	471,753	רווח נקי
10,794,913	12,137,437	14,766,056	15,864,794	16,421,884	17,190,757	17,624,994	נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה
840,024	795,343	797,691	1,254,117	1,310,847	1,375,581	1,499,392	השקעות והלוואות למחזקת
4,861,988	4,421,766	4,991,360	4,799,522	4,773,561	5,059,259	5,096,556	חוב פיננסי
58,610	2,350,786	1,467,155	532,887	126,877	377,653	353,326	יתרות נזילות
4,803,378	2,070,980	3,524,205	4,266,635	4,646,684	4,681,606	4,743,230	חוב פיננסי נטו
13,440,230	17,005,220	18,194,417	19,011,962	19,181,034	20,398,047	20,610,055	CAP
13,381,620	14,654,434	16,727,262	18,479,075	19,054,157	20,020,394	20,256,729	CAP נטו
7,342,238	11,134,217	11,093,661	11,945,696	12,102,736	12,712,933	12,860,168	הון עצמי וזכויות מיעוט
13,586,024	17,190,726	18,449,456	19,247,593	19,415,521	20,706,404	21,161,201	סך מאזן
54.0%	64.8%	60.1%	62.1%	62.3%	61.4%	60.8%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
36.2%	26.0%	27.4%	25.2%	24.9%	24.8%	24.7%	חוב ל-CAP
35.9%	14.1%	21.1%	23.1%	24.4%	23.4%	23.4%	חוב נטו ל-CAP
550,000	620,000	739,000	751,000	380,000	773,000	395,000	FFO לפי תחשיב חברה + הכנסות ריבית ודיבידנדים *
543,000	573,000	646,000	716,000	369,000	762,000	385,000	FFO לפי תחשיב חברה ללא הכ ריבית ודיבידנדים **
8.8	7.1	6.8	6.4	6.3	6.5	6.5	חוב פיננסי ל-FFO **
8.7	3.3	4.8	5.7	6.1	6.1	6.0	חוב פיננסי נטו ל-FFO
6.7	5.2	5.2	4.7	4.7	4.9	4.8	חוב פיננסי ל-EBITDA בנטרול שערות
6.6	2.5	3.7	4.2	4.5	4.6	4.5	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בנטרול שערות
2.2	3.4	2.6	4.6	5.0	5.2	9.5	EBITDA בנטרול שערות למוצאות מימון, נטן

על פי חישובי מידרוג שהתבססו על נתונים שפורסמו בדוחות החברה* מכיוון 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 ומחברות מוחזקות ** FFO מותאם מפעילות נדל"ן בלבד מנטרל הכנסות מדיבידנדים ונכסים פיננסיים שאינם בתחום הנדל"ן, *** ה-NOI חושב על בסיס תחשיב החברה כפי שמוצג בדוח הדירקטוריון

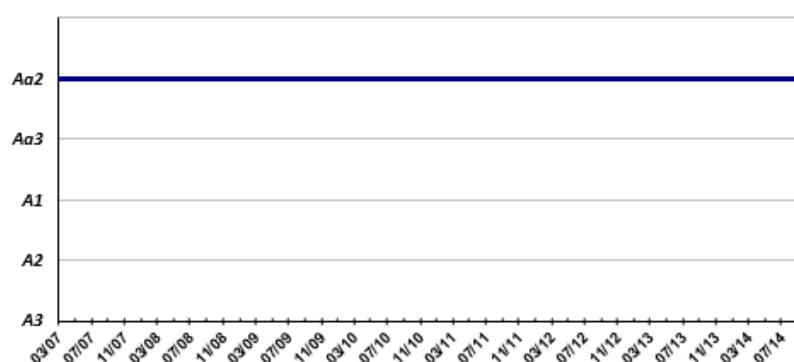
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול 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 מדיניות דיבידנד חריגה 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

היסטוריית דירוג



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 ז"ל, אשר נפטר ביולי 2014.

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 קניית השלום ב-100% בחברת גרנית הכרמל (גרנית הייתה חברה ציבורית עד לספטמבר 2012). אגרות החוב של קניית השלום מדורגות בדירוג Aa2 באופק 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

דוחות קודמים: דוח מעקב יוני 2013 ודוח פעולת דירוג אוגוסט 2014

תאריך דוח: 21 בספטמבר 2014

מושגי יסוד:

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 (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</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

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

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 נכונות, שלמות, התאמתו, דיוק 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 למחצבה הכספית 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 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.