



אפקון החזקות בע"מ

פעולת דירוג | יוני 2014

1

מחבר:

אלעד ביטון, אנליסט

eladb@midroog.co.il

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

אפקון החזקות בע"מ

אופק: יציב	Baa1	דירוג סדרות
------------	------	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 לאגרות החוב (סדרות ב', ג') שהנפיקה אפקון החזקות בע"מ (להלן "החברה") וכן לאגרות חוב חדשות שבכוונת החברה להנפיק בסך של עד 75 מיליון ₪ ע.נ. באמצעות הרחבת סדרה ג'. תמורת הנפקת אגרות החוב מיועדת לצורך מחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דו"ח ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 01 ביוני 2014. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

הדירוג חל על סדרות האג"ח במחזור כדלקמן:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.14 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	5780085	יולי 2010	7.4%	לא צמודה	77.5	2015-2017
ג'	5780093	אוקטובר 2013	5.7%	לא צמודה	99	2015-2019

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג:

לחברה מעמד עסקי חזק בשוק המקומי בענפי הליבה והיא נמנית בין הקבלנים הגדולים בישראל בתחום המערכות למבנים ותשתיות ותקשורת עסקית. החברה מתאפיינת בפעילות עסקי רחב של לקוחות ושל פרויקטים מגוונים. לחברה אין חשיפה מהותית ללקוח יחיד. ענף הקבלנות למבנים ולתשתיות מאופיין ברמת סיכון גבוהה יחסית בשל היותו ענף פרויקטאלי המאופיין במחזוריות וברווחיות נמוכה יחסית, הנגזרת מתחרות גבוהה, חסמי כניסה נמוכים ובחשיפה לסיכון האשראי של מזמיני העבודה. פעילות החברה מאופיינת בחשיפה מחזורית גבוהה יחסית, בפרט לפעילות התעשייתית והשקעות בבנייה, בייחוד בשלב הגמר. צבר ההזמנות של החברה קצר יחסית, ומכאן שנראות ההכנסות בטווח הבינוני הינה מוגבלת. לחברה מספר גדול מאוד של פרויקטים קטנים ובינוניים הממתנים את החשיפה המחזורית ואת החשיפה לפרויקטים גדולים. כמו כן, יתר תחומי הפעילות של החברה (בקרה ואוטומציה, סחר ותקשורת) והשירותים השוטפים שהחברה מעניקה ללקוחותיה, מאופיינים ביציבות גבוהה יותר וממתנים את התנודתיות הנובעת מהפעילות הפרויקטאלית. החברה מציגה יחס צבר הזמנות להכנסות (כולל חברות כלולות) של כ-1.0 בשנה האחרונה - שיפור ניכר לעומת שנים עברו, בהן הציגה יחס של 0.7, אינדיקטור חיובי המהווה בסיס איתן לנראות ההכנסות ולהמשך הפעילות היציבה בטווח הקצר. בשנה האחרונה נרשמה עליה ברמת הצבר, הנובעת מכניסת החברה לפרויקטים משולבים ומורכבים יותר בהם היא פועלת במגוון מודלים עסקיים - כיזם, כקבלן ראשי (EPC, GC), במיזמים משותפים (Joint Ventures), כקבלן משנה וכספק שירותים ואחזקה. הרחבת פעילות החברה כקבלן ראשי לפרויקטים, מתבטאת בגידול בהיקף הפרויקטים ושיפור הרווחיות.

אחוז ההפרשה לחוס"ס הינו במגמת ירידה בשנים, האחרונות לאחר שבשנת 2010 רשמה החברה הפרשה גבוהה לחוס"ס בעיקר בגין הפעילות בחו"ל.

רמת המינוף ויחסי הכיסוי של החברה הולמים את רמת הדירוג וזאת לאחר שבשנים האחרונות החברה מראה שיפור ביחסים הפיננסיים. ליום 31.3.2014 החברה מציגה יחס חוב פיננסי ל- EBITDA וחוב פיננסי ל- FFO (מותאם הוצאות כחירה ובניכוי עלויות פיתוח) של 5.5 ו-8.5, בהתאמה.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו צופים כי יחס צבר למכירות יעמוד על כ-1.0 בשנת 2014 וכי החברה תציג צמיחה בהכנסות במהלך שנה זו, בדומה לשנת 2013, תוך הצגת שיפור מתון בהיקף התזרים התפעולי. להערכתנו, יחסי הכיסוי ינועו בטווח חוב ל-EBITDA של 5.5-6.5 ויחס חוב ל-FFO בטווח של 10.5-8.5.

התזרים הפרמננטי של החברה הינו נמוך ומושפע לשלילה מרווחיות נמוכה (המאפיינת את הענף) לצד הוצאות מימון גבוהות יחסית. נזילות החברה הינה סבירה. מחד, תזרים פרמננטי חלש וצפי לייצר תזרים חופשי שלילי לאחר השקעה בפרויקט הרוח, מנגד, לחברה יתרות נזילות מהותיות ותמורת הגיוס צפויה לשפר את הנזילות. גמישותה הפיננסית של החברה חלשה. לחברה אין מסגרות אשראי חתומות מול המערכת הבנקאית. כל נכסי החברה משועבדים לטובת הבנקים. לחברה עומס פרעונות גבוה יחסית והיא תלויה במיחזור התחייבויות בפרט בעיתות של האטה בפעילות. אופק הדירוג היציב נתמך בצבר ההזמנות הצומח של החברה ובצפי ליציבות התוצאות בטווח הזמן הקצר והבינוני. להערכתנו, לא יחול שינוי לרעה בנתוני הפיננסיים של החברה בטווח התחזית.

אפקון החזקות בע"מ (מאוחד, נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ₪):

¹ FY 2010	¹ FY 2011	FY 2012	FY 2013	Q1 2013	Q1 2014	
875	956	974	1,057	230	267	הכנסות
42	48	39	44	8	12	רווח תפעולי לפני הכנסות אחרות ורווחי כלולות
4.8%	5.0%	4.0%	4.2%	3.5%	4.4%	% רווח תפעולי
27	38	33	26	3	7	רווח (הפסד) נקי
55	62	50	62	12	16	EBITDA
26	35	38	42	7	15	FFO
(8)	(23)	(27)	(19)	(9)	(5)	השקעות הוניות
811	826	823	904	796	901	סך נכסים במאזן
289	272	304	311	272	286	חוב פיננסי
174	83	76	106	62	80	יתרות נזילות
115	188	228	204	211	206	חוב פיננסי נטו
60.0%	56.7%	59.1%	56.9%	56.2%	54.2%	חוב ל-CAP
25.9%	27.6%	27.8%	28.1%	29.0%	28.9%	סך הון החברה לסך מאזן
5.2	5.3	6.9	6.1	6.5	5.5	חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA²
9.9	9.1	10.3	9.8	9.5	8.1	חוב פיננסי ברוטו ל-FFO²
2.5	2.1	1.9	2.1	1.7	2.2	EBIT/Gross finance

¹ לפני השפעת יישום IFRS11 - ההשפעה העיקרית של IFRS 11 נובעת מעסקאות משותפות של הקבוצה בחברות ושותפויות, שהוכרו בעבר בהתאם ל-31 IAS לפי שיטת האיחוד היחסי ומטופלות כעת בהתאם ל-11 IFRS לפי שיטת השווי המאזני.

² יחס הכיסוי מחושב עפ"י הדוחות הכספיים ולאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית עפ"י מתודולוגית מידרוג. בנוסף יחסי הכיסוי כוללים התאמת היזון עלויות פיתוח לפעילות השוטפת חלף רישום בתזרים מפעילות השקעה כפי שרושמת החברה.

מעמד עסקי חזק בשוק המקומי וצבר הזמנות במגמות צמיחה

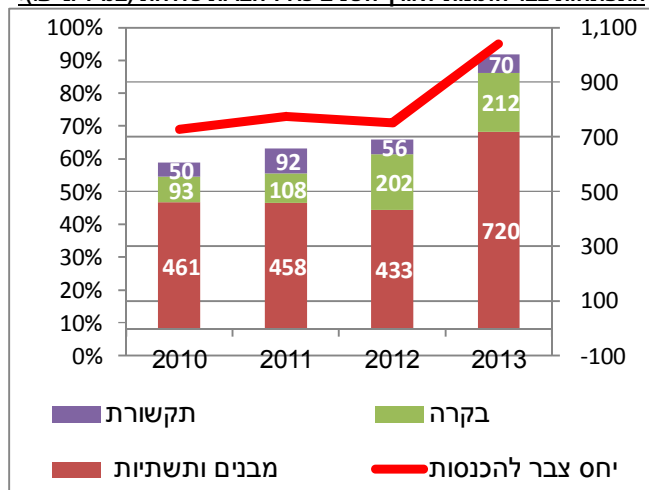
ענף הקבלנות מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית ומושפע ממחזוריות עסקית גבוהה, מהפעילות הפרויקטאלית ומחשיפה גבוהה לסיכון האשראי של הלקוחות.

אפקון הינה חברה מובילה בענף הקבלנות בישראל ובתחום המערכות האלקטרו-מכאניות בפרט. החברה מאופיינת בפיזור רחב מאוד של פרויקטים ושל לקוחות. החברה פועלת במספר תחומים, כשעיקר התרומה לרווח נובעת ממגזרים פרויקטים למבנים ותשתיות ובקרה ואוטומציה.

החברה בעלת טרק רקורד ומוניטין במגזר התעשייתי בתחום האלקטרומכניקה, בפרויקטים מורכבים המשלבים חשמל, אינסטלציה, מיזוג אוויר, בקרה ותקשורת. במהלך השנים רכשה החברה בסיס לקוחות רחב, לרבות לקוחות גדולים כמו חברת חשמל, אינטל, בתי זיקוק, מפעלי נשר ומפעלי ים המלח והדבר מייצר עבורה עבודות המשיך לאורך זמן. כמו כן, החברה מוכרת קבלן מוכר ומאשר לביצוע עבודות עבור מערכת הביטחון ומשרדי ממשלה, דבר המאפשר לה גישה למכרזים הדורשים סיווג ביטחוני. בחציון השני של שנת 2012 הרחיבה הקבוצה את פעילותה בביצוע פרויקטים משולבים. הרחבת הפעילות כללה כניסה לפרויקטים הכוללים עבודות תשתית אזרחית, מערכות ועבודות גמר. ההחלטה הנ"ל נבעה בעיקר בשל יציאת שחקנית גדולה מהתחום (דלקיה), מהלך שהשאיר אחריו ואקום בשוק למוצר הפתרונות המשולבים. בנוסף, במהלך שנת 2013, רכשה החברה את חברת יחניוק (חברה פרטית, העוסקת בבנייה אזרחית ובעלת רישיון קבלן לבניית כבישים, תשתיות ופיתוח. החברה נרכשה על רקע כניסה להקפאת הליכים כתוצאה מקשיי תזרים). מהלך זה אפשר לחברה לגשת למכרזים מסוימים בתור קבלן ראשי, דבר שתורם בהתמודדות החברה על עבודות משמעותיות. במהלך השנה האחרונה החברה התארגנה מחדש - וכפועל יוצא הקטינה את חשיפתה לחו"ל, פעילות אשר העיבה בעבר על הרווח התפעולי ובגינה נרשמו בעבר הפרשות לחובות מסופקים. להערכתנו, הדבר משפיע לטובה על פרופיל הסיכון של החברה.

החברה הציגה גידול של כ-8.6% בהכנסות לשנת 2013 כתוצאה מגידול רב בפעילויות החברה וזאת - לאחר צמיחה שנתית ממוצעת של כ-5% בשנים 2011-2012. עיקר הגידול נבע ממגזר פרויקטים למבנים ותשתיות נוכח פרויקטים משמעותיים בתקופה זו וממגזר בקרה ואוטומציה.

התפתחות צבר הזמנות לאורך השנים כולל חברות כלולות (במיליוני ₪):

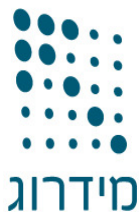


צבר ההזמנות של החברה רשם גידול משמעותי בשנה החולפת והסתכם בסוף שנת 2013 בכ- 1.0 מיליארד ₪ לעומת כ- 0.69 מיליארד ₪ בסוף 2012 (כ- 45% גידול). עיקר הגידול בצבר הינו במגזר מבנים ותשתיות (המהווה כ-70% מצבר ההזמנות) ונובע מכניסה לפרויקטים בעלי היקפים בינוניים-גדולים אשר בחלקם מהווה החברה קבלן ראשי.

בשנת 2013 יחס צבר ההזמנות למכירות החברה עלה ל-1.0, תוך הצגת שיפור ניכר לעומת השנים 2010-2012, בהן הציגה יחס של 0.7 - אינדיקטור חיובי, המהווה בסיס איתן לנראות ההכנסות

ולמשך הפעילות היציבה בטווח הקצר. במרץ 2014, החברה דווחה כי זכתה במכרז של גוף ציבורי לביצוע עבודות בינוי ואלקטרומכניקה בהיקף של 85-90 מיליון ₪.

בתרחיש הבסיס מידרוג מניחה יחס צבר למכירות בשנת 2014 של כ-1.0 נוכח כניסתם של פרויקטים נוספים בהיקפים בינוניים-גדולים אשר בחלקם פרויקטים שתהווה קבלן ראשי.



רווחיות תפעולית תגודתית לאורך זמן, במגמת עלייה בשנתיים האחרונות, תוך שיפור בשולי הרווח בקבלנות. מגזר התקשורת מעיב על התוצאות

מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות הינו המגזר העיקרי של החברה ואחראי על כ-60% מסך הכנסות החברה, במהלך שלוש השנים האחרונות. מגזר מבנים ותשתיות מאופיין בקצבי צמיחה גבוהים (יחסית) ובהכנסות גבוהות אך בשיעורי רווחיות תפעולית סביב 2%-4%. בשנת 2013 הציג המגזר שיעור רווח תפעולי של כ-4%, שיעור רווחיות סביר ביחס לענף. השיפור ברווחי המגזר נבע מעלייה בהיקף ההכנסות, מיקוד עסקי ויצירת תמהיל פרויקטים רווחי יותר. בשנת 2014 צפוי המגזר להציג צמיחה בהכנסות נוכח סיום פרויקטים בהיקפים גבוהים, ביניהם פרויקטים בתחום הקבלנות הראשית אשר מאופיינים בשיעורי רווחיות גבוהים יותר.

בשנים האחרונות מגזר הבקרה ואוטומציה ומגזר הסחר תורמים ביחד כ-60% מהרווח התפעולי. מגזר הסחר מציג צמיחה בפעילות ושומר על רווחיות תפעולית גבוהה יחסית לשאר המגזרים. מגזר הבקרה מציג יציבות בפעילות אך תגודתית בשיעורי הרווחיות. בשנת 2013 הרווחיות התפעולית במגזר הבקרה ואוטומציה ומגזר הסחר עמדה על 21.5 ו-12.6 מיליון ₪ (בהתאמה) לעומת 13.3 ו-10 מיליון ₪ בשנת 2012. שנת 2012 מוטה לשלילה במגזר בקרה ואוטומציה נוכח תמהיל פרויקטים פחות רווחי. אנו מניחים כי בשנת 2014 מגזרים אלו יציגו רווח תפעולי בהיקף דומה לשנת 2013.

מגזר התקשורת כולל תכנון, פיתוח, ייצור, שיווק ואחזקה של מערכות תקשורת לעסקים. בשנת 2013 החלה בשיווק מערכת התקשורת Aenoix, שמיועדת לטפל בכלל צרכי התקשורת של ארגונים. מכירות המערכת טרם הגיעו לסכומים משמעותיים ומנגד - נרשמו עלויות הפחתה (בסך של כ-5 מיליון ₪) לשנת 2013. שילוב הגורמים הללו הוביל את המגזר בשנת 2013 להפסד תפעולי, העומד על כ-10 מיליון ₪ וזאת לעומת רווח תפעולי של כ-1.8 מיליון ₪ בשנת 2012. ברבעון הראשון לשנת 2014 עמד ההפסד התפעולי במגזר על כ-3 מיליון ₪. אנו מניחים כי בשנת 2014 ימשיך מגזר זה להעיב על תוצאות החברה.

יכולת הניטור והבקרה של הנהלת החברה בהיבט של ניהול הכנסות ורווחיות הפרויקטים הנה קריטית בחברות פרויקטאליות. בימים אלו החברה פועלת לשיפור מערכות המידע והנתונים העסקיים והפיננסים התומכים.

השקעה בחוות הרוח מעלה את פרופיל הסיכון העסקי של החברה

החברה נמצאת בשלבים מתקדמים לקראת סגירה פיננסית בפרויקט הרוח ברמת סירין ומעלה גלבוע. מודל הפעילות של החברה כולל את הקמת המתקנים (EPC) ותפעולם ותחזוקתם (O&M) למשך 20 שנה, וזאת על בסיס "עד מפתח" (Turn Key), ובכלל זאת לתכנון, להקמה, לרכש (כולל טורבינות הרוח), לחיבור המתקנים לרשת החשמל ולתפוקתם, ולבסוף הפעלה ואחזקה של המתקנים. עלות הקמת הפרויקט מוערכת בכ-200 מיליון ₪ ומתוכם החברה תשקיע בפרויקט ישירות כ-40 מיליון ₪ הכוללים הון עצמי והלוואה לשותף. להערכתנו, השקעת הון עצמי בהיקף משמעותי, ביזום פרויקט שאינו חלק מפעילותה השוטפת של החברה, מעלה את פרופיל הסיכון העסקי של החברה.

יחסי כיסוי הולמים את רמת הדירוג. נזילות סבירה, אך גמישות פיננסית חלשה

התזרים הפרמננטי של החברה הינו נמוך ומושפע לשלילה מרווחיות נמוכה (המאפיינת את הענף) לצד הוצאות מימון גבוהות יחסית (עלות החוב הממוצעת של החברה גבוהה והינה כ-6.4%). יחס כיסוי EBIT/Adj Gross Finance בשנים 2011-2013 הינו כ-2.0, נתון חיובי לרמת הדירוג. התזרים הפרמננטי FFO, בניכוי השקעות הוניות ובניכוי דיבידנד (לא חולק דיבידנד בשנת 2013), הסתכם בשנת 2013 בכ-23 מיליון ₪. ביום 29.05.2014 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד בסך של כ-10 מיליון ₪. להערכתנו, לא צפוי דיבידנד נוסף בשנת 2014.

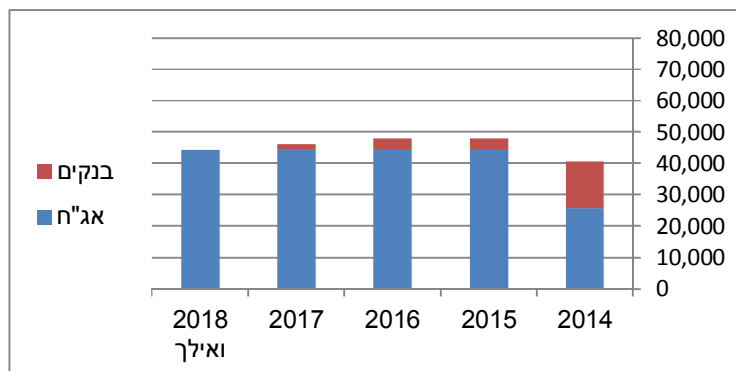


לשנת 2014 אנו מעריכים: EBITDA בהיקפים דומים לשנת 2013, קיטון בהוצאות המימון, דיבידנד כפי שהוכרז במאי השנה, FFO- CapEx -DIV בטווח של 15-25 מיליון ₪ והשקעה של 40 מיליון ₪ בחוות הרוח אשר תוביל לתזרים חופשי שלילי. אנו מניחים עלייה בהיקף הפירעונות החל משנת 2015, כתוצאה מהגיוס.

בשנים האחרונות החברה הציגה שיפור ברווח התפעולי התזרימי, אשר הביא גם לשיפור ביחסי הכיסוי. ברבעון הראשון 2014, יחסי החוב התקצרו לאור הרווחיות המשופרת. ליום 31.03.2014 החברה מציגה יחס חוב פיננסי ל EBITDA וחוב פיננסי ל- FFO (מותאם הוצאות חכירה ובניכוי עלויות פיתוח) של 5.5 ו-8.5, בהתאמה. להערכתנו בטווח הבינוני-הארוך יחסי הכיסוי ינועו בטווח חוב ל- EBITDA של 5.5-6.5 ויחס חוב ל- FFO בטווח של 8.5-10.5.

להערכת מידוג, נזילות החברה הנה סבירה ונתמכת ביתרות מזומנים בהיקף מהותי. ליום 31.12.13 הנכסים הנזילים מהווים כ-9% מסך הנכסים (פי 2.5 מיתרת החלויות השוטפות). יש לציין כי החברה נוהגת לשמר יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן. צרכי פירעון קרן החוב לזמן ארוך בשנת 2014 מסתכמים בכ-40 מיליון ₪ (כ-25 מיליון ₪ קרן אג"ח). בשנים האחרונות, כפי הצפוי גם בשנת 2014, שירות החוב מתבסס על מחזור החוב. גמישותה הפיננסית של החברה הנה חלשה. כל נכסי החברה משועבדים לטובת המערכת הבנקאית. לחברה אין מסגרות אשראי מובטחות ו/או מסגרות עודפות ונדרשת לעמוד במספר אמות מידה פיננסיות כלפי המממנים השונים. נכון ליום 31.03.2014 החברה עומדת במרווח מספק באמות המידה.

לוח סילוקין ליום 31.12.13 (במיליוני ₪):



(*) לוח הסילוקין אינו כולל כ- 80 מיליון ₪ אשראי בנקאי מתגלגל לז"ק

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- שיפור יכולת השבת ההכנסות והמרכיב הפרמננטי ברווחי החברה.
- ירידה משמעותית בהיקף החוב הפיננסי וברמת המינוף.

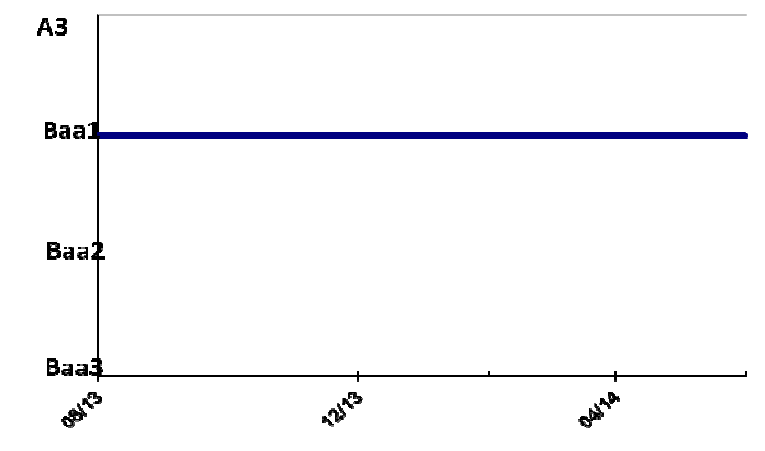
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה מתמשכת ביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו ל- EBITDA מעל 7.0.
- הרעה מתמשכת בתזרים המזומנים החופשי.
- חלוקת דיבידנד, במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

אודות החברה

אפקון החזקות בע"מ הינה חברת פרויקטים ושירותים, הפועלת בישראל ובחו"ל, בעצמה ובאמצעות חברות בנות, בארבעה מגזרים: פרויקטים למבנים ותשתיות בישראל ובחו"ל - פתרון ליווי מלא להקמת מבנים ותשתיות, הכולל התקנת מערכות אלקטרו-מכניות, הנדסת גז, התקנה וייצור של מוצרי תשתית חשמליים. שירותי בקרה ואוטומציה- בקרה תעשייתית, בקרת מבנה, גילוי וכיבוי אש, בטחון ובקרת חניה. סחר - מייבאת משווקת ומפיצה בישראל ציוד בתחומי החשמל, בקרה ומכשור. תקשורת- בתכנון, פיתוח, יצור, התקנה, שיווק, הפצה, שירות ואחזקה של מערכות תקשורת אחודות לעסקים, והתקנת רשתות נתונים לעסקים. בנוסף, פועלת הקבוצה בייזום בתחום האנרגיה הירוקה. החברה מעסיקה כ-1,285 עובדים. בעלת השליטה בחברה הינה קבוצת שלמה, המחזיקה בכ-62% בהון המניות.

היסטוריית הדירוג



9

דוחות קשורים

[אפקון החזקות בע"מ דירוג ראשוני אוגוסט 2013](#)

[אפקון החזקות בע"מ פעולת דירוג ספטמבר 2013](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר אוקטובר 2013](#)

תאריך הדוח: 01.06.2014

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) - השקעות הוניות - 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 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 מאוד.	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 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 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") 2014.

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 שירותי 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.