



אלביט מערכות בע"מ

מעקב | יוני 2013

1

מחבר:

עמית ברון, אנליסט
amitb@midroog.co.il

אנשי קשר:

אבי בן-נון, ראש צוות
avib@midroog.co.il

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

אלביט מערכות בע"מ

דירוג סדרה	Aa1	אופק דירוג: יציב
------------	-----	------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 באופק יציב לאגרות חוב (סדרה א') שהנפיקה אלביט מערכות בע"מ ("אלביט" או "החברה").

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/03/2013 (במיליוני ₪) *	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א**	1119635	06/2010	4.84%	שקלי	1,680	2013-2020

* תורגם מדולר ל"ח לפי שע"ח ליום 31/03/2013. החברה מבצעת גידור על כל יתרת אגרות החוב באמצעות עסקת החלפה, לפי ריבית דולרית משתנה LIBOR + 1.84%.

** הסדרה הורחבה בהיקף של כ- 800 מיליון ₪ בחודש מרץ 2012 ובכ- 100 מיליון ₪ נוספים בחודש מאי 2012.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במיצוב עסקי מוביל בתעשייה הביטחונית בישראל ובתחומי נישא ביטחוניים בעולם. מיצובה הגבוה ויתרונה היחסי של החברה נובעים מיכולתה לפתח פתרונות טכנולוגיים רלוונטיים לצד ניהול מוצלח לאורך שנות פעילותה. לצד חשיבות אסטרטגית של פעילות החברה למשהב"ט, לחברה היקף פעילות, פיזור גיאוגרפי וגיוון מוצרים בולטים לטובה.

ענף תעשיית התעופה והביטחון בעולם מתאים עצמו למציאות מאתגרת. עפ"י תחזיות מודי'ס¹, בעקבות המשבר הכלכלי המתמשך בארה"ב ומערב אירופה, צפוי המשך מגמת הקיצוצים בתקציב הביטחון במדינות אלו. הדבר צפוי לתת את אותותיו בצורה מדורגת ולהחריף בשנים הקרובות, תוך קיטון בתקציבי הביטחון בעולם בשיעור של 5%-10%. כתוצאה מכך, להערכתנו, חברות ביטחוניות מערביות יפנו מאמצים לצמיחה בשווקים מתפתחים, דבר אשר יגרום להגברת התחרות בענף ולשחיקה הדרגתית בשיעורי הרווח. לאור זאת, החברה מיישמת תוכניות התייעלות הכוללות צמצום בכ"א ובאתרי פיתוח וייצור על מנת למנוע כפילויות. אולם, להערכת מידרוג, יכולת ההתייעלות הינה מוגבלת נוכח הצורך לשמר יכולות טכנולוגיות וכ"א איכותי. לאור זאת, בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו צופים שחיקה מסוימת בהכנסות וברווחיות בטווח הזמן הבינוני.

לאורך זמן, הזדמנויות הצמיחה של החברה נובעות מרכישות של חברות, התורמות לסינרגיות ולשיפור הערך המוסף ללקוח, תוך כדי שיתוף פעולה עם תעשייה מקומית במדינות אשר בהן מזהה החברה צפי לגידול בתקציבי הביטחון. היחס בין צבר ההזמנות למכירות החברה הינו יציב ועומד על כ-2 בשלוש השנים האחרונות. נתון חיובי, בהינתן הקיצוצים אשר נרשמו בשנים אלו לגבי תקציבי הביטחון העתידיים בארה"ב ובמדינות מערב אירופה.

¹ 2013 Aerospace & Defense Outlook, Dec 2012



החברה הציגה מקורות מפעילות (FFO), יציבים וחזקים לאורך השנים האחרונות, הנגזרים מנראות טובה של ההכנסות ומרווחיות הולמת. יחסי הכיסוי של החברה הולמים את רמת הדירוג אולם בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו צופים שחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי המותאמים, נוכח שחיקה בתזרים בטווח הזמן הבינוני. להערכתנו, יחסי הכיסוי חוב/EBITDA וחוב/FFO ינועו בטווח של בין 2.0-2.5 ו 2.5-3.0 בטווח זמן זה, בהתאמה. בנוסף, הדירוג נתמך בנזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה, נוכח נכסים נזילים בהיקף מהותי, תזרים חופשי צפוי חיובי (תוך הנחת אי ביצוע רכישות מהותיות בשנים 2013-2014), נגישות למקורות מימון והיות מרבית נכסי החברה פנויים משעבוד.

אופק הדירוג היציב נובע מהערכתנו כי לא יחול שינוי לרעה בנתוני הפיננסיים של החברה מעבר לטווח התחזית.

אלביט מערכות - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני דולר :

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	Q1 2012	Q1 2013	
2,638	2,832	2,670	2,817	2,889	691	680	הכנסות
767	849	798	732	816	196	193	רווח גולמי
29.1%	30.0%	29.9%	26.0%	28.2%	28.3%	28.3%	שיעור רווח גולמי
185	217	234	241	233	59	51	הוצאות מחקר ופיתוח
250	262	203	116	203	42	54	רווח תפעולי (לפני אחרות)
9.5%	9.3%	7.6%	4.1%	7.0%	6.0%	7.9%	שיעור רווח תפעולי
267	229	195	90	170	32	43	רווח נקי
10.1%	8.1%	7.3%	3.2%	5.9%	4.6%	6.3%	שיעור רווח נקי
0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7	הכנסות/ נכסים ממוצעים (t,t-1)
7.1%	7.2%	5.5%	2.5%	4.5%	2.4%	4.6%	תשואה על נכסים (ROA)
278	280	215	224	265	458	251	יתרות נזילות
285	392	624	668	673	878	671	חוב פיננסי
471	606	825	883	870	1,076	869	חוב פיננסי מותאם*
27%	28%	28%	25%	28%	24%	28%	הון עצמי למאזן
378	386	339	266	342	77	87	EBITDA
335	346	280	252	308	63	75	FFO
129	108	139	122	82	20	16	CAPEX
25	68	235	26	4	1	3	השקעה בחברות בנות וכלולות
33	76	63	62	51	0	0	דיבידנדים שחולקו
1.1	1.4	2.2	2.9	2.3	3.6	2.3	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA*
1.3	1.6	2.7	3.2	2.6	4.1	2.5	חוב פיננסי מותאם ל-FFO*

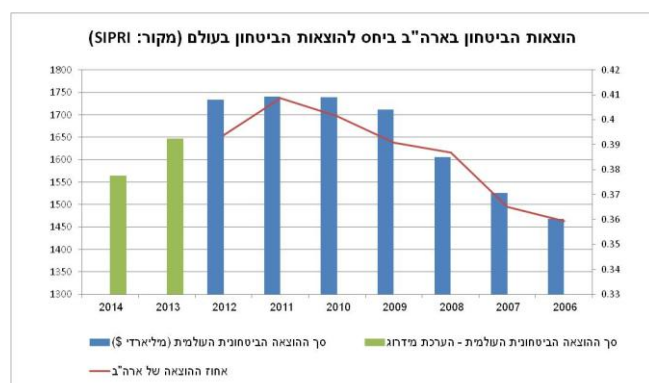
*לצורך השוואה דירוגית בין חברות, החוב הפיננסי המותאם כולל בתוכו הון דמי חכירה.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

סיכון ענפי בינוני-נמוך, למרות שחיקה צפויה בתקציב הביטחון העולמי בטווח הזמן הקצר והבינוני

להערכת מידרוג, ענף התעשיות הביטחוניות, אשר הינו ענף גלובאלי, מאופיין ברמת סיכון בינונית-נמוכה יחסית לממוצע הכלל משקי. הענף מובל ע"י תאגידי ענק אמריקנים ואירופים ומאופיין ובשיווק לשווקים המקומיים בהם הם מייצרים. מאפיין זה בולט בעיקר בתאגידים אמריקאיים, המשמשים קבלנים ראשיים בפרויקטים ביטחוניים של ממשלת ארה"ב, המהווה כ- 40% מסך ההוצאה הביטחונית העולמית לאורך זמן, בעוד התאגידים האירופיים מוטים יותר לייצוא ופעילותם יותר גלובאלית. המאפיין העיקרי של הענף הינו תלותו בתקציבי הביטחון הממשלתיים, אשר מאופיינים במחזוריות ארוכה יחסית. שינוי במגמה עלול להתרחש כתוצאה מעימותים ביטחוניים בלתי צפויים, כאשר קיים מתאם גבוה בין השינוי בתקציבי הביטחון לפוטנציאל הצמיחה של החברות בענף. עפ"י תחזיות מודי'ס, בעקבות המשבר הכלכלי המתמשך בארה"ב ומערב אירופה, צפוי המשך מגמת הקיצוצים בתקציב הביטחון במדינות אלו. הדבר צפוי

לתת את אותותיו בצורה מדורגת ולהחריף בשנים הקרובות, תוך קיטון בתקציבי הביטחון בעולם בשיעור של 5%-10% בטווח הזמן הבינוני. בנוסף נציין כי בשנים האחרונות חל שינוי מתמשך בתפיסת הביטחון ושימת דגש רב יותר על לוחמה זעירה ועתירת טכנולוגיה בארגוני טרור במספר זירות במקביל, תוך גידול בביקושים למערכות זריזות ועתירות טכנולוגיה, מערכות שליטה ובקרה, כלים בלתי מאוישים, מערכות הגנה על החייל הבודד ומערכות



אלקטרוניות מתקדמות, וזאת- על חשבון פלטפורמות צבאיות גדולות. להערכתנו, מגמות אלו עלולות להוות אתגר מתמשך על פוטנציאל הצמיחה ושיעורי הרווחיות של החברות בענף, תוך החרפת התחרות בשוק הגלובאלי, בשימת דגש על יעילות תפעולית וזמני הבשלת המוצרים ואספקת הטכנולוגיות לשוק. בנוסף, צפויים המשך תהליכי קונסולידציה והגברת רכישות של חברות טכנולוגיה קטנות על ידי חברות גדולות - מגמה אשר החלה בשנותיהם האחרונות, בעקבות הצורך בעיבוי היכולות הטכנולוגיות והאצת זמן ההגעה לשוק. מאפיינים נוספים בענף הינם התלות בקבלנים ראשיים - מרבית החברות הביטחוניות משמשות כקבלניות משנה, במעגל השני והשלישי של הספקים. מצב זה יוצר חשיפה למיצוב התחרותי של הקבלנים הראשיים ומפחית את גמישות המחיר של החברות; פרויקטים גדולים ומתמשכים, חלקם הגדול במחיר קבוע מראש, היוצרים חשיפה לשינוי בלתי צפוי ברווחיות; מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותקורות קבועות, לרבות מרכיב מו"פ, המכבידים על הרווחיות בעיתות של קיטון בפעילות ואשר מצמצמים את הגמישות הפיננסית; מיזוגים ורכישות - הענף עתיר פעילות מיזוגים ורכישות כאמצעי צמיחה ורכישת טכנולוגיות. מנגד, מאופיין הענף בצבר הזמנות חזק, התומך ביכולת יצור הכנסות ברת קיימא ומקנה ראות טובה להכנסות בטווח הזמן הבינוני; פעילות מפוזרת ומגוונת על פני מאות פרויקטים שונים, מוצרים ושווקים גיאוגרפיים; סיכונים אשראי נמוכים לרבות מקדמות מלקוחות שתורמות לנזילות; יכולות טכנולוגיות מהוות נכס משמעותי; גידול במספר האימונים על

ביטחון, דוגמת אי יציבות והפיכות של משטרים במזרח התיכון תומכים בהמשך הדרישה להוצאות ביטחוניות מהותיות של ממשלות בעולם; חסמי כניסה גבוהים ובהם הוצאות גבוהות על מו"פ, יכולות טכנולוגיות מוכחות, הון אנושי, ניסיון עסקי וניהול מספר רב של פרויקטים וחברות במקביל וכן רגולציה גבוהה, מכבידים על חסמי הכניסה ויוצרים יתרון למתחרים ותיקים; חשיבות אסטרטגית עבור מדינות הבסיס, הנובעת מהידע והיכולות הטכנולוגיות הגלומות בפעילות.

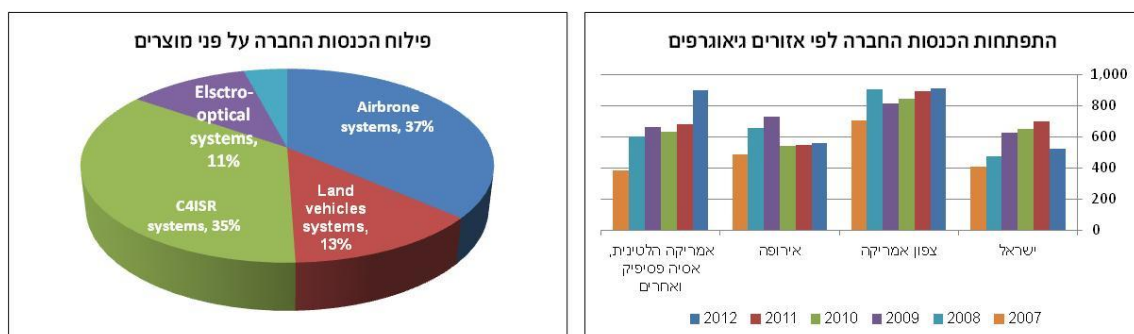
מיצוב עסקי וטכנולוגי גבוהים יחסית

החברה מאופיינת בפרופיל עסקי חזק יחסית, הנתמך ביכולות טכנולוגיות וניהוליות בולטות לטובה, יכולת ניהול מספר רב של פרויקטים במקביל ופיזור גיוון מוצרים ושוקי יעד אשר הינם מוטי יצוא. החברה מאופיינת בהוצאות מו"פ גבוהות יחסית, התומכות בהמשך שמירה על יתרונה הטכנולוגי ויכולתה לספק פתרונות הולמים לאתגרים בשדה הקרב העתידי. לחברה ניסיון מוכח במיזוגים ורכישות אשר מביאים ליצירת סינרגיה ופיתוח עסקי של חברות וטכנולוגיות משלימות, תוך ביסוס אסטרטגיה של חדירה ומיקוד בשווקים צומחים. תמהיל הפעילות והיצע המוצרים והפתרונות של החברה, המותאמים לשדה הקרב הנוכחי, תומכים בהמשך יכולת יצור הכנסות גבוהה יחסית בטווח הזמן הקצר והבינוני, למרות הצפי להמשך צמצום בהוצאות הביטחון בעולם המערבי (שוק המהווה כיום כ-50% מסך הכנסות החברה) ובכלל זה גם בישראל (שוק המהווה כ-20% מהכנסות החברה) בנוסף נציין, כי החברה נהנית ממוניטין טוב וממעמד בכיר ואסטרטגי במערכת הביטחון בישראל, אשר תורמים ל"הכשרת" מוצריה ושירותיה בעולם ומשמש ככר ניסיוני עבור טכנולוגיות חדשות. מנגד נציין, כי הצפי להתגברות התחרות בענף, נוכח מגבלת התקציב והיותה קבלן משנה בפרויקטי ייצוא רבים, צפוי לפגום בגמישות החברה, הן בהיבט תמחור פרויקטים עתידיים, גמישות המחיר והרווחיות הנגזרת והן בהיבט זמן השקת המוצר וסטייה מלוחות זמניים מקוריים, כאשר פוטנציאל ההתייעלות מוגבל, נוכח מבנה עלויות קשיח יחסית והצורך לשמר יתרונות יחסיים- טכנולוגיים.

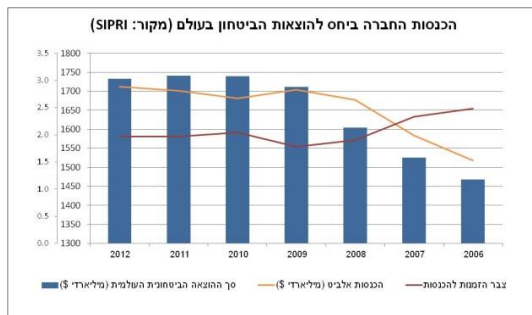
המשך הצמיחה בהכנסות, תוך שמירה על שיעורי הרווחיות הנוכחיים, יהוו אתגר משמעותי

לחברה בטווח הזמן הקצר והבינוני

החברה מאופיינת בתמהיל הכנסות מפוזר על פני קווי עסקים ומדינות, כאשר מרבית תוצרתה מיועדת לייצוא. נכון ליום ה- 31.12.2012, מקור הכנסותיה של החברה מבוסס בעיקר על ארה"ב ומדינות אירופה (כ - 50%), ישראל (כ - 20%) והשווקים המתפתחים - אסיה-פסיפיק ואמריקה הלטינית (כ - 30%). בנוסף, החברה ממוקדת בהצעת פתרונות בתחום המערכות המוטסות (37%) ומערכות מודיעין, שו"ב ותקשורת (35%), בהן משולבים אמצעי אלקטרואופטיקה תחומים אשר מוטים לשדה הקרב העתידי אשר מותאם לעימותים צבאיים בעצימות נמוכה וכנגד כוחות לא-סדירים. מגמת הגידול והחדירה לשווקים המתפתחים תומכת ביכולת השבת ההכנסות העתידית של החברה, נוכח הסביבה העסקית המשתנה והשינוי בתפישת שדה הקרב העכשווי והעתידי.



לחברה צבר הזמנות בהיקף של 5,777 מיליון דולר, נכון ליום ה- 31.03.2013, גידול של כ- 6% בהשוואה לצבר ההזמנות בתקופה המקבילה אשתקד, נתון הבולט לטובה נוכח הסביבה העסקית המתגרת. צבר ההזמנות מפורז ופרוס על מספר רב של פרויקטים ואזורים גיאוגרפיים ואינו מוטא כלפי פרויקט מסוים ולהערכת מידרוג, תומך בנראות טובה של יכולת יצור ההכנסות ומגן חלקית מפני הרעה צפויה בסביבה העסקית בטווח הזמן הקצר והבינוני. יתרונה הטכנולוגי של החברה, כנזכר לעיל ויכולתה לספק פתרונות חדשניים ורלוונטיים נגזרת מהשקעת החברה במו"פ.



בשנת 2012 הוצאה בסעיף המו"פ עמדה על כ- 242 מיליון \$, כ- 8% ממחזור המכירות, בדומה לממוצע השנים האחרונות, אשר הינו בטווח העליון של החברות בענף ולהערכת מידרוג, אינו צפוי להשתנות מהותית (כשיעור מההכנסות) בטווח הזמן הבינוני, לאור רצונה של החברה לשמור על מיצובה בענף. לצד זאת, פועלת החברה להמשך מימוש תוכניות התייעלות תפעולית וצמצום כפילויות, הכוללות קיצוץ בכ"א ואיחוד אתרי ייצור ופתוח.

להערכת מידרוג, יכולת התייעלות של החברה נמוכה יחסית, נוכח הצורך לשמר כ"א איכותי וחדשנות טכנולוגית, המהווים חלק מיכולתה להתחרות בענף, במקביל לדרישה מתמדת לגמישות ויכולת אספקת פתרונות דינמיים לצרכים משתנים. בנטרול הפסד חד פעמי אשר נרשם בשנת 2011, בגין ביטול חוזה לאספקת מערכות מסווגות למדינה זרה, שיעור הרווחיות התפעולית והתשואה על נכסים של החברה נעו בטווח של 7%-8% ו 4%-5%, בהתאמה, בשנים 2010-2012. לאחר סיום המיזוג המשמעותי האחרון (מיזוגה של אלישרא).

בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים שחיקה של בין 5%-10% בהוצאת הביטחון המצרפית העולמית, תוך שונות באזורים גיאוגרפיים שונים. בנוסף, אנו מניחים עלייה בעוצמת התחרות, בדגש על לחצים גוברים לעמידה בלוח"ז, בתקציב ובקיצור זמני ההשקה. להערכתנו, החברה תמשיך לשמר מכפיל צבר להכנסות של בין 1.9 - 2.0 בטווח הזמן הקצר והבינוני. אנו צופים שחיקה מסוימת בהכנסות החברה ובשיעורי הרווחיות, אשר אינם בולטים לטובה, יחסית לרמת הדירוג. שחיקה זו תקוזז חלקית, להערכתנו, באמצעות יתרונה הטכנולוגי של החברה, המשך חדירה לשווקים מתפתחים בעלי צרכים ביטחוניים גוברים והתייעלות פנימית מסוימת.

צפי להמשך ייצור תזרימי מזומנים חזקים, אולם צפויה שחיקה מסוימת בנראות התזרים והאטה

ביחסי הכיסוי, אם כי אלו עדיין בטווח הדירוג

לחברה יכולת השבת רווחים טובה יחסית, אשר תומכת בתזרימי מזומנים חזקים ויציבים במהלך השנים האחרונות (בנטרול ההפסד בגין ביטול חוזה עם מדינה זרה בשנת 2011). החברה צפויה להמשיך ולהציג תזרימים חזקים יחסית בשנים הקרובות, אם כי אלו צפויים להישחק חלקית, נוכח צמצום הוצאות הביטחון והתגברות התחרות בענף.

נכון ליום ה- 31.03.2013 לחברה חוב פיננסי בהיקף של כ- 670 מיליון דולר וזאת- בדומה להיקף החוב בשנתיים האחרונות. רובו של החוב הפיננסי הינו לזמן ארוך, נתון אשר הולם את משך הפרויקטים הממומנים בעזרתו. רובו של החוב (70%) מורכב מאג"ח והיתר ממימון בנקאי. בתרחיש הבסיס שלנו תפרע החברה את חובה לפי לוח הסילוקין, ללא הזדקקות לגיוס חוב חדש, נוכח תזרים חופשי חיובי ויתרות מזומן מהותיות. כל זאת, בהנחה שלא יבוצעו רכישות מהותיות של חברות בשנים 2013-2014. יחסי הכיסוי המותאמים של החברה הולמים את רמת הדירוג ואינם צפויים להשתנות מהותית בשנים 2013-2014. להערכתנו, יחסי הכיסוי חוב ל/ EBITDA וחוב FFO/ ינועו בטווח שבין 2.0-2.5 ו-



2.5-3.0, בהתאמה, בטווח זמן זה. במידה ותהיה סטייה משמעותית מתחזיות מידרוג לאורך זמן ביחס כיסוי החוב המתואם/EBITDA (מעל ל - 3), ייתכן שינוי בדירוג החברה.

לחברה רמת מינוף וכריות הוניות סבירות, כפי שנגזר מיחס ההון למאזן, אשר עמד על כ - 28% ליום ה- 31.03.2013 נתון אשר תומך ביכולתה לספוג הפסדים חד פעמיים בלתי צפויים. להערכת מידרוג, כריות ההון ימשיכו להיבנות מצבירת הרווח הנקי והמשך חלוקת דיבידנדים שאינה אגרסיבית אשר עמדה במוצע על כ-30% מהרווח הנקי בשנים האחרונות.

נזילות וגמישות פיננסית בולטות לטובה

לחברה נזילות גבוהה, הנתמכת ביתרות נזילות משמעותיות, הנובעות גם מאופי הפעילות וקבלת מקדמות מלקוחות. ליום ה- 31.03.2013, עמדו הנכסים הנזילים על כ- 250 מיליון דולר - פי 2.7 מהחלויות השוטפות הצפויות לשנת 2013. יש לציין כי החברה נוהגת לשמר יתרות נזילות משמעותיות לאורך זמן, המושקעות באפיקים סולידיים יחסית. בנוסף, להערכתנו (תחת ההנחה כי לא תתבצע רכישה מהותית של חברות חדשות), תייצר החברה בשנים 2013-2014 תזרים חופשי חזק אשר יתמוך בשירות החוב השנתי, גם נוכח לוח סילוקין נוח יחסית בשנים הקרובות. לחברה גמישות פיננסית גבוהה. עיקר נכסיה פנויים משעבוד וקיימת לה נגישות טובה לגורמים מממנים. החברה נדרשת לעמוד במספר אמות מידה פיננסיות ביחס לחובותיה, ביניהם: הון עצמי מינימאלי של 400 מיליון דולר ובשיעור של לפחות 20% מסך המאזן. להערכת מידרוג, החברה עומדת באמות המידה במרווח מספק.

אופק הדירוג

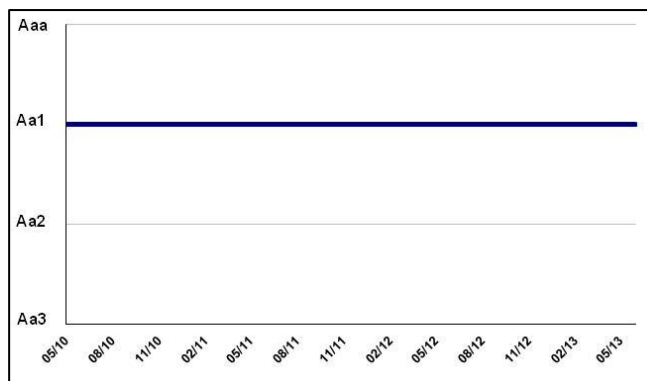
7

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שחיקה מתמשכת בצבר ההזמנות שתפגום ביכולת ייצור ההכנסות.
- שחיקה לאורך זמן בשיעורי הרווחיות.
- האטה משמעותית ופרמננטית ביחסי כיסוי החוב המותאם ל-EBITDA לרמה שאינה הולמת את הדירוג הנוכחי
- חלוקת דיבידנד נרחבת אשר יהיה בה להחליש את יכולת פירעון התחייבויות החברה.

אודות החברה

אלביט מערכות בע"מ הינה חברה ישראלית רב לאומית, העוסקת ישירות ובאמצעות חברות בנות, בפיתוח, ייצור, אינטגרציה ושיווק מערכות לוחמה אלקטרוניות לשימושים צבאיים באוויר, בים וביבשה. החברה משמשת הן כקבלנית ראשית של פתרונות עבור צבאות וממשלות והן כספקית של מוצרים ומערכות עבור יצרניות מובילות בתעשייה הביטחונית בעולם. החברה פועלת בארבעה תחומי פעילויות עיקריים: מערכות מוטסות (היווה כ- 37% מהיקף ההכנסות ב-2012), מערכות יבשתיות (13%), מערכות C4ISR (35%) ומערכות אלקטרו-אופטיות (11%). החברה מעסיקה כ- 12,100 עובדים, מהם כ- 9,000 עובדים בישראל, כ- 1,800 בארה"ב והיתרה - בחברות בנות ברחבי העולם.



דוחות קשורים

- [אלביט מערכות - דוח מעקב \(מרץ 2012\)](#)
- [התפתחויות בתעשייה הביטחונית \(יולי 2011\)](#)

תאריך הדוח: 12.06.2013

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 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 הוניות - 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 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 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: CDE070613000M

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") 2013.

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 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.