



אלבר שירותי מימונית בע"מ

פעולת דירוג | ספטמבר 2009

1

מחבר:

זיו פרנקל, אנליסט
ziv@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il
אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

אלבר שירותי מימונית בע"מ

דירוג אג"ח	A3	אופק הדירוג: שלילי
------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3 באופק דירוג שלילי להנפקת אגרות חוב בסדרה חדשה, אחת או יותר, בסך כולל של עד 150 מיליון ₪ על ידי אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר" או "החברה"). אגרות החוב יישאו ריבית צמודה או משתנה. מח"מ אגרות החוב יעמוד על 2.5-4.0 שנים. להבטחת התחייבויות החברה בקשר עם אגרות החוב תשעבד החברה לטובת הנאמן לאגרות החוב בשעבוד קבוע בדרגה ראשונה כלי רכב לפי רשימה נתונה, אשר ניתנת לעדכון מעת לעת, לרבות הזכויות לקבלת התשלומים מהסכמי החכירה ו/או השכירות בגין כלי הרכב המשועבדים. החברה מתחייבת כלפי הנאמן כי שווי כלי הרכב המשועבדים, כפי שייקבע ע"פ מחירון מוסכם, לא יפחת מ-100% מהיתרה הבלתי מסולקת של אגרות החוב. יש לציין כי הדירוג מתבסס על יכולת הפירעון הכוללת של החברה - מאפייני הבטוחה שתועמד לטובת מחזיקי אג"ח אלו לא שימשו כגורם מחזק לדירוג הסדרה.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 2/9/2009. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

בחודש מרץ 2008 הציבה מידרוג אופק דירוג שלילי לאג"ח של אלבר על רקע הרעה בפרמטרים תפעוליים, אשר העיבו על הרווחיות ויכולת עמידת החברה ביחסי איתנות ההולמים את הדירוג, כמו גם לאור הרעה בסביבה העסקית של ענף הליסינג התפעולי. בחודש דצמבר 2008 הורד דירוג סדרות האג"ח מידרוג A2 לדירוג A3, תוך הותרת אופק הדירוג השלילי. הורדת הדירוג והותרת האופק השלילי נבעו מרמת הגמישות הפיננסית הנמוכה של החברה, זאת לנוכח שיעור נמוך של כלי רכב לא משועבדים, ניצול מלא של אשראי מבנקים ויחס הון למאזן נמוך. כמו כן ציינה מידרוג את ההרעה בנגישות למקורות אשראי ואת ההודעה על עסקת בעלי עניין אותה ראתה מידרוג כבעלת פוטנציאל שלילי על החברה. ברבעונים האחרונים הציגה החברה שיפור באיתנותה הפיננסית, בדגש על יחס ההון למאזן וכן שיפור יחסי הכיסוי, זאת על רקע הורדה משמעותית בהיקף צי כלי הרכב ובהיקף החוב הפיננסי. יחד עם זאת, במקביל הבנקים המממנים העלו את יחס ההון המינימלי הנדרש מהחברה. מידרוג רואה שיפור מסוים ברמת הגמישות הפיננסית על רקע שיפור היחסים הפיננסיים בכלל, וביחס לאמות המידה של הבנקים המממנים בפרט. כמו כן רואה מידרוג באופן חיובי את מאמצי הטיוב של תיק הלקוחות. מנגד יש לציין את הירידה שהציגה החברה בשיעורי הרווחיות, את הקיטון בהיקף הפעילות שעשוי להוביל לאובדן נתח שוק, ואת מצבה הפיננסי של החברה האם אשר עשוי להשליך על היקף חלוקת המקורות מהחברה. כמו כן, להערכת מידרוג, עוד מוקדם לראות את השפעות השינויים באסטרטגיה ובהיקף צי הרכב על היקף הפעילות של החברה, רווחיותה ויחסיה הפיננסיים.

הדירוג A3 באופק דירוג שלילי חל גם על סדרות האג"ח הקיימות המדורגות ע"י מידרוג, כדלקמן:

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ריבית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים במיליוני ₪*		שנות פירעון האג"ח
					25/08/09	30/6/09	
א'	לא סחיר	12/2006	6.50%	מדד	165.0	161.9	2006-2012
ב'	לא סחיר	12/2006	6.50%	מדד	41.5	47.5	2006-2011
ג'	1110618	05/2008	5.00%	מדד	154.7	151.7	2008-2013
ד'	1110626	05/2008	5.80%	מדד	67.2	66.0	2008-2014
ה'	1110634	05/2008	7.90%	שקלי	108.4	108.4	2008-2014
ו'	1110642	05/2008	5.75%	מדד	105.7	124.4	2008-2013

* יתרת האג"ח בספרים אינה כוללת סך של כ-21.7 מיליון ₪ ערך נקוב שנרכש על ידי החברה ולא נמוך מהמסחר

דירוג סדרות האג"ח של אלבר כפוף להתניות הבאות: (1) התחייבות החברה כי לאורך שנות חיי האג"ח חלוקת דיבידנד בתוספת דמי ניהול מעל לסך של 2.4 מיליון ש"ח לא יעלו על 50% מהרווח השנתי המצטבר החל מ-1/1/06 (2) התחייבות החברה שלא לפרוע הלוואות בעלים קיימות שהועמדו ע"י החברה האם ליום פרסום דוח הדירוג (3) התחייבות החברה שלא לתת הלוואות נוספות לחברת האם לאורך שנות חיי האג"ח.

התפתחויות פיננסיות ועסקיות עיקריות¹

קיטון ניכר בהיקף צי כלי הרכב לצד ירידה בחוב הפיננסי

במהלך הרבעון האחרון של שנת 2008, בעקבות פריצת המשבר הכלכלי והמשבר בענף הליסינג, עברה החברה למדיניות של צמצום צי כלי הרכב שלה. לצורך זאת הקטינה החברה במהלך החציון הראשון של שנת 2009 את היקף קניית הרכבים החדשים באופן משמעותי, תוך שהיא נמנעת מחידוש עסקאות מסוימות לצד הארכת עסקאות אחרות בכלי הרכב הקיימים. צי הרכבים ליום 30/6/09 מנה כ-31.2 אלפי רכבים לעומת כ-34.4 אלפי רכבים ליום 30/9/08 (ירידה של כ-9.3%). שווי הספרים נטו (בניכוי פחת) של כלי הרכב עמד על כ-2.0 מיליארד ש"ח ליום 30/6/09 לעומת כ-2.5 מיליארד ש"ח ליום 30/9/08 (ירידה של כ-20%). הירידה החדה בשווי הספרים נבעה מעליית הגיל הממוצע של כלי הרכב הפעילים ובשל שינוי אומדן ערך הגרט (ראה גם להלן). החברה מתכוונת להמשיך ולצמצם את היקף הצי, אם כי בקצב איטי מאשר בשנה החולפת, תוך שהיא מתכוונת לחזור לקנות רכבים בחציון השני של 2009.

במהלך חודש יוני 2009 הכריז משרד האוצר על רפורמת "שווי שימוש לינארי" לרכבי ליסינג. המשמעות הינה קביעת שווי השימוש של רכבי ליסינג (ממנו נגזר מס הכנסה על הטבת רכב ליסינג) על 2.19% ממחיר המחירון של הרכב במהלך שנת 2010 ו-2.50% ממחיר המחירון של הרכב החל משנת 2011 ואילך, זאת בניגוד לשיטת הקבוצות הנהוגה כיום. הרפורמה צפויה לייקר את שווי השימוש של רכבי הליסינג מעבר לקצב הייקור הנוכחי אשר נובע מרפורמת העלאת שווי השימוש הקודמת מסוף שנת 2007. להערכת מידרוג רפורמה זו, לצד הרפורמה הקודמת, תורמת להורדת כדאיות עסקאות הליסינג עבור צרכני הקצה ותוביל לצמצום מהותי בענף הליסינג בשנים הקרובות (זאת לצד השפעות אחרות אפשריות כגון מעבר של פירמות גדולות לרכישה עצמית של כלי רכב או מעבר לכלי רכב קטנים או זולים יותר).

החברה הציגה טיוב של תיק הלקוחות לצד רה-ארגון תפעולי

במהלך שנת 2009 נערכה החברה לטיוב של תיק הלקוחות, לצד רה-ארגון של מערך התשתיות והשירות. לצורך טיוב התיק נקטה החברה בגישה סלקטיבית לצימצום הצי בדגש על סיום עסקאות הפסדיות או עסקאות ברווחיות נמוכה (לרוב חברות גדולות). בעקבות פעולות אלו צמצמה החברה את החשיפה ללקוחות גדולים בעשרות אחוזים. במקביל לטיוב התיק, הציגה החברה רה-ארגון בתשתית התפעולית שלה שכלל עיבוי מערך הסניפים והפיכת כל הסניפים לסניפים תפעוליים. כמו כן, העבירה החברה חלק ממערך השירות ממיקור חוץ לפעילות פנימית. מטרת הארגון החדש הינה שיפור השירות ללקוחות קטנים (אשר אינם נהנים מסניף משלהם). הרה-ארגון מצטרף לטיוב התיק כחלק ממהלך אסטרטגי שמטרתו העברת משקל הכובד של החברה לשוק הלקוחות הבינוניים-קטנים על חשבון שוק הלקוחות הגדולים במטרה לשפר את הרווחיות. יש לציין כי לדברי החברה, תוצאותיה הכספיות למחצית השנה הראשונה משקפות את הגידול בהוצאות הנובע ממהלך זה, אך עד כה לא שיקפו גידול בהכנסות. להערכת מידרוג, מוקדם עדיין להעריך את תוצאות הרה-ארגון.

רפורמת "המיסוי הירוק" עשויה לשפר את שווי המלאי של חברות הליסינג

במהלך חודש יוני 2009 הכריז משרד האוצר על רפורמת "המיסוי הירוק" - רפורמה הכוללת העלאת המס על כלי רכב חדשים מ-75% כיום ל-92%, ובמקביל מתן הנחות מסוימות לכלי רכב עפ"י רמת הזיהום שלהם. השפעת הרפורמה בפועל היא ייקור של מירב כלי הרכב הנמכרים בישראל. השפעה זו מהותית לחברות בענף הליסינג אשר המלאי שלהן כולל כלי רכב ברמת זיהום המוערכת כגבוהה יחסית. בעקבות רפורמה זו מעריכה מידרוג עלייה בשווי המלאי של חברות הליסינג בטווח הבינוני, תוך פוטנציאל לשיפור הרווח ממנו כלי רכב לעומת העלות הנוכחית בספרי החברות. בהקשר זה יש לציין כי החברה הציגה במהלך הרבעון השני של 2009 הפסד ממנו כלי רכב, זאת, לדברי החברה כתוצאה מהפרשה בעלת אופי חד פעמי.

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום פעולת דירוג בדצמבר 2008. פעולות דירוג קודמות ניתן למצוא באתר מידרוג: www.midroog.co.il

לחצי מימון מצד קבוצת האם מתבטאים בהיקף חלוקת דיבידנד גבוה

החברה התחייבה כלפי מחזיקי אגרות החוב, שלא לחלק מעל ל-50% מהרווח הנקי שלה כדיבידנד. במהלך השנים 2006-2007 חילקה החברה כ-38% מהרווח הנקי כדיבידנד ובשנת 2008 לא חילקה דיבידנד. במהלך החציון הראשון של שנת 2009 חילקה החברה דיבידנד בהיקף של כ-17.6 מיליון ₪ בגין רווחי 2008 ו-2009 וכן בגין הרווחים שלא חולקו בשנים 2006-2007. לפיכך, חילקה החברה מאז שנת 2006 דיבידנד בהיקף מצטבר של כ-40 מיליון ₪ בגין רווח נקי מצטבר של כ-80 מיליון ₪.

בהקשר זה יש לציין כי בחודש נובמבר 2008 הצהירה החברה על כוונה לרכוש 38% ממניות חברת הכשרה החזקות ביטוח בע"מ מחברת האם בתמורה לכ-38 מיליון ₪. מידרוג ראתה בצעד זה הסטת מקורות שלא בליבת העסקים של החברה, לצורך תמיכה בצרכי המימון של החברה האם. בסופו של דבר בוטלה העסקה ובתחילת שנת 2009 חולק דיבידנד בהיקף של כ-15 מיליון ₪. מידרוג מזהה את צרכי המימון של חברת האם כסיכון מעל ראשה של אלבר.

שחיקה מהותית ברווחיות עקב הגדלת שיעור הפחת, קיטון בצי ועלייה בהוצאות שחר

נתוני רווח והפסד עיקריים (במיליוני ₪) ²							
2004	2005	2006	2007	2008	H1/08	H1/09	
557	549	647	770	928	452	445	הכנסות מהשכרת כלי רכב
(421)	(365)	(452)	(566)	(687)	(319)	(354)	עלויות ניהול צי רכב
136	184	195	204	241	133	91	רווח גולמי לפני מימוש כלי רכב
(17)	(10)	(13)	(14)	(13)	(7)	(6)	הוצאות מכירה
(58)	(48)	(58)	(51)	(54)	(26)	(23)	הוצאות הנהלה וכלליות
62	125	124	139	174	101	61	רווח (הפסד) תפעולי לפני מימוש כלי רכב
361	375	437	511	637	313	294	EBITDA לפני מימוש כלי רכב
(96)	(93)	(97)	(123)	(148)	(79)	(53)	הכנסות (הוצאות) מימון, נטו
75	42	19	5	(5)	0	(1)	רווח (הפסד) הון על מכירת כלי רכב
23	50	35	24	18	17	4	רווח (הפסד) נקי
24.5%	33.5%	30.1%	26.5%	26.0%	29.5%	20.4%	% רווח גולמי לפני מימוש כלי רכב
11.1%	22.8%	19.2%	18.0%	18.7%	22.3%	13.7%	% רווח (הפסד) תפעולי לפני מימוש כלי רכב
64.7%	68.3%	67.6%	66.4%	68.6%	69.2%	66.2%	% EBITDA לפני מימוש כלי רכב
4.2%	9.2%	5.3%	3.1%	1.9%	3.7%	0.9%	% רווח (הפסד) נקי
361	375	437	375	491	236	241	FFO
32	(173)	(244)	(352)	(3)	(166)	382	CFO

במהלך החציון הראשון של 2009 הציגה החברה ירידה של כ-1.6% בהכנסות מהשכרת רכב מול הכנסות החציון המקביל בשנת 2008. יש לציין כי היקף הצי הממוצע של החברה בין התקופות ירד בשיעור של כ-0.5% בלבד (זאת לעומת ירידה בשיעור של כ-10% בהיקף הצי בין סוף המחצית הראשונה של שנת 2009 לבין סוף המחצית המקבילה). במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2008, ובעקבות הירידה במחירי כלי רכב, הורידה החברה את ערך הגרט לרכב וכתוצאה מכך עלה שיעור הפחת הממוצע לכ-14.1%. מכיוון שהעלאת הפחת בוצעה בדרך של שינוי אומדן, שיעור הפחת האפקטיבי השולי שרושמת החברה בדוחות עלה לרמה של 15%-17%³. שינוי זה היווה את הגורם העיקרי

² בהתאם למתודולוגיית דירוג חברות ענף הליסינג, ערכה מידרוג את ההתאמות הבאות בדו"חות החברה: (1) שורות ההכנסות, עלות המכר, רווח גולמי ורווח תפעולי חושבו ללא השפעת הרווח/הפסד ממימוש כלי רכב; (2) התזרים ממימוש כלי רכב והתזרים לרכישת כלי רכב נכללו בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת (CFO). חישוב ה-FFO על ידי מידרוג לא כולל הוצאות לרכישת כלי רכב או הכנסות ממימוש.

³ החל מיום 1 באוקטובר 2008 שינתה החברה את אומדן ערך הגרט של מרבית כלי הרכב. כפועל יוצא עודכן שיעור הפחת הממוצע בגין כלי הרכב משיעור של כ-13.2% לכ-14.1%. השינוי החשבונאי טופל כשינוי אומדן, היינו שיעור הפחת החדש לכל רכב נקבע כך שבתום התקופה תעמוד העלות המופחתת על ערך הגרט הצפוי. מאחר וכלי הרכב הופחתו בשיעור ממוצע נמוך יותר עד למועד שינוי האומדן, נדרשת האצה בשיעור הפחת ממועד שינוי האומדן ואילך, על מנת להגיע לערך הגרט החזוי בתום אורך החיים השימושי. הגדלת שיעור הפחת, כאשר יתר הדברים נותרים קבועים, מקטינה את הרווח הגולמי ומעלה את הרווח ממימוש כלי רכב.



מידרוג

לירידה חדה ברווחיות הגולמית, משיעור של כ-26% בשנים 2007-2008 ושל כ-29% בחציין המקביל בשנת 2008 לשיעור של כ-20% בחציין הראשון של שנת 2009. החברה הציגה שיעור EBITDA להכנסות של כ-66% במהלך החציין, זאת מול 69% בחציין המקביל בשנת 2008, ירידה שנבעה בעיקר מעלייה בשכר העבודה הישיר, בין השאר תוצאה של הרחבת המערך התפעולי של החברה.

שיפור ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי עקב צמצום החוב הפיננסי, לצד הקשחת אמות המידה הפיננסיות מהבנקים

כתוצאה מצמצום החוב הפיננסי בכ-22% בין יום ה-30/9/08 ליום ה-30/6/09, צמצום אשר נובע ברובו מהירידה בהיקף הצי, הציגה החברה שיפור ביחסי האיתנות, בראשם שיפור של יחס ההון למאזן משיעור של כ-9.7% ביום ה-30/9/08 וכ-10.5% ביום ה-31/12/08 לשיעור של כ-12.0% בתום החציין הראשון של שנת 2009. בהקשר זה, יש לציין, כי הבנקים המממנים העלו את אמות המידה בהן נדרשת החברה לעמוד, מיחס הון עצמי בתוספת הלוואות בעלים למאזן של 10.5% כיום ליחס של 11.0% החל מהרבעון השלישי של 2009. לחברה הלוואות בעלים בסך כ-19.5 מיליון ₪ אשר דחווה הן לפירעון ההלוואות הבנקאיות והן לתשלומי האג"ח. עפ"י ההסכמים עם הבנקים, בחישוב יחס הון מאזן לצורך אמות המידה של החוב נחשבת הלוואה זו כהון עצמי וכתוצאה מכך עומדת החברה, נכון ליום ה-30/6/09, על יחס הון מותאם למאזן של 12.9%.

נתונים מאזניים (במיליון ₪) יחסי איתנות						
12/04	12/05	12/06	12/07	12/08	6/09	
1,732	2,040	2,370	2,732	2,701	2,247	סך נכסים
212	241	258	264	284	270	סך הון עצמי
1,175	1,460	1,603	2,008	2,063	1,689	חוב פיננסי
67.9%	71.6%	67.6%	73.5%	76.4%	75.2%	חוב פיננסי למאזן
12.2%	11.8%	10.9%	9.7%	10.5%	12.0%	הון עצמי למאזן *
84.7%	85.1%	84.9%	88.0%	87.6%	85.7%	חוב פיננסי ל-Cap
84.0%	83.2%	84.0%	87.2%	87.0%	85.3%	חוב פיננסי, נטו ל-Cap, נטו

* ללא הכללת הלוואות הבעלים בהון העצמי

חרף ירידה של כ-6% ב-EBITDA בחציין הראשון של השנה בהשוואה לחציין המקביל, הציגה החברה גידול של כ-2% בהיקף ה-FFO (לפני רכישת כלי רכב חדשים ומכירת כלי רכב ישנים) שנבע מקיטון של כ-28% בתשלומי הריבית בין התקופות. הקיטון בתשלומי הריבית נבע בעיקר מקיטון בהיקף החוב ומהירידה בשיעור ריבית הפריים (אליה צמוד רוב החוב הבנקאי של החברה). החברה הציגה CFO של כ-382 מיליון ₪ מול CFO שלילי ברבעון המקביל של כ-166 מיליון ₪. העלייה נבעה בעיקר מצמצום חד בהוצאה לרכישת כלי רכב חדשים (הוצאה של 36 מיליון ₪ בחציין לעומת 548 מיליון ₪ בחציין המקביל של שנת 2008) וכן גם מקיטון בצורכי ההון החוזר. כתוצאה מהקיטון בהיקף החוב הציגה החברה במהלך החציין שיפור ביחסי הכיסוי השוטפים. להערכת מידרוג, תוספת החוב כתוצאה מהגיוס המתוכנן לא תרע את יחסי הכיסוי במידה משמעותית.

יחסי כיסוי כנגד החוב (4 רבעונים אחרונים)						
2004	2005	2006	2007	2008	H1/2009	
3.26	3.89	3.67	3.93	3.24	2.73	חוב פיננסי \ EBITDA *
3.26	3.89	3.67	5.35	4.20	3.40	חוב פיננסי \ FFO *

* EBITDA אינו כולל רווח/הפסד הון ממימוש כלי רכב; FFO מוצג ללא הוצאה על רכישת כלי רכב חדשים וההכנסה בגין מימוש כלי רכב.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את אופק הדירוג

- חיזוק ביחסי האיתנות הפיננסית והגמישות הפיננסית
- החלשות הסיכון הפיננסי מצד החברה האם
- הוכחת יציבות ניהולית ואסטרטגית לאורך זמן

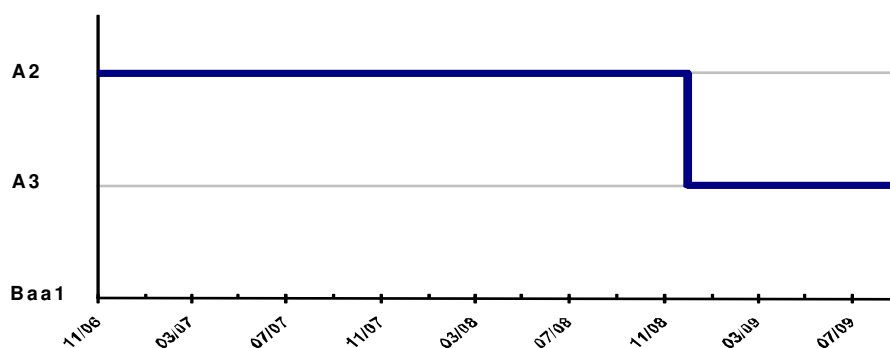
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי שמירה על יחסי איתנות עודפים לעומת דרישות המערכת הבנקאית
- שחיקה פרמננטית ברווחיות
- תמיכה בקבוצת האם, אם באמצעות דיבידנד, דמי ניהול או עסקאות בעלי עניין שיש בה להצביע על מדיניות עקבית של הסטת מקורות
- פגיעה חדה בהיקף ענף הליסינג בישראל

אודות החברה

אלבר שירותי מימונית בע"מ וחברות הבנות שלה, עוסקות בעיקר בהחכרת כלי רכב בשיטת הליסינג התפעולי ללקוחות במגזר העסקי בישראל. החברה הינה אחת מחברות הליסינג הגדולות בארץ, בעלת נתח שוק מעורך של כ-14%. אלבר התאגדה בשנת 1994 כחברה פרטית בבעלות חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש"). בשנת 2002 נחתם הסכם למכירת מניות החברה מדסק"ש לחברת אפרידר-חברה לשיכון ולפיתוח אשקלון בע"מ ("אפרידר"), המוחזקת ע"י חברת אלעזרא החזקות בע"מ, חברה בשליטת מר אלי אלעזרא. במהלך הרבעון השלישי של שנת 2009 פרש מתפקידו מנכ"ל החברה, מר דרור שילה, לאחר כהונה של כשנתיים. במקומו מונה מר יינון עמית אשר שימש עד אז כסמנכ"ל הכספים של אלבר.

היסטוריית הדירוג



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 בציוד, 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 מחברות מוחזקות 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, מאיכות 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 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.



דו"ח מספר: CTA010909150M

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") 2009.

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 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרוויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.