

דלתא גליל תעשיות בע"מ

מעקב | דצמבר 2012

מחבר:

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

איש קשר:

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

דלתא גליל תעשיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרות החוב שהנפיקה דלתא גליל תעשיות בע"מ ("דלתא" או "החברה"), מ-A3 ל-A2 ושינוי אופק הדירוג מחיובי ליציב.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי תהצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.12 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פרעון קרן האג"ח
כ'	6270110	01/10	*7.0	אין	164.6	2013-2016
ה'	6270136	04/12	**7.6	אין	189.6	2014-2021

* החברה התקשרה עם תאגיד בנקאי בעסקה להחלפת תזרימי המזומנים השקליים (SWAP) בהתחייבות לתשלום לבעלי אגרות החוב, בתזרים מזומנים דולרי. הריבית שנקבעה בעסקה הינה 6.08%.

** החברה התקשרה עם תאגיד בנקאי בעסקה להחלפת תזרימי המזומנים השקליים (SWAP) בהתחייבות לתשלום לבעלי אגרות החוב, בתזרים מזומנים דולרי. הריבית שנקבעה בעסקה הינה 6.18%.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת במעמדה העסקי המבוסס בענף ההלבשה התחתונה, הנשען על יכולות גבוהות ונרחבות בפיתוח, עיצוב, ייצור ובהפצת מוצרים, בעזרת מגוון ערוצי הפצה. מאפייני ענף ההלבשה התחתונה ומעמדה של החברה כקבלן משנה בפעילותה הלא ממותגת, גוזרים גמישות מחיר נמוכה עבור החברה, ובשילוב עם החשיפה הגבוהה למחירי הכותנה, מהווים גורם סיכון נוסף בפעילותה. החברה חותרת בהצלחה לבסס יתרונות תחרותיים באמצעות פיתוח מוצרים מתקדמים ושיפור מתמיד של היכולות הלוגיסטיות, על מנת לשמר את מעמדה בקרב לקוחותיה. לחברה פיזור שווקים רחב יחסית בצד המוצרים, הלקוחות והמדינות. לחברה גיוון עסקי וגיאוגרפי רחבים יחסית. לצד זאת, קיימת ריכוזיות לקוחות גבוהה יחסית בהכנסות וברווח התפעולי, גורם סיכון משמעותי.

להערכת מידרוג, רכישת יצרנית ההלבשה התחתונה הגרמנית Schiesser AG ("שיסר"), אשר הושלמה בחודש יולי 2012, תמורת כ-68 מיליון אירו, תורמת באופן משמעותי לפיזור ולגיוון העסקי של דלתא. פעילות שיסר מתווספת לפעילות דלתא ישראל, ומקנה לחברה שתי פעילויות ממותגות, המאופיינות ביציבות יחסית. אנו מעריכים כי בשנת 2013 משקל המכירות ממותגים בבעלות דלתא (ובראשם "שיסר" ו-"דלתא") צפוי לעמוד על כ-45% מסך המכירות. בד בבד, אנו מעריכים כי רכישת פעילות שיסר, אשר מהווה מיזוג מהותי ראשון, מאז רכישת פעילות גיבור ספורט בשנת 2009, מוסיפה סיכונים ביצוע והטמעה, המתלווים בדרך כלל למיזוגים של חברות בעלות תרבות ארגונית ופיננסית שונה. הדירוג נתמך גם ברמת מינוף מתונה יחסית וביחסי כיסוי התואמים את קבוצת הדירוג.

להערכת מידרוג, החברה צפויה להציג בשנת 2013 צמיחה מהותית במחזור המכירות, על רקע הכללה מלאה של פעילות שיסר והרחבת רשת החנויות המקומית. בנטרול פעילות שיסר אנו צופים צמיחה מתונה אשר אמורה לנבוע בעיקר ממגזר פלח השוק העממי בארה"ב ומרשת החנויות המקומית. הרווחיות התפעולית צפויה להשתפר במפעלי החברה ובמגזר הפעילות המקומי, זאת לאחר ביצוע צעדי התייעלות וארגון מחדש במהלך שנת 2012. אופק הדירוג היציב נתמך בפיזור העסקי הגבוה, אשר בכוחו לפצות על החלשות זמנית בחלק מהפעילויות ובהערכתנו לשמירה על יציבות ביחסים הפיננסיים.

דלתא (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	1-9/11	1-9/12	
623	573	620	679	502	571	הכנסות
0	15	31	37	25	29	רווח תפעולי*
(26)	8	21	28	19	43	רווח נקי**
3.8%-	8.1%-	8.3%	9.5%	7.6%	13.7%	שינוי במכירות %
17.0%	18.1%	19.6%	20.1%	19.7%	21.0%	רווח גולמי %
0.0%	2.7%	5.0%	5.4%	5.1%	5.1%	רווח תפעולי %
12	28	42	49	34	39	EBITDA
(0)	24	32	40	27	28	FFO
16	41	14	36	15	40	CFO
4	28	46	66	58	14	יתרות נזילות
138	112	121	120	132	123	חוב פיננסי ברוטו
380	376	420	443	458	526	סך נכסים במאזן
39.5%	47.4%	47.0%	49.0%	46.0%	49.3%	הון עצמי למאזן
48.7%	38.9%	38.7%	36.1%	39.2%	32.6%	חוב פיננסי ברוטו ל-Cap
9.7	4.9	3.8	3.4	3.9	4.1	חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA^{1 2}
					3.4	חוב פיננסי ל-EBITDA פרופורמה³
33.2	6.1	5.0	4.3	5.1	5.5	חוב פיננסי ברוטו ל-FFO

* הרווח התפעולי וה-EBITDA מוצגים לפני הוצאות/הכנסות אחרות.
 ** הרווח הנקי כולל הוצאות רה ארגון בסכומים מהותיים בשנת 2008. כמו כן, בשנת 2012 כולל רווח הון של כ-19.9 מיליון דולר בגין מכירת קרקע בנהריה, רווח של כ-12.6 מיליון דולר בגין רכישה הזדמנותית, המיוחס לעסקת שיסר והוצאות ארגון מחדש בסך של כ-5.4 מיליון דולר.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

חיזוק שרשרת ההפצה תורם למעמדה העסקי של דלתא, הפועלת בסביבה בינלאומית תחרותית

דלתא הינה יצרנית מובילה של הלבשה תחתונה וגרביים עבור רשתות שיווק בינלאומיות ומותגי יוקרה. מוקד פעילותה הינו ניהול שרשרת הפצה, המשתרעת בין מעבדות הפיתוח בישראל ובארה"ב, דרך קבלני הייצור במזרח התיכון ובמזרח הרחוק ועד לשווקי היעד באירופה, ארה"ב וישראל. בשנים האחרונות פעלה החברה באופן עקבי לשכלול יכולות ההפצה ולהערכתנו, ביססה מעמד חזק בקרב הלקוחות העיקריים. לצד זאת, דלתא פועלת בסביבה עסקית המאופיינת בריבוי מתחרים, בחסמי כניסה נמוכים יחסית ובלקוחות גדולים ודומיננטיים. מאפיינים אלו מחלישים את גמישות המחיר של החברה ויסיפו להוות איום על מעמדה העסקי. החברה משקיעה משאבים במחלקות עיצוב ופיתוח תוך התמקדות מתמדת בהתפתחויות מקומיות ועולמיות בענף הלבשה התחתונה, בטעמים של קהל הלקוחות ובפיתוח ועיצוב קולקציות אופנתיות. אתגר מתמשך ומשמעותי ביכולת החברה לשמר את מעמדה בקרב לקוחותיה הינו עמידה בזמני אספקה מהירים וניהול מלאי יעיל, בהתאם לצורכי הלקוחות, לרבות התמודדות עם עונתיות, מבצעים ומגמות צרכניות משתנות.

¹ יחסי הכיסוי מתואמים למתודולוגיית היוון דמי חכירה.

² פעילות שיסר אוחדה לראשונה ברבעון שלישי 2012 ועל כן יחס הכיסוי ליום 30.09.12 כולל התחייבויות חכירה בגין שנה מלאה, אך רווחיות של רבעון יחיד.

³ יחס הכיסוי מייצג את רווחיות שיסר במהלך שניים-עשר החודשים שהסתיימו ביום 30.09.12, על בסיס פרופורמה.

לחברה אסטרטגיה ארוכת טווח להרחיב את פעילות המותגים בבעלות וליצור בידול ויתרונות יחסיים. רכישת שיסר הגרמנית, כמו גם המו"מ שלא צלח לרכישת פעילות הג'ינסים של ג'ונס גרופ, היוו חלק מאסטרטגיה זו, ובטווח הבינוני והארוך אנו מעריכים כי צפויות רכישות נוספות מסוג זה.

מכירות החברה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 צמחו בכ-14% לעומת שנת 2011 - וזאת בהמשך לצמיחה של כ-10% ב-2011. הגידול במכירות בשנה זו נבע בעיקר מרכישת שיסר, חברה גרמנית ממותגת בתחום ההלבשה התחתונה, תמורת כ-68 מיליון אירו, בעסקה שהושלמה בחודש יולי 2012. בנטרול פעילות שיסר, צמחה פעילות דלתא בתשעת החודשים הראשונים של 2012 בכ-4.1%, צמיחה שנבעה בעיקר ממגזר השוק העממי בארה"ב. אנו צופים צמיחה משמעותית נוספת בתוצאות בשנת 2013, בין היתר, על רקע איחוד פעילות שיסר והפעלת 17 חנויות חדשות ברשת דלתא ישראל, שניהם על בסיס שנה מלאה.

השיפור ברווחיות בשנים 2010-2012 נבע בעיקר ממגזר פלח השוק העליון, על רקע עלייה משמעותית במכירות ל-Nike ו-Victoria's Secret, שיפור בתמהיל המוצרים וגידול במכירת מוצרים עתירי חדשנות, שיפור ביעילות ורווחיות המפעלים והבשלת תהליכי התייעלות בבריטניה. בשנת 2012 המשיכה החברה בצעדי התייעלות במפעליה בישראל, בעקבות ירידה נוספת בהיקף ההזמנות מהם. החברה איחדה את אתרי הייצור של מפעל הגרביים ומפעל סריגת אל-תפר בכרמיאל לאתר ייצור אחד, כחלק מאסטרטגיה להוזלת עלויות הייצור, תוך העברת ייצור לאתרים בסין ובבולגריה, בהם עלויות העבודה והייצור נמוכות יותר. סך הוצאות הארגון מחדש הסתכמו בתשעת החודשים הראשונים של 2012 בכ-5.4 מיליון דולר.

בתשעת החודשים הראשונים של 2012 ניכרת ירידה בשיעור הרווחיות התפעולית, בנטרול פעילות שיסר (מ-5.1% ל-4.4%), וזאת כתוצאה מחולשה בפלח השוק העליון, שהציג ירידה של כ-23% ברווח התפעולי וכן חולשה בפעילות דלתא ישראל, שרשמה ירידה של כ-80% ברווח התפעולי. פעילות זו סבלה בשנת 2012 מקשיי אספקה נוכח החלפת מרכז לוגיסטי והטמעת מערכת ERP חדשה וזאת - ברקע הרחבת הרשת. מגמות שליליות אלו קוזזו בחלקן בעלייה החדה שנרשמה ברווחיות פלח השוק העממי, שעבר מהפסד קטן לרווח משמעותי. הפעילות בשיסר מתאפיינת בעונתיות חזקה ומרבית הרווח התפעולי מתרכז באופן מסורתי במהלך החציון השני. פעילות זו תרמה כ-6.2 מ' דולר לרווח התפעולי במהלך הרבעון השלישי של 2012 (כ-20% מסך הרווח התפעולי) וצפויה לתרום באופן משמעותי גם במהלך הרבעון הרביעי של 2012.

פיזור עסקי וגיאוגרפי גבוה, אך ריכוזיות גבוהה של הרווח התפעולי ממספר לקוחות מרכזיים

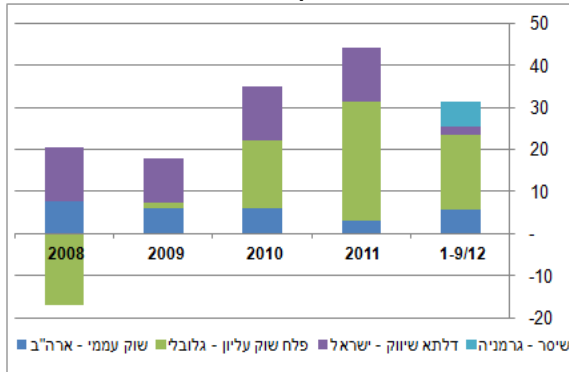
הפיזור הגיאוגרפי מאפשר לחברה לווסת את היקפי הפעילות מול הלקוחות ולפזר סיכונים הנובעים מפעילותה. נכון לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012, מעל ל-40% מההכנסות נובעות ממגזר השוק העממי בארה"ב, הכולל מכירות לענקיות קמעונאות אמריקאיות. כ-40% מההכנסות נובעות מחטיבת פלח שוק עליון, שהינה גלובלית ופועלת בעיקר בארה"ב ובאירופה. בנוסף, בשנה זו כ-10% מהמכירות מיוחסות לפעילות בישראל (על ידי שיווק ישיר ודרך רשת הקמעונאות דלתא ישראל) וכ-10% מיוחס לפעילות החדשה בגרמניה ובנלוקס - שיסר. החשיפה לפעילות זו צפויה בשנת 2013 לגדול לכ-20% מסך המחזור. בראייה שנתית, ובהתחשב באיחוד שיסר באופן מלא (פרופורמה), שיעור המכירות ללקוחות הנ"ל מסך המחזור יעמוד על כ-30% ושיעור הרווח התפעולי על כ-40% מסך הרווח התפעולי.

לחברה חשיפה גבוהה לשלושה לקוחות מרכזיים: Nike בתחום הגרביים, Victoria's Secret בתחום החזיות והלבשה לילית (שתיהן תחת מגזר פלח שוק עליון) ולרשת הדיסקאונט Wal-Mart⁴ (תחת מגזר דלתא ארה"ב - שוק

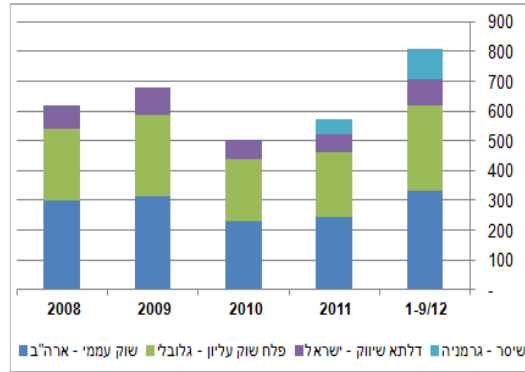
⁴ מדורגת Aa2 יציב על ידי סוכנות הדירוג מודי'ס.

עמ"ס). שיעור המכירות לשלושת הלקוחות הנ"ל בתשעת החודשים הראשונים של 2012 הינו כ-30% מסך המחזור הכולל של החברה ושיעור הרווח התפעולי המיוחס לשלושת הלקוחות הינו כ-50%.
בניתוח של שנה מייצגת של דלתא, הכולל שנה מלאה של פעילות שיסר, נראה כי חשיפת הרווח התפעולי של החברה לכל אחד מהמגזרים נמצאת במגמת ירידה, בעיקר על רקע צירוף מגזר הפעילות שיסר.

התפלגות הרווח התפעולי בין מגזרי הפעילות, במיליוני דולר



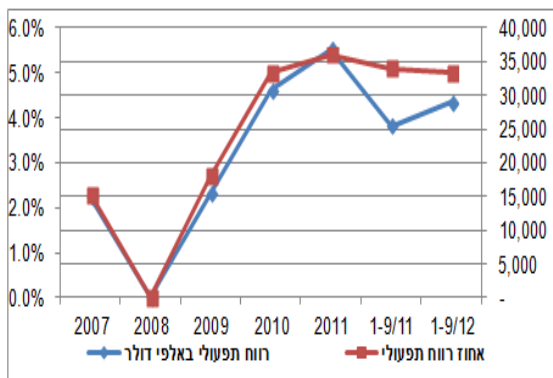
הכנסות לפי מגזרי פעילות, במיליוני דולר



חשיפה גבוהה למחירי הכותנה

הסיכונים האינהרנטיים להם חשופה החברה בענף ההלבשה התחתונה, כוללים: חסמי כניסה נמוכים יחסית, חשיפה למחירי הסחורות ושכר עבודה והשפעתם על רווחיות וחשיפה לסיכונים האשראי של לקוחות. במהלך השנים האחרונות הענף הושפע מירידה בביקושים, נוכח המיתון העולמי, אשר השפיע בעיקר על השווקים בארה"ב ובאירופה. בשנים 2010-2011 הענף סבל מעלייה חדה במחירי חוטי הכותנה, המהווים את חומר הגלם העיקרי של החברה. עלייה זו נגרמה, בין היתר, עקב קיטון ביבולים, אסונות טבע, גידול בצריכה העולמית ופעילות ספקולטיבית. עליית חומר הגלם פגעה ברווחיות החברה בשנת 2011, בעיקר בשוק העממי בארה"ב, שם לא צלחה החברה בהעלאת מחירים מהירה מול רשתות הקמעונאות הגדולות.

רווח תפעולי ושיעור רווח תפעולי לשנים 2007-2012:



חוזי כותנה עד לדצמבר 2012, בסנט דולר לפאונד:



שיפור בנתוני התזרים וביחסי האיתנות, תוך שמירה על יחסי כיסוי אשר הולמים את הדירוג הקיים

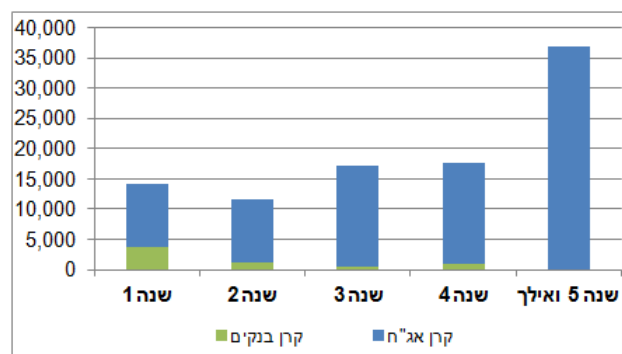
הצמיחה בהכנסות בשנים האחרונות, לצד השיפור בשיעור הרווחיות התפעולית, תורגמו לשיפור בתזרים מפעולות (FFO). התזרים מפעולות לשניים עשר החודשים שהסתיימו ביום 30.09.12, הסתכם בכ-41 מיליון דולר. צורכי ההון החוזר התפעולי (לקוחות ומלאי, בניכוי ספקים) הממוצעים של החברה עומדים על כ-23% מסך המכירות. החברה לא צפויה להשקעות הוניות מהותיות בשנים הקרובות, מעבר לגובה הפחת השנתי. עם זאת, אנו מעריכים כי בטווח הבינוני-ארוך החברה תבצע עסקאות רכישה ומיזוגים נוספים.

לחברה רמת מינוף מתונה, עם יחס חוב ל-Cap של כ-32.6% נכון ליום 30.09.12, שיפור מיחס של כ-39.1% נכון ליום 30.09.11. בנוסף, החברה מציגה יחס הון עצמי לסך מאזן חזק של כ-49.3%, נכון ליום 30.09.12, לעומת כ-46% ליום 30.09.11, וזאת למרות העסקה לרכישת שיסר. יש לציין, כי השיפור ביחסי האיתנות נבע, בין השאר, מרישום רווח חשבונאי בסך של כ-12.6 מיליון דולר בגין "עסקה הזדמנותית", הגלומה בעסקת רכישת פעילות שיסר. יחס חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA, מתואם על פי מתודולוגיית היוון חכירה, עמד על 4.1x ליום 30.09.12, לעומת 3.9x ליום 30.09.11. יחס חוב ברוטו ל-FFO, מתואם להיוון חכירה, ליום 30.09.12, עמד על 5.5x, לעומת 5.2x ליום 30.09.11. על בסיס פרופורמה בהנחת איחוד שיסר בשנה מלאה, יחס חוב ברוטו ל-EBITDA עומד על כ-3.4x.

גמישות פיננסית טובה

רמת הנזילות של החברה סבירה ונסמכת בעיקר על יכולת ייצור מזומנים טובה. החברה צפויה להגדיל את החוב הפיננסי, לצורך החזקת נזילות משופרת. לדלתא מסגרות אשראי חתומות ממספר גדול של בנקים, בהיקף של כ-211 מיליון דולר, מהם כ-80 מיליון דולר במסגרת הסכם מימון חתום, למימון הפעילות השוטפת של חברה בת בארה"ב. נכון ליום 30.10.12, החברה ניצלה כ-14% בלבד מסך המסגרות העומדות לרשותה. לחברה אין מדיניות מוגדרת לחלוקת דיבידנד. בשנים 2010-2012 החברה חילקה דיבידנד שנתי, הנע בין 5-8 מיליון דולר. בנוסף, הודיעה החברה בחודש נובמבר 2012 על תכנית רכישה עצמית של מניותיה, בסכום מצטבר של עד 2.5 מיליון דולר.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 30.09.12, באלפי דולר*:



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי בנקאי לזמן קצר בסך של כ-27 מיליון דולר ליום 30.09.12

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:

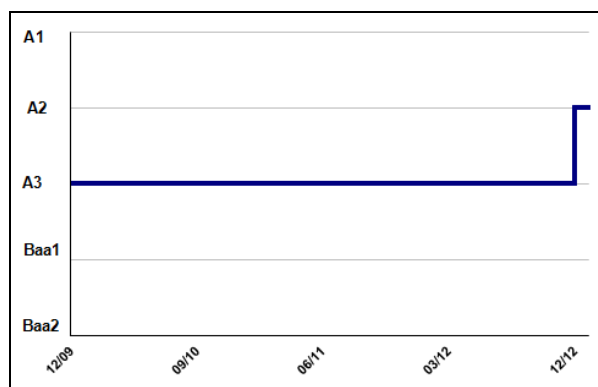
- שיפור מהותי ועקבי ברווחיות התפעולית
- יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA (מותאם להיוון חכירה) מתחת ל-3.0x לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA (מותאם להיוון חכירה) 4.5x
- איבוד לקוחות מרכזיים במידה שתשפיע באופן מהותי ולאורך זמן על ההכנסות והרווח
- מיזוגים ורכישות שיש בהן להעלות את רמת הסיכון העסקי ו/או את מינוף החברה
- אי שמירה על מדיניות דיבידנד זהירה

דלתא עוסקת בעיצוב, פיתוח, ייצור, שיווק ומכירה של מוצרי הלבשה תחתונה וגרביים לנשים, גברים וילדים. הקבוצה משווקת את מוצריה בשלוש דרכים: ייצור עבור מותגים בינלאומיים (Private Label) מובילים, כדוגמת Hugo Boss, של רשתות קמעונאיות מובילות דוגמת Under Armour, Spanx, Maidenform, Triumph, Tommy Hilfiger, Calvin Klein Kohl's, Victoria's Secret, Marks & Spencer, Target, Wal-Mart ועוד ועבור מותגי בית, כדוגמת Kaufhof, Karstadt, LuluLemon, J.C. Penney, Karen Neuberger, MLB, Kenneth Cole, Wilson, Maidenform, Tommy Hilfiger, Converse ועוד; שיווק בישראל תחת המותגים להם קיבלה זיכיון, הכוללים, בין השאר, את: Power Rangers, Paul Frank, Fox, Nike, Puma, Keds, Nici, Disney, "Comfort", "Punch", "Touch" ו-"דלתא". בגרמניה מוכרת החברה את מוצריה תחת המותגים: Schiesser, Schiesser Revival ו-Uncover אשר בבעלותה וכן תחת מותג לו קיבלו זיכיון Siedensticker. החברה מעצבת ומפתחת את מוצריה בעיקר בישראל, בגרמניה ובארה"ב, בעוד שייצור המוצרים נעשה בעיקר בקבלנות משנה ובמפעליה של הקבוצה במזרח התיכון, מזרח אירופה ובמזרח הרחוק. בעל השליטה בחברה הינו מר אייזיק דבא, המכהן בתפקיד מנכ"ל החברה. מר דבא מחזיק כ-56.5% מהון המניות ומזכויות ההצבעה בחברה וזאת בהתחשב בהחזקת Sterling Macro בשיעור של 2.5% - קרן המנוהלת ע"י מר דבא. בעל מניות עיקרי נוסף הינו מייסד החברה, מר דב לאוטמן, המחזיק כ-10.6% מהון המניות ומזכויות ההצבעה.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דוח מעקב קודם - דוח מעקב, מרץ 2012](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midrog.co.il

מועד הדוח: 23.12.2012

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 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

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

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 שאלה 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 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.