

אלקטרה בע"מ¹

מידרוג מסירה את אופק הדירוג השלילי של אג"ח (סדרות ב' ו-ג') המדורגות A1, ומעמידה את האופק על יציב, נוכח שיפור בפרמטרים עסקיים והצהרת החברה על מדיניות המגבילה את היקף ההשקעות בייזום נדל"ן, תוך שמירה על כרית מזומנים. הדירוג חל על האג"ח במחזור כדלקמן:

דירוג	שנות פרעון	יתרה ליום 31.3.08 (מש"ח)	שיעור ריבית שנתית (%)	מועד הנפקה	סדרת אג"ח	דירוג Issuer
A1 יציב	10.2007-10.2013	131.4	5.85% צמוד מדד	10.2003	סדרה ב'	
A1 יציב	4.2012-4.2021	422.9	5%, עם רישום למסחר 4.7% (צמוד מדד)	4.2008	סדרה ג'	

הסרת האופק השלילי והצבת אופק דירוג יציב

בחודש אוגוסט 2007 הורידה מידרוג את דירוג החברה מ- Aa3 ל- A1 עם אופק שלילי, כשהסיבות העיקריות היו: עסקה מהותית לרכישת קרקע בסנט פטרסבורג בהשקעה של כ-65 מיליון דולר, במאפייני סיכון שאינם תואמים את רמת הדירוג הראשוני וכן פרשת חפציבה על השלכותיה הפיננסיות והאיכותיות. השבת אופק הדירוג היציב הינה נוכח השיפור בעסקי הליבה של החברה, והצהרת החברה כי בכוונתה להגביל את היקף ההשקעות בייזום נדל"ן (שלא באמצעות אלקטרה נדל"ן) ממקורות עצמיים לסך של עד 500 מיליון ש"ח. היקף ההשקעות ליום 31.3.2008 בקרקעות לייזום נדל"ן ומבנים בהקמה עמד על כ-461 מיליון ש"ח, כמחציתו בגין הקרקע בסנט פטרסבורג. החברה פועלת לקידום תוכניות הפיתוח של הקרקע בסנט פטרסבורג והגשת תב"ע. יצוין כי במידרוג סבורים כי החשיפה לפרויקט זה הינה גבוהה עדיין בשל היקפו ומאפייניו. הסיכון הינו פועל יוצא של היקף העסקה, הריכוזיות שלה במכלול ההשקעות של החברה, מאפייני מדינת היעד והיעדר ניסיון משמעותי של שני השותפים במדינה זו, וכן מאפייני הפרויקט עצמו. בתוך כך יש לציין כי לאחרונה העלתה מודיס את הדירוג של רוסיה² מ- Baa2 (אופק יציב) ל- Baa1 (אופק חיובי), תוך הדגשת השיפור במדיניות הפיסקלית של רוסיה ובסביבה הכלכלית לרבות בצריכה הפרטית ובגיוון הבסיס הכלכלי של המדינה. מנגד, מצינת מודיס את הדומיננטיות של מגזר הנפט בכלכלה ורמת האינפלציה הגבוהה יחסית.

אלקטרה ביצעה בשנת 2007 הפחתה של כ-170 מיליון ₪ בגין פרשת חפציבה, ולהערכת החברה בעתיד צפוי Recovery שיפחית את סכום ההפסד המדווח. מחיקה זו פגעה במידה משמעותית בהונה העצמי והחלישה את איתנותה הפיננסית של החברה. עם זאת, הפרשה לא פגעה בפעילותה השוטפת, ולהערכת מידרוג, החברה הוכיחה יכולת ספיגה גבוהה. בעקבות הפרשה, ביצעה אלקטרה שינויים הנוגעים לתהליכי קבלת החלטות מתן אשראי וצומצמה החשיפה ללקוחות גדולים, באופן שאין לקוח המהווה מעל 5% מיתרת האשראי.

החברה הצהירה על מדיניותה לשמירה על כרית מזומנים בסך של כ-200 מיליון ₪.

¹ דירוג האג"ח והניתוח העסקי והפיננסי בדוח זה מתייחסים לפעילות אלקטרה ללא אלקטרה נדל"ן. כל הנתונים המובאים בדוח זה הינם בנטרול אלקטרה נדל"ן, אלא אם צוין בפירוש אחרת. ההתייחסות לאחזקה באלקטרה נדל"ן היא כאחזקה פיננסית המיועדת לפיצול מהחברה. גישת מידרוג לאלקטרה נדל"ן כאל אחזקה פיננסית מתבססת על הצהרת החברה על כוונתה לפצל את אלקטרה נדל"ן, על כך שאלקטרה נדל"ן מנוהלת בפועל באופן נפרד מאלקטרה, וכן על כך שלהערכת מידרוג, אלקטרה נדל"ן לא תורמת לתזרימי המזומנים של אלקטרה ואינה גורעת מהם. יש לציין כי אין וודאות שהפיצול יצא אל הפועל.

² GOVERNMENT BOND RATINGS FOREIGN CURRENCY

מחבר:

כפיר ארבל

אנליסט

arbelk@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר

ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין

סמנכ"ל בכיר, ראש

תחום תאגידים ומוסדות

פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

התפתחויות עסקיות עיקריות

גידול בהיקף ההשקעות בקרקעות לייזום נדל"ן ומבנים להקמה

בתחום ייזום ופיתוח קרקעות, למעט פרויקט סנט פטרסבורג המתואר לעיל, מחזיקה החברה תשעה פרויקטים, ארבעה מהם בבולגריה (שלושה בשלבי תכנון קרקע ואחד בשלבי בנייה), והיתר בפולין, לטביה, ליטא וישראל. הנכסים הבולטים בגודלם הינם קרקע בבולגריה בשטח של כ-430 דונם המיועדת להקמת שכונה של כ-4,600 יח"ד ומצויה בשלבי תכנון ראשוני והגשת תב"ע. יתרת ההשקעה בפרויקט הינה כ-36 מיליון ש"ח, המשקפים את עלות הקרקע. פרויקט מרכזי נוסף הינו בית אלקו בת"א שחלקה בו הינו 25% ויתרת ההשקעה עומדת על כ-60 מיליון ש"ח. הפרויקט מצוי בבנייה וטרם הוצא לשיווק. יתר הפרויקטים הינם למגורים בעיקר בהיקף בינוני של 100-250 יח"ד. החברה בוחנת הכנסת שותפים לפרויקטים הגדולים בחו"ל כחלק ממחלבה העסקיים השוטפים.

פעולות לצמצום שחיקת מרווחים בעקבות התייקרות הברזל

תשומות הבנייה, ובפרט הברזל, רשמו עליות משמעותיות במחירן במהלך השנתיים האחרונות. החברה פעלה לצמצום חשיפתה לעליית מחירי הברזל, הן על ידי הוצאות רכש הברזל מחוץ לפרויקט המפתח והן על ידי קיבוע מחיר הברזל באמצעות מקדמות לספקים.

השקעה בפעילות אלקטרו מכנית בניגריה

בתחילת מאי 2007 רכשה אלקטרה (באמצעות OTS - חברה בת זרה בבעלות מלאה) 84% ממניות חברה ניגרית, עם אופציה לרכישת 16% הנותרים וכן פעילות של חברה זרה נוספת – שתיהן עוסקות במכירת ציוד ובביצוע עבודות בתחום האלקטרו-מכני בניגריה (להלן –OTS). צבר העבודות לביצוע כפי שהוערך בעת הרכישה עומד על כ-32 מיליון דולר והיקף ההכנסות המצרפי של שתי החברות שנרכשו מוערך בכ-25 מיליון דולר בשנה. תמורת הרכישה עמדה על כ-11.3 מיליון דולר, חלקה כפוף למנגנון התאמה לשיעור הרווח העתידי של הנרכשת. לקוחות הפעילות בניגריה כוללים גופים גדולים מקומיים וזרים. שיטת הפעילות של אלקטרה בניגריה הינה גביית מקדמות בשיעור של 80% מהיקף הפרויקט באופן שעלויות הפרויקט מכוסות מראש. במהלך השנתיים הראשונות לרכישה מנוהלת הפעילות על ידי הנהלתה הקודמת.

גידול חד בהיקף פעילות קבלנות הבנייה – צבר ההזמנות עומד על כ-1.0 מיליארד ש"ח

במהלך 2006 החליטה אלקטרה להרחיב את פעילותה בתחום קבלנות הבנייה, כחלק מאסטרטגיה לבסס יכולות של מתן פתרון כולל ללקוחות, החל משלב החפירות והשלד, עובר לשלב התשתיות האלקטרו מכניות ועד לשלב הגמר. יש להזכיר כי בעבר עסקה אלקטרה בתחום קבלנות גמר בנייה בלבד – פעילות שספגה הפסדים מתמשכים ועל בסיסה הוקמה הפעילות החדשה, תוך השקעות רחבות במערכות מחשוב ובקרה, לצד מחיקות בגין הפעילות שהופסקה. ההכנסות מפעילות הקבלנות הואטו ברבעון הראשון של שנת 2008 לעומת הרבעון המקביל, בין השאר בשל פרשת חפציבה. החברה צופה גידול ניכר בהכנסות מתחום זה בשנתיים הקרובות על בסיס צבר ההזמנות הנוכחי, אם כי היא בכוונתה להגביל את היקף הפעילות בתחום.

להערכת מידורג, תחום פעילות זה מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית בשל רווחיותו הנמוכה, והסיכון העסקי המאפיין את ענף הבנייה בישראל. יחד עם זאת, תחום זה סינרגטי לפעילות הליבה של החברה, והנהלתה הצהירה בהקשר זה על מדיניות שמרנית ללקיחת פרויקטים תוך הפעלת קריטריונים נוקשים. החברה הידקה בשנה החולפת את רמת הבקרה והפיקוח על הפרויקטים בזמן אמת.

התפתחות התוצאות הכספיות

רווח והפסד

אלקטרה בע"מ - בנטרול אלקטרה נדל"ן: תמצית רווח והפסד				
	2006	2007	1-3/07	1-3/08
הכנסות	1,772,706	2,285,762	537,745	602,060
רווח גולמי	173,016	260,853	64,908	84,845
רווח משערוך נכסים				7,915
הוצאות מכירה ושיווק	21,077	26,382	6,363	6,819
הוצאות הנהלה וכלליות	91,601	117,309	28,753	34,529
רווח לפני מימון	60,338	117,162	29,792	51,412
*EBITDA	78,985	143,663	34,845	51,401
הוצאות מימון נטו	2,296	40,853	2,296	21,268
רווח לאחר מימון	58,042	76,309	27,496	30,144
הוצאות (הכנסות) אחרות	(27,957)	(31,091)	(2,227)	395
הפסד מחפציבה		169,070		
מסים על הכנסה	23,987	26,617	9,411	7,219
חלק החברה ברווחי חברות מוחזקות	233	(214)	16	(55)
רווח (הפסד) נקי לתקופה	62,245	(88,501)	20,328	22,475
רווח גולמי %	9.8%	11.4%	12.1%	14.1%
% EBITDA	4.5%	6.3%	6.5%	8.5%
רווח נקי %	3.5%	NEG.	3.8%	3.7%

מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג
* ברבעון הראשון מחושבת בנטרול רווח משערוך נכסים

עיקר הגידול בהכנסות נבע ממיזוגים ורכישות, אם כי נרשם גידול אורגני במרבית הפעילויות

עיקר הגידול בהכנסות הרבעון הראשון לשנת 2008, לעומת הרבעון המקביל נובע מהכללה של פעילות OTS החל מחודש מאי 2007. תרומתה של OTS ברבעון הראשון לשנת 2008 מוערכת ב-40 מיליון ש"ח (כ-107 מיליון ש"ח הכנסות בחודשים מאי-דצמבר 2007). יתר הגידול בהכנסות מיוחס למרבית הפעילויות האחרות, בעיקר בתחום האלקטרוטרומוכניקה. צבר ההזמנות ליום 31.3.2008 הסתכם בכ-3.1 מיליארד ש"ח לעומת כ-3.0 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2007 וכ-1.9 מיליארד ש"ח בסוף שנת 2006. עיקר הגידול בצבר ברבעון הראשון נבע מהכניסה לפעילות בניגריה ומגידול בצבר פעילות הקבלנות. הגידול בהכנסות שנת 2007 לעומת אלו של שנת 2006, נבע בעיקר מהכללה לראשונה של הפעילות בניגריה החל ממאי 2007 וכן איחוד שנה שלמה של חברת אנרקו שמוזגה באפריל 2006. במרץ 2007 חתמה נכסי אריאל (חברה בת בבעלות מלאה) על הסכם לרכישת ב.מ.ן. אחזקות מבנים ומערכות בע"מ ("במנ"), העוסקת במתן שרותי תחזוקת מבנים ומערכות אלקטרוטרומוכניות, תמורת סך של 10 מיליון ₪ ובתוספת שתשולם בשנת 2010 בהתאם לרווחיות במן בשנים 2007-2009, על פי הערכות התוספת הנ"ל תעמוד על כ-10 מיליון ₪ נוספים.

אלקטרה בע"מ (בנטרול אלקטרה נדל"ן) : תוצאות פעילות לפי מגזרי דיווח

2006		2007		1-3/07		1-3/08		מגזר חשבונאי
רווח תפעולי	הכנסות	רווח תפעולי	הכנסות	רווח תפעולי	הכנסות	רווח תפעולי	הכנסות	
14.9 1.1%	1,352.7	50.8 2.9%	1,734.1	19.1 4.6%	417.8	28.5 6.3%	452.7	פרויקטים למבנים ותשתיות
75.1 16.9%	444.0	91.9 16.4%	561.7	20.7 16.2%	128.0	24.3 15.4%	158.0	שירות אחזקה וסחר
** (2.9)	-	** (1.9)	26.1	** (1.8)	-	* 4.5	-	פיתוח נדל"ן בייזום
87.1	1,772.7	140.8	2,285.8	38.1	537.7	57.3	602.1	סה"כ – לאחר התאמות

* נובע משערך הנכס – בית אלקו

** ההפסד נובע מהוצאות הנהלה וכלליות שנבעו מהפעילות

מגזר שירות אחזקה וסחר, המתאפיין ביציבות גבוהה בשל תיקי השירות, מהווה כרבע מההכנסות, אך תורם כמחצית מהרווח התפעולי

שיעור הרווח הגולמי רשם עלייה ברבעון הראשון לשנת 2008 ובשנת 2007 כולה. הגידול נבע בעיקר מאיחודן של OTS ו-במן ומצמצום ההפסדים בפעילות הקבלנית שהופסקה.

בולט במיוחד הגידול ברווח התפעולי ובשיעורו במגזר הפרויקטים למבנים ותשתיות, בין השאר בשל מעבר חברת אלקטרה בנייה לפסי רווחיות, לעומת הפסדים בשנתיים הראשונות להקמתה. יחד עם זאת רמת הרווחיות של מגזר זה – הכולל את פעילות הקבלנות וכן התקנה של מערכות אלקטרו מכניות (ללא מרכיב השירות) – הינה נמוכה מאוד. מגזר שירות אחזקה וסחר רושם גידול אבסולוטי ברווחיות התפעולית, אך שיעוריה מסך ההכנסות ירד במעט מאז שנת 2006.

בשנת 2007 נרשם גידול מהותי בהוצאות הנהלה וכלליות, בסך של כ- 25 מיליון ₪ לעומת שנת 2006. הסעיפים המשמעותיים אשר תרמו לעלייה כוללים את איחודה לראשונה של O.T.S, התקדמות הפעילות באלקטרה השקעות, ואיחודן של ב.מ.ן. ואנרקו. רמת ההוצאות ברבעון הראשון לשנת 2008 דומה לרמתן בשני הרבעונים האחרונים לשנת 2007.

שיעור ה- EBITDA רשם עלייה כאשר היווה 8.5%, 6.3% ו- 4.5% ברבעון הראשון לשנת 2008, שנת 2007 ושנת 2006 בהתאמה.

הוצאות המימון גדלו ברבעון הראשון לשנת 2008 במידה משמעותית, בהשוואה לרבעון, בעיקר בשל הגידול בחוב שנבע מגיוס האג"ח (סדרה ג' כ- 400 מיליון ₪, שגויסה באפריל 2007), בשל קבלת אשראי בנקאי לצרכי מימון ההשקעה בקרקע ברוסיה (כ- 50 מיליון \$, פרעון בולט ב 8/2009) וכן בשל עליית המדד. יש לציין כי חלק מהוצאות המימון הנובעות מהשקעה בקרקעות בחו"ל אינן מופיעות בסעיף הוצאות המימון בדו"ח רווח והפסד, אלה מופיעות בתזרים המזומנים לפעילות השקעה.

מאזן

מאזן החברה כולל בעיקר יתרת לקוחות, השקעות בנדל"ן (הנכללות במלאי ז"ק ומלאי ז"א) ויתרות מזומן. אלו מומנו בעיקר ע"י גידול בחוב הפיננסי - אג"ח וחוב בנקאי - וביתרת הספקים. לאחר תאריך המאזן ביצעה החברה רכישה עצמית של אג"ח, בסך של כ-20 מיליון ₪, תוך ניצול מחירו הנמוך יחסית, בעקבותיו תרשום החברה רווחי הון.

ימי הלקוחות נותרו ברבעון הראשון לשנת 2008 על כ-80 יום, בדומה לשנת 2007. יש לציין כי פעילות החברה באמצעות החברה הניגרית ETCO מתבצעת ע"י קבלת מקדמות של כ-80% מהפרויקט, ומתאפיינת ברווחיות גבוהה, כך שלמעשה המקדמה מכסה על העלויות, בעקבות כך חשיפת החברה הינה נמוכה עד מאד.

החברה שומרת על יתרות מזומנים גבוהות כמדיניות, עובדה המציבה אותה בעמדה טובה בתקופה של עלייה באי-הוודאות הכלכלית. לחברה תיק ני"ע סחירים ס ב-89 מיליון ₪, כמחציתו מושקע באג"ח קונצרני בדירוג קבוצת A ומעלה וכשליש ממנו מושקע בפיקדונות שקליים נזילים. הנהלת החברה הצהירה כי בכוונתה לשמר על יתרות מזומנים של לפחות 200 מיליון ₪.

בעקבות פרשת חפציבה והמחיקה שבוצעה בגינה, נשחק הונה העצמי של החברה, כך שיחס ההון העצמי למאזן עמד ב-31.3.2008 וב-31.12.2007 על כ-14%, זאת לעומת יחס של 28% ביום 31.12.2006.

החוב הפיננסי נטו לקאפ נטו עלה מרמה של כ-25% ליום 31.12.2006 ליחס של 65% ליום 31.12.2007 ו-63% ליום 31.3.2008, הן בשל שחיקת ההון והן בשל הגידול בחוב. הגידול בחוב נבע מגיוס אג"ח באפריל 2007 בסך 400 מיליון ₪, ומגידול בחוב הבנקאי, בסך של כ-50 מיליון דולר שנלקח לצורך ההשקעה בקרקע בסנט פטרסבורג.

להערכת מידרוג, יחס ההון למאזן בהתחשב בשווי הכלכלי של תיק המעליות הינו גבוה יותר. תיק שירות המעליות הינו נכס איכותי בבעלות החברה, המתבסס על חוזים לתפעול של כ-11 אלף מעליות ברווחיות גבוהה. חלק מהחוזים הינם ארוכי טווח וחלקם מתחדשים על בסיס שנתי.

יחס כיסוי החוב נטו ליום 31.3.2008 ל-FFO מקורב (הנובע מפעילות אלקטרה, ללא נדל"ן) השתפר בשל הגידול ברווחיות, ועמד על 5.2 (בגילום שנתי), זאת לעומת יחס של 9.9 ליום 31.12.2007.

מאזן אלקטרה - ללא נדל"ן באלפי ש"ח	31.3.2008	31.12.2007
מזומנים	335,335	312,451
ני"ע סחירים	89,122	86,914
לקוחות	524,206	503,071
חייבים ויתרות חובה	191,124	175,327
חייבים מזמיני עבודות	217,932	192,552
הלוואות ופקדונות לז"ק	19,079	20,869
מלאי	411,907	386,603
רכוש שוטף	1,788,705	1,677,787
השקעות וחייבים ז"א	358,794	380,203
רכוש קבוע ואחר	116,575	118,402
מבנים להשכרה	61,123	53,228
רכוש אחר	194,321	177,225
סך נכסים	2,519,518	2,406,845
בנקים	344,689	407,240
ספקים	368,181	387,952
זכאים מזמיני עבודות	284,154	180,393
זכאים ויתרות זכות	269,852	246,352
מקדמות בניכוי עבודות	-	-
התחייבויות ז"ק	1,266,876	1,221,937
בנקים ואחרים	323,063	275,533
אג"ח	518,526	516,424
עתודה לפיצויים	46,967	45,119
התחייבויות ז"א	888,556	837,076
זכויות מיעוט	2,591	6,511
הון עצמי	361,495	341,321
סך התחייבויות והון עצמי	2,519,518	2,406,845

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- הורדה משמעותית של רמת החוב ושיפור משמעותי ביחסי הכיסוי והמינוף

גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- עלייה נוספת משמעותית ברמת המינוף הפיננסי
- השקעות חדשות בעלות רמת סיכון גבוהה
- שחיקה משמעותית ומתמשכת במעמד העסקי של החברה, שיש בה להחליש את התוצאות הפיננסיות ואת תזרימי המזומנים

אודות המנפיק

אלקטרה בע"מ פועלת בישראל ובחו"ל בארבעה מגזרים עיקריים: מגזר פרויקטים למבנים ותשתיות, מגזר שירות אחזקה וסחר, מגזר פיתוח והקמה של נדל"ן בייזום ומגזר נדל"ן מניב ע"י אלקטרה נדל"ן. במסגרת מגזר השירותים למבנים ותשתיות מתמחה הקבוצה בביצוע פרויקטים מורכבים בהיקפים גדולים ובעיקר בפרויקטים מסוג "חבילה אלקטרו-מכאנית" שבמסגרתם מבצעת הקבוצה את כל, או מרבית, המערכות בפרויקט, ובכלל זה: תשתיות, לרבות מערכות חשמל וצנרת, מיזוג אויר מרכזי, מעליות ודרגנועים, בניה ועבודות גמר בבניה, ניהול ותחזוקת נכסי נדל"ן. במהלך השנים 2006-2007 נכנסה אלקטרה להשקעה בתחום ייזום הנדל"ן למגורים, במהלכה רכשה קרקעות בישראל ובחו"ל – בפולין, בבולגריה, ברומניה, בלטיביה וברוסיה. מעל למחצית מההכנסות נובעות מפעילות בישראל. אלקטרה הוקמה בשנת 1962 ומניותיה הונפקו לציבור בשנת 1971. בעלת השליטה באלקטרה הינה אלקו אחזקות בע"מ המחזיקה כ-69% בהון המניות של החברה. יתר מניות החברה מוחזקות על ידי הציבור. אלקו הינה חברת אחזקות ציבורית השולטת באלקטרה ובחברה האחות אלקטרה צריכה בע"מ. אלקו נשלטת על ידי גרשון זלקינד (כ-71% מהון המניות וזכויות ההצבעה).



מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures (Capex)	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 – רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) – דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) – עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

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 מאד.	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 משתמש 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 : CIE050808000M

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") 2008.

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 לסיכוני 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 צריכים 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 מודיס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.