



"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

מעקב | יוני 2012

1

מחברת:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

"דלק" חברת הדלק הישראלית בע"מ

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

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות החוב (סדרות א' - ד') שהנפיקה "דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ" ("דלק" או "החברה") מ-A2 באופק שלילי ל-Baa1 באופק יציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/03/2012 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	6360069	08/2007	5.1%	צמוד מדד	999	2012-2016
ב'	6360127	06/2009	משתנה *	לא צמוד	286	2012-2014
ג'	6360150	05/2011	משתנה **	לא צמוד	222	2014-2018
ד'	6360168	05/2011	6.1%	לא צמוד	106	2013-2016

* שיעור הריבית שנושאות איגרות חוב ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 3.6%.
 ** שיעור הריבית שנושאות איגרות חוב ממשלתיות מסוג "ממשל 0520", בתוספת מרווח שנתי של 1.6%.

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת הדירוג הנוכחית, בהמשך להצבת אופק דירוג שלילי בחודש אוקטובר 2011, נובעת מהערכתנו כי יקשה על החברה לשוב לרמת הרווחיות שאפיינה אותה בעבר ולשקם במידה משמעותית את יחסי הכיסוי האינסיים, אשר אינם תואמים עוד את הדירוג הקודם. הורדת הדירוג נובעת גם מהחלשות הנזילות בחברה נוכח רמת החוב הגבוהה ושיעור ניצול גבוה של מסגרות אשראי מבנקים. יש לציין כי החברה נוקטת בצעדים משמעותיים להפחתת החוב הפיננסי ואולם חלקם כרוך בתהליך מתמשך ובאי וודאות. תוצאות החברה נחלשו בשנת 2011 וברבעון הראשון של שנת 2012. היחלשות זו מוסברת בירידה של מרווח השיווק, אשר קיבלה לאחרונה תוקף סופי בהחלטת משרד האוצר וכן באתגרים המשמעותיים בסביבה העסקית, הכוללים גם תחרות על מחירי הסולר אשר אינם מצויים בפיקוח וכן גם בעלייה במחירי שכירות התחנות שמביאה לידי ביטוי מלא חוזים שנחתמו עוד בשנת 2009. עיקר הפגיעה במרווח השיווק נזקפה ברבעון רביעי 2011 ומונתה, בחלקה הגדול, במהלך רבעון ראשון 2012. ואולם, גם בנטרול תוצאות רבעון רביעי 2011, מציגה החברה שחיקה בתוצאות בהשוואה לתוצאות שנים עברו ולתחזיות. מידרוג מעריכה כי רמת התחרות בענף תקשה על החברות בו לשמר במידה מלאה את ביטול ההנחות שיושם באופן כמעט גורף עם כניסתו לתוקף של מרווח השיווק הנמוך עוד בספטמבר 2011.

רמת הנזילות של החברה ביחס לעומס הפירעונות לשנים 2012-2013 הינה חלשה ונשענת בעיקרה על שימוש במסגרות אשראי, צמצום היקף אשראי לקוחות, צמצום השקעות, פירעון הלוואה אשר ניתנה לחברת האם ומימוש נכסים אשר אינם בליבת הפעילות. צורכי ההון החוזר התנדתיים, המושפעים בעיקר ממחירי הדלקים בעולם, מקשים על הערכת התזרים החופשי אשר בשנים האחרונות היה שלילי. מהלכה של החברה להקטנת ימי אשראי הלקוחות במגזר החוץ תחנה מוערך על ידינו כחיובי ומפחית סיכון, אולם אנו מבקשים לבחון לאורך זמן את התממשות המהלך ואת השפעותיו השונות.

הדירוג נתמך במעמדה העסקי החזק של החברה בענף שיווק הדלקים. החברה מאופיינת בפריסה ארצית רחבה של תחנות התדלוק, שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית והחזקה אסטרטגית במסופי האחסון והניפוק של "פי גלילות". חילופי הנהלת החברה לפני כשנתיים הובילה לאסטרטגיה ממוקדת להפחתה מהותית בהיקף החוב הפיננסי בין השאר באמצעות מכירת נכסים שאינם בליבת הפעילות והפחתת היקף האשראי בפעילות החוץ תחנה. החברה מתמקדת



בהעמקת הפעילות הקמעונאית, בהפחתת סיכונים בפעילות חוץ תחנה. אנו סבורים כי נדרשת הוכחה למימוש אסטרטגיה זו לאורך זמן.

ענף שיווק הדלקים מאופיין בסיכון בינוני. מחד, הענף מאופיין בביקושים יציבים יחסית ובחסמי כניסה גבוהים, מאידך, הענף מושפע מרגולציה גבוהה, מהשקעות הוניות כבדות ומתחרות חריפה, אשר עלתה מדרגה בשנים האחרונות. חוזי השכירות ארוכי הטווח עם בעלי התחנות מקשים על התאמה מהירה של עלויות המכירה וההפעלה לשינויים בסביבה העסקית.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכת מידרוג, כי בטווח הבינוני תציג החברה שיפור מתון ביחסי הכיסוי, על רקע שיפור מסוים ברווחיות וצפי להורדת רמת המינוף, בהתאם לאסטרטגיית החברה. עם זאת, להערכת מידרוג, עדיין קיימת אי ודאות מסוימת לגבי מימוש מלא של התוכנית האסטרטגית של החברה, היקף התקבולים ועיתויים.

דלק - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	Q1-2011	Q1-2012	
5,813	4,290	5,136	6,259	1,453	1,596	הכנסות, נטו
670	736	775	764	202	184	רווח גולמי
220	225	189	132	48	26 ¹	רווח תפעולי
32.9%	30.6%	24.4%	17.3%	23.9%	14.3%	רווח תפעולי / רווח גולמי
109	112	113	111	27	27	הוצאות מימון נטו
58.2	95.5	60.1	18.0	14.1	0.1	רווח נקי
305	401	244	36	186	296	יתרות נזילות
2,193	2,684	2,906	2,952	2,998	3,266	חוב פיננסי
1,719	2,034	2,428	2,664	2,577	2,717	חוב פיננסי נטו ²
1,024	1,099	1,095	1,112	1,101	1,108	הון עצמי
26.7%	23.9%	22.6%	22.2%	21.9%	20.6%	הון עצמי למאזן
298	300	270	219	69	49	EBITDA
147	220	125	108	55	34	FFO
177	44	(9)	(71)	(87)	(17)	CFO
(81)	(239)	(218)	(167)	(37)	(23)	CAPEX
(50)	(25)	(25)	(10)	0	0	DIV
7.1	8.1	9.1	10.4	9.4	11.7	חוב פיננסי ל- EBITDA ³
13.0	11.3	16.9	18.2	16.2	21.2	חוב פיננסי ל- FFO

דלק - נתונים על תחנות תדלוק וחנויות נוחות (סוף תקופה)

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	Q1-2011	Q1-2012	
233	244	246	246	246	243	מספר תחנות

¹ רווח תפעולי לרבעון ראשון 2012, כולל הפחתות חד פעמיות בסך של כ- 5 מיליון ₪ בגין חובות מסופקים

² חוב פיננסי נטו בניכוי הלוואה למינהל הדלק

³ יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמות חכירה תפעולית. חוב פיננסי לצורך יחסי הכיסוי מחושב בקיזוז הלוואה למינהל הדלק.

תדלוק						
מספר חנויות נוחות	115	132	162	187	174	191

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מיצוב עסקי חזק בענף בדגש על פריסה ארצית רחבה והאחזקה במתקן פי גלילות

החברה הינה משווקת הדלקים השנייה בגודלה בישראל, נהנית ממיצוב עסקי גבוה, מאופיינת בנתח שוק (תחנות) משמעותי של כ-24%, ופועלת באמצעות כ-243 תחנות תדלוק בפריסה ארצית. החברה עוסקת בקמעונאות מזון, באמצעות כ-191 חנויות נוחות בתחנות הדלק במותג "מנטה". המיצוב העסקי מתבסס על פריסה ארצית רחבה של תחנות הדלק, שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית (88%), מיצוב גבוה של רשת חנויות הנוחות במותג "מנטה", תוך פוטנציאל גידול במספר חנויות הנוחות. בספטמבר 2011 רכשה החברה את פעילות קפה ג'ו ובמהלך רבעון ראשון 2012, החלה החברה לשלב את הפעילות הזו ברשת מנטה. בשנת 2007 החברה רכשה את פי גלילות ובכך הקנתה לעצמה יתרון יחסי, המתבטא במתן גמישות ויעילות בשירותי אחסון וניפוק, כבסיס תשתיתי לפעילות שיווק הדלקים, לצרכים עצמיים ולמכירה לחברות מתחרות וחברות אחרות. מידרוג רואה יתרון אסטרטגי באחזקה של דלק במתקני פי גלילות, לאור שטח האחסון הגדול ומיקומו המרכזי של המתקן באשדוד, המוזיל את עלויות הובלת הדלק.

הורדה במרווח השיווק גרמה לשחיקה ברווחיות התפעולית בעיקר במגזר מתחמי תדלוק ומסחר

בחודש ספטמבר 2011 נכנסה לתוקף הורדת מרווח השיווק בכ- 17 אגרות לליטר בנזין בשירות עצמי (לא כולל מע"מ) ובכ- 11 אגרות בשירות מלא (לא כולל מע"מ). כתוצאה מכך, החברה דווחה בדו"ח מיידי כי אומדן הפגיעה ברווחיות התפעולית כתוצאה מהמהלך הינו בהיקף שנתי של כ- 80 מיליון ₪. בפועל, רשמה החברה פגיעה נמוכה יותר בתוצאות עקב צעדים ממתנים אשר נקטה. החברה הצליחה למתן את עוצמת הפגיעה כתוצאה מהורדת מרווח השיווק בכ- 50% ברבעון רביעי 2011 ובכ- 75% ברבעון ראשון 2012, בעיקר באמצעות צמצום משמעותי בהנחות לצי רכב ומועדוני צרכנים וצמצום בהוצאות כוח אדם, מכירה והפעלה.

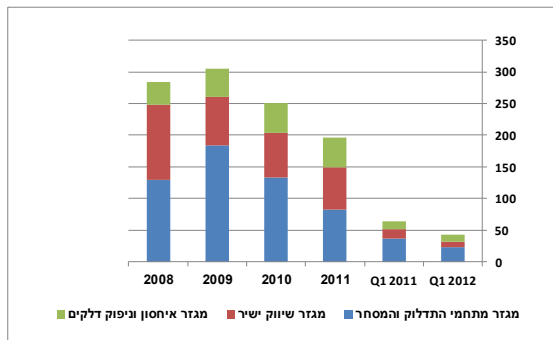
תוצאות החברה לשנת 2011 הושפעו מתוצאות חזקות לחציון הראשון, עקב מרווחי סולר גבוהים יחסית ורווחי מלאי, ותוצאות חלשות לחציון השני עקב הורדת מרווח השיווק כאמור לעיל ושחיקת מרווחי הסולר. כך, הרווח הגולמי במחצית הראשונה של שנת 2011 הסתכם בכ- 397 מיליון ₪ לעומת כ- 374 מיליון ₪ בתקופה המקבילה. במחצית השנייה של שנת 2011 נרשם רווח גולמי של כ- 367 מיליון ₪. הרווח התפעולי בשנת 2011 הושפע גם מגידול בעלויות המכירה והשיווק, שכלל גידול בהוצאות השכירות, בעמלות כרטיסי האשראי ובהוצאות הארנונה. הוצאות השכירות של החברה היוו כ- 19.4% וכ- 17.6% מהרווח הגולמי לשנת 2011 ולשנת 2010, בהתאמה. העלייה בהוצאות השכירות היא תוצאה של תחרות בענף על חידוש חוזי הפעלה של תחנות שהתבטאה בעיקר בשנים 2009-2010, להערכת מידרוג, הוצאות אלו מהווה משקולת, במיוחד בעיתות של הידוק הרגולציה והתחזקות התחרות בענף.

לאור האמור לעיל, שיעור הרווחיות התפעולית של מגזר מתחמי התדלוק והמסחר נשחק, מרמה של כ- 4.67% לשנת 2010 לכ- 2.43% לשנת 2011. ברבעון הראשון של 2012 הציגה החברה שיעור רווחיות תפעולית של כ- 2.76% למגזר זה, בעקבות החזרת חלק מפגיעת מרווח השיווק.

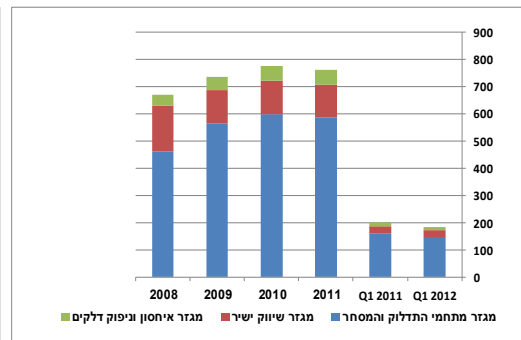
לאורך השנים האחרונות ניכרת שחיקה מתמשכת בשיעור הרווח התפעולי לרווח הגולמי, כתוצאה משחיקת המרווחים ומעלייה בהוצאות השכירות, כאחוז מהרווח הגולמי.

ביום 31.5.2012, בעקבות בחינה מחודשת של מרווח השיווק, הוחלט על עדכון מרווח השיווק בשירות עצמי כלפי מעלה בכ- 5 אגורות לליטר (לא כולל מע"מ). בעקבות זאת, מידרוג מניחה שיפור מסוים בתוצאות התפעוליות לשנת 2012, בהשוואה לשנת 2011, אם כי בצורה מתונה.

פירוט רווח מגזרי לאורך השנים (מיליוני ₪):



פירוט רווח גולמי לפי מגזרי פעילות (מיליוני ₪):



מינוף גבוה יחסית ויחסי כיסוי המצויים בשחיקה - צפי לשיפור בטווח הבינוני

בארבעת הרבעונים שהסתיימו ביום 31.03.2012 רשמה החברה תזרים תפעולי (EBITDA), בהיקף של כ- 199 מיליון ₪, בהשוואה לכ- 220 מיליון ₪ וכ- 270 מיליון ₪ בשנים 2010 ו- 2011, בהתאמה, עיקר הירידה כתוצאה משחיקה בתוצאות מגזר מתחמי התדלוק והמסחר.

החוב הפיננסי נטו של החברה⁴ ליום 31.03.2012 הסתכם בסך של כ- 2.72 מיליארד ש"ח, בהשוואה לסך של כ- 2.66 מיליארד ש"ח לסוף שנת 2011 ולכ- 2.42 מיליארד ₪ ליום 31.12.2010. העלייה בחוב בין השנים נבעה ברובה מצרכי הון חוזר גבוהים, בעיקר כתוצאה מעליית מחירי דלקים, מהפעילות הרחבה במגזר השיווק הישיר וכן מהשקעה ברכוש קבוע. יחס ההון למאזן נשחק בהדרגה בשלוש השנים האחרונות.

היחלשות התוצאות הכספיות, לצד הגדלת החוב, הובילו לפגיעה ביחסי הכיסוי. יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDAR עלה מ-9.1x, לסוף שנת 2010, ל-10.4x ליום 31.12.2011 ול-11.0x ליום 31.03.2012 (בנטרול יתרות נזילות). יחס כיסוי החוב הפיננסי ל-FFOR עלה מ-16.9x לסוף שנת 2010 ל-18.2x לסוף שנת 2011. אנו צופים שיפור מסוים ביחסי הכיסוי בטווח של 4 הרבעונים הקרובים, נוכח אסטרטגיה להקטנת מינוף וצפי לשיפור מסוים ברווח התפעולי עם החזרת חלק מהפגיעה במרווח השיווק.

מידרוג מצפה כי החברה לא תחרוג לאורך זמן מטווח יחס כיסוי חוב ל-EBITDAR של כ-10.0-9.0.

נזילות חלשה, מהלכים לעיבוי הנזילות בטווח הבינוני-הארוך

החברה הציגה תזרים מזומנים מפעילות שוטפת שלילי של כ- 17 מיליון ₪ לרבעון ראשון 2012 (בנטרול גידול זמני במלאי לצרכי קונטנגו, תזרים מזומנים מפעילות שוטפת חיובי של כ- 28 מיליון ₪), ותזרים מפעילות שוטפת שלילי של כ- 71 מיליון ₪ לשנת 2011, נוכח צרכי הון חוזר גבוהים המאפיינים בעיקר את מגזר השיווק הישיר. ברבעון ראשון 2012 החלה החברה במהלכים משמעותיים לצמצום ימי אשראי הלקוחות אשר יקבלו ביטוי מלא ובהיקפים משמעותיים במהלך רבעון שני ושלישי 2012. תזרים מפעילות שוטפת שלילי לתקופה, יחד עם השקעות גבוהות ברכוש קבוע העמיקו את התזרים החופשי (FCF) השלילי של החברה, כך שהחברה הציגה תזרים חופשי שלילי לשנת 2011 בהיקף

⁴ חוב פיננסי נטו בניכוי הלוואה למינהל הדלק

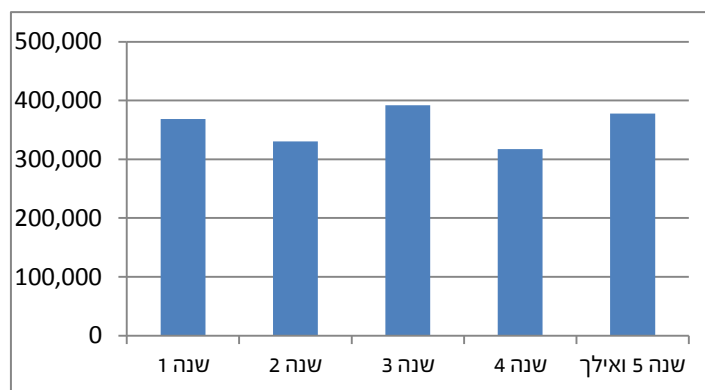
של כ- 248 מיליון ש"ח.

רמת הנזילות של החברה הינה נמוכה יחסית לצורכי שירות החוב, בהתחשב ביתרות המזומנים בקופה ובתזרים חופשי שלילי. היתרות הנזילות בחברה ליום 31.03.2012 הסתכמו לסך של כ-296 מיליון ש"ח. לחברה עומס פירעונות גבוה בשנים הקרובות: צרכי פירעון קרן החוב (בנקים ואג"ח) לשנים 2012 ו-2013 הינם כ- 370 מיליון ש"ח ו-330 מיליון ש"ח, בהתאמה. מכאן, מעריכה מידרוג, כי בשנת 2012 שירות החוב יתבסס על יתרות המזומן הקיימות, צמצום אשראי לקוחות, מימוש נכסים פנויים ושימוש במסגרות אשראי קיימות. בשנת 2013 יתבסס שירות החוב על פירעון הלוואה אשר העמידה דלק ישראל לקבוצת דלק הצפוי לינואר 2013 (יתרת הלוואה בספרי דלק ישראל ליום 31.03.2012 הינה כ- 299 מיליון ש"ח), תזרים חופשי מפעולות, מימוש נכסים פנויים ושימוש במסגרות אשראי. נכון ליום 31.03.2012 לחברה מסגרות אשראי פנויות, לא חתומות, על סך של כ- 195 מיליון ש"ח.

במהלך רבעון ראשון 2012 החלה החברה במהלך צמצום ההשקעות ברכוש הקבוע, כך שבטווח אופק הדירוג, צפויה להשקיע בגובה הפחת השנתי.

לחברה אחזקה במסופי האחסון ב"פי גלילות" אשר תורמת לגמישותה התפעולית. בנוסף, לחברה השקעות היסטוריות, אשר אינן בליבת הפעילות של החברה. בטווח הבינוני הארוך החברה פועלת למימוש אחזקות ו/או נכסי נדל"ן, במסגרת עסקאות עם צדדים קשורים ו/או במסגרת מכירה לצד ג'. מהלך זה הינו חלק מתוכניות הנהלת החברה לצמצום משמעותי בהיקף המינוף של החברה בטווח הארוך.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 31.03.2012, במיליוני ש"ח⁵



6

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הורדה משמעותית של רמת המינוף תוך שיפור מהותי ביחסי הכיסוי התזרימיים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

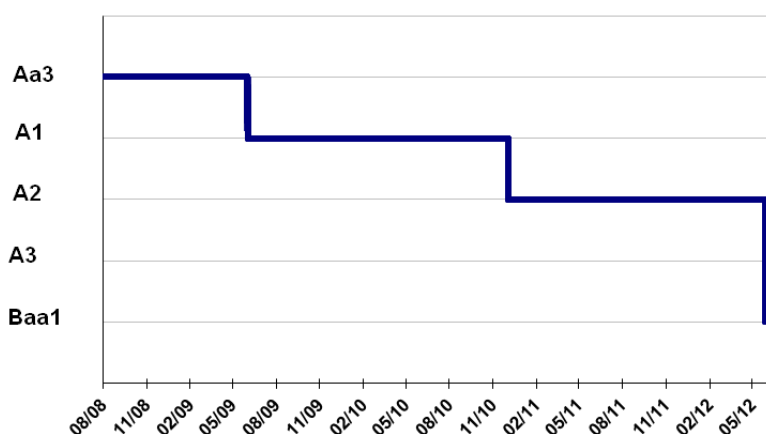
⁵ לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק מבנקים שיתרתו ליום 31.03.2012 הינה בסך של כ-1,545 מיליון ש"ח.

- פגיעה ברמת הנזילות של החברה ביחס לצורכי שירות החוב ופגיעה בגמישות הפיננסית.
- אי שיפור יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA, תוך חריגה לאורך זמן מיחס של 9-10 (היחס מותאם להוצאות חכירה תפעולית).
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

אודות החברה

דלק חברת הדלק הישראלית ("דלק" או "החברה") עוסקת בעיקר בשיווק ומכירה של בנזין וסולר ללקוחות פרטיים, לצי רכב וללקוחות סיוטנאיים בישראל. נכון לסוף הרבעון הראשון של שנת 2012, לחברה 243 תחנות תדלוק ציבוריות ו-191 חנויות נוחות, תחת המותג "מנטה". פעילות זאת מהווה את מגזר התדלוק והמסחר והינה פעילות הליבה של החברה. פעילות שיווק מוצרי הנפט מחוץ למתחמי התדלוק מהווה את מגזר השיווק הישיר. כמו כן, החברה פעילה בתחום אחסון וניפוק דלקים לשימושה שלה, של חברות הדלק האחרות בישראל ולשם החזקת מלאי בטחוני של המדינה ומלאי של גופים מסחריים אחרים. פעילות זו נעשית באמצעות שלושה מתקני אחסון וניפוק ("פי גלילות") אשר נרכשו בשנת 2007 בתמורה לסך של כ-800 מיליון ₪. בנוסף, לחברה אחזקות בשיעור של 20% בחברת דלק אירופה, המפעילה תחנות תדלוק וחנויות נוחות במדינות בנלוקס ובשנת 2010 רכשה פעילות דלק ומסחר באזור צרפת. לחברה אחזקה פיננסית ב-Delek USA (כ-2.44%), העוסקת בזיקוק ושיווק דלקים והפעלת מתחמי תדלוק ומסחר בארה"ב. בחודש ספטמבר 2011 דיווחה החברה על הסכם לרכישה והקצאת 51% ממניות קפה ג'ו. בעלת השליטה בחברה הינה קבוצת דלק בע"מ, אשר מחזיקה בשיעור של כ-87% בדלק ישראל. מנכ"ל החברה הינו מר אברהם בן אסאייג ויו"ר הדירקטוריון הינו מר משה עמית.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [דלק ישראל, דו"ח מעקב אוקטובר 2011](#)
- [דוח מיוחד ענף שיווק הדלקים](#)



הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 17.06.2012

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 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 הונית - 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.

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