



דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2013

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 לאגרות החוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור-אלון" או "החברה") וכן לאגרות חוב חדשות שבכוננת החברה להנפיק, בסך של עד 150 מיליון ש"ח ערך נקוב, באמצעות הרחבת סדרה ג' ו/או סדרה ד'. תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת במלואה לפירעון חלויות שוטפות של חוב פיננסי בשנת 2013. אופק הדירוג שונה משלילי ליציב.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 27.1.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור, כדלקמן:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורי	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30/09/2012 (במיליוני ש"ח)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ג'	1115245	9/2009	משתנה *	לא צמוד	80	2013-2017
ד'	1115252	9/2009	6.65%	לא צמוד	303	2013-2016

* שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 2.25%

הדירוג אינו חל על אג"ח סדרה ב' אשר יתרתה בספרים ליום 30.09.12 נאמדת לסך של כ- 210 מיליון ש"ח.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במעמדה העסקי הגבוה של החברה בענף שיווק הדלקים הקמעונאי, הנובע מנתח שוק משמעותי של כ- 17% בתחנות הדלק בישראל, מפריסה ארצית רחבה של תחנות דלק וחנויות נוחות וממותג קמעונאי חזק; ענף שיווק הדלקים מאופיין, להערכתנו, בסיכון עסקי בינוני. הענף מאופיין בביקושים יציבים ובחסמי כניסה גבוהים יחסית. בו בזמן, הענף חשוף לרגולציה גבוהה, צמיחה מתונה והשקעות הוניות גבוהות יחסית. הצמיחה המתונה מעודדת תחרות על מתחמי תדלוק ועל מחירי המכירה. הורדת מרווח השיווק בשנת 2011 מיתנה את התחרות והובילה להפחתת הנחות לציי רכב ובתחנה. התחרות בתחום הסולר מוסיפה להיות חזקה. מידרוג מציינת כי לאורך השנים, השכילה החברה לשמור על יציבות בתוצאות ועמידה בתחזיות, חרף התעצמות התחרות בענף הפעילות. החברה מציגה רווחיות גבוהה יחסית לענף, בין השאר, כתוצאה ממגזר קמעונאי רחב (כולל רשת AM-PM), פיתוח עסקי חזק בתחום חנויות הנוחות, זכיין הפעלה בכביש 6 ומבנה הוצאות תפעול רזה יחסית.

בשונה מהענף, לחברה פעילות נמוכה יחסית במגזר השיווק הישיר של דלקים - המאופיין ברווחיות נמוכה יחסית, ימי אשראי ארוכים וחשיפה גבוהה לסיכון אשראי של לקוחות.

במהלך השנה האחרונה התמודד ענף שיווק הדלקים עם השלכות הורדת מרווח השיווק. החברה הוכיחה כי ביכולתה לפצות על הורדת מרווח השיווק, הן דרך התייעלות תפעולית וקיטון בהנחות והן דרך צמצום ימי האשראי למגזר השיווק הישיר. החברה מאופיינת בימי לקוחות נמוכים יחסית לחברות האחרות בענף וצורכי הון חוזר נמוכים לענף.

רמת המינוף של החברה גבוהה יחסית לרמת הדירוג, כפי שמתבטאת ביחס הון למאזן של כ-15.3% ויחסי כיסוי איטיים יחסית. החברה מציגה יחס כיסוי חוב פיננסי מותאם ל- EBITDA (מותאם חכירה תפעולית והוצאות עמלות סליקה) של

8.1 ליום 30.09.2012 יוחס כיסוי חוב ל-FFO של 12.5, זאת, בהשוואה ל-7.2 ו-11.9, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד.

בהתחשב בעוצמתה העסקית ובגמישות הפיננסית הסבירה, אנו מצפים כי החברה תציג לאורך זמן יחס כיסוי של חוב ל-EBITDA (מותאם חכירה תפעולית והוצאות עמלות סליקה) של כ-7.5-7 יחס כיסוי חוב ל-FFO בטווח של 11-12, על מנת לשמור על הדירוג הקיים. אנו מעריכים המשך תזרים חופשי חיובי בשנת 2013 שיוביל לקיטון ברמת החוב, חלקו מירידה בהון החוזר וחלקו מירידה בהשקעות הנויות. כפועל יוצא, אנו מעריכים שיפור מסוים ביחסי הכיסוי במהלך שנת 2013, ולהערכתנו, לאורך זמן, החברה תציג עמידה ביחסי הכיסוי הנדרשים לרמת הדירוג. שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נובע מיכולת החברה לפצות על הורדת מרווח השיווק, כנזכר לעיל, ומהסרה חלקית של אי הוודאות באשר לרמת הרווחיות המייצגת של החברה, נוכח חזרה לרווחיות תפעולית, המאפיינת את טרום הורדת מרווח השיווק ותזרים חופשי חיובי. כאמור, אנו מניחים שיפור מתון ביחסי הכיסוי, על רקע שיפור מסוים ברווחיות וצפי להורדת רמת המינוף, בהתאם לאסטרטגיית החברה.

דור אלון - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2009	FY 2010	FY 2011	1-9/2011	1-9/2012	Q3-2011	Q3-2012	
3,704	4,330	5,338	4,026	4,530	1,435	1,506	הכנסות, נטו
782	862	876	672	681	231	241	רווח גולמי
186	183	174	156	143	56	55	רווח תפעולי ¹
23.7%	21.3%	19.8%	23.2%	21.1%	24.2%	23.0%	רווח תפעולי / רווח גולמי
106	92	113	87	107	46	32	הוצאות מימון נטו
58	93	60	62	28	18	17	רווח נקי ²
49	82	46	61	57	61	57	מזומנים ושויי מזומן
113	98	104	103	120	103	120	פיקדונות לזמן קצר
92	94	79	81	73	81	73	נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח והפסד
1,689	1,614	1,833	1,753	1,842	1,753	1,842	חוב פיננסי
12.3%	16.2%	15.0%	15.9%	15.3%	15.9%	15.3%	הון עצמי למאזן
272	280	270	225	215	79	80	EBITDA ¹
179	169	138	115	118	24	53	FFO ³
(80)	(132)	(93)	(72)	(59)	(24)	(19)	Capex
145	189	45	41	114	17	178	CFO
65	32	(103)	(55)	56	(6)	159	FCF
7.1	6.9	7.7	7.2	8.1	7.2	8.1	חוב פיננסי ל-EBITDA ⁴

¹ הרווח התפעולי וה-EBITDA לתקופות השונות אינם כוללים הוצאות עמלות סליקה אשר מופיעות בסעיף הוצאות מימון בסך של כ-35 מיליון ₪ לארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.09.12 וכ-33 מיליון ₪ לארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.09.11.

² הרווח הנקי לשנת 2011 ולתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011 כולל כ-34 מיליון ₪ הכנסות מימון ומסים נדחים, בגין שערור אופציית דינרס. הרווח הנקי לשנת 2010 ולרבעון 1 ו-2010 כולל רווח מפעילות שהופסקה, בסך של כ-25.5 מיליון ₪, בגין העברת 95% מהזכויות ב"דור חיפוי גז - שותפות מוגבלת" לחברה קשורה "אלון חיפוי גז".

³ מידרוג עורכת את חישוב התזרים מפעולות (FFO) תוך התבססות על הוצאות מס שוטפות, בשונה מתשלומי מסים, כמוצג בדוחות הכספיים.

10.2	10.4	12.7	11.9	12.5	11.9	12.5	חוב פיננסי ל-FFO ⁴
------	------	------	------	------	------	------	-------------------------------

נתונים על תחנות תדלוק וחנויות נוחות

2007	2008	2009	2010	2011	2012	
173	178	183	189	196	202	מספר תחנות תדלוק
130	146	168	183	198	209	מספר חנויות נוחות ו-AM:PM

פירוט גורמי מפתח בדירוג

ענף הדלקים מאופיין ברמת סיכון בינונית

ענף שווק הדלקים בישראל מאופיין בביקוש קשיח וחסמי כניסה גבוהים, הנובעים מהרגולציה הכבדה על רישוי תחנות דלק חדשות, מרמת השקעות גבוהה וריתוק אשראי בהיקפים מהותיים, המקבל ביטוי בעיקר במגזר השיווק הישיר. הענף מאופיין בצמיחה מתונה של הביקושים לדלקים שפוצתה עד כה בפיתוח תחום חנויות הנוחות. להערכת מידרוג, בשנת 2013 אנו צופים צמיחה מתונה בצריכת הדלקים במשק, עד ל-2%. אנו מעריכים כי הורדת מרווח השיווק מיתנה את רמת התחרות בענף ומגמה זו צפויה להימשך בטווח הזמן הקצר - הבינוני. אנו מניחים צמצום בהיקף ההשקעות של השחקניות בענף וירידה ברמת המינוף.

בסוף רבעון שלישי 2011 נכנסה לתוקף הורדת מרווח השיווק. במהלך תשעת החודשים שנסתיימו ביום 30.09.12 הציגו מרבית החברות בענף יכולת טובה לפצות על הורדת מרווח השיווק. הדבר קיבל ביטוי דרך צמצום בהוצאות התפעוליות על ידי ביצוע תהליך התייעלות. המגמות שבלטו בענף בשנת 2012 כללו: התאמת פעילות החברות בענף למציאות של הורדת מרווח השיווק, תוך שמירה על נתחי השוק; ניהול קפדני של אשראי הלקוחות לרבות צמצום משמעותי בימי האשראי בפעילות החוץ - תחנה, צעד אשר תומך בתזרים מזומנים חזק מפעילות שוטפת וכן צמצום בהיקף ההשקעות וסגירת תחנות מפסידות.

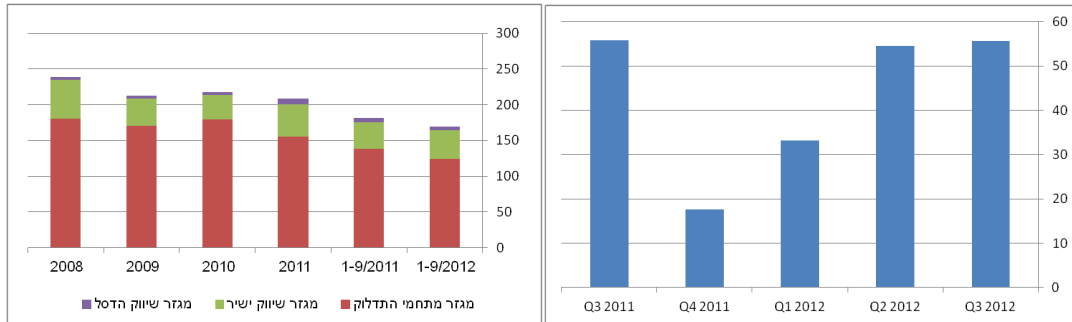
חזרה לרווחיות המאפיינת את טרום הורדת מרווח השיווק

מנייתח תוצאות החברה לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012, ניתן לראות כי החברה חוזרת לרמות הרווחיות טרום הורדת מרווח השיווק וזאת כתוצאה מצעדי נגד שבהם נקטה החברה, הכוללים הפחתת הנחות, התייעלות תפעולית וקיצור ימי אשראי, אשר תוצאותיו עתידים להתבטא גם במהלך רבעון ראשון 2013.

החברה הציגה רווח תפעולי של כ-143 מיליון ₪ ו-156 מיליון ₪, בהתאמה, לתקופה של תשעה חודשים שנסתיימו ביום 30.09.12 ולתקופה מקבילה אשתקד, בהתאמה. מגזר מתחמי התדלוק והמסחר הציג רווח תפעולי של כ-124 מיליון ₪ ו-138 מיליון ₪ לתקופה של תשעת החודשים שנסתיימו ביום 30.09.12 ולתקופה המקבילה אשתקד. תוצאות החברה הושפעו לטובה גם משמירה על מרווחי סולר יציבים והצגת רווחי מלאי. הוצאות השכירות של החברה גבוהות יחסית ומהוות כ-18% וכ-16% מסך הרווח הגולמי לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012 ולשנת 2011 בהתאמה. להערכת מידרוג, הוצאות אלו מהוות משקולת, במיוחד בעיתות של הידוק הרגולציה והתחזקות התחרות בענף.

להערכתנו, בסוף שנת 2013 החברה צפויה להציג תוצאות הדומות לתוצאות טרום הורדת מרווח השיווק והצגת תזרים תפעולי (EBITDA) של כ-280 מיליון ₪ בשנת 2013, עם גידול מתון במספר תחנות התדלוק.

⁴ יחס הכיסוי מחושב לאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות הכירה תפעולית, עפ"י מתודולוגיית מידרוג. יחס הכיסוי כולל גם התאמת הוצאות עמלות הסליקה ל-EBITDA ראה גם הערה (1) לעיל וזאת לצורכי השוואה מול החברות בענף.



מינוף גבוה יחסית ויחסי כיסוי איטיים לרמת הדירוג - צפי לשיפור בטווח הקצר-הבינוני

בארבעת הרבעונים האחרונים שהסתיימו ביום 30.9.2012 רשמה החברה תזרים תפעולי (EBITDA), בהיקף של כ-260 מיליון ₪, בהשוואה ל- EBITDA של כ- 270 וכ- 279 מיליון ₪ בשנים 2011 ו- 2010, בהתאמה. עיקר הירידה כתוצאה משחיקה בתוצאות מגזר מתחמי התדלוק והמסחר.

החוב הפיננסי של החברה ליום 30.09.2012 הסתכם בסך של כ- 1.84 מיליארד ש"ח, בהשוואה לסך של כ- 1.83 מיליארד ש"ח לסוף שנת 2011 ולכ- 1.61 מיליארד ₪ ליום 31.12.2010. העלייה בחוב בין השנים נבעה ברובה מצורכי הון חוזר גבוהים, בעיקר כתוצאה מעליית מחירי דלקים, מהפעילות במגזר השיווק הישיר, חלוקת דיבידנד וכן מהשקעה ברכוש קבוע. יחס ההון למאזן נשחק בהדרגה החל משנת 2010. יש לציין כי השחיקה ביחס ההון למאזן מושפעת גם מעלייה במחירי הדלקים.

יחס חוב ל- EBITDA לארבעת החודשים האחרונים שהסתיימו ב- 30.9.2012, הנו 8.1 ויחס כיסוי החוב ל- FFO הנו 12.5 זאת בהשוואה ל- 7.2 ו- 11.9, בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד. תזרימי מזומנים מפעילות (FFO) מהווים, בממוצע לשלוש השנים האחרונות כ- 8%-10% מהחוב הפיננסי ברוטו.

להערכת מידרוג, בטווח הקצר-הבינוני החברה צפויה להקטין את היקף ההשקעות ההוניות ולשמור על מדיניות חלוקת דיבידנד מתונה, צעדים שסייעו בידה לצמצם את רמת החוב הפיננסי. צמצום זה ייתמך גם בקיטון ההון החוזר בתחילת שנת 2013. לאור זאת אנו צופים שיפור מסוים ביחסי הכיסוי, עם כיסוי חוב ל- EBITDA בטווח של 7.5-7 יחס כיסוי חוב ל- FFO בטווח של 11-12.

נזילות סבירה הנסמכת על יתרות מזומנים, תזרים מזומנים חופשי חיובי ומסגרות אשראי

יתרת המזומנים והפיקדונות לזמן קצר ליום 30.9.2012 עמדה על סך של כ- 177 מיליון ₪. לחברה פיקדונות לזמן קצר, בסך של כ- 120 מיליון ₪, כמחצית הסכום מופקד אצל ספקים עיקריים של החברה, ומהווה ביטחונות של הפעילות השוטפת. לחברה מסגרות אשראי פנויות, בסך של כ- 440 מיליון ₪, כמחציתן חתומות. נכון ליום 30.09.12 לחברה יתרת הלוואה לחברת האם במסגרת הסכם יתרות הדדיות בסך של כ- 70 מיליון ₪ בנטו. צרכי פירעון קרן החוב לזמן ארוך בשנים 2013 ו-2014 מסתכמים בכ- 294 מיליון ₪ (כ-175 מיליון ₪ שירות אג"ח) ו- 280 מיליון ₪, (כ- 175 מיליון ₪ שירות אג"ח), בהתאמה. בשנים האחרונות, כמו גם כצפוי בשנת 2013, שירות החוב מתבסס בעיקר על על מיחזור החוב באמצעות בנקים או אג"ח.

תזרים המזומנים החופשי (FCF) של החברה הסתכם בסך של 56 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012 לעומת תזרים חופשי שלילי של כ- 55 מיליון ₪ לתקופה המקבילה אשתקד. היקף התזרים החופשי הושפע בעיקר מהקיטון בהון החוזר האופייני למגזר השיווק הישיר אשר קיבל ביטוי בעיקרו ברבעון שלישי 2012 וכן מירידה במחירי



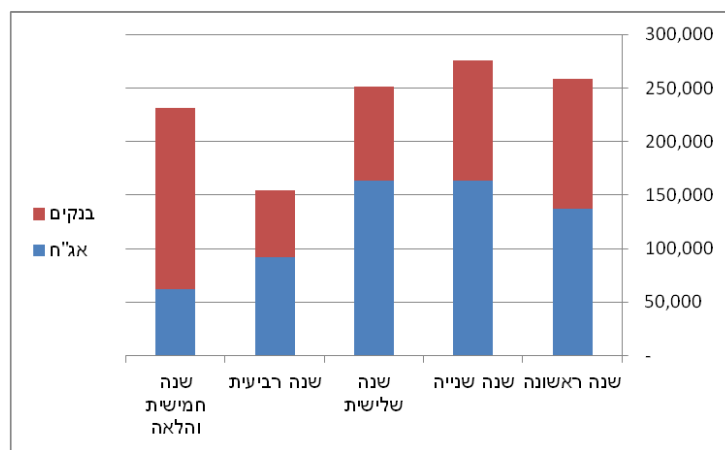
הדלקים. החל מרבעון שלישי לשנת 2012, החברה פועלת להורדת ימי אשראי לקוחות. ברבעון שלישי 2012, החברה הציגה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת חיובי בהיקף של כ- 178 מיליון ₪ (לעומת סך של כ- 17 מיליון ₪ לתקופה מקבילה אשתקד). בנוסף, ההשקעות ההוניות של החברה מצויות במגמת ירידה בשנה האחרונה. להערכת מידרוג, במהלך שנת 2013 צפויה החברה להציג קיטון נוסף בהון החוזר דרך צמצום אשראי לקוחות. יש לציין כי החברה מציגה ימי אשראי לקוחות נמוכים ביחס לענף.

תנאי אשראי לקוחות, ספקים וימי מלאי של החברה לאורך השנים:

31/12/08	31/12/09	31/12/10	31/12/11	30/9/11	30/9/12	
44	48	47	51	47	45	ימי אשראי לקוחות
30	40	39	41	37	39	ימי אשראי ספקים
15	14	14	13	11	13	ימי מלאי - סה"כ

החברה חילקה דיבידנד מצטבר בסך של כ-170 מיליון ₪ בשנים 2008-2012 (כ-62% מהרווח הנקי בממוצע), מכך, כ-55 מיליון ש"ח חולקו בשנת 2011. לאור יחס ההון למאזן החלש של החברה, מידרוג תבחן את מדיניות הדיבידנד של החברה אשר תהייה מגובה בתזרים מזומנים חופשי חיובי משמעותי, לאחר חלוקת דיבידנד ושמירה על יחס הון למאזן שהולם את רמת הדירוג.

לוח סילוקין התחייבויות לז"א ליום 30.09.2012, באלפי ₪:



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לזמן קצר, בסך של כ-631 מיליון ₪, ליום 30.09.2012.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדה משמעותית של רמת המינוף, תוך שיפור מהותי ביחס הכיסוי.

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

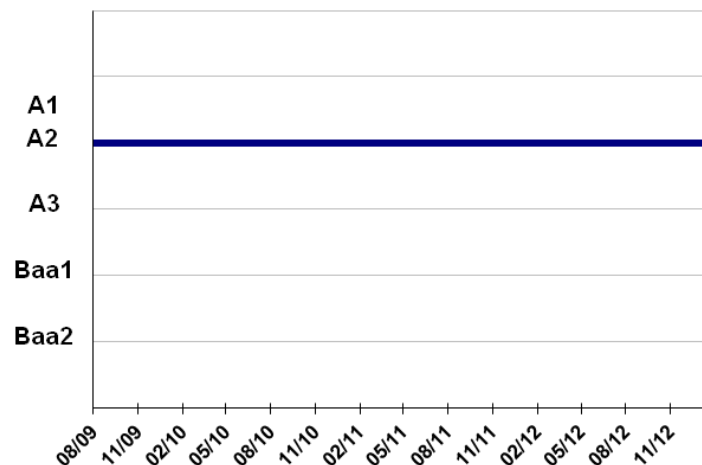
- אי שיפור מתמשך ביחס החוב הפיננסי המותאם ברוטו ל-EBITDA ע"ב ארבעת הרבעונים האחרונים לטווח של 7.0- 7.5 (היחס מותאם להוצאות חכירה תפעולית ולהתאמת עמלות הסליקה).

- פגיעה ברמת הנזילות של החברה ביחס לצורכי שירות החוב ופגיעה בגמישות הפיננסית.
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

אודות החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור אלון" או "החברה"), הינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בתל אביב. החברה מוחזקת בשיעור של 78.43% ע"י אלון החזקות ברבוע כחול- ישראל בע"מ ("רבוע כחול" או "החברה האם") שהינה חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א ובניו-יורק. החברה, יחד עם החברות הבנות שלה, עוסקת בפיתוח, הקמה והפעלה של תחנות תדלוק ומרכזים מסחריים בסמיכות להם וכן, בשיווק של מוצרי דלק ומוצרי צריכה אחרים בתחנות תדלוק ומחוז לתחנות. מגזר מתחמי התדלוק והמסחר הינו מגזר הפעילות העיקרי של החברה, התורם כ-75% מהרווח התפעולי. הפעילות בו כוללת בעיקר פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות תדלוק ציבוריות בשם המותג "דור אלון", אשר מרביתן כוללות חנויות נוחות, בסמוך להן, בשם המותג "אלונית" ו-"סופר אלונית" וכן חנויות נוחות בקיבוצים ומושבים, הממותגות בשם "אלונית בקיבוץ/מושב". במגזר זה נכללת גם פעילות רשת AM:PM שנרכשה בחודש ינואר 2007. נכון למועד דוח זה, דור אלון מחזיקה ברשת מתחמי תדלוק, הכוללת 202 תחנות דלק ציבוריות בפריסה ארצית וכן 138 חנויות נוחות (אלוניות) בתוך מתחמי התדלוק. בנוסף, החברה מפעילה 46 חנויות AM:PM ו-25 אלוניות בקיבוצים ובמושבים. מגזר הפעילות השני בחברה הינו השיווק הישיר, הכולל מכירה, שיווק והפצה של מוצרי דלק ישירות ללקוחות, לרבות אספקה של גפ"מ למשקי בית ותעשייה. מגזר הפעילות השלישי בחברה הינו מגזר שיווק דלק סילוני, הכולל שיווק של דלק סילוני לחברות תעופה אזרחיות והשקעה בחברה כלולה, המפעילה תשתית תדלוק בנתב"ג.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

דוח דירוג - מעקב יוני 2012

ענף שיווק הדלקים - דו"ח מיוחד, יולי 2011

מתודולוגיה - "מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010.

תאריך דוח: 27.01.2013

רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:

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

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות 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 מאד.	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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.



דו"ח מספר: CTD040113150M

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 במישורין 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 צריכים 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 שבכונתו 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.