



אלבר שירותי מימונית בע"מ

מעקב שנתי | מרץ 2014

1

מחבר:

טל טוטנאור, אנליסט
talt@midroog.co.il

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il
סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אלבר שירותי מימונית בע"מ

דירוג סדרות	A3	אופק דירוג: יציב
-------------	----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 באופק דירוג יציב לאגרות חוב שהנפיקה אלבר שירותי מימונית בע"מ ("אלבר" או "החברה").

סדרות האג"ח המדורגות על ידי מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.2013 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ז'	1115419	09/2009	ממשל 817 + 5.0%	שקלי	42	2014
ח'	1118017	02/2010	4.17%	מדד	77	2014-2015
ט'	1118025	02/2010	ממשל 817 + 3.4%	שקלי	53	2014-2016
י'	1122118	01/2011	2.75%	מדד	119	2014-2016
יא'	1123413	04/2011	2.8%	מדד	294	2014-2016
יב'	1123421	04/2011	ממשל 817 + 1.5%	שקלי	97	2014-2016
יג'	1127588	01/2013	4.2%	מדד	894	2014-2019

* הטבלה אינה כוללת את סדרות ד' ו-ה' בהיקף של 9 ו-14 מיליון ₪, בהתאמה, ליום 30.09.13, אשר נפרעו במלואן לאחר תאריך המאזן

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במיצוב עסקי גבוה, המבוסס על מותג חזק בתחום הפעילות, נתח שוק משמעותי ובסיס לקוחות רחב ומפוזר, כל אלו מתבטאים ברווחיות תפעולית יציבה ובתזרימי מזומנים חזקים יחסית לאורך זמן. משנת 2010 חלה עליה משמעותית ברווחי ההון וברווחים מפעילות סחר בכלי רכב, ומשקלם מסך ההכנסות והרווח גדל, כחלק מאסטרטגיה עקבית והשקעת תשומות ניהוליות במקסום מקור רווח זה. להערכתנו, החברה צפויה להמשיך במקסום רווחי ההון גם בעתיד הודות להמשך פיתוח פעילות הסחר. החברה מאופיינת בשיעורי רווחיות גבוהים יותר מקבוצת השוואה, אולם תמהיל ההכנסות המשתנה עם הגידול בהכנסות ממגזר הסחר, אשר הינו בעל שיעורי רווחיות נמוכים ביחס למגזר ההכרה, מביא לירידה בשיעורי הרווחיות הכוללים של החברה. פעילות השכרת הרכב לזמן קצר, המהווה כ-15% מפעילות החברה, תורמת לגמישות גבוהה יותר בניהול נכס הבסיס, אולם מאופיינת בתנודתיות גבוהה בהכנסות וברווחיות, נוכח מח"מ העסקאות הקצר יחסית. לחברה מינוף גבוה, כפי שמתבטא ביחס ההון למאזן, אשר מהווה כרית ביטחון נמוכה ביחס לדירוג, ונגזר גם ממאפייני הענף. מנגד, החברה מצליחה לייצר תזרימים מהותיים ויציבים בשנים האחרונות, הגוזרים יחסי כיסוי מהירים יחסית לדירוג, וממתנים במקצת את הסיכון שבכרית ספיגת ההפסדים הנמוכה. נזילות החברה סבירה ונסמכת בעיקר על תזרים פנימי חזק ויציב מהפעילות השוטפת. לחברה גמישות פיננסית טובה יחסית, הנסמכת על סחירות נכס הבסיס, רכבים פנויים משעבוד ומסגרות אשראי פנויות. ענף הליסינג מאופיין בסיכון ענפי בינוני-גבוה ומאופיין ברמת מינוף גבוהה ותלות גבוהה במקורות מימון חיצוניים, רגולציה אינטנסיבית, המשפיעה על רמת הביקושים לעסקאות החכירה וכן חשיפה לערכי הגרט של צי הרכבים, אשר



מושפעים ממגוון גורמים אקסוגניים. בצד הגורמים הממתנים את הסיכון ניתן לציין את חוזי החכירה לטווח ארוך, התורמים לנראות הרווחים וליציבות התזרים וכן את הסחירות הגבוהה של נכס הבסיס. אופק הדירוג היציב נובע מהצפי ליציבות יחסית בפרמטרים הפיננסיים בטווח הזמן הקצר והבינוני ומכרית ביטחון, בדמות גמישות פיננסית הולמת יחסית לשימושים הצפויים בטווח הזמן הקצר והבינוני.

אלבר: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪ *

FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-9 2012	1-9 2013	
1,500	1,649	1,868	1,332	1,569	סך הכנסות מהשכרה ומכירת כלי רכב
769	874	981	724	760	מכר: הכנסות מהשכרה
47	46	64	44	54	רווח הון (הפסד הון) ממכירת כלי רכב
152	172	185	137	124	רווח תפעולי
10.1%	10.4%	9.9%	10.3%	7.9%	% רווח תפעולי
114	136	129	93	85	הוצאות מימון, נטו
35	35	45	36	29	רווח נקי
497	551	612	460	462	EBITDA
2.3%	2.1%	2.4%	2.7%	1.9%	רווח נקי / סך הכנסות
68.6%	65.1%	66.6%	62.5%	70.4%	הכנסות / נכסים ממוצעים
1.6%	1.4%	1.6%	1.7%	1.3%	תשואה על נכסים (ROA)
1,542	1,925	1,899	1,965	2,087	חוב פיננסי נטו
317	338	348	352	366	הון עצמי
13.7%	12.2%	12.2%	12.1%	11.9%	הון עצמי / סך מאזן
82.7%	84.9%	84.0%	84.6%	84.8%	חוב / CAP
3.1	3.5	3.1	3.3	3.4	חוב פיננסי נטו / EBITDA
3.7	4.1	3.7	3.9	3.8	חוב פיננסי נטו / FFO

* ביום 22.01.14 דיווחה החברה על טעות שנתגלתה ברישום הוצאות הרישוי בגין צי כלי הרכב בין השנים 2008-2013. היקף הטעות במצטבר על פני השנים האמורות מסתכם לכ-24 מיליון ₪. בהון העצמי, שהובילו להצגה מחדש של הרווח הגולמי, הרווח הנקי ויתרת העודפים. בעקבות זאת, הדוחות הכספיים ליום 30.09.13 הוצגו מחדש וכן הוצגו מחדש מספרי ההשוואה לשנים 2010-2012. הנתונים לעיל מעודכנים לאחר ההצגה מחדש.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

ענף הליסינג מאופיין בסיכון עסקי בינוני גבוה, חשוף לרגולציה, לתנודתיות בערכי הגרט ותלוי ביכולת גיוס חוב

ענף הליסינג בישראל מאופיין בסיכון ענפי מעל הממוצע נוכח חשיפה למספר גורמים אקסוגניים ובהם: רגולציה כבדה בעלת השלכות על רמות הביקושים ועל שווי כלי הרכב המשומשים, תנודתיות בערכי הגרט, המושפעת גם משינויים בשערי מטבעות זרים אל מול השקל, המשליכים על מחירי כלי הרכב החדשים והמשומשים ומטעמי הציבור, וכן נוכח תלות רבה ביכולת גיוס החוב לאורך מחזור האשראי. שוק הליסינג הוא שוק בוגר, בעל פוטנציאל צמיחה נמוך יחסית, נשלט ע"י חמש חברות עיקריות, אשר נתח השוק המצרפי שלהן מסך צי החכירה הינו כ-70% לאורך זמן. למרות זאת רמת התחרות בענף גבוהה, נוכח עלויות מעבר נמוכות יחסית, המונעות גם מבידול נמוך במוצר ובשירות. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים, הנובעים בעיקר מהצורך בהון עצמי משמעותי להשקעות בצי הרכב, בנגישות למקורות מימון חיצוניים, בניסיון ומומחיות בניהול עסקאות הליסינג וערכי הגרט.

חברות הליסינג חשופות לערך הגרט של כלי הרכב המשומשים, המהווים את המרכיב העיקרי בנכסיהן (כ-80% מסך המאזן לאורך זמן). ערכם הכלכלי של כלי הרכב נגזר בעיקר ממחיר כלי הרכב החדשים (המושפע משיעור מס הקנייה



ומשערי המטבעות של ארץ הייבוא), מהביקוש לדגמים השונים בציבור וכן מהמצב הכלכלי, הגזר את מנגנון התמסורת שבין כלי רכב חדשים ומשומשים. יש לציין כי מנגד מספר גורמים ממתני סיכון וביניהם מח"מ חוזי החכירה ארוך, תזרים קבוע מעסקת החכירה, פיזור לקוחות רחב, שליטת הענף בהיצע שוק המשומשות בגילאים של עד 4 שנים, שליטה על מח"מ הנכס והיכולת לתמרן בו בהתאם למצבי משק שונים.

חברות הליסינג מאופיינות ברמת מינוף גבוהה, נוכח השקעות הוניות גבוהות בהקמת צי הרכב ושימורו, הממונתת בחלקה מצד סחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס וגמישות בניהול היקף הצי, תוך התחשבות במחזור הכלכלי והגישות לאשראי. כנזכר לעיל, הנגישות למקורות מימון חיצוניים מהווה גורם קריטי ביכולת התמרון של החברות בענף.

מיצוב עסקי גבוה הנתמך בנתח שוק משמעותי, יתרונות לגודל, ובסיס לקוחות רחב

החברה מאופיינת במיצוב עסקי גבוה יחסית, הנתמך בהיקף פעילות ונתחי שוק משמעותיים- עם צי של כ-37 אלף כלי רכב בליסינג תפעולי והשכרה לז"ק, עלייה של כ-1,000 כלי רכב בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, המהווים כ-13% מסך הצי המצרפי של הענף. לחברה מותג חזק ובסיס לקוחות רחב ומפוזר על פני מגוון ענפי המשק. בשנים האחרונות ריכזה החברה מאמץ לפיזור תיק הלקוחות שלה, כאשר חלק מהותי מהתיק מורכב מלקוחות קטנים ובינוניים, גורם אשר תורם להפחתת הסיכון ותומך ברווחיות החברה. יחד עם זאת, יש לציין כי לחברה חשיפה ללקוח מהותי אחד - משרד הביטחון, המהווה כ-25% מסך צי הליסינג. לחברה ניסיון ומוניטין מול לקוחות, ספקים והגורמים המממנים ובנוסף נהנית מיתרונות לגודל, המתבטאים בהנחות מספקים ומניצול יעיל של תשתיות ומערכי שיווק והפצה. בשנים האחרונות השקיעה החברה תשומות ניהוליות רבות בניהול ערך הגרט ומקסום רווחי ההון, גם ע"י הרחבת רצפת המכירה לרכבים משומשים, אשר תורם לשליטה על ערך הגרט תוך הקטנת השימוש בשירותי מפצים וסוחרי רכבים, והגדלת נפח פעילות הסחר בכלי רכב.

פוטנציאל הצמיחה הנמוך בענף הביא את החברה לאתר מנועי צמיחה נוספים תוך מימוש הצורך בגיוון מוצרים. פעילות השכרת הרכב לזמן קצר צמחה בשנים האחרונות ומהווה כיום כ-15% מפעילות החברה. ענף השכרת כלי רכב לטווח קצר, בשונה מענף הליסינג התפעולי, חשוף, לסיכון תפעולי גבוה יותר, נוכח מאפייני הפעילות ומחשיפה לעונתיות. לכן, נדרשת רמת ניהול גבוהה לצורך אופטימיזציה של נצילות צי הרכבים ותכנון מושכל של גודל הצי, בהתאם למחזוריות העסקית ולעונתיות. בשונה מענף הליסינג, ענף ההשכרה אינו קשור בהסכמים ארוכי טווח עם לקוחותיו, מה שמגדיל את החשיפה לשינויים בתנאי השוק ולתנודתיות הביקושים. עם זאת, חשוב לציין כי תחום ההשכרה לטווח קצר הינו מוצר משלים ומוסיף לגמישות בניהול צי הרכבים.

מנוע צמיחה נוסף עבור החברה הינו פעילות הסחר אשר מהווה כ-23% מהכנסות החברה ו-10% מהרווח התפעולי לתשעת החודשים הראשונים של 2013 ובמגמת צמיחה בשנים האחרונות. פעילות הסחר כוללת מכירות רכבים הנרכשים במטרה להימכר לציבור, כאשר החברה הרחיבה את רצפת המכירה ויתר התשומות המושקעות במכירת הגרט הנובע מצי הליסינג גם לצורך פעילות סחר ברכבים. פעילות זו החלה במהלך שנת 2011 ואינה דורשת קיבולת אשראי משמעותית, כאשר הרכבים נמכרים בפרק זמן קצר יחסית, תוך ניצול יכולות המכירה הגבוהות של החברה. לחברה מספר תחומי פעילות נוספים, בהיקף נמוך יחסית, ובהם: שירותי גרירה באמצעות האחזקה ב"ממס", הפעלת מוסכים ויבוא קטנועים.

פרופיל פיננסי הנתמך ביכולת השבת הכנסות טובה ורווחיות הולמת

חוזי החכירה של החברה מאופיינים במח"מ ארוך יחסית, כמקובל בענף (עסקאות בטווח ממוצע של שלוש שנים) ומאפשרים לחברה לשמר רמת הכנסות יציבה וצפויה יחסית, בטווח הזמן הבינוני. בתשעת החודשים הראשונים של 2013 גדלו הכנסות החברה מחכירה בכ-5% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, הודות לגידול בהיקף צי הרכבים (בעיקר השכרה לז"ק), ועלייה בדמי השכירות (דמ"ש) לעסקאות חדשות, גם נוכח גידול בעסקאות ליסינג פרטי.

להערכתנו, בהינתן יציבות יחסית בהיקף הצי, צפוי גידול מסוים בהיקף ההכנסות מחכירה בטווח הזמן הקצר והבינוני, נוכח סיום עסקאות בתמחור נמוך יותר על כשליש מהצי.

רווחיות החברה מושפעת הן מתמחור עסקת החכירה והן מערכי הגרט - הגוזרים את רווחי ההון בעת מכירת הרכבים בתום תקופת החכירה. ערך הגרט מהווה מרכיב תנודתי יותר ובשל כך מסוכן יותר במודל העיסקי, נוכח חוסר הוודאות לגבי מחירו העתידי. על רקע זה נציין כי בשלוש השנים האחרונות חלה עלייה משמעותית ברווחי ההון של החברה ממכירת רכבים ומשקלם של הרווחים הישירים ממכירת כלי רכב (לרבות רווחי ההון מפעילות הליסינג) מסך הרווח הגולמי עלה בשנה החולפת מ-20% ל-24% וזאת בהמשך למגמה המתמשכת בשנים האחרונות.

כריות הרווחיות של החברה הולמות ביחס לדירוג, אולם תנודתיות יחסית. להערכתנו, יחס התשואה על נכסים (ROA), המביא לידי ביטוי את כלל המודל העסקי של החברה (תפעולי ומימוני, אולם ללא התאמה בגין רכבים שנמכרו במסגרת פעילות הסחר) ומהווה כרית ביטחון ראשונה כנגד אירועים לא צפויים, הינו מדד התייחסות טוב לחברות בענף. בשלוש השנים האחרונות נע היחס בטווח שבין 1.7%-1.3%. להערכתנו, למרות המשך העמקת פעילות הסחר, בעלת שיעורי רווחיות נמוכים יותר, לא צפוי שינוי מהותי בתשואה על נכסים בטווח הזמן הקצר והבינוני, יחסית לשנת 2013, גם נוכח המשך סביבה מוניטרית מרחיבה ויציאת עסקאות חכירה בתמחור נמוך יותר, כאמור. יש לציין, כי הן הרווחיות התפעולית והן התשואה על הנכסים גבוהות מממוצע קבוצת השוואה לאורך השנתיים האחרונות.

רמת המינוף הגבוהה מהווה משקולת על דירוג החברה, אולם יחסי הכיסוי מהירים יחסית

פעילות החברה מאופיינת ברמת מינוף גבוהה, הנובעת מההשקעות הכבדות בצי הרכבים ומהמתאם הגבוה שבין היקף החוב לגודל צי הרכבים. בחודש ינואר 2014 פרסמה החברה תיקון לדוחות הכספיים בגין אומדן שגוי, אשר ההשלכה העיקרית שלו הינה הפחתה של כ-24 מ' ש' בהון העצמי של החברה. החברה שומרת על יחס הון למאזן שבין 11.8%-12.7% בשלוש השנים האחרונות (לאחר התיקון). כריות ספיגת ההפסדים ההוניות של החברה נמוכות ביחס לדירוג ומהוות משקולת לדירוג, כפי שמתבטא ביחס הון עצמי למאזן של כ-11.9% ליום ה-30.09.2013. מידרוג מציינת כי רמת המינוף הנוכחית של החברה נמצאת בטווח התחתון בהשוואה למתחרות העיקריות.

לאור העובדה שהחברה מוגבלת בחלוקת דיבידנד שלא תעלה על 50% מיתרת הרווח הנצבר משנת 2006, צפויה החברה להמשיך ולצבור את כל רווחיה בטווח הזמן הקצר עד לכיסויי החריגה של כ-24 מ' ש' אשר נוצרה כתוצאה מהצגה מחדש של הדוחות הכספיים. להערכתנו, כבר במהלך שנת 2014 תעמוד בחזרה על יחס הון למאזן של כ-12.5%-13.0%. אי לכך, לשחיקת כרית ההון אין השפעה על דירוג החברה.

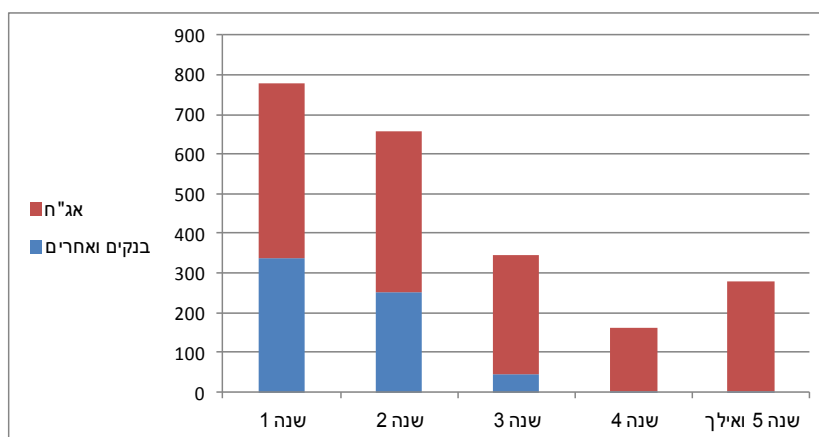
המינוף הגבוה מקוזז חלקית ע"י תזרימים חזקים ויציבים מפעילות שוטפת, התומכים ביחסי כיסוי אשר בולטים לטובה ביחס לדירוג. יחסי הכיסוי חוב ל-EBITDA וחוב ל-FFO צפויים לנוע בטווח הזמן הקצר והבינוני בטווח שבין 3.2-3.6 ו-3.7-4.1, בהתאמה, ללא צמיחה משמעותית בהיקף הצי ותורמים גם לגמישות הפיננסית של החברה.

נזילות סבירה וגמישות פיננסית הולמת ביחס לשימושים הצפויים

נזילות החברה נסמכת על תזרימים תפעולי (לפני רכישת רכבים) משמעותי. נכון ליום ה-30.09.2013, לחברה יתרות נזילות בסך של כ-144 מיליון ש' (כתוצאה מעודפי גיוס), אולם לרוב אינה נוהגת לשמור על יתרות נזילות משמעותיות יחסית לצרכי שירות החוב 12 חודשים קדימה (כ-18% ליום 30.09.13). הגמישות הפיננסית של החברה טובה יחסית ונתמכת בסחירות גבוהה של נכס הבסיס וגמישות טובה לגורמים המממנים, המתבטאת במסגרות אשראי פנויות בהיקפים גבוהים. לחברה צי רכבים פנויים משעבוד בשווי משמעותי, אולם בהיקף נמוך מבעבר. יש לציין, כי חיזוק החוב בביטחונות מקטין אמנם את הגמישות של החברה, אבל מוזיל את עלויות הגיוס ומשפר את איכות האשראי. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות לגורמים המממנים ובעיקר - גבול תחתון של יחס הון עצמי למאזן, ברמה של

11%, יחס כיסוי חוב ל-EBITDA ומגבלות על חלוקת דיבידנדים ודמי ניהול. יש לציין כי כיום החברה עומדת בהתניות במרווח מספק, למעט ביחס לקובנט של הון למאזן, אשר המרווח בו נמוך יחסית, להערכתנו ופוגם בגמישות הפיננסית. להערכת מידרוג, בטווח הזמן הקצר והבינוני תשמר החברה גמישות פיננסית הולמת אל מול שימושיה הצפויים וזאת, תוך הנחת יציבות יחסית בהיקף הצי.

לוח סילוקין ליום 30.09.2013, במיליוני ₪



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי ז"ק בהיקף של כ- 3 מ' ₪

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור באיתנות הפיננסית של החברה לאורך זמן בדרך של הקטנת מינוף

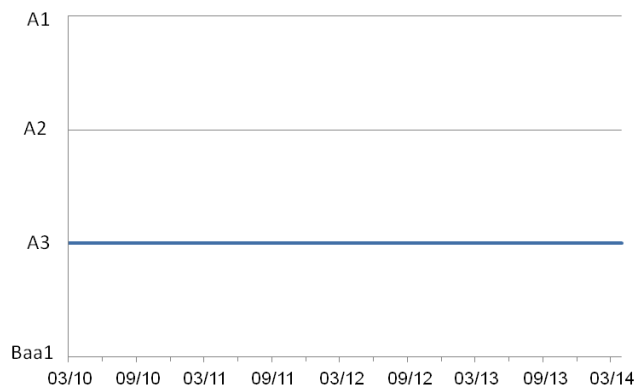
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים, בעקבות שינויים רגולטוריים ו/או פגיעה בביקושים
- היחלשות הגמישות הפיננסית של החברה, לרבות בקשר עם אמות מידה פיננסיות
- שחיקה בהכנסות נוכח ירידה בביקושים לליסינג בחברה וברווחיות החברה

אודות החברה

אלבר שירותי מימונית בע"מ והחברות הבנות שלה, עוסקות בתחום פעילות עיקרי והוא הליסינג התפעולי, הכולל החכרת כלי רכב ללקוחות, בעיקר מהמגזר העסקי. מצבת כלי הרכב של החברה מונה כ-37 אלף כלי רכב. החל משנת 2002 מוחזקות כל מניות החברה ע"י החברה לשיכון ולפיתוח אשקלון בע"מ ("אפרידר"), המוחזקת ע"י חברת אלעזרא החזקות בע"מ, חברה בשליטת מר אלי אלעזרא.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [דוח מתודולוגי - חברות ליסינג תפעולי \(נובמבר 2013\)](#)
- [אלבר שירותי מימונית - פעולת דירוג \(אוגוסט 2013\)](#)
- [אלבר שירותי מימונית - דוח מעקב \(ינואר 2013\)](#)

תאריך דוח: 11.03.2014

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 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 הון 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 הון - 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 מאוד.
	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 מאוד.
	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.



דו"ח מספר: CTA030314000M

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 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.