



אלבר שירותי מימונית בע"מ

דוח מעקב | ינואר 2012

1

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il
אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אלבר שירותי מימונית בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 באופק 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 30/09/2011 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	1100437	11/2006	6.5%	מדד	72	2012
ג'	1110618	05/2007	5.0%	מדד	93	2012-2013
ד'	1110626	12/2007	5.8%	מדד	43	2012-2014
ה'	1110634	12/2007	7.9%	שקלי	68	2012-2014
ו'	1110642	01/2008	5.5%	מדד	66	2012-2013
ז'	1115419	09/2009	ריבית משתנה ¹	שקלי	108	2012-2014
ח'	1118017	02/2010	4.17%	מדד	172	2012-2015
ט'	1118025	02/2010	ריבית משתנה ²	שקלי	95	2012-2016
י'	1122118	01/2011	2.75%	מדד	206	2012-2016
יא'	1123413	04/2011	2.8%	מדד	148	2012-2016
יב'	1123421	04/2011	ריבית משתנה ³	שקלי	149	2012-2016

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במיצובה העסקי הטוב של החברה בענף הליסינג התפעולי בישראל, המתבטא בנתח שוק משמעותי, מותג חזק ובסיס לקוחות רחב ומפוזר. החברה הגדילה את צי הרכבים ואת ההכנסות בשנת 2011, חלק מכך במסגרת הרחבת פעילות ההשכרה לז"ק. הרווחיות התפעולית נותרה טובה ויציבה בהשוואה לשנת 2010, אולם הרווחיות לפני מס נשחקה במעט, וזאת נוכח גידול בעלויות המימון בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011. בשנתיים האחרונות גדל משקלם של רווחי ההון ברוח התפעולי וברווח הנקי של החברה, וזאת כחלק מאסטרטגיה עקבית למקסם מקור רווח ותזרים זה. אנו רואים ברווחי ההון כבעלי מאפיינים שונים מהרווח מפעילות ההשכרה. נזילות החברה הינה טובה ונסמכת על תזרימי מזומנים חזקים ויציבים מפעילות שוטפת מהשכרת הרכבים, סחירות נכס הבסיס, נגישות טובה לגורמים המממנים וצי רכבים פנוי משועבד. רמת החוב גדלה וזאת בעקבות גידול בצי הרכבים. האיתנות הפיננסית כפי שמתבטאת ביחס ההון עצמי למאזן, נשחקה ממועד המעקב הקודם ועמדה על 12.6% בהשוואה ליחס של 15.1%.

ענף הליסינג בישראל מאופיין בחסמי כניסה בינוניים - גבוהים, יתרונות לגודל, משך חוזי חכירה ארוכים יחסית וסחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס. בצד גורמי הסיכון יש לציין את רמת המינוף הגבוהה המאפיינת את הענף והחברה בתוכו, רגולציה אינטנסיבית בענף, המשפיעה על רמת הביקושים לעסקאות החכירה וכן חשיפה לערכי הגרט של צי הרכבים. סיכון עסקי נוסף הינו היעדר צמיחה משמעותית בענף, מצב שאינו צפוי להשתנות בקרוב, ולהערכת מידרוג מקדם את

¹ שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 5%.

² שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 3.4%.

³ שיעור ריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817", בתוספת מרווח שנתי של 1.5%.

החרפת רמת התחרות והלחץ על מחירי ההשכרה. הענף והחברה בתוכו מאופיינים בתלות גבוהה במימון חיצוני לצורך שימור הצי והרחבתו. להערכת מידרוג, ענף הליסינג צפוי להתמודד עם גידול בעלויות המימון וזאת נוכח הקשחת הרגולציה למערכת הבנקאית ועליית התשואות בשוק ההון. נזילות החברה מתבססת על תזרימי מזומנים חזקים מפעילות, סחירות גבוהה של נכס הבסיס ומסגרות אשראי פנויות בהיקף משמעותי. החברה עומדת כיום במרווח סביר מול אמות המידה הפיננסיות, שהעמידו לה הבנקים המממנים.

לאחרונה הקים משרד התחבורה וועדה לבחינת הריכוזיות בתחום הרכב ("וועדת זליכה"). מסקנות הוועדה טרם הוגשו ולא ניתן לקבוע בשלב זה את מידת השפעתן על ענף הרכב בכלל וענף הליסינג בפרט. אולם, להערכת מידרוג, מסקנות הוועדה צפויות ליצור אתגרים בפני השחקניות בענף הליסינג, בדמות הגברת התחרותיות והחרפת הרגולציה. יש לציין כי המלצות וועדת זליכה, ככל שתהיינה, לא נלקחו בחשבון הדירוג נוכח אי וודאות גבוהה לגבי טיבן ומידת השלכתן על החברה.

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו כי החברה תשמור על יציבות יחסית בפרמטרים הפיננסיים, חרף מספר מקורות המאיימים על הרווחיות בטווח אופק הדירוג, דוגמת עלייה במרווחי המימון, האטה כלכלית שעלולה להוביל לקיטון בביקושים לעסקאות השכרה, אם כי היא עשויה להעלות את הביקוש לרכב משומש, וכן המשך סביבה תחרותית גבוהה.

אלבר: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

2007	2008	2009	2010	1-9/2010	1-9/2011	
1,101	1,345	1,309	1,500	1,102	1,213	סך הכנסות מהשכרה ומכירת כלי רכב
791	950	875	769	572	651	מכר: הכנסות מהשכרה
5	(5)	23	47	34	27	רווח (הפסד) ממכירת כלי רכב
144	169	138	158	119	133	רווח תפעולי
123	148	115	114	84	105	הוצאות מימון, נטו
24	18	26	40	31	28	רווח נקי
517	630	569	504	376	416	EBITDA
65.3%	66.3%	65.0%	65.5%	65.7%	64.0%	EBITDA / הכנסות מהשכרה
18.2%	17.8%	15.7%	20.6%	20.8%	20.5%	רווח תפעולי / הכנסות מהשכרה
15.6%	15.6%	13.1%	14.8%	14.6%	16.2%	הוצאות מימון, נטו / הכנסות מהשכרה
46.9%	46.85	43.5%	33.6%	34.1%	34.3%	EBITDA / סך הכנסות
13.1%	12.6%	10.5%	10.6%	10.8%	11.0%	רווח תפעולי / סך הכנסות
11.2%	11.0%	8.8%	7.6%	7.6%	8.7%	הוצאות מימון, נטו / סך הכנסות
142	110	61	27	34	65	תיק נזיל
2,026	2,088	1,503	1,569	1,505	1,965	חוב פיננסי
264	284	306	327	323	341	הון עצמי
9.7%	10.5%	14.8%	14.1%	15.1%	12.6%	הון עצמי / סך מאזן
88.1%	87.7%	82.7%	82.1%	81.7%	84.6%	חוב / CAP
3.9	3.3	2.6	3.1	2.9	3.6	חוב פיננסי / EBITDA
5.3	4.3	3.1	3.7	3.4	4.3	חוב פיננסי / FFO

הערה: יחסי הרווחיות לעיל מוצגים הן ביחס להכנסות מהשכרה בלבד, במקרה זה נלקחים רווחי ההון נטו בשורת הרווח התפעולי וה-EBITDA, והן ביחס לסך ההכנסות, במקרה זה ההכנסות כוללות גם מכירת כלי רכב.

ענף הליסינג מאופיין בסיכון עסקי בינוני, המצוי בעלייה כתוצאה מהחרפת הרגולציה ועליית מרווחי המימון

ענף הליסינג מאופיין ביציבות בהיקף צי הרכבים הכולל בשנים 2009-2011, המוערך בכ- 200 עד 210 אלף כלי רכב. שוק הליסינג נשלט על ידי חמש חברות מובילות, אשר נתח השוק המצרפי שלהן נאמד בכ- 70% מכלל הענף. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים - גבוהים, הנובעים מהצורך בניסיון ומומחיות, בהון עצמי משמעותי לצורכי השקעות בכלי הרכב ובנגישות למקורות מימון חיצוניים. הענף אופיין בשנתיים האחרונות בעלייה ברמת התחרות, בין השאר נוכח מגבלות הצמיחה של הענף וכניסה של שחקנים קטנים, על רקע עלייה בזמינות מקורות ההון החל משנת 2010. ענף הליסינג חשוף לרגולציה כבדה שהינה בעלת השלכות על רמות הביקושים ועל שווי כלי הרכב המשומשים. הענף מושפע גם משינויים קיצוניים בשערי מטבעות זרים אל מול השקל, המשליכים על מחירי כלי הרכב החדשים והמשומשים. ענף הליסינג התמודד בשנים האחרונות עם העלאת שווי השימוש של עסקאות השכירות מחד, והורדת מס הקנייה על כלי הרכב, מאידך.

חברות הליסינג חשופות לערך הגרט של כלי הרכב המשומשים, המהווים את המרכיב העיקרי בנכסיהן (מעל לכ- 85% מסך המאזן). ערכם של כלי הרכב בספרי החברות נאמד לפי שיעור ההפחתה החשבונאי, אשר עשוי להיות שונה משיעור הפחת הכלכלי. ערכם הכלכלי של כלי הרכב נגזר בעיקר ממחיר כלי הרכב החדשים (המושפע משיעור מס הקנייה ומשערי המטבעות של ארץ הייבוא), מהפופולאריות של דגמים שונים בציבור וכן מהמצב הכלכלי, הגוזר את הביקושים לכלי רכב משומשים ואת התחלופה בין כלי רכב חדשים ומשומשים. חברות הליסינג מאופיינות ברמת מינוף גבוהה, הממונתת בחלקה מצד נזילות גבוהה יחסית של נכס הבסיס. הנגישות למקורות מימון חיצוניים מהווה גורם קריטי ביכולת ההתנהלות של החברות. מחנק האשראי, שפקד את השווקים החל מסוף שנת 2008, הוביל חלק מהחברות בענף לאסטרטגיה של צמצום היקף צי הרכבים, שיפור הנזילות והאיתנות הפיננסית וחלקן אף פנו לייבואני הרכב על מנת לקבל מימון שוטף. בשנים 2010 ו- 2011 חזרו החברות לגייס בשוק ההון ובמסגרת הבנקאית, תוך שמירה על היקף צי רכבים יציב. הקשחת תנאי האשראי במסגרת הבנקאית ובשוק ההון בתקופה האחרונה עלולה לפגוע ברווחיות החברות בענף ובצמיחת צי הרכבים בעתיד, אם כי היא עשויה למתן את רמת התחרות. בשנת 2012 צפויה התייקרות של כלי הרכב החדשים נוכח התחזקות מטבעות הייבוא במהלך השנה החולפת ועדכון מחירוני הייבואנים כלפי מעלה. מידת היכולת של חברות הליסינג להתאים את מחירי העסקאות החדשות תלויה ברמת התחרות והביקושים שישררו במהלך השנה. העלייה במחירי הרכבים החדשים, כמו גם ירידה בהיצע המשומשים מצד חברות הליסינג (על רקע הקטנת הצייס בשנת 2009) עשויות לחזק את מחירי הרכבים בשוק המשני.

מיצוב עסקי גבוה בתחום הפעילות, הנתמך בנתח שוק משמעותי, מותג חזק, יתרונות לגודל, ובסיס לקוחות רחב

החברה מאופיינת בהיקף פעילות משמעותי בענף עם כ- 33 אלף כלי רכב ונתח שוק של כ- 14%, במותג חזק ובבסיס לקוחות רחב ומפוזר (כ- 3,670 לקוחות) ממגוון ענפי המשק. חלק ניכר מלקוחות החברה הם קטנים ובינוניים, גורם אשר מפחית סיכון ומשפר את הרווחיות. יחד עם זאת, לחברה חשיפה ללקוח מהותי - משרד הביטחון, המהווה כ- 13% מסך ההכנסות וכ- 20% מצי הרכבים. לחברה ניסיון רב שנים ומוניטין חזק הנקשר ליכולת החברה לספק שירות איכותי, מקצועי ואמין. כמו כן, החברה נהנית מיתרונות לגודל, המתבטאים בהנחות מספקים ומניצול יעיל של תשתיות ומערכי שיווק וההפצה. בשנים האחרונות פעלה החברה לפיתוח והגדלה של ריצפת המכירה לרכבים משומשים תוך הקטנת השימוש בשירותי מפצים וסוחרים רכבים. מהלך זה משפר את רווחיות החברה ממכירת הרכבים.

התמורות הרגולטוריות ופוטנציאל הצמיחה הנמוך הביאו את החברה לאתר מנועי צמיחה נוספים. במהלך שנת 2008 החלה החברה לעסוק בפעילות של השכרת כלי רכב לזמן קצר, לטווח של מספר ימים בודדים. במסגרת זו, חתמה החברה בתחילת שנת 2010 על הסכם שיתוף פעולה לייצוג בלעדי בישראל של המותגים Dollar Rent a Car ו-

Thriftly Rent a Car System ושיווק שוברי השכרה של חברות אלו בחו"ל. נכון ליום 30.09.2011 צי הרכבים של תחום ההשכרה לזמן קצר מהווה כ- 18% מסך צי הרכבים של החברה, בהשוואה לשיעורים של כ- 13% וכ- 7% בסוף השנים 2010 ו- 2009 בהתאמה.

ענף השכרת כלי רכב לטווח קצר, בשונה מענף הליסינג התפעולי, חשוף לסיכון תפעולי גבוה יותר, נוכח מאפייני הפעילות ומחזוריות עסקית תנודתית יותר, ולכן 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. הבדל זה מגדיל את החשיפה לשינויים בתנאי השוק. לצד זאת, רמת הרגולציה בענף נמוכה יחסית לענף הליסינג, וכוללת בעיקר השפעות על מחיר הרכב בשוק המשיני (סיכון ערך הגרט). גורם ממתן סיכון עסקי, הינה הגמישות התפעולית הקיימת בתחום השכרה לזמן קצר, ממימוש של רכבים באופן מיידי וללא תלות בחוזי ארוכי טווח לצורכי הכרה ברווחי הון, כאשר קיימים מחירים טובים בשוק המשיני.

חוזי שכירה ארוכי טווח מתורגמים לרווחיות טובה ותזרימי מזומנים חזקים יחסית על אף החשיפה לערכי הגרט

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011, גדלו הכנסות החברה מהשכרה בכ- 14% בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד וזאת נוכח גידול בהיקף צי הרכבים, לאחר שנתיים (2009-2010) של הקטנת הצי בעקבות משבר האשראי העולמי בשנת 2008. צמצום התיק באותן שנים היווה הזדמנות בידי החברה לטייב את תיק הלקוחות ויישום מדיניות החברה להתמקד בלקוחות בינוניים וקטנים, בעלי רווחיות גבוהה יותר בהשוואה לציים הגדולים. בשנת 2011 חזרה החברה להגדיל את צי הרכבים, מחצית מהגידול בתחום הליסינג ומחצית מהגידול בתחום ההשכרה לזמן קצר.

הרווחיות התפעולית של החברה נותרה יציבה בתקופה ינואר עד ספטמבר 2011 לעומת תקופה מקבילה אשתקד והיוותה כ- 20% מההכנסות מהשכרה. יש לציין, כי הרווחיות התפעולית נותרה יציבה למרות גידול בהוצאות מכירה ושיווק והוצאות הנהלה וכלליות וזאת נוכח שיפור ברווחיות הגולמית. רווח ההון ממכירת כלי רכב היווה כ- 4.2% מההכנסות מהשכרה לעומת שיעור של כ- 6.0% בתקופה המקבילה ובכל שנת 2010, ולעומת 2.6% בשנת 2009. כאמור, החברה מתמקדת בהרחבת רצפת מכירת כלי הרכב המשושמים המקנה לה יתרון יחסי במכירות מול אנשים פרטיים (בהשוואה לסוחרים) ומשפרת את רווחי ההון. רווחי ההון מושפעים גם מהיקף הצי הנמכר וגיל הרכבים - פרמטרים בהם החברה שולטת על מנת למקסם את הרווח. להערכת מידרוג, רווחי ההון העתידיים חשופים לשינויים בערך הגרט של כלי הרכב. הוצאות המימון (נטו) כאחוז מההכנסות מהשכרה עלו בתקופה האמורה בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, מה שגרר שחיקה בשיעור הרווחיות לפני מס, שהסתכם בכ- 4.3% בהשוואה ל- 6.2%.

גידול ברמת המינוף נוכח הגדלת היקף צי כלי הרכב החלישה את האיתנות הפיננסית ואת יחסי הכיסוי

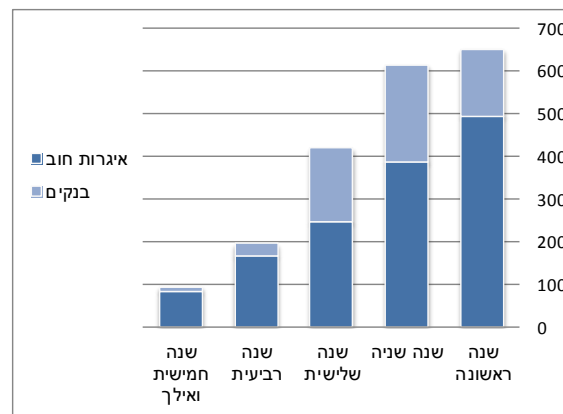
פעילות החברה מאופיינת ברמת מינוף גבוהה, הנובעת מההשקעות הכבדות בצי הרכבים. מדיניות החברה לצמצום היקף הצי בשנים 2009 ו- 2010 (קיטון של כ- 20% בהשוואה לסוף 2008) והשיפור ברווח הנקי תרמו לירידת רמת המינוף במהלך שנת 2010. בשנת 2011 חזרה החברה להיקף צי רכבים שקדם למשבר של שנת 2008 (כ- 30 אלף כלי רכב), תוך הגדלת המינוף ושחיקה ביחס הון למאזן לרמה של 12.6% ליום 30.09.2011. מידרוג מציינת כי רמת המינוף של החברה נמצאת בטווח התחתון בהשוואה למתחרות העיקריות אשר מפרסמות את דוחותיהן⁴. החוב הפיננסי של החברה הסתכם בכ- 1,965 מיליוני ₪ ליום 30.9.2011 בהשוואה לכ- 1,570 מיליוני ₪ ליום 31.12.2010. על אף הגידול ב- EBITDA בתקופה ינואר-ספטמבר 2011 בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נשחקו במעט יחסי הכיסוי, אך עדיין נותרו מהירים. יחס כיסוי החוב ל- EBITDA ל- 12 החודשים שהסתיימו ב- 30.09.2011 עמד על 3.6 בהשוואה ל- 3.1 לסוף 2010.

⁴ ההשוואה בוצע ביחס לחברת ש.שלמה רכב בע"מ - חברה בת של ש.שלמה החזקות בע"מ, חברה מדווחת בבורסה בתל אביב וחברת קרדן רכב בע"מ הנסחרת בבורסה של תל אביב.

נזילות וגמישות פיננסית טובות הנתמכת בתזרימי מזומנים חזקים וסחירות גבוהה של נכס הבסיס

נזילות והגמישות הפיננסית של החברה נסמכות על תזרימי מזומנים חזקים ויציבים מהפעילות השוטפת, סחירות נכס הבסיס וגמישות טובה לגורמים המממנים. בנוסף, לחברה צי רכבים פנויים משועבד בשווי כולל של כ- 617 מיליון ₪. החברה מחויבת לעמוד באמות מידה פיננסית של יחס הון למאזן של 11% יחס חוב ל- EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים של 4.8. החברה עומדת במרווח מספק מול דרישות הגורמים המממנים.

לוח סילוקין לחוב הפיננסי לז"א ליום 30.9.2011, במיליוני ₪*



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק מבנקים בסך של כ-22 מיליון ₪ ליום 30.9.11

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור ברווחיות החברה תוך חיזוק האיתנות הפיננסית ושמירה על יחס זה לאורך זמן
- שמירת פער בין היחסים הפיננסיים לבין היחסים הנדרשים ע"י המממנים השונים. פער זה משמש כמרווח ביטחון לשינויים בלתי צפויים
- התייצבות הסביבה העסקית והתבהרות אי הוודאות בקשר עם הרגולציה

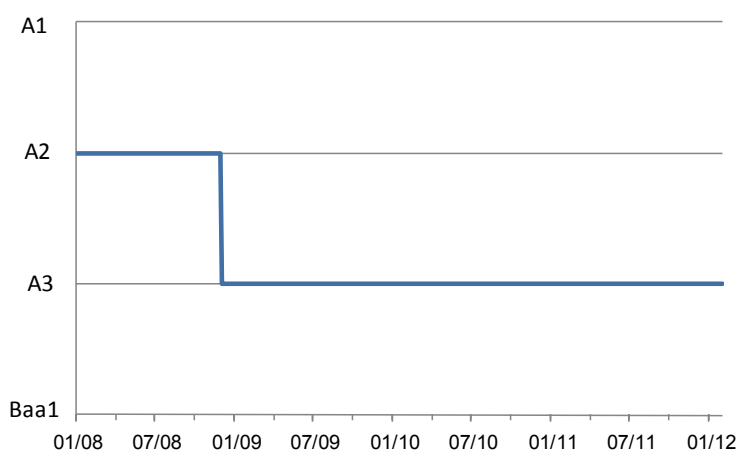
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים בעקבות שינויים רגולטורים או פגיעה בביקושים
- שחיקה בהכנסות נוכח ירידה בביקושים לליסינג החברה וברווחיות החברה
- רגולציה והקטנת חסמי הכניסה לענף אשר יאימו על מעמד החברה וביצועיה

אודות החברה

אלבר שירותי מימונית בע"מ והחברות הבנות שלה, פועלות בתחום הליסינג התפעולי של כלי רכב בישראל ובתחום ההשכרה לטווח קצר תחת המותג Thrifty Rent a Car System. לחברה מרכז לוגיסטי בבני ברק ו- 22 מרכזי שירות ומכירה בפריסה ארצית, בהם ניתנים שירותי ליסינג, השכרה ומכירת כלי רכב. מצבת כלי הרכב של החברה מנתה ביום 30.9.2011 כ- 30 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



7

דוחות קשורים

- [אלבר שירותי מימונית - דוח מעקב \(דצמבר 2010\)](#)

תאריך דוח: 19.1.2012

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 בציוד, 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 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: CSA061210300M

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 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 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.