



ברומאג דיגיטל אייג' בע"מ

דוח מעקב שנתי | יולי 2011

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2, ומציבה אופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה 1) שהנפיקה ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ ("ברימאג" או "החברה").

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנת פירעון האג"ח	יתרה בספרים במיליוני ₪ ליום 31/03/11	ערך נקוב במיליוני ₪	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג"ח
2016-2012	98.7	100	שקלי	6.0%	27/6/10	1119858	1

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב העסקי הגבוה, המתבטא במגוון מותגים חזקים ומבוססים הפונים לפלחי שוק רחבים, בגיוון רחב של סל המוצרים על פני קטגוריות מוצר שונות, בנתחי שוק משמעותיים בקטגוריות הליבה, בקשרים ארוכי טווח עם ספקים בולטים בעלי מיצוב בינלאומי חזק ובמערך שירות התורם לשימור מעמדה; המיצוב העסקי מתבטא ברווחיות גבוהה יחסית לענף לאורך זמן; שיקולים נוספים כוללים את הניסיון המקצועי של בעלי המניות וההנהלה, המתבטא בין השאר בשימור מעמדה של החברה בשוק ומול היצרנים והוכחת פיתוח עסקי מדוד לצורך גיוון הפעילות ויצירת זרועות משיקים; הסכם רב שנתי עם רשת טרקלין חשמל, חברה קשורה באמצעות בעל המניות, מספק לחברה נגישות עדיפה לרצפת מכירות רחבה בפריסה ארצית ומשפר את מעמדה העסקי; לחברה תלות ביצרן LG המהווה כ-40% מהקניית. החברה תלויה במידת החדשנות ובתמיכה השיווקית מצד יצרן זה וביכולתו לתמוך לאורך זמן בקו מוצרים עדכני התואם את טעמי השוק המקומי וכן בשימור תנאי סחר נוחים מול יצרן זה. יש לציין כי ברימאג מצויה בקשרים עסקיים יציבים עם LG לאורך שנים ארוכות והיא מהווה מפיץ עיקרי של היצרן בשוק המקומי על פני מספר רב של קטגוריות;

ענף יבוא ושיווק מוצרי החשמל בישראל מאופיין בסיכונים עסקיים אינהרנטיים, הכוללים רמת תחרות גבוהה - אשר מתמקדת במידה רבה במחירי המכירה, חסמי כניסה שאינם גבוהים, תלות ביצרנים בינלאומיים גדולים והתעצמות כוחם היחסי של בעלי רצפות המכירה. מאפיינים אלו הביאו לתהליכי קונסולידציה בענף בשנים האחרונות והתחזקות של המתחרות הגדולות לצד ריבוי מתחרים קטנים. מידרוג מעריכה כי רמת התחרות בענף עלתה מדרגה בשנתיים האחרונות ושנת 2011 הינה שנה אתגרית לענף כולו. על כך מתווספים מאפייני פעילות סחר הכרוכה בצרכי הון חוזר גבוהים וחישיפה לסיכון אשראי של לקוחות. לחברה צורכי הון חוזר גבוהים גם יחסית לענף.

החברה הציגה צמיחה גבוהה בשנים האחרונות בעקבות תהליך אסטרטגי של רכישה ומיזוג של חברות קטנות ומותגים חדשים וכן כניסה לתחומי פעילות משיקים. ואולם, השפעת התחרות בענף ניכרת בשחיקה העקבית של הרווחיות הגולמית והתפעולית, החל משנת 2009; יחסי הכיסוי התזרימיים נשחקו בשנתיים האחרונות נוכח השחיקה ברווח, הגידול בצורכי ההון החוזר וביצוע השקעות בתחומים חדשים שאינם מניבים עדיין במידה משמעותית. השקעות במגזרים חדשים אלו, בעיקר בתחום האנרגיה המתחדשת, צפויות להביא הכנסות מהותיות נוספות בשנים 2012-2013 ולמתן את השפעת העונתיות על תזרים המזומנים.

אופק הדירוג היציב נסמך על הצפי ליציבות בתוצאות הכספיות ברבעונים הקרובים, חרף סביבה עסקית תחרותית ומאתגרת, ובהסתמך בין השאר על גיוון מקורות הרווח והמותגים החזקים. הנזילות נסמכת בעיקר על היקף גבוה של מסגרות אשראי (לא מחייבות).

ברימאג (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - במיליוני ₪:

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	Q1 2010	Q1 2011	
582	667	773	920	208	202	הכנסות
169	208	206	231	54	52	רווח גולמי
69	84	62	56	13	11	רווח תפעולי
31	38	32	21	6	3	רווח נקי
18.7%	14.6%	16.0%	18.9%	20.3%	-2.6%	% שינוי במכירות
29.0%	31.3%	26.7%	25.1%	26.0%	25.8%	% רווח גולמי
11.8%	12.6%	8.0%	6.0%	6.3%	5.2%	% רווח תפעולי
347	521	559	650	628	711	סך נכסים במאזן
152	264	278	362	304	371	חוב פיננסי ברוטו
95	143	162	170	162	173	הון עצמי
27.5%	27.5%	29.1%	26.1%	25.8%	24.4%	הון עצמי לסך מאזן
19.1%	20.9%	21.8%	20.2%	20.1%	19.7%	הון עצמי לסך מאזן בתוספת שוברים שנוכו*
70	86	64	59	14	11	EBITDA
33	40	33	23	7	4	FFO
-22	-160	5	-62	-4	-14	ירידה (עלייה) בהון חוזר
-7	-128	0	-71	-1	-22	תזרים חופשי - FCF

* החברה נוהגת לנכות שוברים של כרטיסי אשראי כנגד מזומנים או קיטון בחוב. חישוב יחס ההון למאזן מוצג גם בנטרול הניכיון, לצורך השוואתו.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

סל מוצרים רחב ונתחי שוק גבוהים בקטגוריות הליבה

ברימאג הינה אחת מארבע החברות המובילות והוותיקות בענף מוצרי החשמל והאלקטרוניקה בישראל. לחברה סל מוצרים רחב ומגוון, הכולל מוצרי צריכה חשמליים ביתיים גדולים וקטנים, מוצרי אלקטרוניקה בידורית, טלפונים ניידים ומערכות מסחריות (בעיקר מערכות מיזוג מסחריות ומערכות סולריות לייצור חשמל). לחברה מגזר חדש בתחום האנרגיה המתחדשת, שעדיין מצוי בפיתוח ואינו מניב הכנסות. מגזר זה דורש השקעות נוספות ויביא לעלייה מסוימת במינוף עד לשנת 2013. מעמדה של החברה נתמך בקשר עם יצרנים מובילים וחדשניים בעולם, ותק, קשרים עסקיים עם סוחרים ובלעדיות על חלק גדול מהמוצגים אותם היא מייבאת.

מגזרי הפעילות המהותיים של החברה בתרומתם להכנסות ולרווח הינם המזגנים והמקררים, ובכל אחד מהם נתח השוק בו מחזיקה הקבוצה עלה בשנת 2010 והינו מעל ל-20%, על פי הערכות החברה. מגזר מהותי נוסף הינו מגזר הטלוויזיות שבו לחברה נתח שוק פחות מהותי. כמו כן, בשנת 2010 החברה הגדילה נתחי שוק בתחום מכונות הכביסה ומדיחי הכלים ואיבדה נתחי שוק בתחום המוצרים הקטנים (מיקרוגלים, מיקסרים, משהצים וכו'). הצמיחה בפעילות הטלפונים הניידים (מגזר התקשורת) תרמה באופן מהותי לגידול במחזור בשנה החולפת, אולם פעילות זו אינה נושאת רווח מהותי. כמו כן, מידרוג אינה רואה בתחום זה כבעל מאפיינים יציבים בתרומה להכנסות ולרווח לאורך זמן.

פעילות קמעונית באמצעות חברה קשורה

פעילות שיווק מוצרי החברה נתמכת בפעילות עם החברה הקשורה טרקלין חשמל, הפרוסה בכ-58 חנויות ברחבי הארץ ומתפעלת גם את רצפת מכירת מכשירי החשמל ברשת המשביר לצרכן (כ-37 סניפים). טרקלין אחראית לכ-16% ממכירות ברימאג בממוצע, כאשר יתר המכירות לצרכנים הסופיים נעשות באמצעות רשתות שיווק מתחרות, חלקן הגדול בבעלות יבואנים מתחרים של ברימאג. לחברה הסכם מסגרת רב שנתי מול טרקלין שבו נקבעים מחירי המוצרים, תנאי האשראי (שוטף+160 יום), השתתפות בפרסום ועמלות שונות. ניכרת ירידה במרווח המחיר שנקבע בהסכם המסגרת החדש מספטמבר 2010, מ-26.8% בהסכם הישן ל-24.2% בהסכם החדש, שתקף עד לחודש ספטמבר 2015.

תחרות חריפה מאפיינת את ענף מוצרי החשמל ומשפיעה לשלילה על הרווחים

תחום הפעילות של החברה מאופיין בתחרות עזה שהחריפה במהלך השנים האחרונות. התחרות נגזרת מתחליפיות גבוהה בין מוצרי החברה למוצרים המתחרים באותה קטגוריה, מריבוי יבואנים (לרבות יבוא מקביל) וערוצי שיווק שונים, לרבות מכירה באמצעות האינטרנט אשר תורמת לשקיפות מחירים גבוהה וכוח צרכני מתחזק. התחרות החריפה הובילה בשנים האחרונות לתהליך של מיזוג ורטיקאלי בין יבואנים גדולים לבין רשתות קמעונאיות, באופן אשר החריף את רמת התחרות ונתן יתרון בולט לשחקנים הגדולים. תהליך זה מקנה לגופים המשותפים יתרונות לגודל הן בכוח הקניה והן בפריסה השיווקית. ואולם, התהליך לא עצר את שחיקת מחירי המכירה ואנו עדים לשחיקה ברווחיות של היבואנים ושל הרשתות ואף ירידה במכירות חנויות זהות בשנה החולפת.

דוגמאות בולטות מהשנים האחרונות כוללות את עסקת הרכישה של 70% ממניות מיני ליין ע"י קבוצת רוכשים בראשות אלייד וניופאן (טרם הושלם), רכישת פעילות אמפא תדיראן על ידי קריסטל מוצרי צריכה, מיזוג בין אמצ שיווק מוצרי חשמל (מקבוצת אלקטרה) ומחסני חשמל יפו, ורכישה של כ-26% מרשת בסט-ביי וביג בוקס על ידי ניופאן. בקבוצת ברימאג קיבל תהליך זה ביטוי ברכישת 50% מפעילות ישפאר הום-טק בתחום מוצרי החשמל והאלקטרוניקה לצריכה ביתית, באמצעות הקמת חברה משותפת - ישפאר, וכן רכישת פעילויות פרוסמן ואון-ליין על ידי החברה.

על רקע התחרות הגוברת, בשנים 2009-2010 ניכרת ירידה ברווחיות הגולמית והתפעולית בענף כולו לרבות בחברה, לצד צמיחה משמעותית במחזור המכירות שהציגה החברה. בתוך כך, תחרות חריפה ניכרת בתחום המזגנים בכל הענף, שרושם שחיקה מתמשכת במחירי המכירה. ראוי לציין את כניסתה של תדיראן הולדינגס (לשעבר קריסטל) לתחום, עם רכישת פעילות המזגנים של תדיראן, אשר החריפה את התחרות. יש לציין כי התחזקות השקל מול הדולר והאירו בשנת 2010 היוותה השפעה מקזזת. חלק מהשחיקה ברווחיות החברה מיוחס לצמיחת הפעילות בתחום הטלפונים הניידים (מאופיינים בשולי רווח נמוכים יותר, להערכתנו המחזורים בתחום אינם פרמננטיים), ובתחום האנרגיה הסולארית המתפתח (דורש השקעות מהותיות ברכוש ומלאי). מגזרים חדשים אלו אמנם הגדילו את נפח המכירות, אך ההשקעה הגבוהה בשיווקם והטמעתם בשוק בשנים הראשונות מתבטאת בהקטנת הרווח התפעולי. יחד עם זאת, הרווחיות הגולמית של החברה הינה גבוהה ביחס לחברות המובילות בענף.

מותגים מובילים תוך תלות גבוהה ביצרן LG

מכירות מותגים מובילים (LG, BEKO, SONY, KENWOOD) מהוות בין 70%-80% מסך מכירותיה של החברה, כאשר מותגי LG השונים מהווים כ-40% מסך הקניות של החברה בשנת 2010. כיום, אין יבוא מקביל למוצרים שמייבאת החברה במוותגים אלה נוכח קשרים עסקיים הדוקים וארוכי שנים עם היצרנים והצורך של הצרכנים בקבלת שירות לאחר הרכישה. חלק מהקשרים העסקיים מעוגנים בהסכמים, אך עם LG הקשר העסקי נשען על שיתוף פעולה פורה במהלך השנים, הכולל תמיכה שיווקית וליווי שוטף, תוך התאמת מוצרים לדרישות השוק המקומי. חברת LG מדורגת על-ידי מודי'ס בדירוג בינלאומי Baa2 באופק יציב. הפסקת שיתוף פעולה עם אחד היצרנים עלולה להשפיע על התוצאות העסקיות של החברה.

לחברה חשיפה פיננסית למספר לקוחות גדולים, בהם טרקלין חשמל, שהמכירות אליה אינן מבטוחות בביטוח אשראי, ומהווה מזה מספר שנים את הלקוח הגדול ביותר של ברימאג.

השקעות בתחום האנרגיה הסולארית עדיין אינן מניבות תזרימים

בשנים 2009-2010 השקיעה החברה כ-23 מיליון ₪ ברכישת פעילויות להרחבת סל המוצרים והמותגים הקיים, בין היתר: רכישת פעילות להפצת מכשירי טלפון סלולאריים מתוצרת LG תמורת כ-13 מיליון ₪, וכן רכישת 50% מהון המניות של גרין ריי - המנהלת להפקת אנרגיה ירוקה בע"מ, אשר מחזיקה בכ-200 הסכמי אופציה לשכירת גגות, לצורך הקמת תחנות לקליטת אנרגיית שמש. כמו כן החברה השקיעה ותשקיע סכומים מהותיים נוספים בתחום זה, אשר יבואו לידי ביטוי בשורת ההכנסות החל במחצית השנייה של שנת 2012. עד כה ההשקעות מומנו ממקורות החברה. הבשלת הפעילות הסולארית צפויה הפעילות להיות ממומנת מהלוואות ייעודיות לטווח ארוך בחברה הבת.

צורכי הון חוזר גבוהים גם בהשוואה לענף

ענף הסחר מתאפיין בצרכי הון חוזר גבוהים יחסית ולפיכך, הצמיחה בהיקפי הפעילות יוצרת צורך גבוה במיוחד במקורות מימון. אשראי לקוחות מהווה פרמטר משמעותי ככלי תחרותי בענף. בברימאג, החוב הפיננסי דומה בהיקפו להיקף צורכי ההון החוזר התפעולי (לקוחות ומלאי בינכוי ספקים). בנוסף, החברה נוהגת לנכות שוברים של כרטיסי אשראי כמקור מימון תחליפי לאשראי מבנקים.

צורכי ההון החוזר בחברה גבוהים מהממוצע הענפי, בין היתר עקב הסכם המסגרת עם טרקלין (תנאי תשלום של שוטף+160 - לא חל שינוי בתנאי ההסכם בשנה החולפת). הדבר מתבטא בימי מלאי ובימי אשראי לקוחות גבוהים, לעומת ימי אשראי ספקים נמוכים. בשנים האחרונות מהווים צורכי ההון החוזר בממוצע כ-75% מסך המכירות (יחס ההון החוזר להכנסות וימי הלקוחות חושבו על ידינו בהתאמה לניכיון שוברי לקוחות, קרי הוספת הסכומים שנוכו ליתרת הלקוחות). החברה פועלת לצמצום ימי המלאי. בשנת 2010 ירדו ימי המלאי, חלקו ירידה חריגה. הרבעון הראשון בשנת 2011 משקף היערכות למכירות חג הפסח (שחלקן יקבלו ביטוי רק בתוצאות הרבעון השני) כמו כן יתרות המלאי ליום 31/3/11 וליום 31/12/10 כוללות גם השקעות לרכישת מלאי לפעילות הסולארית. אנו צופים ירידה מסוימת בימי המלאי ובצורכי ההון החוזר בהמשך השנה.

ברימאג (מאוחד) יחסי הון חוזר תפעולי (מותאמים לניכיון שוברים):

FY 2008	FY 2009	FY 2010	Q1 2010	Q1 2011	
93.7%	72.9%	62.6%	67.6%	69.8%	הון חוזר תפעולי נטו / הכנסות
245	219	190	204	219	ימי לקוחות
61	58	41	68	79	ימי ספקים
203	122	91	125	127	ימי מלאי

יחסי כיסוי תזרימיים גבוהים יחסית

החוב הפיננסי מורכב בעיקר מניצול מסגרות אשראי לזמן קצר ומאג"ח שהונפקו בשנת 2010. החברה השתמשה בתמורת האג"ח למימון הצמיחה בהכנסות והשקעות ברכוש קובע ובהון החוזר הנדרש. האטת יחסי הכיסוי בשנת 2010 וברבעון הראשון של שנת 2011 נבעה מהירידה ברווח התפעולי, חרף הגידול בהכנסות, ומהעלייה בחוב הפיננסי שמימן גידול חד בהון החוזר והשקעות בתחום האנרגיה הסולארית שטרם הניבו הכנסות. אנו לא מצפים לשיפור מהותי ביחסי הכיסוי ברבעונים הקרובים טרם תבשיל הפעילות הסולארית לכלל תזרים תפעולי מהותי (כאמור לא לפני שנת 2012) וכל עוד אנו לא מעריכים צמיחה ב-EBITDA מפעילות הליבה. בנוסף, יחסי הכיסוי מושפעים מהעונתיות בפעילות והיקפי ההון החוזר והאשראי הנגזרים ממנה.

ברימאג (מאוחד) יחסי כיסוי עיקריים:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	Q1 2011	
65.5%	63.9%	68.6%	68.7%	יחס חוב ל-Cap
3.1	4.3	6.2	6.6	חוב פיננסי ל-EBITDA
6.7	8.4	15.8	18.4	חוב פיננסי ל-FFO
7.9	14.1	21.9	49.0	חוב פיננסי ל-RCF
75.3%	74.2%	76.6%	75.9%	יחס חוב מותאם ל-Cap*
5.0	7.2	9.4	9.6	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA*
10.8	14.1	24.2	26.9	חוב פיננסי מותאם ל-FFO*
12.7	22.8	32.7	70.2	חוב פיננסי מותאם ל-RCF*

* החוב הפיננסי המותאם כולל את החוב המאזני בתוספת שוברים שנוכו.

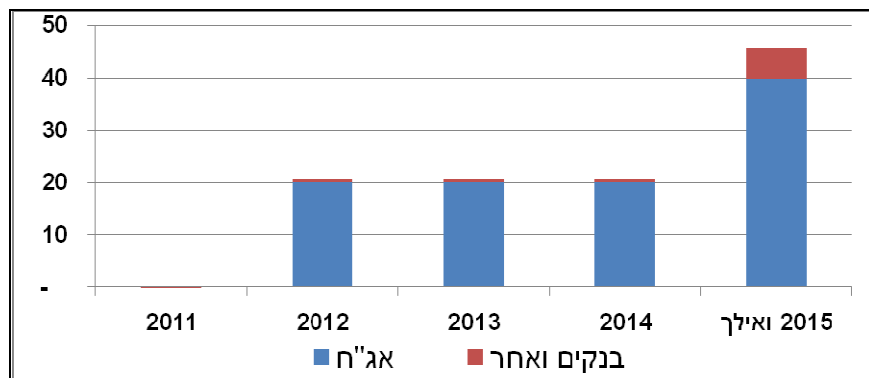
מדיניות לחלוקת דיבידנד

בהתאם להתחייבויות החברה בקשר להנפקת אגרות החוב, התחייבה החברה כי כל עוד אג"ח החברה תהיינה במחזור, החברה לא תחלק במהלך שנה קלנדרית כלשהיא דיבידנד בסכום מצטבר שיעלה על 50% מהרווח השנתי הנקי שלה, על פי דוחותיה הכספיים השנתיים לשנה שחלפה.

רמת נזילות נמוכה ונתמכת בעיקר במסגרות אשראי

צורכי ההון החוזר התנודתיים מחלישים את התזרים התפעולי. אנו מעריכים עם זאת כי כל עוד החברה תוסיף לייצר תזרים מפעולות (FFO) מהותי ויציב היא תוכל לנצל את מסגרות האשראי הרחבות העומדות לה במערכת הבנקאית. העובדה כי אלו אינן חתומות מחלישה את חוזקן. נכון ליום 31/03/11, היתרות הנזילות של החברה עומדות על כ-10 מיליון ₪, לחברה מסגרות אשראי לא חתומות ממספר בנקים בסך של כ-550 מיליון ₪, כאשר שיעור הניצול עומד על כ-55% מסך המסגרות.

ברימאג (מאוחד): לוח סילוקין בגין התחייבויות לזמן ארוך, במיליוני ₪*



* לא כולל און קול ואשראי לזמן קצר ביתרה של כ-257 מיליוני ₪ ליום 31.03.2011

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי בהיקף הרווח, שיתבטא בשיפור חד ביחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

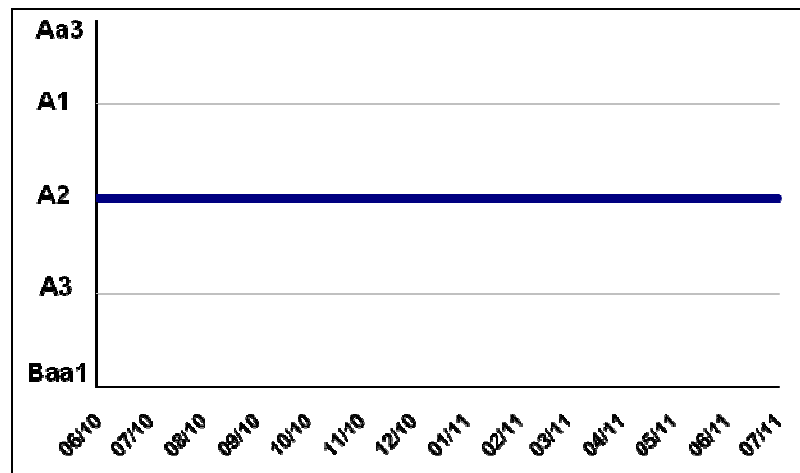
- עלייה ביחס חוב פיננסי ל-CAP מעל 70%
- ירידה משמעותית ומתמשכת בהיקף ההכנסות ו/או ברווחיות עקב החלשות מותגי החברה והתחזקות המתחרים
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית העולה משמעותית על מדיניות החברה כיום

אודות החברה

ברימאג הינה חברה ציבורית העוסקת ישירות ובאמצעות תאגידים מוחזקים ביבוא, שיווק והפצת מגוון מכשירי חשמל ואלקטרוניקה, ובכלל זה, מוצרים לבנים, מכשירי חשמל קטנים ומוצרי אלקטרוניקה, גם באמצעות ישפאר בע"מ (50% מהון המניות). הקבוצה הינה אחת משלוש היבואניות הגדולות בתחומה. כמו כן, מספקת החברה שירות תיקונים ומתן מידע בטלפון לרוכשי המוצרים באמצעות מוקד טלפוני, טכנאים ומעבדות שירות בפריסה ארצית, המופעלות על ידי החברה הבת ברימאג שירות.

הקבוצה משווקת את מוצריה לכ-600 נקודות מכירה ברחבי הארץ. בנוסף, משווקים מוצרי הקבוצה באמצעות חנויות הדיוטי פרי ובערוצי המכירה הישירים. בין רשתות השיווק להם משווקת הקבוצה מוצרים נמנות, בין היתר: שקם אלקטריק, טרקלין חשמל, מחסני חשמל, א.ל.מ, סקאל, בסט ביי, הום סנטר, קו-אופ הריבוע הכחול, שופרסל ומגה. בעלי המניות העיקריים בחברה הינם שאול זילברשטיין (27.9%), אניר זילברשטיין (22.9%), אקסלנס ק. גמל (13.1%), משה קטן (7.3%), פסגות ק. גמל (7.4%), מאג השקעות (5.4%).

היסטוריית דירוג



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 שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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

דו"ח מספר: CIB05071100M

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") 2011.

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 במישורן 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 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.