



# קרגל בע"מ

מעקב | אוקטובר 2012

1

**מחבר:**

עמית ברון, אנליסט  
[amitb@midroog.co.il](mailto:amitb@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## קרגל בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa1	דירוג סדרה
-------------------	------	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 לאגרות החוב (סדרה 1) שהנפיקה קרגל בע"מ ("קרגל" או "החברה"), תוך הותרת אופק הדירוג השלילי.

הדירוג חל על אגרות החוב שהנפיקה החברה, כדלקמן:

יטרת שנות פירעון האג"ח	ערך בספרים של יטרת האג"ח ליום 30.06.12 (במיליוני ש"ח)	תנאי הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד ההנפקה	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
*2012-2014	84	מדד	5.5%	7/2007	2170041	סדרה 1

\*בתאריך 01.07.2012 פרעה החברה יטרת אג"ח בסך של 28 מיליון ₪

### השיקולים העיקריים לדירוג

הותרת אופק הדירוג השלילי נובעת מהיעדר שיפור של ממש ברמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה תוך הצגת שחיקה בתוצאות הכספיות לתקופה. במהלך השנה וחצי האחרונה התמודדה החברה עם אתגרים שונים. מחד, על רקע שינויים בסביבה המאקרו כלכלית והתחרות בענף ומאידך, על רקע השינויים המבניים בחברה עצמה. בשנת 2011 הציגה החברה הפסד נקי של כ- 9 מיליון ₪ (בנטרול הפרשה לרה ארגון של 42 מיליון ₪) לעומת רווח של כ- 4 מיליון ₪ בשנת 2010. המקור העיקרי לשחיקה בתוצאות הנו במגזר הקרטון הגלי. במחצית הראשונה של שנת 2012 נרשם שיפור יחסי במגזר הקרטון אולם הוא קוזז בהרעה בתוצאות מגזר האריזות הגמישות. תוצאותיה התפעוליות של החברה, בצירוף עם העלייה בחוב הפיננסי, הובילו לשחיקה ביחסי הכיסוי.

החברה מניחה כי תציג שיפור בתוצאות בטווח אופק הדירוג בעיקר נוכח צפי לעלייה במחירי המכירה ושיפור במרווחים הגולמיים במגזר הקרטון הגלי ובמגזר האריזות הגמישות. עם זאת, לאור התנודתיות המאפיינת את הענף קיים חשש כי בתרחיש של שחיקה בתוצאות לאורך מספר רבעונים ו/או הצגת מספר רבעונים רצופים של הפסדים, תתקשה החברה בהצגת יחסי כיסוי אשר הולמים את רמת הדירוג הנוכחית, דבר אשר עלול להוביל להורדת הדירוג.

נזילות החברה סולו נותרה, להערכת מידרוג, חלשה ביחס לצורכי שירות החוב, תוך השענות על מחזור חוב ומסגרות אשראי בלתי חתומות ותזרים חופשי חלש. במהלך השנה האחרונה קיבלה החברה מסגרות אשראי נוספות לז"ק בהיקף של כ- 40 מיליון ₪. שירות החוב של קרגל (סולו) נסמך במהלך השנה האחרונה בעיקר על דיבידנד מחברת הבת פלסטו-שק.

הדירוג נסמך על מעמדה העסקי החזק והוותיק של החברה, המתבטא בנתח שוק משמעותי ויציב בתחומי הפעילות, סל מוצרים מגוון ונרחב ופיזור לקוחות רחב. החברה נשענת על שני מגזרי פעילות סינרגטיים: אריזות הקרטון ואריזות גמישות. עם זאת, תעשיית הנייר ותעשיית הפלסטיק מאופיינות שתייהן ברווחיות נמוכה ותנודתיות.

החל ממועד המעקב הקודם, החלה החברה ביישום תוכנית רה ארגון. בחודש פברואר 2012 חתמה החברה על הסכם קיבוצי עם נציגי ארגון העובדים. במסגרת ההסכם הוסכם, בין היתר, על הליך פרישתם של החלק הארי של עובדי החברה בשנים 2012-2014. ונקבעו תנאי העסקה לעובדים החדשים שיועסקו ע"י החברה. בעקבות תוכנית הרה-ארגון, לחברה ייווצר חסכון של כ-25 מיליון ₪ בעלויות השכר (במונחים שנתיים). בדוחות הכספיים לשנת 2011, רשמה החברה הפרשה בגין השינוי המבני (שאינה תזרימית), בסך של 42 מיליון ₪. במהלך חציון ראשון 2012, רשמה החברה הוצאה תזרימית בגין השינוי המבני של כ-13 מיליון ₪ וכן הוצאות מימון של כ-8 מיליון ₪ אשר הביאו לקטון משמעותי ב FFO.

### קרגל (מאוחד) נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ \*

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	H1 2011	H1 2012	
781	675	775	792	388	394	הכנסות
115	104	105	86	45	45	רווח גולמי
14.7%	15.4%	13.6%	10.8%	11.6%	11.5%	אחוז רווח גולמי
33	29	26	7	8	6	רווח תפעולי
4.2%	4.3%	3.3%	0.8%	2.0%	1.5%	אחוז רווח תפעולי
(28)	20	4	(51)	(6)	(6)	רווח (הפסד) לתקופה**
75	72	71	55	32	30	EBITDA
85	141	17	52	(18)	(17)	CFO
(52)	(38)	(61)	(32)	(18)	(16)	CapEx
(3)	(4)	(13)	(14)	(14)	0	דיבידנדים ששולמו
31	99	(58)	5	(51)	(33)	FCF
25	42	32	33	19	35	מזומנים ושווי מזומנים
389	310	359	330	401	371	חוב פיננסי
316	333	322	278	299	268	הון עצמי
50	47	53	35	23	6	FFO
32.9%	37.0%	33.0%	29.9%	31.1%	28.4%	הון עצמי/ מאזן
49.6%	44.1%	49.1%	51.0%	53.6%	54.9%	חוב פיננסי/ CAP
5.6	4.8	5.4	6.3	6.7	7.1	Debt/EBITDA *LTM
8.3	7.3	7.4	9.8	9.8	17.6	*Debt/FFO LTM

\* יחסי הכיסוי מחושבים לארבעת הרבעונים האחרונים ולאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות הכירה תפעולית \*\* בשנת 2008 רשמה החברה הפרשה לירידת ערך מוניטין בסך של כ-31 מ' ₪, בגין ההשקעה בפלסטו-שק. בשנת 2009 הושפע הרווח הנקי מהטבת מס חד פעמית בסך של 16 מיליון ₪ בגין שינוי במסים נדחים, לאור חוק ההתייעלות הכלכלית. בשנת 2011 נרשמו הוצאות בסך של 42 מיליון ₪ לטובת פיצויים עתידיים במסגרת תכנית הרה-ארגון.

**ענף האריזה הינו עתיר השקעות, סיכון ענפי גבוה נוכח תנודתיות מחירי חומרי הגלם והתלות במגזר היצרני**  
לקרגל נתח שוק של כ- 27% בתחום הקרטון הגלי בישראל. החברה באמצעות חברת הבת פלסטו שק הינה גם אחת משלוש החברות הגדולות בישראל בתחום האריזות הגמישות. החברה פועלת בשני תחומים סינרגטיים ולה לקוחות בפיזור גבוה, ממספר רב של ענפים במשק. מרבית הלקוחות הגדולים בעלי ותק של למעלה מ-10 שנים ומרביתם הינם חברות גדולות ומובילות בתחומן. לפיכך, אחוז הפרשה לחומ"ס מתוך יתרת הלקוחות הנו אפסי. מעמדה של החברה כמובילה בשוק האריזות מוגן יחסית מתחרות, לנוכח השקעות הוניות גבוהות, המהוות חסם כניסה משמעותי. מנגד, תחום האריזות קשור באופן ישיר לפעילות היצרנית בישראל ובעולם וכן חשוף לתנודתיות חדה במחירי חומרי הגלם שהינם קומודיטיים, בעיקר הנייר והפולימרים.

**שחיקה ברווחיות התפעולית לאורך התקופה, הן במגזר הקרטון הגלי והן במגזר האריזות הגמישות, צפי לשיפור בארבעת הרבעונים הקרובים**

מגזרי הקרטון הגלי והאריזות הגמישות מהווים כל אחד כמחצית מהכנסות החברה. בין השנים 2009-2011 חלה במגזר הקרטון הגלי שחיקה עקבית. משיעור רווח תפעולי בשיעור 4.4% בשנת 2009 להפסד תפעולי בשיעור 3% בשנת 2011. בשנת 2011 רשם המגזר הפסד תפעולי של כ- 11 מיליון ₪ (כ- 3% מההכנסות) לעומת רווח תפעולי של כ- 9 מיליון ₪ (כ- 2.3% מהכנסות) בשנת 2010. יש לציין כי בשנת 2011, בנוסף להפסד הנזכר, רשמה החברה הוצאה בסך של 42 מיליון ₪ בגין מהלכי רה-ארגון.

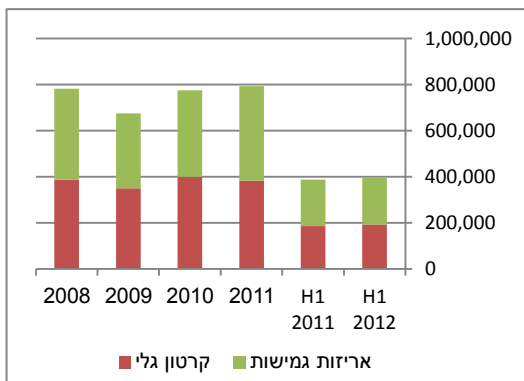
השחיקה בתוצאות התפעוליות בשנת 2011 נבעה מחד, מקיטון מחירי המכירה על רקע תחרות חריפה ומאידך, מעלייה במחירי חומרי הגלם. שילוב הגורמים שחק את המרווחים הגולמיים. ככלל, מגזרי הפעילות של החברה חשופים לתנודתיות חדה במחירי חומרי הגלם שהינם קומודיטיים ועלויות האנרגיה, אשר משפיעים על שיעורי הרווחיות הגולמית של החברה. עלויות האנרגיה וחומרי הגלם העיקריים (תאית ו- פוליאיתילן) מהוות כ-70% מסך עלות המכר של החברה וכ- 60% מסך המכירות של החברה. תנודתיות עלויות האנרגיה וחומרי הגלם מקשה אף על יכולת החברה לייצר תזרימי מזומנים פרמננטיים יציבים.

במחצית הראשונה של שנת 2012 רשם מגזר הקרטון הגלי רווח תפעולי של כמיליון ₪ (כ-0.6% מההכנסות) לעומת הפסד תפעולי של כ- 3 מיליון ₪ (כ- 1.5% מהכנסות) בתקופה המקבילה. בתקופה זו, מגזר הקרטון חווה התאוששות מסוימת. בשנת 2011 נשחקו המרווחים הגולמיים במגזר וזאת כפועל יוצא מעליית מחיר חומרי הגלם. שחיקה זו אשר נרשמה במספר חברות בענף הקרטון/נייר בישראל גרמה לחברה לנקוט במדיניות של העלאת מחירי המכירה בשנת 2012 במטרה לפצות על כך. להערכת מידרוג, בשנת 2013 ביצועי מגזר הקרטון ימשיכו להשתפר בעקבות עליית המרווחים אשר הוזכרה לעיל וזאת- תחת ההנחה כי לא תהיה עליה משמעותית במחיר חומר הגלם - התאית. בנוסף, במהלך השנה האחרונה החברה מייצרת בכושר ייצור ממוצע של כ- 70% עקב העדפת הזמנות בעלות מרווחים עדיפים ויישום תכנית הרה-ארגון, הדורשת הכשרה של עובדים חדשים. להערכתנו, עם השיפור במרווחים צפויה החברה אף לעלות בקצב הייצור.

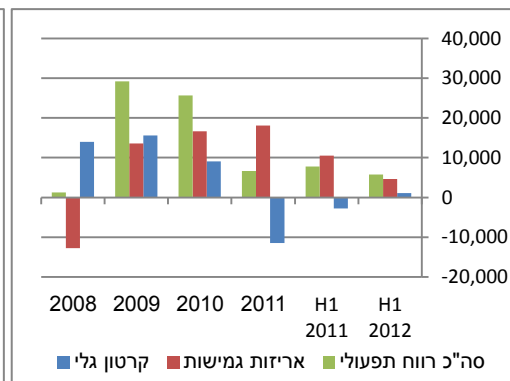


מגזר האריזות הגמישות בשנים 2009-2011 רשם יציבות יחסית אשר התבטאה בשיעורי רווח תפעולי של בין 4.5%-4%. במחצית הראשונה של שנת 2012 רשם מגזר האריזות הגמישות רווח תפעולי של כ-5 מיליון ₪ (כ-2.3% מההכנסות) לעומת רווח תפעולי של כ-6 מיליון ₪ (כ-5.2% מהכנסות) בתקופה המקבילה. בשנת 2011 רשם המגזר רווח תפעולי של כ-18 מיליון ₪ (כ-4.4% מההכנסות) לעומת רווח תפעולי של כ-17 מיליון ₪ במרווח דומה לזה שבשנת 2010. השחיקה בתוצאות המגזר במחצית הראשונה לשנת 2012, הינה עקב שינוי בתמהיל המוצרים (קיטון בביקושים למוצרים "מתוחכמים" אשר מותאמים לדרישות ספציפיות אשר להם מרווח גבוה יותר) וקיטון בביקושים מצד השוק האירופי (כ-33% ממכירות המגזר הינן לחו"ל) להערכתנו, בעקבות היערכות מתאימה של החברה מבחינת תמהיל המוצרים ועלייה ברמת המרווחים, תוצאות מגזר זה עתידות להתאושש בשנת 2013.

**התפתחות מכירות לפי מגזרי פעילות (אלפי ₪)**



**רווח תפעולי לפי מגזרי פעילות (אלפי ₪)**



**יחסי כיסוי איטיים נוכח שחיקה בתוצאות ורמת חוב גבוהה**

החוב הפיננסי של החברה ליום 30.06.12 הסתכם בכ-370 מיליון ₪ ומורכב בעיקר מיתרת אג"ח בסך של כ-80 מיליון ₪ והיתר הלוואות בנקאיות והלוואות אשר רובן מאת קרן בראשית, בעלת מניות בחברה. לעומת זאת, ליום 31.12.11 החוב הפיננסי עמד ע"ס של כ-330 מיליון ₪. הגידול בחוב הפיננסי מימן בעיקר גידול ביתרות המלאי של החברה לסוף התקופה, ואת תוכנית הרה ארגון. בחודש דצמבר 2011 גייסה החברה סך של כ-56 מיליון ₪, בעיקר מקרן בראשית. רוב הסכום נבע מהנפקת מניות נטו בסך 25 מיליון ₪ והנפקת אג"ח להמרה בסך 26 מיליון ₪. הדבר סייע לחברה להקטין את המימון הבנקאי לז"ק. בחודש אוגוסט 2012 פרעה החברה קרן אג"ח בהיקף של כ-28 מיליון ₪. המינוף הגבוה, בתוספת השחיקה ברווח התפעולי, הוביל את החברה להציג האטה ביחס הכיסוי של חוב ל-EBITDA אשר עמד, נכון ליום 30.06.2012 על 7.1, בהשוואה ליחס של 6.7 בסוף שנת 2011. אנו צופים שיפור מסוים ביחס כיסוי החוב ל-EBITDA ברבעונים הקרובים על רקע שיפור הרווחיות ויציבות ברמת החוב הפיננסי. בטווח הזמן הארוך, להערכת החברה, ככל שתיושם תכנית הפרישה, תוכל החברה להקטין את החוב הפיננסי באמצעות עודפים שייצורו מהחיסכון בעלויות כ"א.

**נזילות החברה בסולו חלשה ונסמכת בעיקרה על מסגרות אשראי בלתי חתומות והעלאת דיבידנדים מפלסטו שק**

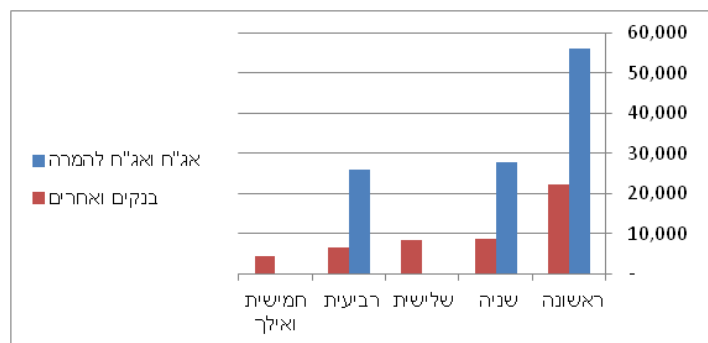
רמת הנזילות של החברה בסולו הינה נמוכה ביחס לצורכי שירות החוב והחברה נשענת במידה רבה על העלאת דיבידנדים מפלסטו שק ומחזור חוב פיננסי. היתרות הנזילות החופשיות בחברה (סולו) מסתכמות לסך של כ-16 מיליון ₪ ליום 30.6.2012. צרכי פירעון קרן החוב לז"א לשנתיים הקרובות מסתכמים בכ- 115 מיליון ₪, מכך כ- 84 מיליון ₪ בגין פירעון קרן אג"ח. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה (מאוחד), לחצי שנה שנשתיימה ביום 30.06.12, הינו שלילי ובדומה לזה אשר נרשם בתקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי צרכי ההון החוזר מצויים במתאם גבוה עם מחירי התאית והפוליאתילן, גורם סיכון אינהרנטי, המחליש את הנזילות.

לחברה, ביחד עם החברות הבנות, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ובלתי חתומות בסך של כ-140 מיליון ש"ח. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות מול הבנקים המסמנים וקרן המנוף בראשית, הקובעות כי על החברה לעמוד ביחסים מינימאליים, כגון (בין היתר) הון עצמי למאזן, חוב ל Ebitda וחוב לז"ק/הון חוזר. נכון ליום 30.6.2012 החברה עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות במרווח מספק.

להערכת מידרוג, בטווח הזמן הקצר נזילות החברה נסמכת על מסגרות אשראי לא חתומות וכן על העלאת דיבידנדים מחברת הבת פלסטו שק אשר ברשותה נכון ליום 30.6.2012 רווחים ראויים לחלוקה בסך 43.5 מיליון ש"ח. מחד, העלאת דיבידנדים מחברת הבת תורמת לנזילות החברה בטווח הזמן הקצר. מאידך, הדבר מתבטא בהחלשת מיצובה העסקי והפיננסי של פלסטו שק. פלסטו שק מהווה נכס יציב ורווחי אשר תורם לגמישות הפיננסית של הקבוצה. עם זאת, מידרוג רואה במדיניות הדיבידנד של פלסטו שק גורם מחליש בפרופיל הפיננסי של פלסטו-שק.

בשנים 2010-2011 נרשמה חלוקת דיבידנדים מקרגל בהיקף מצטבר של כ-28 מיליון ₪. דיבידנדים אלו שימשו לטובת שירות החוב של בעלת השליטה בחברה - סי. אי. תעשיות קרטון בע"מ על פי חלקה היחסי. מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה מציינת יעד חלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי השנתי וזאת בכפוף להגבלות מאת גופים ממנים ורגולטורים וכן צרכיה התזרימיים של החברה. החברה התחייבה כלפי הבנקים, כי לא תחלק דיבידנד בשנת 2012. לגבי שנת 2013 ואילך, התחייבה החברה כי לא תחלק דיבידנד בסכום שיעלה על 50% מהרווח הנקי השנתי. הדירוג מתבסס, בין השאר על ההנחה כי החברה תימנע מחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בשנים 2012-2014 בהן צפויה עיקר ההשקעה בתוכנית הרה-ארגון.

**קרגל סולו - לוח סילוקין התחייבויות לזמן ארוך ליום 30/06/2012, באלפי ₪\***



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לזמן קצר ואון-קולים בסך של כ-18 מיליון ₪ ליום 30/06/2012.

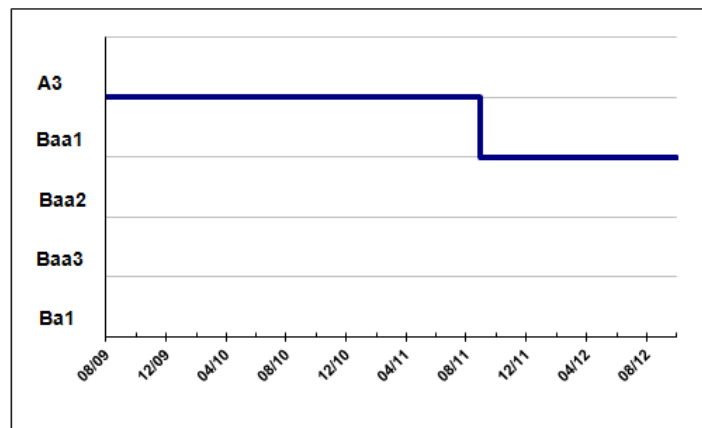
**גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג**

- שיפור ברמת הנזילות מול צרכי שירות החוב
- הורדת רמת המינוף

**גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג**

- חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA LTM בטווח של 6-7 שנים. כפי שנמדד בדוחות הכספיים המאוחדים של קרגל על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים
- חלוקת דיבידנד בתקופת המעבר, בשנים 2012-2014, במידה שתשפיע על איתנותה הפיננסית של החברה

**היסטוריית הדירוג**



**אודות החברה**

קרגל עוסקת בשני תחומים עיקריים: ייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי, המשמשים לאריזה ולהובלה של מוצרי תעשייה, מוצרי מזון ותוצרת חקלאית וכן, החל מחודש מאי 2008, ייצור, עיבוד ושיווק אריזות מקרטון עץ וספוגים. תחום פעילות שני כולל ייצור ושיווק של שרולים ויריעות פוליאתילן, המשמשים, בין היתר, כחומר גלם לאריזות הגמישות ולשימושים תעשייתיים וכן ייצור ושיווק של שקים, שקיות ואריזות גמישות אחרות, המשווקות בעיקר למגזר התעשייתי וללקוחות אחרים. תחום זה התפתח בחברה בעיקר על רקע פעילות רכישות ומיזוגים עם חברות ותיקות בתחום זה: פלסטו-שק בע"מ (81.16% מהון המניות) ביולי 2007, תמורת כ-120 מיליון ש"ח, א. גליס ובניו בע"מ ביולי 2006 תמורת כ-111 מיליון ש"ח ו-ינה (א.ל.) תעשיות בע"מ בחודש יוני 2005 תמורת כ-26 מיליון ש"ח. גם בתחום הקרטון הגלי נעשתה פעילות רכישות: מיכלי טריפלֶקס (2003) בע"מ נרכשה בפברואר 2008 תמורת כ-25 מיליון ש"ח. הקבוצה מעסיקה כ-700 עובדים, מרביתם עובדי ייצור במפעלי החברה בתחום הקרטון הגלי, הממוקמים בלוד (קרגל) וחבל יבנה (טריפלֶקס) וכן במפעלי תחום האריזות הגמישות במשמר השרון (ינה וגליס), יבנה (פלסטו שק) ושדרות (מור). החברה הינה חברה פרטית ותאגיד מדווח, לאחר מחיקת מניותיה ממסחר בעקבות הצעת רכש בשנת 2005. בעלת



השליטה בחברה הינה סי. אי. תעשיות קרטון בע"מ (49.5% מהון המניות) - שעל בעלי מניותיה נמנים יו"ר הדירקטוריון מר ניר דור ומנכ"ל החברה מר גבריאל נגר. יתר מניות החברה מוחזקות ע"י כלל תעשיות והשקעות בע"מ (25.8%), ס.ה. סקיי שירותי ניהול בע"מ (11.7%) וקרן בראשית (7.7% מהון המניות).

## **דוחות קשורים**

[דוח מעקב אחרון, ספטמבר 2011](#)

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

[דגשים בהערכת נזילות של מנפיקים, דצמבר 2010](#)

תאריך הדו"ח: 09.10.2012

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



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)

סולם דירוג התחייבויות

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

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](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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](http://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 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.