



ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ

מעקב | יוני 2012

מחבר:

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

איש קשר:

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

ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מורידה את דירוג אג"ח (סדרה 1) שהנפיקה ברימאג דיגיטל אייג' בע"מ ("ברימאג" או "החברה") ל-A3, חלק דירוג A2 ומציבה אופק יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/03/2012 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח
1	1119858	06/2010	6.00%	שקלי	79.0	2016-2012

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מהיחלשות בהכנסות החברה, ברווחיות וביחסים הפיננסיים שנבעה בחלקה משחיקה של מעמד החברה בתחום המזגנים והאלקטרוניקה הבידורית וכן מהעלייה ברמת הסיכון בענף מוצרי החשמל. התחרות בענף החריפה בשנתיים האחרונות במידה ניכרת, נוכח חסמי הכניסה הנמוכים, התחזקות רשתות השיווק על חשבון החנויות הפרטיות ושחיקה מתמשכת במחירי המותגים הפרטיים. ההאטה בנדל"ן למגורים השפיעה אף היא לשלילה על הפעילות בענף ברבעונים האחרונים. פעילות הסחר בחשמל עתירת הון חוזר, לרבות חשיפה לסיכון אשראי של לקוחות. להערכתנו, חלה עלייה ברמת סיכון האשראי של הלקוחות בענף. החברה נותרה במעמד טוב בענף מוצרי החשמל, מעמד הנשען על שורה של מותגים בולטים, נתחי שוק משמעותיים ונוכחות במרבית הקטגוריות, בגיוון מוצרים רחב. לצד זאת, החברה ספגה ירידה מהותית במכירות בשוק המזגנים הביתיים בשנת 2011, בשל חוסר התאמה של דגמי הספק המרכזי לתקנים בשוק המקומי. כמו כן, החברה מתמודדת מול רשתות שיווק גדולות יותר בתחרות אגרסיבית מבעבר. לחברה תלות ביצרן LG, המהווה כ-34% מהקניות. 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. בשנת 2011 החברה המשיכה בפיתוח מגזרים חדשים והקטנת החשיפה למגזר מוצרי החשמל המסורתי. ניתן לראות צמיחה מהותית בהכנסות ורווחיות גבוהה יחסית במגזר המערכות המסחריות ובמגזר הטלפונים הניידים. יש לציין כי בעוד שאנו רואים יתרון יחסי וצמיחה ברת קיימא בתחום המערכות המסחריות, הרי שתחום הטלפונים הניידים מוערך על ידינו כיציב פחות, בשל קצב ההתפתחות הטכנולוגית המהיר בענף.

רמת המינוף של החברה גבוהה יחסית, עם חוב לקאפ של 72% יחסי כיסוי איטיים, גם ברמת הדירוג הנוכחית. העלייה במינוף משקפת עלייה בצרכי ההון החוזר וכן השקעות גבוהות בפרויקטים של אנרגיה סולארית אשר עדיין אינם מניבים רווח ותזרים מהותיים. הגידול בהיקף החוב בשנתיים האחרונות הכביד על הרווח הנקי. מאפיינים אלו מקוזזים בחלקם על ידי הנזילות הגבוהה המאפיינת את נכסי החברה ורווחיות תפעולית שעודנה סבירה יחסית. החברה השלימה את מרבית השקעה הכבדה במגזר האנרגיה המתחדשת. אנו לא מצפים לתרומה תזרימית משמעותית בתחום זה בטווח הזמן הבינוני. החברה פועלת למחזור און קולים שנטלה למימון השקעות אלו, בהלוואה לז"א, גורם שצפוי לשפר את נזילות החברה וגמישותה הפיננסית.

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו ליציבות בפעילות החברה בשנה הקרובה, עם היתכנות לשיפור מסוים ברווח, על רקע פעולות שנקטה החברה לשיפור הרווחיות, לרבות צמצום הנחות ללקוחותיה והתייעלות תפעולית וכן על רקע זכיית החברה במרכז הגריטה של מקררים מטעם המדינה. פעולות אלו עשויות לקזז השפעות נגד שאנו מעריכים אותן.

ובהן ירידה מסוימת במחזור מוצרי החשמל והיחלשות בתחום הטלפונים הניידים. אנו לא מעריכים עלייה נוספת בהיקף החוב הפיננסי נוכח צפי להתמתנות בצורכי ההון החוזר, שהחלה כבר ברביע הראשון של השנה.

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

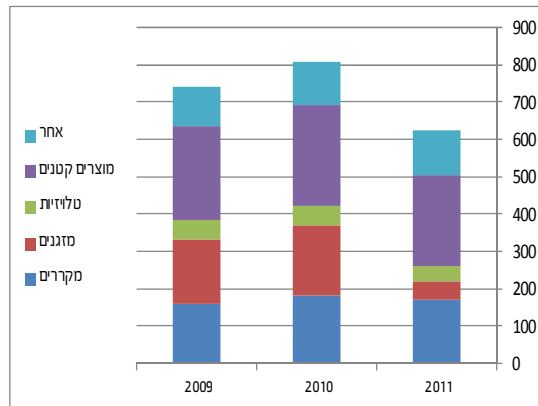
FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	31.03.11	31.03.12	
667	773	920	830	202	204	הכנסות
208	206	231	212	52	51	רווח גולמי
84	62	56	40	11	12	רווח תפעולי
17	15	9	1	1	2	רווח נקי
14.6%	16.0%	18.9%	-9.7%	-75.6%	0.9%	% שינוי במכירות
31.3%	26.7%	25.1%	25.5%	25.8%	24.9%	% רווח גולמי
12.6%	8.0%	6.0%	4.9%	5.2%	5.8%	% רווח תפעולי
2.6	3.4	2.1	1.2	0.4	1.2	EBITDA להוצ' מימון נטו
521	559	650	773	711	761	סך נכסים במאזן
264	278	362	456	371	440	חוב פיננסי ברטו
143	162	170	171	173	175	הון עצמי
27.5%	29.1%	26.1%	22.2%	24.4%	23.0%	הון עצמי לסך מאזן
20.9%	21.8%	20.2%	18.1%	19.8%	18.9%	הון עצמי לסך מאזן בתוספת ניכיון שוברים
86	64	59	46	11	14	EBITDA
40	33	23	5	4	5	FFO
-120	38	-39	-32	-10	27	CFO
6	13	6	7	6	-	דיבידנד ששולם

פירוט גורמי מפתח בדירוג

התחזקות התחרות בענף שוחקת את הרווחיות והרווח התפעולי

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 מתחרים, לרבות מכירה באמצעות האינטרנט אשר תורמת לשקיפות מחירים גבוהה וכוח צרכני מתחזק. התחרות החריפה הובילה בשנים האחרונות לתהליך של מיזוג ורטיקלי בין יבואנים גדולים לבין רשתות קמעונאיות, באופן אשר חרף 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. התחרות בענף ניכרת בשחיקת הרווחיות הגולמית בשנתיים האחרונות ובעלייה בהוצאות המכירה והשיווק ביחס להכנסות. פעילות שיווק מוצרי החברה נתמכת בפעילות עם החברה הקשורה טרקלין חשמל. טרקלין אחראית לכ-12% ממכירות ברימאג בממוצע, כאשר יתר המכירות לצרכנים הסופיים נעשות באמצעות רשתות שיווק מתחרות, חלקן הגדול בבעלות יבואנים מתחרים של ברימאג.

ברימאג: מכירות מוצרי חשמל ביתיים לפי מוצרים עיקריים לשנים 2009-2011, במיליוני ש"ח:



בשנת 2011 רשמה החברה ירידה של כ-23% במכירות מוצרי חשמל ביתיים (המהווים כ-75% מסך המכירות במאוחד). ירידה זו נבעה בעיקר מתחום המזגנים, בסך של כ-185 מיליון ש"ח ואילו היתר נבע בעיקר מירידה במכירות טלוויזיות ואלקטרוניקה בידורית מתוצרת סוני. לחברה נתחי שוק מהותיים בטווח של 15%-20% (במונחי יחידות מכירה) במרבית קטגוריות הפעילות. בשנה האחרונה נרשמה שחיקה משמעותית בנתח השוק בתחום המזגנים ושחיקה קלה בתחום הטלוויזיות. הירידה בפעילות המזגנים נבעה מחוסר התאמה של הדגמים מתוצרת LG לתקנים הנדרשים בשוק המקומי.

במקביל העמיקה החברה את חדירתה לתחום מערכות המיזוג המסחריות, הכולל מערכות גדולות ומתקדמות, בעלות נצילות אנרגטית גבוהה מתוצרת LG, המשווקות לשוק המוסדי והמסחרי. תחום זה מהווה, להערכתנו, מנוע צמיחה ומאופיין בתחרות נמוכה מזו של השוק הביתי וברווחיות גבוהה יותר. יש לציין עם זאת כי פעילות החברה בתחום עדיין קטנה ונדרשת להוכיח את עצמה לאורך זמן.

במהלך שנת 2011 הציגה החברה צמיחה מהותית בתחום הטלפונים הניידים המאופיין ברווחיות תפעולית גבוהה. החברה מוכרת טלפונים מתוצרת LG בקטגוריות המחיר הנמוכות, בעיקר למפעילות הסלולר. מגזר זה תרם רווח תפעולי של כ-10 מיליון ש"ח בשנת 2011 לעומת כ-2 מיליון ש"ח בשנת 2010. אנו מעריכים שחיקה ברווח בתחום זה בטווח הבינוני נוכח תחרות גבוהה ומגמה של ירידת מחירים בשוק הטלפונים הניידים. הירידה ברווח התפעולי המאוחד בשנת 2011 ביחס לשנה הקודמת הושפעה לשלילה גם בשל עלייה מהותית יחסית בהוצאות הנהלה וכלליות.

ברבעון הראשון בשנת 2012 הציגה החברה יציבות בתוצאות, יחסית לרבעון המקביל, עם שמירה על היקף מכירות ורווח דומה בתחום המוצרים החשמליים לבית. להערכתנו, המכירות והרווחיות ברבעון זה הושפעו לטובה מזכיית החברה במרכז אספקת המקררים למשרד האנרגיה והמים, שילווה את החברה לאורך כל שנת 2012. כמו כן החברה פועלת לשיפור הרווחיות הגולמית, בעיקר דרך צמצום הנחות שונות לרשתות ולסוחרים. אנו צופים כי מגמות חיוביות אלו יקוזזו בחלקן על ידי שחיקה בפעילות המכשירים הניידים, התחרות הגבוהה בענף והשפעה שלילית מסוימת בשל האטה כלכלית ועלייה בסיכון הלקוחות.

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-34% מסך הקניות של החברה בשנת 2011. כיום, אין יבוא מקביל למוצרים שמייבאת החברה במותגים 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 שלילי. 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 מבוטחות בביטוח אשראי, ומהווה, מזה מספר שנים, את הלקוח הגדול ביותר של ברימאג.

תזרימי מזומנים חלשים לצד חוב פיננסי גבוה יחסי כיסוי איטיים

החוב הפיננסי מורכב בעיקר מאשראי לזמן קצר ומאג"ח שהונפקו בשנת 2010. החברה השתמשה בתמורת האג"ח למימון הצמיחה בהכנסות והשקעות ברכוש קבוע ובהון החוזר הנדרש. האטת יחסי הכיסוי בשנים 2010-2012 נבעה מהירידה ברווח התפעולי, חרף הגידול בהכנסות, ומהעלייה בחוב הפיננסי, אשר מימן 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 סוף 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:

12.08	12.09	12.10	12.11	03.12	
65.5%	63.9%	68.6%	73.3%	72.2%	יחס חוב ל-Cap
3.1	4.3	6.2	9.9	9.1	חוב פיננסי ל-EBITDA
6.7	8.4	15.8	85.7	69.4	חוב פיננסי ל-FFO
5.1	7.3	9.3	13.2	12.1	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA*
10.6	13.4	21.3	64.2	56.1	חוב פיננסי מותאם ל-FFO*

* החוב הפיננסי המותאם כולל את החוב המאזני בתוספת שוברי כרטיסי אשראי שנוכו.

השקעות בתחום האנרגיה הסולארית עדיין אינן מניבות תזרימים

בשנים 2009-2011 השקיעה החברה כ-90 מיליון ש"ח ברכישת פעילויות להרחבת סל המוצרים והמותגים הקיימים, בין היתר: רכישת פעילות להפצת מכשירי טלפון סלולאריים מתוצרת LG תמורת כ-13 מיליון ש"ח, 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. בנוסף, החברה השקיעה כ-90 מיליון ש"ח בייזום ובהקמה של פרויקטים לייצור אנרגיה סולארית על גבי גגות ציבוריים בטכנולוגיה פוטו-וולטאית. כיום מחזיקה החברה בבעלותה המלאה, באמצעות החברה הבת ברימאג השקעות באנרגיה, כ-116 מתקנים שחוברו לרשת החשמל ומייצרים חשמל, בהספק מצטבר של 5.7 מגה- וואט וכן 56 מתקנים נוספים בבעלות חלקית (באמצעות שותפות גרין ריי), בהספק מותקן של כ-2.8 מגה- וואט. עד כה ההשקעות מומנו בהלוואות בנקאיות מסוג און קול שנטלה החברה מתאגיד בנקאי. החברה פועלת להחליף את מרבית המימון הקיים בהלוואות ייעודיות לטווח ארוך בחברה הבת. להערכתנו, ההשקעות בייזום והקמה של פעילות סולארית מגדילות את הסיכון הפיננסי במידה מסוימת בטווח הזמן הקצר והבינוני. הפרויקטים אינם צפויים להניב לחברה תזרים עודף מעבר לשירות החוב בשנים הראשונות. ככל שהחברה תעמוד בייעדה למחזר את המימון לפרויקטים לטווח הארוך בחברה הבת, יוביל הדבר לצמצום הסיכון הנובע מכך.

צורכי הון חוזר גבוהים גם בהשוואה לענף

ענף הסחר מתאפיין בצרכי הון חוזר גבוהים יחסית, בין היתר, בעקבות אופי ההסכמים מול הרשתות הקמעונאיות, 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 הון החוזר התפעולי (לקוחות ומלאי בניכוי ספקים). בנוסף, החברה נוהגת לנכות שוברים של כרטיסי אשראי כמקור מימון תחליפי לאשראי מבנקים. צורכי הון החוזר בחברה גבוהים מהממוצע הענפי. הדבר מתבטא בימי מלאי ובימי אשראי לקוחות גבוהים, לעומת ימי אשראי ספקים נמוכים. בשנת 2011 היוו צורכי הון החוזר כ-70% מסך המכירות בממוצע לעומת כ-60% בשנה הקודמת. (יחס הון החוזר להכנסות וימי הלקוחות חושבו על ידינו בהתאמה לניכיון שוברי לקוחות, קרי, הוספת הסכומים שנוכו ליתרת הלקוחות). החברה נוהגת לבטח בביטוח אשראי חלק גדול מלקוחותיה (לא כולל את טרקלין וחלק מרשתות השיוק). ביטוח האשראי כולל מרכיב של השתתפות עצמית.

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

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	31.03.11	31.03.12	
65.9%	72.9%	62.6%	82.1%	73.1%	69.4%	הון חוזר תפעולי נטו / הכנסות
141	129	117	156	143	139	ימי לקוחות
61	58	41	78	78	55	ימי ספקים
202	122	91	144	144	119	ימי מלאי

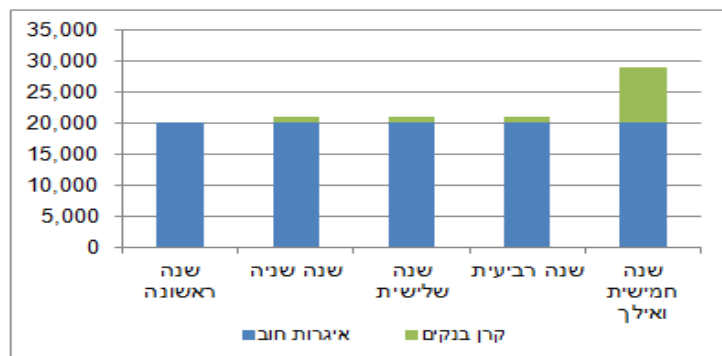
מדיניות לחלוקת דיבידנד

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. החברה חילקה בממוצע בשנים האחרונות כ-40% מסך הרווח הנקי.

רמת נזילות נמוכה ונתמכת בעיקר במסגרות אשראי

צורכי ההון החוזר התנודתיים מחלישים את התזרים התפעולי ואת הנזילות, הנשענת בעיקר על מסגרות אשראי רחבות העומדות לה במערכת הבנקאית. אנו מעריכים כי כל עוד החברה תשמור על מעמד עסקי איתן ורווחיות סבירה תהיה לה נגישות טובה למערכת הבנקאות. לחברה מסגרות אשראי לא חתומות ממספר בנקים, בסך של כ-564 מיליון ₪, כאשר שיעור הניצול עומד על כ-64% מסך המסגרות. העובדה כי אלו אינן חתומות מחלישה את חוזקן.

ברימאג (מאוחד): לוח סילוקין בנין התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.3.2012, במיליוני ₪ *



* לא כולל און קול ואשראי לזמן קצר ביתרה של כ-325 מיליוני ₪ ליום 31.03.12

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

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

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

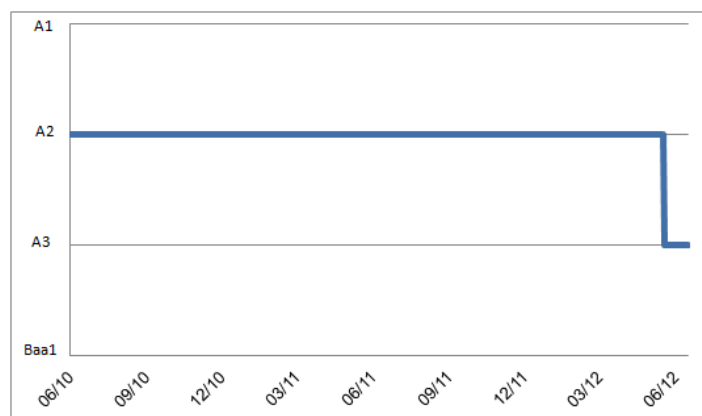
- עלייה ביחס חוב פיננסי ל-CAP מעל 75%
- ירידה משמעותית ומתמשכת בהיקף ההכנסות ו/או ברווחיות עקב התחרות בענף
- חלוקת דיבידנד אגרסיבית העולה משמעותית על מדיניות החברה כיום

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 להן 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



דוחות קשורים

דוח מעקב קודם - [דוח מעקב, יולי 2011](#)

מתודולוגיה - ["מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים לתשלומי חכירה", נובמבר 2010.](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 14.6.2012

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.

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") 2012.

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 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.