



פלסטו שק בע"מ

דירוג ראשוני | מאי 2013

1

מחבר:

עמית ברון, אנליסט
amitb@midroog.co.il

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il
סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

פלסטו - שק בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרה
------------------	------	------------

מידרוג מאשרת דירוג Baa1 באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק פלסטו-שק בע"מ ("פלסטו-שק" או "החברה"), בסך של עד 80 מיליון ש"ח ערך נקוב, במסגרת הנפקה של סדרה חדשה, צמודת מדד, במח"מ של כ-4 שנים. מבנה הגיוס הסופי טרם נקבע. תמורת הגיוס תשמש את פלסטו-שק לפירעון חוב בנקאי ולפעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 07.05.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

פרופיל החברה

פלסטו-שק בע"מ ("פלסטו שק" או "החברה") עוסקת בייצור שרולים ויריעות פוליאטילן, המיוצרים מתערובות של פולימרים, המשמשים לייצור אריזות גמישות וכן עוסקת בייצור של אריזות גמישות, המיוצרות מאותן יריעות פוליאטילן, דוגמת שקים ושקיות בעלי תכונות משתנות, אריזות גמישות למוצרי מזון, טואלטיקה וכיו"ב. החברה רוכשת את הפולימרים ממספר ספקים מובילים בחו"ל וספק יחיד בארץ. ייצור החברה מתבצע בשלושה מפעלים הממוקמים בשדרות, משמר השרון וביבנה, בעלי כושר ייצור כולל של כ-32 אלפי טון בשנה. החברה מעסיקה כ-370 עובדים, מרביתם עובדי ייצור. החברה הינה בעלת נתח שוק מהותי בישראל והינה מהמובילות בתחומה בשוק המקומי. בנוסף, לחברה שלוש חברות בנות, הפועלות כחברות שיווק באנגליה, ספרד ומקסיקו ונוכחות בארה"ב ואפריקה. לקוחות החברה כוללים לקוחות בעלי מיצוב עסקי גבוה וחוסן פיננסי גבוה. שיעור ההפרשה לחומ"ס בחברה הינו נמוך לאורך השנים.

פלסטו-שק הוקמה בשנת 1981 והפכה לחברה ציבורית, הנסחרת בבורסה לניירות ערך בתל אביב, בשנת 1994. בשנת 2007 נרכשה השליטה בחברה על ידי חברת קרגל בע"מ ("קרגל"), המחזיקה כ-81% מהון המניות. קרגל (Baa1) אופק שלילי, הינה חברה פרטית ותאגיד מדווח בבורסה לניירות ערך בתל אביב, העוסקת בייצור לוחות ואריזות מקרטון גלי. בעלי המניות העיקריים בקרגל הינם חברת סי.אי (50.5%), כלל-תעשיות, (26.3%), קרן סקיי (11.9%), קרן בראשית (7.8%), חברת אי.בי.אנדי השקעות (1.7%) וחברת קיו.פי.אי (1.7%).

במהלך שנת 2008, במסגרת רה ארגון, הועברו הון המניות של חברת קרגל אריזות גמישות בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה של קרגל לאותו מועד, העוסקת בייצור אריזות גמישות, לפלסטו שק וזאת - כנגד הקצאת מניות לקרגל. בסיום המהלך כל פעילות ייצור האריזות הגמישות רוכזה תחת החברה.

בחודש אפריל 2013 דיווחה החברה על מכירת הקרקע של מפעלה ביבנה והעתקתו לאתר חלופי בשדרות וזאת - במטרה לאחד אתרי ייצור ולחסוך בעלויות. אסטרטגיית החברה כוללת כניסה לשווקי נישא גלובאליים, הן ע"י גידול פינני והן בדרך של מיזוגים ורכישות, תוך דגש על בידול ומיקוד.

פלסטו-שק - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	
394	325	376	409	393	הכנסות
64	50	52	57	50	רווח גולמי
22	14	17	19	9	רווח תפעולי
(20)	3	5	10	(1)	רווח (הפסד) לפני מס
(22)	9	13	14	0	רווח (הפסד) לתקופה
16.2%	15.2%	13.9%	13.9%	12.7%	שיעור רווח גולמי
5.5%	4.4%	4.6%	4.5%	2.2%	שיעור רווח תפעולי
13	25	27	26	33	מזומנים ושוי מזומנים
172	123	131	140	¹ 173	חוב פיננסי
218	224	230	230	211	הון עצמי
43	34	37	40	30	EBITDA
27	21	26	31	22	FFO
45	62	(6)	(11)	² (16)	FCF
(16)	(7)	(15)	(20)	² (16)	CAPEX
0	(3)	(6)	(11)	(16)	דיבידנדים ששולמו
44%	48%	46%	46%	41%	הון / סך מאזן
40%	33%	34%	36%	43%	חוב ברוטו / CAP
1.3	1.4	1.8	2.0	0.9	EBIT / הוצאות מימון
26%	50%	-5%	-8%	-9%	חוב ברוטו / FCF
4.2	3.9	3.8	3.8	5.7	EBITDA / חוב ברוטו
8.8	8.0	7.1	6.6	8.1	FFO / חוב ברוטו

שיקולים עיקריים לדירוג

פלסטו שק פועלת בענף האריזות הגמישות, המאופיין ברמת סיכון בינונית - גבוהה. הביקושים בענף יציבים יחסית ונגזרים מהביקוש למוצרי צריכה בסיסיים. עם זאת, היצרנים בענף מצויים בחלק התחתון של שרשרת הערך, תוך רגישות מחיר גבוהה מצד הלקוחות. הדבר מתבטא ברמת רווחיות נמוכה יחסית, המאפיינת את הענף. התחרות בענף בישראל החריפה בשנים האחרונות והדבר ניכר בשחיקה בשיעורי הרווחיות. לחברות בענף חשיפה גבוהה לתנודתיות במחירי חומרי הגלם, שהינם פולימרים נגזרי נפט. שכיחותם של מנגנוני הצמדה בחוזי לקוחות החברה מגדרת סיכון זה לאורך זמן, אך בטווח הזמן הקצר, תנודתיות מחירי חומרי הגלם חושפת את החברה לפגיעה מסוימת ברווחיות. החברה הינה מהחברות המובילות בענף האריזות הגמישות בישראל, בעלת מעמד עסקי יציב ובסיס לקוחות ותיק ומפוזר, ממגוון רחב של ענפי משק. כמו כן, קיימת לחברה פעילות מהותית בחו"ל שבכוונתה להוסיף ולפתח. בשנים האחרונות ביצעה החברה השקעות נרחבות ביכולות ייצור מתקדמות, התורמות לחיזוק מעמדה בענף.

¹ החוב הפיננסי ברוטו כולל אשראי ספקים לזמן ארוך בסך 10 מיליון ₪.

² מוצג כסכום נטו הכולל 4.8 מיליון ₪ מענק השקעה.



בשנת 2012 נפגעה רווחיות החברה בשוק המקומי נוכח תחרות גבוהה שהובילה לקטון כמותי במכירות. אנו מעריכים כי לחברה פוטנציאל צמיחה מתון, בחלוקה בין השוק המקומי ושוק היצוא וזאת - לאור הצמיחה הכלכלית המתונה בישראל וההאטה בשוק האירופאי, אשר מהוות מגבלה לצמיחה משמעותית במכירות. בטווח הזמן הבינוני אנו מניחים שיפור מסוים ברווחיות עם הגידול במכירות.

צורכי ההשקעה של החברה צפויים לקטון בשנה הנוכחית. עם זאת, לאורך זמן, החברה נדרשת להשקעות מהותיות על מנת לשמר את כושר הייצור ולעמוד בדרישות לחדשנות וגיוון המוצרים. בשנתיים האחרונות החברה חילקה דיבידנדים בשיעור גבוה מהרווח הנקי ואנו מעריכים התמתנות במדיניות החלוקה בטווח הזמן הקצר. לאורך זמן, אנו מניחים המשך חלוקה בהיקפים משמעותיים נוכח צורכי מימון בחברה האם - קרגל. עם זאת, אנו מצפים כי לא תחול שחיקה מהותית ביחס ההון למאזן, המהווה גורם חוזק בדירוג.

לחברה מינוף מתון יחסית, אם כי זה עלה בשנה האחרונה. הגידול במינוף בשילוב הפגיעה ברווח, הובילו לשחיקה ביחסי הכיסוי. להערכתנו, צפוי שיפור ביחסי הכיסוי לרמה של סביב 5.0x חוב ברוטו ל-EBITDA ו-7.0x חוב ברוטו ל-FFO וזאת - לאור שיפור שאנו צופים בתזרים התפעולי ובתזרים החופשי, תוך אפשרות של הקטנה מסוימת בהיקף החוב. אנו מעריכים כי לאורך זמן צורכי ההשקעה ברכוש קבוע ודיבידנדים ימנעו צמצום משמעותי בחוב הפיננסי. נזילות החברה סבירה ונסמכת על יכולת ייצור תזרימי מזומנים, אמצעים נזילים ומסגרות אשראי בלתי מחייבות.

חוזקות

מעמד עסקי חזק בשוק המקומי

פלסטו שק הינה בין החברות המובילות בענף האריזות הגמישות, שרוולים ויריעות הפוליאיתילן בשוק המקומי. מוצרי החברה הינם מוצרים בסיסיים, המשמשים לאריזתם של מוצרים אחרים ותלויים ברמת הביקושים של אותם מוצרי קצה. החברה הינה אחת משלוש החברות הגדולות בישראל עם נתח שוק מהותי בשוק המקומי.

בשנת 2012 כ-65% ממכירות החברה היו לשוק המקומי, למגוון רחב של לקוחות, הנמנים על מגזרי משק שונים לרבות חברות תעשייתיות, גופים ממשלתיים, מוסדות פיננסיים ורשתות קמעונאיות. יתרת המכירות (35%) יועדה לייצוא, באמצעות חברות בנות, סוכנים, מפיצים ואנשי מכירות של החברה, המשווקים את מוצרי החברה באירופה (61% מהייצוא), אמריקה (30%) ואפריקה (9%). לחברה אין תלות בלקוח בודד, אולם יש לה מספר לקוחות גדולים. בהקשר זה, מידרוג מציינת לטובה את שיעור החובות המסופקים והאבודים של החברה לאורך השנים, אשר הינו נמוך עד אפסי. גיוון הלקוחות, השייכים לענפים שונים בפיזור מסוים, מצמצם את הסיכון העסקי המאפיין את ענף הפעילות.

מוצרי החברה נמכרים חלקם כמוצרי אריזה סופיים לתעשיות (דוגמת תעשיות המזון והטואלטיקה) וחלקם כחומרי גלם לתעשיית האריזות הגמישות. בנוסף, פלסטו-שק מייצרת מוצרים בעלי ערך מוסף ואופי ייחודי. מוצרים אלו הינם מורכבים יותר ומשלבים פיתוחים של החברה אשר ניתן לרשום בגינם שיעורי רווחיות גבוהים יותר. עם זאת, שיעורם בתמהיל מוצרי החברה נמוך יחסית. דוגמה למוצרים אלו הינן מעטפות בטיחות (המאפשרות מתן פתרונות לשינוע מזומנים ודברי ערך, באופן מבטח ומבוקר) ורשתות לאריזת תוצרת חקלאית. אסטרטגיית החברה כוללת התמקדות במוצרים אלו, המאופיינים בשולי רווח גבוהים ומהווים יתרון מול מתחרותיה.

איתנות פיננסית טובה, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר

רמת האיתנות הפיננסית של החברה בולטת לטובה במגזר התעשייה. ההון העצמי של החברה ליום 31.12.2012 הסתכם בסך של כ-211 מיליון ₪, והיווה כ-41% מסך המאזן. יחס הון למאזן, בנטרול נכסים בלתי מוחשיים בסך של 65 מיליון ₪, עמד על כ-29%. החברה שמרה על יחס הון למאזן גבוה לאורך השנים, אולם, בשנה האחרונה חלה שחיקה

נוכח הקיטון ברווח הנקי לצד חלוקת דיבידנד. מינוף החברה עלה בשנה האחרונה. יחס החוב/CAP ברוטו עלה משיעור 36% בשנת 2011 לשיעור 43% בשנת 2012. יחס החוב/CAP נטו עלה בשיעור מתון יותר, משיעור 32% לשיעור 38%, בהתאמה. סך הנכסים במאזן, אשר מסתכמים לכ- 511 מיליון ₪ ליום 31.12.2012, כוללים בעיקר יתרת לקוחות ומלאי בסך של כ- 110 מיליון ₪, בהתאמה, לכל סעיף ויתרת רכוש קבוע של כ- 179 מיליון ₪. לחברה יתרת עודפים ראויים לחלוקה בסך של כ- 42 מיליון ₪ ליום 31.12.2012. במהלך השנים 2008-2012 חילקה החברה דיבידנד במצטבר בסך של 36 מיליון ₪.

החוב הפיננסי של החברה ליום 31.12.2012, הסתכם בכ- 173 מיליון ₪, לעומת חוב של 140 מיליון ₪, בתקופה המקבילה אשתקד. רובו של החוב, כ- 155 מיליון ₪, הינו חוב לזמן קצר וחלויות שוטפות. הגידול בחוב בין השנים 2011 ל- 2012 נבע בעיקרו מגידול באשראי לז"ק, אשר מימן דיבידנד לחברה האם בסך 16 מיליון ₪ ורכישת רכוש קבוע בסך 15 מיליון ₪ (לאחר קבלת מענק השקעה). כמו כן, החוב הפיננסי מושפע משינויים בצרכי ההון החוזר, המאופיינים בתנודתיות ומושפעים מהיקפי הפעילות, ממחירי חומרי הגלם (הנגזרים ממחירי הנפט) ומשינויים בשע"ח. יחס חוב ל-EBITDA לשנת 2012 עמד על כ- 5.7 לעומת יחס של כ- 3.8 בשנים 2009-2011. מידרוג מצפה כי החברה תשפר את יחס כיסוי חוב ל-EBITDA בטווח הזמן הבינוני.

רמת הנזילות והגמישות הפיננסית סבירה

רמת הנזילות של החברה הנה סבירה ביחס לצורכי שירות החוב ומתבססת על יכולת ייצור מזומנים טובה ועל היתרות הנזילות בחברה. החברה ממומנת בעיקר על ידי אשראי בנקאי לזמן קצר. גיוס האג"ח המתוכנן צפוי להחליף אשראי לז"ק ולשפר את מבנה המימון של המאזן. צורכי פירעון חוב ז"א, החזויים לשנה הקרובה ובשנים לאחר מכן, לאור הנפקת האג"ח, מוערכים בהיקף שנתי של כ-16 מיליון ₪. להערכת החברה, נכון לסוף 2012 לחברה קיימת גמישות אשראי אשר מאפשרת ניצול אשראי נוסף בסכום של כ-40 מיליון ₪, לרבות כנגד יתרת המזומנים בקופתה. בנוסף, החברה פועלת להגדלת מסגרות האשראי הקיימות. לחברה מערכת יחסים ארוכה ומוכחת מול המערכת הבנקאית והיא מתנהלת מול מספר בנקים מממנים אשר להם שיעבוד שוטף על נכסי החברה. כמו כן, החברה אינה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסית כלשהן מול הבנקים.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

רווחיות נמוכה, המושפעת מרמת התחרות החריפה וממחירי חומרי הגלם

עפ"י תחזיות מודי'ס³, לענף האריזה בשנת 2013 צפויה יציבות. בין הגורמים לכך ניתן למנות את הציפייה ליציבות במחירי חומרי הגלם (שרפים למיניהם), דומיננטיות אריזות המזון אשר מהווה בסיס מכירות יציב יחסית, קיטון בכושר הייצור של היצרנים האירופים אשר ימתן את השפעת המיתון בכלכלה האירופית על שוק האריזות הגמישות, חדירה לשווקים מתפתחים והמשך מגמת ההתייעלות ושיפור הניצולת, הן בהיבטים תפעוליים והן באמצעות מיזוגים ורכישות. כאמור, שיעור הרווחיות הגולמית בענף האריזות הגמישות מושפע ממחירי חומרי הגלם, בעיקר פולימרים, שהינם קומודיטי, המהווים את המרכיב העיקרי בעלות הייצור (כ- 62% מעלות המכר של החברה). מחירי הפולימרים נגזרים ממחיר הנפט ומעודפי ביקוש והיצע בשווקים העולמיים (בעיקר במזרח הרחוק). מרבית ספקי הפולימרים של החברה הינם יצרני ענק מחו"ל וחברת כרמל אולפינים בישראל. אף על פי כן, בחלק מחוזי המכירה קיימת לחברה האפשרות לעדכון מחירי המכירה, בהתאם לשינוי מחיר חומרי הגלם. לעתים קיים קושי בטווח הקצר לעשות זאת, דבר המשפיע על שיעורי הרווחיות אשר מציגה החברה בין התקופות. הסיכון המרכזי הינו בתנודתיות המחיר אשר עלולה לגרום

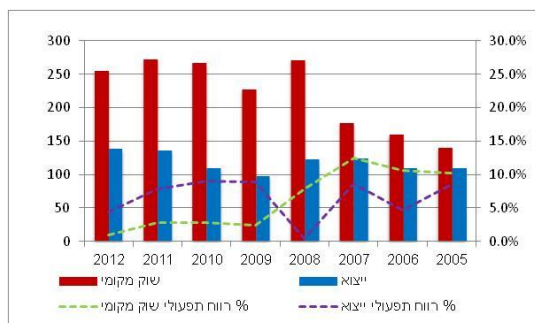
³ 2013 Global Paper/Forest Products and US Packaging Industry Outlook, December 2012

לחברה לנקוט במדיניות תמחיר הפסדית. בנוסף, קיימת חשיפה לשער החליפין בו נקובים מחירי חומרי הגלם הנרכשים מספקים בחו"ל. מאחר וחלק ממכירות פלסטו שק הינן לחו"ל, קיימת לחברה "הגנה טבעית" מסוימת כנגד סיכון שע"ח. מעבר לכך, החברה אינה נוקטת בפעילות גידור על מנת לצמצם סיכון זה.

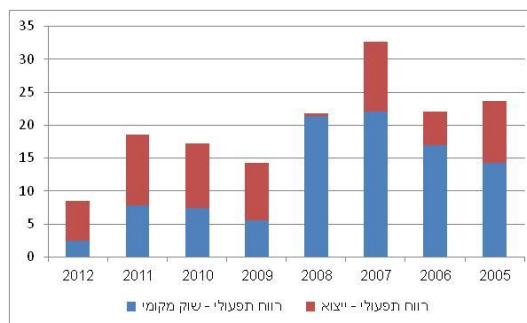
בשנים האחרונות חלה עלייה ברמת הסיכון של חברות בענף האריזות בישראל עקב תחרות עזה בשוק המקומי ובשווקים מחוץ לישראל וזאת - לאור השקעות גבוהות וגידול בכושר הייצור. במקביל, סבל הענף מצמצום בביקושים לאור מצב הכלכלה העולמית בשנים 2008 ו- 2009. התחרות והקיטון ברווחיות בענף גרמו לכך כי מספר החברות הפעילות בשוק בישראל צומצם, עקב מגמת מיזוגים ורכישות וזאת - בדומה למגמה העולמית של חתירה ליתרון לגודל ולאופטימיזציה של פונקציית הייצור. בשנים 2010-2011 הורגשה התאוששות מסוימת בענף, אך בשנת 2012, אחת מהיצרניות הבולטות בישראל בתחום האריזות הגמישות - אקסטרא פלסטיק בע"מ נכנסה לקשיים, מצב שהשליך על השוק ותמך בהורדת מחירים.

בשנת 2012 קטנו הכנסות החברה בכ- 4% לאחר שבשנת 2011 צמחו בכ- 9%, בהמשך לצמיחה של כ- 16% בכל שנת 2010, צמיחה שנרשמה בכלל ענף הפלסטיקה והגומי. לאור התחרות החריפה בשנים האחרונות, שיעור הרווח הגולמי של החברה ירד מכ- 16.2% בשנת 2008 לכ- 13.9% בשנת 2011. שיעור הרווח התפעולי נותר יחסית יציב בשנים הללו ובממוצע עמד על כ- 4.8% וזאת- בעקבות צעדי התייעלות, אשר כללו צמצום בהוצאות השכר. בשנת 2012 המרווח הגולמי של החברה קטן לשיעור 12.7%. להערכת מידרוג, המרווחים בשוק האריזות הגמישות המקומי עשויים להשתפר לעומת שנת 2012, נוכח התמתנות מסוימת במגמת הורדת המחירים. כמו כן, להערכתנו, יירשם שיפור מסוים במרווח התפעולי במגזר הייצוא כתוצאה מגידול במכירות בטריטוריות חדשות.

מכירות מגזרי החברה ושיעורי רווחיות (מיליוני ₪)



רווח תפעולי - מגזרי החברה (מיליוני ₪)



תזרים חופשי מוטה השקעות הוניות גבוהות וצורכי הון חוזר תנודתיים

החברה הציגה תזרים מזומנים חופשי (FCF) שלילי של כ- 20 מיליון ₪ בשנת 2012 וכ- 11 מיליון ₪ בשנת 2011. התזרים השלילי הושפע בעיקר מתשלומי דיבידנד, השקעות ברכוש קבוע וכן מצורכי הון חוזר, לאור גידול בהיקף המלאי והשינוי במחירי חומרי הגלם. החברה ביצעה בשנים האחרונות השקעות גבוהות ברכוש קבוע, לצורך הרחבה והשבחה של כושר הייצור. להערכת מידרוג, היקף ההשקעות ברכוש הקבוע יקטן הבאות בטווח הזמן הקצר-בינוני ויהווה בין 50%-70% מהפחת השנתי.



מדיניות דיבידנד רחבה הנגזרת מצורכי מימון חברת האם

פרופיל סיכון האשראי של החברה מושפע מהפרופיל העסקי והפיננסי של חברת האם. להערכתנו, קיים קשר ניכר בין דירוג פלסטו שק לדירוג חברת האם, עקב היות פלסטו שק אחזקת ליבה, בשיעור בעלות של כ- 81%. בשנה האחרונה הציגה קרגל (במאחד עם פלסטו שק) שחיקה בתוצאות. עם זאת, חברת קרגל ביצעה תהליכי התייעלות משמעותיים ועשויה להציג שיפור ברווחיות בשנה הנוכחית. יכולת החזר החוב של קרגל נסמכת בחלקה על העלאת דיבידנדים מפלסטו שק, אשר נרכשה על ידי קרגל בשנת 2008 בין השאר, באמצעות חוב. להערכת מידרוג, צורכי המימון של חברת האם יוצרים לאורך זמן תמריץ לחלוקת דיבידנדים, גורם אשר נלקח בחשבון בדירוג. עם זאת, בטווח הזמן הקצר הצהירה החברה על מדיניותה לצמצם את חלוקת הדיבידנדים.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור מהותי ומתמשך ברווחיות החברה
- הגדלת היקף הפעילות והתזרים התפעולי

גורמים אשר עלולים להוריד את הדירוג:

- חולשה מתמשכת ברווחיות החברה
- חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב פיננסי ל- EBITDA של 6.0
- שחיקה משמעותית ביחס ההון למאזן

תאריך הדוח: 07.05.2013

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 פיננסי + 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 הוניות - 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

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