



# חברת גב ים לקרקעות בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אוגוסט 2011

1

**מחבר:**

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

**אנשי קשר:**

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

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## חברת גב ים לקרקעות בע"מ

<b>Aa3</b>	<b>דירוג סדרות אג"ח 3,4,ה',ו' ו-ז'</b>
------------	--

מידרוג מודיעה על מתן דירוג **Aa3** לסדרות האג"ח 3, 4, ה', ו' ו-ז' שבמחזור, אותה הנפיקה חברת גב ים לקרקעות בע"מ (להלן: "גב ים" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים 30.06.11 מיליוני ₪	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	עג. ליום 30.06.11 מיליוני ₪	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרות אג"ח
2007-2013	103	מדד	5.70%	86	דצמ-03	7590078	3 (פרטית)
2008-2013	97	מדד	4.25%	81	אפר-05	7590086	4 (פרטית)
2014-2018	779	מדד	4.55%	666	מרץ-07	7590110	ה'*
2021-2026	206	מדד	4.75%	176	מרץ-07	7590128	ו'
2013-2017	537	ללא הצמדה	6.41%	537	דצמ-09	7590144	ז'*
	<b>1,722</b>			<b>1,545</b>			<b>סה"כ גב ים</b>

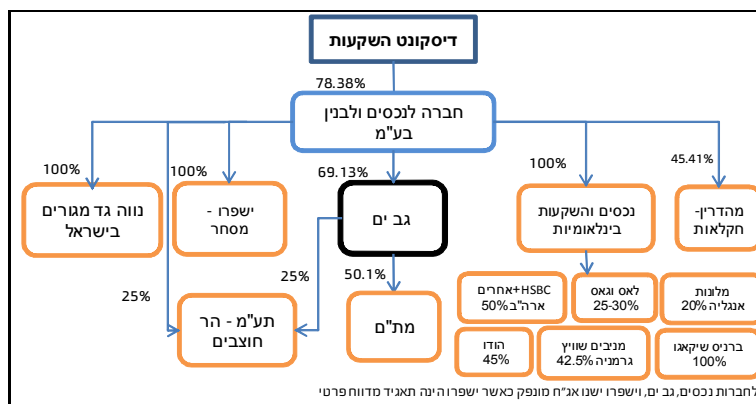
\* במרץ 2011 גב ים ביצעה הרחבה של הסדרות הנ"ל כ-398 מיליון ₪ עג.

### רופיל החברה

גב ים הינה חברה ציבורית אשר הוקמה בדצמבר 1928. החברה מצויה בשליטת החברה לנכסים ולבנין בע"מ (69.13%), מקבוצת אי די בי. החברה פועלת בישראל בהחזקה, ניהול, תפעול, ייזום ופיתוח של נכסים מניבים בתחום המשרדים, תעשייה ולוגיסטיקה וכן, במידה פחותה יותר בייזום פרויקטים למגורים. לחברה מצבת נכסים מניבים ובהקמה בשווי של 4.3 מיליארד ₪, המושכרים לכ-430 שוכרים המניבים בשנת הפעלה מלאה NOI של למעלה מ-310 מיליון ₪. מיקוד הפעילות הינו במתחמים הכוללים מספר בניינים (פארקים) ובנייה ייעודית עבור שוכרים ספציפיים. החברה מחזיקה במספר מתחמים בולטים בתחום ההשכרה למשרדים ולתעשייה היי-טק בישראל, כגון פארק מת"מ בחיפה, מרכז גב ים הרצליה ומתחם הרצליה צפון (לשעבר מתחם סייטקס). בתחום הייזום למגורים לחברה 50% מזכויות להקמת כ-1,060 יח"ד בחיפה וכמו כן החברה השלימה בעבר את הקמתם של שכונות מגורים ברמת גן וקריית מוצקין.

### בעלות וניהול

#### תרשים מבנה ובעלות - אחזקות עיקריות בלבד



חברת גבים לקרקעות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח מאוחד (אלפי ₪):

31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010	31.12.2010	30.06.2011	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪ - גבים
440,047	417,534	165,106	321,694	168,261	סה"כ הכנסות שוטפות
260,266	278,575	141,151	286,176	152,275	NOI
25,599	22,190	2,465	2,465	795	רווח גולמי ממכירת מבנים וקרקעות
283,779	297,015	141,741	285,182	151,270	סה"כ רווח גולמי (כולל שירותי אחסון)
91.4%	92.7%	92.4%	92.5%	92.8%	שיעור NOI
64.5%	71.1%	85.8%	88.7%	89.9%	שיעור סך רווח גולמי
243,560	274,291	133,292	266,656	144,167	EBITDA בנטרול שערורים
161,944	125,215	32,261	158,614	118,911	שינוי בשווי ההון של נדל"ן להשקעה
191,288	286,356	86,362	231,479	137,179	רווח נקי (לאחר מס)
1,879,816	2,185,084	2,074,936	2,221,663	2,648,852	חוב פיננסי
490,605	594,697	496,396	482,377	815,969	יתרות נדל"ן
1,389,211	1,590,387	1,578,540	1,739,286	1,832,883	חוב פיננסי נטו
4,335,811	4,487,459	4,492,935	4,647,220	5,119,288	Cap
3,845,206	3,892,762	3,996,539	4,164,843	4,303,319	Cap נטו
2,047,000	1,968,298	2,057,993	2,043,903	2,072,150	הון עצמי וזכויות מיעוט
3,676,828	3,616,417	3,599,574	3,925,000	4,268,562	נדל"ן להשקעה
4,591,713	4,749,409	4,731,865	4,899,521	5,391,953	סך מאזן בנטרול מקדמות
44.6%	41.4%	43.5%	41.7%	38.4%	הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות
43.4%	48.7%	46.2%	47.8%	51.7%	חוב ל-CAP
36.1%	40.9%	39.5%	41.8%	42.6%	חוב נטו ל-CAP נטו
153,291	177,804	114,680	194,594	82,893	FFO
12.3	12.3	9.0	11.4	16.0	חוב ל-FFO
9.1	8.9	6.9	8.9	11.1	חוב נטו ל-FFO *
5.7	5.8	5.9	6.5	6.4	חוב נטו ל-EBITDA בנטרול שערורים
1.6	1.7	2.4	1.9	1.5	חוב נטו ל-EBITDA/הוצאות מימון נטו

\* השחיקה המסוימת של יחסי הכיסוי במחצית הראשונה נובעת מתשלום מס אשר בחלקו הינו עבור כלל השנה, הרחבת סדרות אג"ח בכ-400 מ"ח באופן שהגדיל את החוב ברוטו והנזילות ונכסים שטרם הניבו באופן מלא. כמו כן, בשנים קודמות יחסי הכיסוי נהנו מהכרה בהכנסה ממסית יחיד

**אסטרטגיה**

גבים- עוסקת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות שלה, בתחום הנכסים המניבים בייזום, תכנון, פיתוח, הקמה, השכרה תחזוקה וניהול של פארקים עסקיים ותעשייתיים, בנייני משרדים, שטחי מסחר, מבני אחסנה וחניונים באזורי ביקוש ברחבי הארץ. מיקוד הפעילות הינו במתחמים הכוללים מספר רב של בניינים. בתחום הבניה למגורים עוסקת גבים- בייזום, תכנון, פיתוח, הקמה, שיווק ומכירה של יחידות דיור בשכונות מגורים.

הפיתוח העיקרי של נכסי החברה נובע מניצול זכויות הבנייה בנכסים המניבים שבבעלותה ובצבר הקרקעות, הרשום בספרים בכמעל 500 מ"ח. החברה אינה בולטת בביצוע רכישות מהותיות של נכסים או חברות נדל"ן מניב ומאופיינת



בצמיחה הדרגתית ויציבה מפיתוח נכסיה והקרקעות שבבעלותה. בהתאם לכך, היקף הייזום של החברה אינו מהותי בהתחשב בפעילותה הכוללת ועומד על כ- 6% בלבד מסך המאזן. הייזום מתבצע לרוב במספר שלבים על מנת להימנע משטחים בנויים בהיקף ניכר, המושכרים בשיעורי תפוסה נמוכים. בנוסף, בעוד שבאזורי ביקוש תיתכן בנייה ללא השכרה של שטחים מראש, ייזום שטחים להשכרה באזורים המאופיינים בביקושים נמוכים יותר, יתבצע רק לאחר איתור שוכר קצה מראש עבור חלק ניכר מהשטחים להשכרה.

מדיניות החברה הינה לשמור על רמת מינוף יציבה ובהתאם לכך, במידה ותתבצע על ידי החברה רכישת קרקע משמעותית, כי אז, יתכן וימומש נכס אחר לצורך שמירה על רמת המינוף הקיימת.

#### **מדיניות דיבידנדים**

לחברה אין מדיניות דיבידנדים. אולם החברה מחלקת דיבידנד לבעלי המניות. מידרוג מצפה כי היקף הדיבידנד לא ישפיע לרעה על הפרופיל הפיננסי של החברה. יצוין כי, למרות שלחברת נכסים ובניין ישנם מקורות נוספים לשירות חובותיה, גב ים מהווה גורם משמעותי, הן בהיקף והן באיכות הנכסים, מתוך האחזקות של חברת נכסים ובניין.

#### **שיקולים עיקריים לדירוג**

**דירוג החברה מושפע לחיוב** ממצבת נכסים מניבים איכותיים באזורי ביקוש בישראל, אשר שומרת לאורך השנים על שיעורי תפוסה גבוהים של כ- 95% ורשמה עליה בשכ"ד. לחלק מנכסי החברה יתרונות ביחס למתחרים בשל סביבת העבודה, התשתיות והשירותים הנלווים שניתנים לשוכרים; פיזור נרחב של שוכרים בעלי חוסן פיננסי מסייע להקטנת פרופיל הסיכון; מוניטין וותק החברה וכן נגישות למקורות מימון בנקאיים וחוף בנקאיים; נזילות וגמישות פיננסית בולטים לטובה לאורך זמן; יחסי כיסוי בולטים לטובה; אסטרטגיית מימון ורמות מינוף סולידיות; פוטנציאל השבחה והגדלת התזרים הפרמננטי מתוך זכויות הבנייה הקיימות, ללא צורך בהשקעת מקורות ניכרים למטרת רכישת קרקעות.

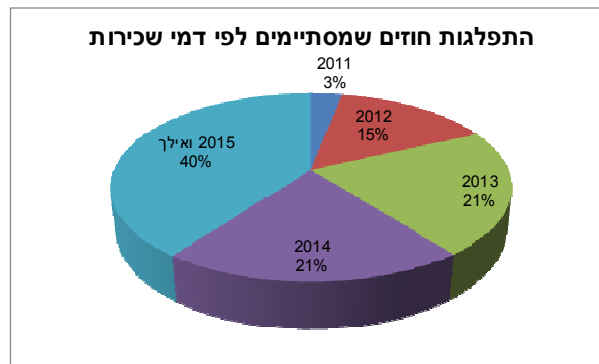
**דירוג החברה מושפע לשלילה** מהעדר פיזור לכלכלות ואזורים גיאוגרפיים מלבד ישראל, באופן אשר אינו מקנה פיזור רחב בין כלכלות; ריכוז חלק ניכר מה-NOI ושווי הנכסים במספר מתחמים מרכזיים; חשיפה מסוימת להשכרות שטחים לחברות בענף ההיי-טק, אשר יכולה לעלות את רמת הסיכון בעתות משבר. חשיפה זו מתמתנת בשל הפרופיל העסקי ואינתנות שוכרים אלו; חלוקת דיבידנדים בהיקף מהותי ביחס לתזרים הפרמננטי; היות הכנסות חלק מהשוכרים בדולר ארה"ב עלולה להביא ללחץ להקטנת דמי השכירות, במידה ושחיקת הדולר אל מול השקל תמשך.

**מצבת נכסים איכותית באזורי ביקוש אשר הפגינה יציבות לאורך זמן, מייצרת תזרים משמעותי לשירות החוב וכוללת מתחמים מובילים בתחום הנדל"ן המניב בישראל**

לחברה מצבת נכסים איכותית, המושכרים בתפוסה גבוהה, המייצרת תזרים פרמננטי וצומח. מצבת הנכסים כוללת כ- 20 מתחמים המושכרים בתפוסה של כ-95% ואשר צפויים להניב NOI שנתי הגבוה מכ-310 מ"ח ואף להמשיך ולצמוח בשנים הקרובות בשל איכלוס ופיתוח נכסים נוספים. מצבת הנכסים כוללת נכסים הנחשבים בולטים מבחינת מיקומם, מיצובם וסביבת העבודה שהם מספקים לשוכרים, כגון פארק מת"מ בחיפה, הכולל כ-20 בניינים המושכרים בתפוסה של כ-96% ומניבים NOI שנתי של למעלה מ-100 מיליון ₪ (חלק גב ים - 50.1%), מתחם מרכז גב ים הרצליה הכולל 6 בניינים המושכרים בתפוסה של כ-97% ומניבים NOI שנתי של למעלה מ-52 מיליון ₪, פארק גב-ים הרצליה צפון (לשעבר מתחם סייטקס) אשר, לאחר השלמת בנייתו ואכלוסו, צפוי להניב הכנסות של כ-42 מיליון ₪ לעומת כ-17 מיליון ₪ בשנת 2010. היותם של חלק ניכר מנכסי החברה מתחמים מוגדרים, בעלי תשתית תומכת רחבה לשוכרים, הן בתקשורת, חשמל, חנייה, אבטחה, שירותי ניהול ועוד, יוצרת יתרון איכותי, התורמים למיצוב הנכסים ושימור השוכרים. עובדה זו באה לידי ביטוי בפרופיל השוכרים, היותם של הסכמי השכירות שקליים צמודי מדד למרות הכנסות בדולר ארה"ב לחלק מהשוכרים, העדר הנחות לשוכרים, המשכיות השוכרים הקיימים וכן השקעות השוכרים בעבודות ההתאמה במושכר.

**פיזור נרחב של שוכרים בעלי איתנות פיננסית אשר שוכרים שטחים לטווח ארוך, מסייע להקטנת פרופיל הסיכון**

לחברה מצבת שוכרים איכותית של למעלה מ-430 שוכרים, המורכבת ממגוון רב של תאגידי בינלאומיים וחברות בולטות במשק הישראלי, כך שלא קיימת תלות בשוכרים מהותיים. פיזור השוכרים הנרחב, איתנות השוכרים (מדובר בחברות בשלות, בעלות היקף פעילות ניכר אשר מרביתן מציגות רווחיות) ותקופות השכירות הארוכות ביחס לחברות נדל"ן אחרות בישראל, מסייעות להקטין את פרופיל הסיכון של החברה, בייחוד לאור ריכוז ההכנסות במספר מתחמים משמעותיים (ראה להלן). להלן גרף סיום הסכמי השכירות נכון ליום 31.12.10:

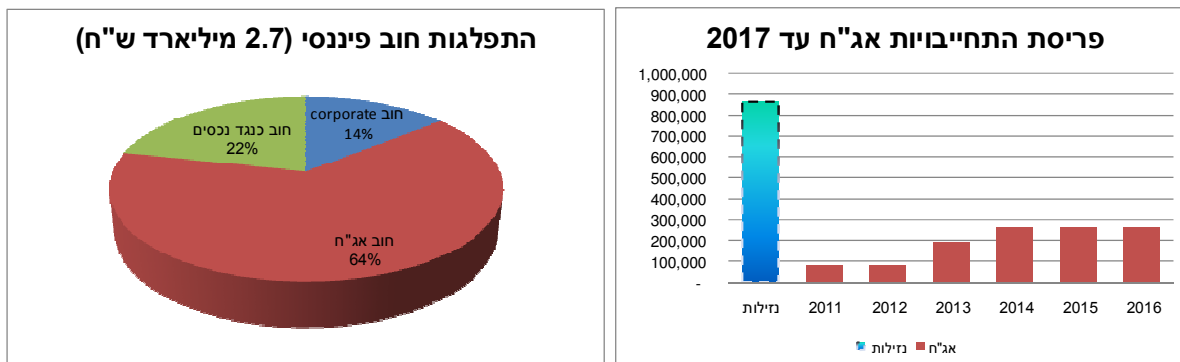


**מוניטין וותק החברה מקנים לה נגישות טובה לשוק ההון ולמקורות מימון נוספים; מנגד, חשיפה למגבלות "קבוצת לווים"**

כאמור, גב ים פועלת בתחום הנדל"ן המניב עוד מלפני קום המדינה. בנוסף, שדרת הניהול הבכיר נמצאת בחברה למעלה מעשור, באופן התורם לניסיון עשיר ומוניטין בתחום. מוניטין החברה והיותה חלק מקבוצת נכסים ובנין אשר מהווה קבוצה משמעותית במשק הישראלי, מסייעים לפעילות, לרבות הנגישות למקורות מימון בנקאי וחוץ בנקאי. המיצוב הגבוה והחוסן הפיננסי של החברה מאפשרים לה לממן את פעילותה ללא שעבוד מרבית נכסיה וללא אמות מידה פיננסיות בנקאיות, תוך שמירה על פריסת התחייבויות נוחה ושיעורי ריבית נמוכים. יתרה מכך, לחברה אין הלוואות בריבית משתנה לפריים/ליבור, כך שסביבת ריבית עולה לא צפויה להשפיע על תוצאות החברה. יחד עם זאת, חשופה החברה למגבלות "קבוצת לווים", בשל היותה חלק מקבוצת אי די בי, אשר יש בה כדי להשפיע על גמישותה הפיננסית, בכל הקשור למימון מהשוק הבנקאי.

**נזילות וגמישות פיננסית בולטת לטובה; לוח סילוקין פרוס בצורה נוחה ללא נקודות עומס משמעותיות**

נכון ליום 30.06.2011, לחברה יתרת נזילות בהיקף של כ-816 מיליון ₪ ונכסים לא משועבדים בשווי של כ-3.7 מיליארד ₪ (יחס של 2.2 בין נכסים לא משועבדים לחוב אג"ח), חלות אג"ח שנתי של כ-80 מיליון ₪ בשנתיים הקרובות וחוב פיננסי (כולל חוב בנקאי) של כ-2.7 מיליארד ₪ בלבד. יצוין כי יתכן שחלק מיתרת הנזילות הנוכחית תשמש לפיתוח נכסים בבנייה ולפיכך תקטן במידה מסוימת. אף על פי כן, החברה שומרת על נזילות גבוהה לאורך תקופה ארוכה. לאור הנזילות, הגמישות הפיננסית, התזרים הפרמננטי הגבוה ורמות המינוף הנמוכות במרבית נכסי החברה (LTV 46% לנכסים המשועבדים), סביר כי ביכולתה של החברה לבצע מימון מחדש של מרבית ההלוואות הבנקאיות, במידת הצורך. לאור האמור, להערכת מידרוג, הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה בולטות לטובה.



**התזרים יחסי הכיסוי בולטים לטובה לאורך זמן ונתמכים בין היתר, בפרמטרים תפעוליים טובים לנכסים ומדיניות מימון סולידית**

בשל איכות הנכסים המניבים, התפוסות הגבוהות לאורך זמן ומדיניות המימון השמרנית (למשל, יחס חוב נטו ל-CAP נטו נמוך מ-43%), נראות התזרים לשירות החוב יחסי הכיסוי הינם בולטים לטובה. להערכת מידרוג, לאור מצבת הסכמי השכירות הנוכחיים של הנכסים הקיימים והנכסים ובפיתוח וכן מצבת ההלוואות של החברה, יחס חוב פיננסי נטו ל-FFO בשנים הקרובות צפוי לעמוד על טווח של 11-12 שנים, אשר הינו בולט לטובה ביחס לענף. יצוין כי בטווח הבינוני-ארוך, התזרים הפרמננטי צפוי ליהנות מרוח גבית, המובעת ממסירת דירות בפרויקט לבניית שכונת מגורים של כ-1,060 יח"ד בחיפה (חלק חברה 50%), מתוכו החברה נמצאת בשלבים ראשוניים לבניית כ-280 יח"ד (כ-180 יח"ד נמכרו מראש).

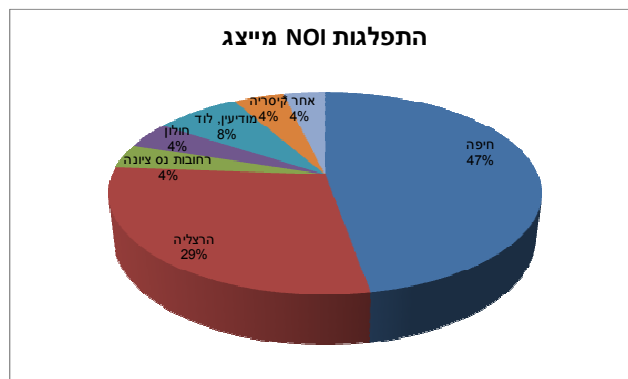
**פוטנציאל השבחה והגדלת התזרים הפרמננטי מתוך זכויות הבנייה הקיימות ללא צורך בהשקעת מקורות ניכרים למטרת רכישת קרקעות; החברה צפויה להמשיך ולשמור על היקף ייזום נמוך**

לחברה זכויות בנייה בהיקפים משמעותיים לבניית מאות אלפי מ"ר וכן החזקה בקרקעות הרשומות בספרים, בשווי של למעלה מ-500 מיליון ש"ח, המיועדות להשכרה בתחום המשרדים, תעשייה ולוגיסטיקה. הזכויות הנ"ל צפויות לשמש להרחבת היקף הפעילות, התזרים הפרמננטי, הפיזור ומצבת הנכסים המניבה, ללא צורך בהשקעה מהותית ברכישת קרקעות ולעיתים תוך ניצול המיצוב הגבוה של הנכסים הקיימים במתחמים ויתרונות מובנים לגודל הנכסים הקיימים. למרות עתודות הקרקע האמורות, החברה מפתחת את נכסיה באופן מדורג, כך שלא קיים מלאי ניכר של שטחים להשכרה וכך שהיקף הייזום של החברה הינו נמוך, באופן התורם להקטנת פרופיל הסיכון (כ-6% בלבד מסך המאזן מיוחס לייזום).

**סיכונים עסקיים**

**חשיפה לסיכונים הכרוכים בשוק הנדל"ן; העדר פיזור לכלכלות ואזורים גיאוגרפיים מלבד ישראל, מבליט את החשיפה לסיכוני כלכלה אחת**

ענף הנדל"ן מושפע משינויים בביקושים, הקשורים בתנאי הסביבה המאקרו כלכלית ומאופיינים בהשקעות עתירות הון. סיכונים אלו מקבלים משנה תוקף בפעילות הייזום בענף הנדל"ן אשר הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, משך הזמן להתנעת הפרוייקט, ייזום הפרוייקטים וההשקעה בבנייתם ולאחר מכן מציאת שוכרים והטמעת פעילות הנכס לאורך זמן. מצבת הנכסים של החברה פותחה וצפויה להמשיך ולהתפתח בעתיד, בעיקר מתוך ייזום ולא מתוך רכישת נכסים מניבים. אולם, כפי שצויין, היקף הייזום של החברה הינו נמוך, באופן שמקטין את פרופיל הסיכון. מנגד, פעילות החברה בתחומי מדינת ישראל בלבד, אינה מאפשרת פיזור סיכונים של כלכלה אחת ואזור פעילות אחד.



\* אחר כולל ראש העין, טירת הכרמל, ת"א, באר יעקב, באר טוביה, ירושלים, עכו, יבנה, קרית גת, נוה אמירים ובאר יעקב

ריכוז חלק ניכר מפעילות החברה במספר מתחמים מרכזיים, כגון מרכז מת"ם בחיפה, אשר מניב כ- 29% מה-NOI השנתי של החברה ומתחם גב ים בהרצליה, אשר מניב כ- 17% מה-NOI השנתי של החברה, מקטין, להערכת מידרוג, את פיזור החברה ומגדיל את רמות הסיכון. אולם, הסיכון הנ"ל מקוזז חלקית, הן ע"י הפיזור הניכר של שוכרים אשר כוללים חברות מובילות בישראל וקונגלומרטים רב לאומיים משמעותיים, בהסכמי שכירות לטווח ארוך יחסית (ראה לעיל) והן מאיכות ומיצוב המתחמים הנ"ל, אשר מורכבים ממספר רב של בניינים (כ-20 בניינים במרכז מת"ם, 6 בניינים במרכז גב ים הרצליה), המספקים רמת שירות וסביבה איכותית לשוכרים. בנוסף, החברה מתמחה בניצול הסינרגיה והיתרונות לגודל הנובעים מאחזקה וניהול של מתחמים כאלו ובכונתה לפעול ולפתח מתחמים נוספים, כגון פרויקט חדש בהרצליה צפון, מתחם משרדים בחולון, באר שבע וכדומה.

**חלק ניכר מהכנסות החברה נובעת משוכרים הפעילים בתחום ההיי טק, המאופייני בתנודתיות יחסית בעתות משבר; הסיכון הנ"ל מקוזז בחלקו בשל הפרופיל העסקי האיתן של שוכרים אלו**

חלק ניכר מהכנסות החברה (כ- 40% בשנת 2010) מקורם בהשכרת שטחים לתעשייה, המוגדרת בתחום ההיי-טק, המאופיינת בתנודתיות גבוהה יותר בעתות משבר. סיכון זה מתמתן באופן משמעותי בשל מדיניות החברה להשכיר לגופים שאינם כוללים חברות סטארט אפ, אלא חברות בוגרות ורווחיות (לעיתים יצרניות בתחומים אשר אינם מאפיינים חברות היי טק), אשר חותמות על הסכמים לטווח ארוך (ולעיתים אף ניתנת ערבות תאגיד האם הבינלאומי). כמו כן, השירותים הנלווים, המיקום, התשתית וניהול הנכסים ע"י החברה, מעלים את הסיכויים להשכרת שטחים במידה ויתפנו בעתיד. יצוין כי לחברה יש הכנסות שנתיות של כ-96 מיליון ש"ח, הנובעות מתחום התעשייה ולוגיסטיקה, באופן אשר תורם להקטנת התלות בתעשיית ההיי טק.

**המשך שחיקת שע"ח של הדולר אל מול השקל עלול להביא ללחץ להוזלת דמי השכירות**

אף על פי שלחברה אין חשיפה מטבעית, מאחר וכל חוזי השכירות הינם שקליים וצמודי מדד, המשך שחיקת שע"ח של הדולר אל מול השקל עשוי להביא לכך שאותם שוכרים אשר הינם חברות בינלאומיות, שהכנסותיהן נקובות בדולר ארה"ב, יבקשו להוזיל את דמי השכירות (בשל היות הכנסותיהן בדולר והוצאות דמי השכירות בש"ח). יצוין כי עד כה החברה לא ביצעה הוזלות בדמי השכירות, למרות השחיקה שכבר הייתה בשע"ח של הדולר אל מול השקל, בשל המיצוב הגבוה של נכסיה. בהקשר זה יצוין כי לחברה אין חשיפה מהותית לעליית המדד ו/או שערי הריבית בטווח הקצר-בינוני, בשל היותם של הסכמי השכירות צמודים למדד המחירים לצרכן ובשל היות מרבית ההלוואות צמודות מדד (כ-65% מהחוב הפיננסי) או בריבית קבועה (כ-35% מהחוב הפיננסי).



**גורמים העשויים לשפר את הדירוג**

- שיפור משמעותי בפיזור והקטנת התלות במתחמים ספציפיים, תוך לפחות שמירה על רמות המינוף ויחסי הכיסוי הנוכחיים
- הקטנת הדיבידנד ביחס לתזרים הפרמננטי (FFO) באופן משמעותי

**גורמים העלולים לפגוע בדירוג**

- שינויים מהותיים בניהול ואסטרטגיית המימון של החברה כדוגמת כניסה לפרויקטים יזמיים המעלים את פרופיל הסיכון באופן משמעותי
- החלשות לאורך זמן, של פרמטרים פיננסיים כדוגמת עליה ביחס חוב נטו ל-CAP מעל לטווח של 50%-55%, עליה ביחס חוב נטו ל-FFO מעבר ל-15%
- קיטון משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה

**דוחות מתודולוגיים:**

---

["דוח מתודולוגי" - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.](#)

["דוח מתודולוגי" - מתודולוגיה, נובמבר 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 בצידוד, 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.

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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 שאלה 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") 2011.

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 בעינינו 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.