



דלתא גליל תעשיות בע"מ

פעולת דירוג | דצמבר 2010

מחבר:

לינה קנטרוביץ, אנליסטית
linak@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

דלתא גליל תעשיות בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לאג"ח (סדרה כ'), שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה"), תוך השארת אופק הדירוג יציב. בנוסף, מידרוג מעניקה דירוג A3 לאגרות חוב בסך של עד 30 מיליון דולר (ערך נקוב בשקלים כ-105 מיליון ₪ למועד זה) שבכוונת דלתא לגייס באמצעות הרחבה של סדרה קיימת. ככל שהחברה תבצע גיוס כאמור, בכוונתה לבצע גידור מלא, באמצעות עסקת החלפה, כנגד החשיפה המטבעית בין אגרות החוב השקליות לבין הדולר, שהינו מטבע הפעילות העיקרי.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים ליום 30/09/2010	ערך נקוב (מיליוני ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר נייר	סדרת אג"ח
2012-2016	*111.3	113.0	אין	7%	01/10	6270110	כ'

* היתרה בספרים בשקלים נמוכה יותר מהערך הנקוב נוכח השינויים בשער החליפין שקל / דולר מאז ההנפקה

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 16/12/2010. 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.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

לחברה מיצוב עסקי חזק בפיתוח, ייצור ושיווק אופנת הלבשה תחתונה עבור רשתות קמעונאיות ומותגים בינלאומיים מובילים. מיצוב זה מתבטא באיכות מוצרים ושרשרת אספקה שהקנו לחברה בסיס לקוחות איכותי ונאמן לאורך השנים. כקבלן משנה היא מתמודדת בסביבה תחרותית מול לקוחות רגישי מחיר. לחברה אסטרטגיה ארוכת טווח להגדיל את נתח פעילות המותגים בבעלותה, המהווה כיום מרכיב קטן יחסית מהפעילות; לחברה ריכוזיות לקוחות גבוהה; לאורך השנים, החברה פועלת לפתח מוצרים וטכנולוגיות חדשניים, שיקנו לה ייחודיות מול המתחרים ויאפשרו לה להרחיב את סל המוצרים; הרשת הקמעונאית של החברה בישראל רחבה, מפוזרת ורווחית מאוד; החברה פועלת במספר שווקי יעד, כגון: ארה"ב, אירופה וישראל. יש לציין שבמהלך השנה האחרונה החברה הקטינה את החשיפה למט"ח, באמצעות הסבת מכירות ממטבע מכירה אירו וליש"ט לדולר. החברה הציגה רווחיות נמוכה ותנודתית בשנים האחרונות על רקע החרפת התחרות, ירידת מחירי הטקסטיל ותנודתיות בשערי החליפין. במהלך שנת 2010 הציגה החברה צמיחה במכירות, לצד שיפור ניכר ברווחיות, חרף אתגרים בשווקים ועל רקע עלייה במחירי הכותנה, וזאת נוכח מהלכי הבראה שנקטו בשנים האחרונות. החברה מתמודדת עם עליית מחירי הכותנה באמצעות העלאה מדורגת של מחירי המכירה ללקוחות. יחסי כיסוי החוב הינם מהירים יחסית לרמת הדירוג, אך תואמים את מאפייני הפעילות ומעמדה העסקי של החברה; לחברה רמת נזילות טובה, הנגזרת מיתרת מזומנים גבוהה ומסגרות אשראי חתומות בהיקף משמעותי. אופק הדירוג היציב נתמך בצפי להמשך יציבות בתוצאות הכספיות ולעמידת החברה ביחסי כיסוי הולמים לרמת הדירוג הנוכחית.

התפתחות התוצאות הכספיות:

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 מכירות החברה רשמו עליה 10.7% לעומת התקופה המקבילה (12% במטבע מקור). עיקר העלייה נבעה מגידול במגזר פעילות של פלח השוק העליון. החברה המשיכה לצמצם את פעילותה בבריטניה, ובפרט צמצום פעילות מול מרקס אנד ספנסר, ירידה של כ-29.4% לעומת התקופה המקבילה. המכירות בארה"ב במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2010 עלו בכ-17.9% לעומת התקופה המקבילה, זאת לעומת ירידה של כ-6.2% בשנת 2009 לעומת 2008. העלייה במכירות בארה"ב נבעה בעיקר מגידול במכירת חזיות לרשת ויקטוריה סיקרטס, הסכמי זכיינות חדשים והתאוששות מסוימת במכירות של רשתות השיווק. המכירות באירופה עלו בכ-21.8% לעומת תקופה מקבילה אשתקד והמכירות בישראל באותה גדלו באותה תקופה בכ-5.0% במונחים דולריים כאשר במונחי שקלים הם נשארו ללא שינוי. הגידול בהיקף הפעילות, לצד שיפור תמהיל המוצרים והשלמת תהליכי ההתייעלות שבוצעו בשנים 2008-2009, הובילו לשיפור הרווחיות. השיפור קוזז בחלקו על-ידי עלייה במחירי הכותנה, שגולגלה רק בחלקה למחירי המכירה. להערכת מידרוג, ההתמודדות עם מחירי הגלם העולים תימשך בשנת 2011, תוך המשך תנאי ביקוש מאתגרים מצד הלקוחות והכלכלה באירופה ובארה"ב.

דלתא (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - מיליוני \$¹:

31.12.06	31.12.07	31.12.08	31.12.09	30.09.09	30.09.10	
706.7	647.4	622.8	572.5	421.8	466.9	הכנסות
24.8	14.9	0.0	15.4	7.9	23.6	רווח (הפסד) תפעולי ²
3.0	(12.5)	(25.7)	7.6	1.8	14.9	רווח (הפסד) נקי ³
17.9%	(8.4%)	(3.8%)	(8.1%)	(12.0%)	10.7%	שינוי במכירות %
17.4%	17.4%	17.0%	18.1%	17.7%	19.5%	רווח גולמי %
3.5%	2.3%	0.0%	2.7%	1.9%	5.1%	רווח תפעולי %
40.4	28.1	12.5	28.7	17.6	32.2	EBITDA ⁴
22.0	8.9	2.4	21.0	9.9	24.5	FFO
18.5	2.2	8.0	36.7	21.0	3.8	תזרים חופשי - FCF
10.3	16.7	4.2	27.8	5.4	35.1	יתרות נזילות
156.1	157.7	138.1	111.9	126.5	113.8	חוב פיננסי ברוטו
452.0	449.9	380.1	376.4	375.7	406.3	סך נכסים במאזן
42.0%	39.2%	39.5%	47.4%	40.4%	47.1%	הון עצמי למאזן
4.5	6.1	9.7	4.9		3.5	חוב פיננסי ל-EBITDA ⁵
8.0	15.6	24.2	6.8		4.3	חוב פיננסי ל-FFO ⁶

¹ יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית, בהתאם למתודולוגיה של מידרוג.

² הרווח התפעולי מוצג לפני הכנסות/הוצאות אחרות ולפני הוצאות ארגון מחדש, בשונה מצורת ההצגה בדוחות הכספיים. ³ בשנים 2007 ו-2008 רשמה החברה הוצאות אחרות, בגין ארגון מחדש של פעילויותיה, בסך של כ-11 מיליון \$ וכ-9 מיליון \$, בהתאמה. בשנת 2009 ובתשעת החודשים הראשונים של 2010 לא נרשמו הוצאות אחרות מהותיות. כמו כן, בשנת 2008 רשמה החברה הוצאות של כ-7 מיליון \$ בגין ירידת מוניטין.

⁴ EBITDA מוצג לפני הכנסות/הוצאות אחרות ולפני הוצאות ארגון מחדש, בשונה מצורת ההצגה בדוחות הכספיים.

⁵ ⁶ מחושב על בסיס תוצאות של ארבעה רבעונים אחרונים

פירוט גורמי מפתח בדירוג

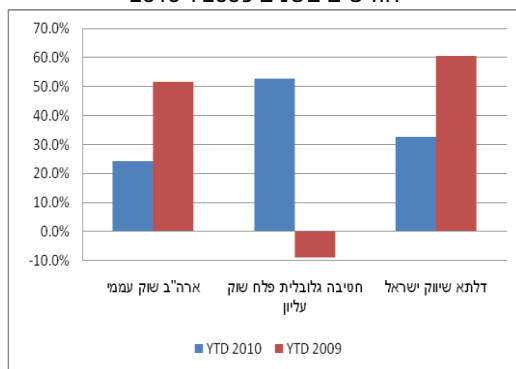
חשיפה גבוהה לשוק הדיסקאונט בארה"ב, המאופיין בתחרותיות גבוהה ורווחיות נמוכה, ממותנת בחלקה באמצעות ערוצי שיווק ממותגים ורווחיים יותר

החברה עוסקת בייצור מותגים בינלאומיים ומותגי בית של רשתות קמעונאיות מובילות בעולם. החברה פועלת באמצעות שלושה מגזרים עיקריים: שוק עממי בארה"ב, פלח שוק עליון גלובלי ודלתא ישראל. במגזר השוק העממי בארה"ב החברה מפתחת, משווקת ומוכרת מוצרי מותג פרטי עבור רשתות הדיסקאונט הקמעונאיות המובילות בארה"ב, כגון: וול מארט, טרגט ואחרים. המכירות במגזר זה (כ-50% מסך מחזור המכירות) מאופיינות בשולי רווח נמוכים (2.5%) נוכח העוצמה של הרשתות בשוק האמריקאי. במגזר פלח שוק עליון החברה מתמקדת בפיתוח מוצרים עבור מותגים מובילים, כגון: Victoria's Secret, Nike, Calvin Klein, Hugo Boss ואחרים (כ-42% ממכירות החברה). המוצרים במגזר זה מאופיינים בבידול ואיכות גבוהה, הגוזרים שולי רווח גבוהים (כ-6.5% המהווה כ-53% מסך הרווח התפעולי של החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010). במהלך תשעת החודשים הראשונים רשם מגזר זה את השיפור המשמעותי ביותר בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, הן בהיקף המכירות והן בשיעורי הרווחיות. השיפור נבע בעיקר מצמצום פעילויות מפסידות (בריטניה) צמצום פעילות והעברתה לאחריות מגזר השוק העממי בארה"ב ושיפור בתוצאות המפעל במצרים) ועלייה במכירות לרשת ויקטוריה סיקרטס, שעיקרן תחום החזיות, המאופיין בשולי רווח גבוהים.

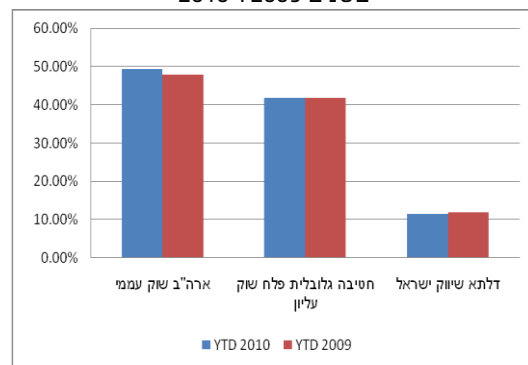
מגזר הפעילות השלישי הינו הרשת הקמעונאית והסיטונאית בישראל, המהווה כ-11.5% מההכנסות ומאופיינת בשיעורי רווח תפעולי גבוהים יחסית (כ-14.7%).

הפיזור למספר מגזרי פעילות מאפשר לחברה לאזן בין היקף המכירות, אשר ברובו מגיע משוק עממי בארה"ב ופלח שוק עליון, לבין הרווחיות, שהעוגן שלה הינו בדלתא ישראל ובפלח השוק העליון בארה"ב ובאירופה. כמו כן, הפיזור הגיאוגרפי מאפשר לחברה לווסת בעונתיות מסוימת נוכח השוני באקלים ובשוני באקלים המקרקו כלכלי השורר בשווקי היעד של החברה.

התרומה לרווח התפעולי לפי מגזרים לתקופה של 9 חודשים בשנים 2009 ו-2010



התרומה להכנסות לפי מגזרים לתקופה של 9 חודשים בשנים 2009 ו-2010



ריכוזיות לקוחות גבוהה לצד קשרי עבודה ארוכי טווח עם בסיס לקוחות יציב ומבוסס

לקוחות החברה כוללים רשתות שיווק מובילות בארה"ב ומותגים בינלאומיים מובילים. לחברה חשיפה גבוהה לרשת הדיסקאונט "וולמארט", שהיוותה כ-19% מהמכירות במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2010 (וכ-21% בשנת 2009). מרבית המכירות לוולמארט נובעות מייצור מותג הפרטי של הרשת. החשיפה לוולמארט נובעת מעוצמתה התחרותית בשוק הקמעונאי בארה"ב ויכולתה הרבה להשפיע על רווחיות ספקיה. מיצובו העסקי והפיננסי הגבוה של וולמארט (דירוג בינ"ל Aa2) ממתן במידה מסוימת את הסיכון העסקי הכרוך בתלות בה. לחברה מספר לקוחות נוספים



המהווים כל אחד בין 5%-8% מסך המכירות, חלקם בעלי תרומה מהותית לרווח התפעולי. מרבית לקוחות החברה פועלים מולה שנים ארוכות. החברה משקיעה מאמצים רבים בשימור מעמדה בקרב לקוחותיה באמצעות איכות מוצרים גבוהה, חלקה במחיר של ייצור עצמי, השקעה במחקר ופיתוח של מוצרים וטכנולוגיות חדשות וגמישות אספקה גבוהה. יכולת החברה בפיתוח מוצרים ייחודיים יוצרת זיקה בין החברה ללקוחותיה ומהווה בסיס יציב לקשרי עבודה ארוכי טווח עם הלקוחות.

חשיפה לסיכונים בענף הסחר בתחום ההלבשה

במהלך השנים האחרונות החברה עוברת תהליך של שינוי מבני מיצרנית טקסטיל לחברה הממוקדת בעיצוב, פיתוח, שיווק וסחר של מוצרי הלבשה. הסיכונים האינהרנטיים אליהם חשופה החברה כיום כוללים: עונתיות ואופנתיות, חסמי כניסה נמוכים יחסית, חשיפה למחירי הסחורות ושכר עבודה והשפעתם על רווחיות, חשיפה לסיכונים האשראי של לקוחות. תוצאות החברה במהלך השנים האחרונות הושפעו בצורה משמעותית מתנודתיות בשערי החליפין, במיוחד ליש"ט, אירו ודולר. במהלך התקופה האחרונה פעלה החברה לצמצום חשיפה זו באמצעות המרת חוזי מכירה מאירו ומליש"ט לחוזים דולריים. במהלך עשר השנים האחרונות, ענף ההלבשה היה מאופיין בדפלציה, לאור סטגנציה במחירי הכותנה ועלייה בכושר הייצור, כאשר במהלך השנתיים האחרונות הוא הושפע מירידה בביקושים נוכח המיתון העולמי. שנת 2010 הינה שנת מפנה עבור ענף זה, נוכח העלייה החדה במחירי הכותנה החל מתחילת השנה. מגמה זו צפויה להמשיך גם ב-2011. עד כה העלתה החברה מחירים לחלק מהלקוחות, בעיקר בפלח השוק העליון ובישראל.

רווחיות נמוכה אך במגמת שיפור

במהלך השנים 2007-2009 החברה השקיעה מאמצים ומקורות רבים בתהליכי התייעלות, שכללו: סגירת / צמצום פעילויות הפסדיות; שינוי שיטות עבודה מול לקוח ושינויים בהנהלה הראשית. תהליכים אלה הגיעו לידי הבשלה והשפעתם ניכרת בשולי הרווח של החברה, החל מהמחצית השנייה של 2009. השיפור ברווחיות בתשעת החודשים הראשונים של 2010 נבע בעיקר ממגזר הפלח העליון (רווחיות תפעולית של 6.5% לעומת הפסד בתקופה המקבילה) לאור העלייה המשמעותית במכירות לויקטוריה סיקרטס והבשלת תהליכי ההתייעלות בבריטניה. הרווחיות במגזר השוק העממי בארה"ב רשמה שיפור קל בלבד בתשעת החודשים הראשונים של 2010 לעומת התקופה המקבילה, והושפעה לשלילה מהעלייה במחירי חומרי הגלם, שעדיין לא תורגמה לעלייה במחירי המכירה.

יחסי כיסוי מהירים

השיפור ברווח התפעולי בארבעת הרבעונים האחרונים תורגם לשיפור בתזרימי המזומנים מפעולות. לצד זאת, נרשם גידול בצורכי הון חוזר, שנבע בעיקר מגידול במלאי, שפגע בתזרים השוטף. לחברה רמת מינוף מתונה יחסית ערב הגיוס החדש, עם היקף חוב פיננסי ברוטו של כ-114 מיליון \$ שנותר יציב במהלך שנת 2010. יתר הדברים קבועים, גיוס החוב החדש עלול להעלות את יחס החוב לקאפ, משיעור של כ-38% לשיעור של 43%.

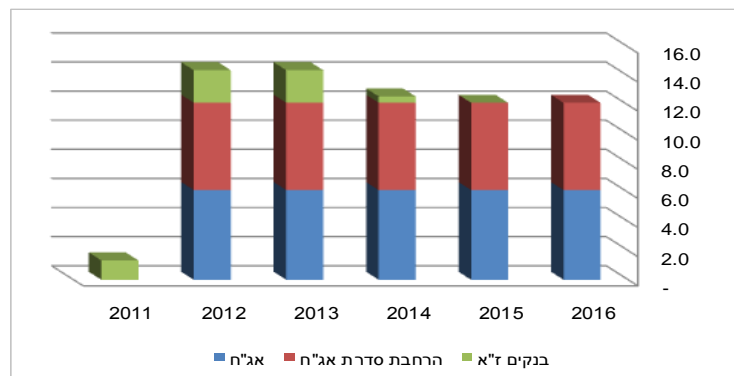
השיפור בתזרים השוטף, בשילוב עם יציבות בהיקף החוב, הובילו לשיפור ביחסי הכיסוי. מידרוג צופה שלאור הגיוס צפויה האטה מסוימת ביחסי הכיסוי.

לחברה אין מדיניות מוגדרת לחלוקת דיבידנד. במהלך השנים 2006-2009 החברה לא חילקה דיבידנד, נוכח ההרעה בתוצאות העסקיות. במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2010 לאור השיפור במצב הפיננסי חולק דיבידנד בהיקף של כ-3 מיליון \$. כמו כן, בתאריך 21 לדצמבר 2010 החברה תחלק דיבידנד נוסף בהיקף של 2 מיליון \$. סך דיבידנד המחולק בשנת 2010 יעמוד על 5 מיליון \$. במידרוג מצפים שהחברה תמשיך להנהיג מדיניות פיננסית זהירה, שאפיינה את פעילותה במהלך השנים האחרונות, גם בעתיד.

רמת נזילות טובה תוך חשיפה לתנודתיות בהון החוזר

רמת הנזילות של החברה טובה ונסמכת בעיקר על יתרות המזומן הגבוהות בקופתה, שנבעו מגיוס ההון בשלהי שנת 2009, גיוס החוב בתחילת שנת 2010 וייעול צורכי ההון החוזר. לצד זאת מידרוג מעריכה כי החברה פועלת לאיתור השקעות בתחומי פעילותה והיא עשויה לנצל חלק ניכר מהמזומנים למטרה זו. יכולת יצור המזומנים הפנימית בחברה שופרה בשנה החולפת, אולם היא מאופיינת בתנודתיות על רקע התנודתיות בצורכי ההון החוזר. לחברה מסגרות אשראי חתומות ממספר בנקים, בהיקף של כ-197 מיליון \$, מהם 80 מיליון \$ הינם במסגרת הסכם מימון חתום למימון הפעילות השוטפת של חברת הבת בארה"ב. לסוף אוקטובר, החברה ניצלה כ-40% מסך המסגרות העומדות לרשותה. לחברת הבת בארה"ב קיימות התניות פיננסיות כלפי תאגידים בנקאיים בגין הסכם המימון. נכון ל-30/09/2010, החברה עומדת בהתניות אלו בצורה מספקת.

לוח סילוקין חוב ז"א פרפורמה ליום 30/09/2010 (כולל תוספת חוב בהיקף של 30 מיליון \$) במיליוני \$⁷



אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- שיפור מהותי ומתמשך ברמת הרווחיות
- שמירה על מדיניות דיבידנד זהירה

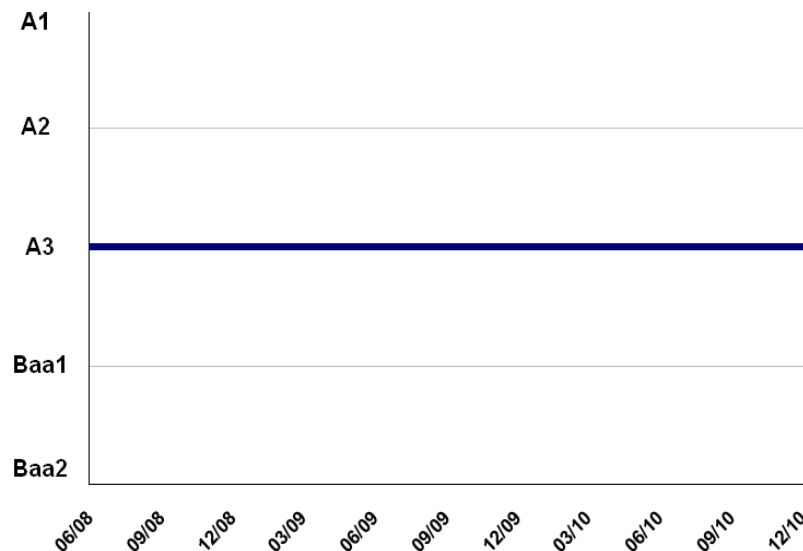
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי באמצעות ה- EBITDA (יחס מותאם דמי שכירות) אל מעל ל-4.5 שנים
- ביצוע השקעות חדשות אשר יגדילו את רמת הסיכון העסקי הפיננסי של החברה
- אובדן לקוחות מהותיים

⁷ לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק שיתרתו ליום 30/9/2010 הינה בסך של כ-77 מיליון \$.

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה וגרביים לנשים, גברים וילדים. הקבוצה משווקת את מוצריה בשלוש דרכים: (1) ייצור עבור מותגים בינלאומיים מובילים כדוגמת הוגו בוס, קלווין קליין, טומי הילפיגר ועוד ועבור מותגי בית של רשתות קמעונאיות מובילות דוגמת וול מארט, מרקס את ספנסר, טרגט, ויקטוריה סיקרטס ועוד (2) ייצור ושיווק במסגרת זיכיונות להם קיבלה החברה רישיון דוגמת קונברס, טומי הילפיגר, מיידנפורם, ניקול מילר, ווילסון, לאקי ועוד. ו-(3) שיווק בישראל תחת המותג הפרטי דלתא. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל ובארה"ב בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר במפעליה של הקבוצה במזרח התיכון ובמזרח הרחוק וכן באמצעות קבלני משנה באותם מקומות. החברה מוכרת את מוצריה בארה"ב (כ-67% מהמכירות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010), בישראל (כ-12%), בבריטניה (כ-8%) וביתר אירופה (למעט בריטניה, כ-13%). מתקני הייצור העיקריים של החברה מצויים במצרים, ישראל, בתאילנד ובבולגריה. כמו כן לחברה מתקני אחסון, לוגיסטיקה ומשרדים בישראל, במקומות בארה"ב ובסין. מרבית הנכסים מושכרים וחלקם בבעלות החברה. לחברה מספר נכסי נדל"ן וקרקעות העומדים למכירה בעיקר בישראל. נכון לסוף ספטמבר 2010 מעסיקה החברה כ-7,000 עובדים. מרבית העובדים מועסקים במפעלי החברה במצרים ובמזרח הרחוק. מניות החברה נסחרות בבורסה לני"ע בתל-אביב. בעל השליטה בחברה מ-2007 הינו מר אייזיק דבח המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה החל משנת 2008. מר דבח מחזיק כ-56% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה. בעל מניות עיקרי נוסף הינו מייסד החברה מר דב לאוטמן המחזיק כ-10.3% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

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 פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי 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.

סולם דירוג התחייבויות

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 השקעה 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 מאד.	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.

דו"ח מספר: CID05121030M

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") 2010.

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 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.