

ח. מר תעשיות בע"מ

דוח דירוג ראשוני | דצמבר 2011

1

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

ח. מר תעשיות בע"מ

Baa1	דירוג יכולת פרעון כוללת (Issuer)
------	----------------------------------

הדירוג ניתן ליכולת הפירעון הכוללת של חברת ח. מר תעשיות בע"מ ("ח. מר", ו/או "החברה", ו/או "הקבוצה").

פרופיל החברה

ח. מר עוסקת בהקמת פרויקטים ותשתיות, בהם היא מספקת פתרונות Turn Key בתחומי התקשורת, האבטחה והביטחון. הקבוצה משלבת בפעילותה יכולות הכוללות, בין היתר, תכנון, אינטגרציה, הקמה, התקנה, פיתוח, ייצור, תמיכה ותחזוקה. לקבוצה פעילויות בישראל ובאזורים רבים ברחבי העולם, ביניהם: במרכז אמריקה (מקסיקו, ג'מייקה, פנמה וקוסטה ריקה), דרום אמריקה (פרו, צ'ילה, קולומביה, ארגנטינה, אורוגוואי ובוליביה), אפריקה (סנגל, גאנה, רואנדה, אנגולה, אוגנדה, ניז'ר, קונגו וטנזניה) ובמדינות נוספות. החברה הוקמה כחברה פרטית בשנת 1987 והפכה לחברה ציבורית באוגוסט 1992. הקבוצה מעסיקה כיום כ-1,300 עובדים בישראל ובחו"ל. מר חיים מר, יו"ר הדירקטוריון, מחזיק בכ- 47.8% מהון המניות המונפק, כ-15% מוחזק ע"י מר יצחק בן בסט, סגן יו"ר הדירקטוריון. הקבוצה פועלת באמצעות שלוש חטיבות:

חטיבת טלקום (Wireless) - חטיבה זו פועלת תחת חברת הבת (100%) מר טלקום בע"מ. החטיבה עוסקת בביצוע תשתיות בתחום התקשורת האלחוטית בישראל ובחו"ל. בתחום זה הקבוצה מתכננת, מייצרת ומקימה מערכי תקשורת וכן מספקת ומקימה מבנים לצידוד תקשורת ובינוי אתרים, מגדלי אנטנות ותחנות בסיס, קישורים למתגים והתקנתם, מתן שירותים הנדסיים לצידוד תקשורת סולארית, תקשורת אלחוטית ומתגים ותשתיות למערכות לייצור חשמל, באמצעות תאים פוטו וולטאיים. חטיבה זו פעילה בישראל, מקסיקו, פנמה, דרום אמריקה ואפריקה;

חטיבת מערכות (Systems) - חטיבה זו פועלת תחת חברת הבת (100%) מר מערכות אבטחה ותקשורת בע"מ. החטיבה מבצעת פרויקטים מסוג Turn Key בתחומי האבטחה והביטחון ומפתחת ומשווקת מערכות תקשורת צבאית. פרויקטים אלו כוללים: תכנון ואינטגרציה של מערכות CCTV, חדרי בקרה, תוכנות שליטה ובקרה, מערכות קשר ניידות ונייחות, ניהול תעבורה ברשת, מערכות בקרה ושליטה לקשר, מערכות ניהול וידאו ואודיו וייעוץ בתחום הביטחון והאבטחה. חטיבה זו פעילה בישראל, ארה"ב, מקסיקו, ארגנטינה, מדינות נוספות במרכז אמריקה ובאפריקה;

חטיבת תקשורת רחבת פס (Broadband) - חטיבה זו פועלת תחת חברת הבת (86%) רוטל נטוורקס בע"מ. החטיבה עוסקת בתחום אספקת מוצרים ושירותים לשוק התקשורת רחבת הפס, הכוללים: פריסת תשתיות לטלוויזיה בכבלים, התקנת תקשורת רחבת פס, התקנות בתחום האינטרנט ואספקה ותחזוקה של מוצרים וציוד קצה. חטיבה זו פעילה בעיקר בישראל.

בנוסף, מחזיקה הקבוצה בכ- 4.24% מהון המניות של חברת חלל תקשורת בע"מ, חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א. כמו כן, לחברה אחזקות בחברות נוספות בתחומי האנרגיה הסולארית ומחקרים ביולוגיים, ששיעורן מסך הנכסים במאזן אינו מהותי.

ח. מר - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), באלפי ש"ח נה:

2007	2008	2009	2010	30/09/10	30/09/11	
408,710	611,102	590,014	530,982	386,270	539,263	הכנסות
105,045	159,971	156,582	135,991	100,438	115,703	רווח גולמי
18,617	58,741	57,922	27,092	19,812	33,821	רווח תפעולי לפני אחרות
25.7%	26.2%	26.5%	25.6%	26.0%	21.5%	רווח גולמי / הכנסות
4.6%	9.6%	9.8%	5.1%	5.1%	6.3%	רווח תפעולי / הכנסות
19,417	22,198	6,723	14,692	9,916	10,119	הוצאות מימון נטו
394	40,621	468	12,967	13,044	-325	הכנסות אחרות נטו
-862	59,169	40,936	16,015	15,669	9,119	רווח נקי
59,634	42,259	73,324	72,147	70,580	57,739	מזומנים ושווי מזומנים
161,507	167,649	133,333	176,113	177,489	175,822	חוב פיננסי
422,653	502,686	517,307	574,710	555,543	625,343	סך מאזן
210,020	258,541	217,657	238,862	230,773	306,657	לקוחות וחייבים
34.3%	41.1%	50.2%	44.9%	46.9%	39.5%	הון עצמי / מאזן
51.1%	43.7%	32.9%	39.5%	39.6%	41.4%	חוב / CAP
27,887	68,772	67,763	37,621	28,077	41,287	EBITDA
649	39,345	45,678	20,837	14,771	26,296	FFO
-6,665	-48,999	102,538	-10,999	-21,741	6,533	CFO
375	-	9,558	9,321	9,321	-	דיבידנד ששולם
6.4	3.2	2.8	5.4	4.4	4.2	*Debt / EBITDA
31	5.5	4.2	9.3	8.4	6.6	*Debt / FFO

* יחסי הכיסוי מתואמים על פי מתודולוגיית דמי חכירה, בחישוב של 12 חודשים אחרונים

שיקולים עיקריים לדירוג

הגורמים התומכים בדירוג כוללים: מעמד מוביל בשוק התשתיות לתקשורת אלחוטית בישראל, הנמצא בתהליך של צמיחה ושדרוג רשתות; פריסה גיאוגרפית רחבה ופעילות בשלושה מגזרי פעילות בלתי תלויים; ניסיון ומוניטין בתחום התקשורת הסלולארית, בייחוד באמריקה הלטינית, תוך הפגנת יכולות טכניות ולוגיסטיות גבוהות יחסית למתחרים; פעילות מול גופי תקשורת גדולים וגלובליים, בעלי איתנות פיננסית טובה וגופים ממשלתיים; הנהלה ותיקה ומנוסה, בעלת טרק רקורד מתמשך בהתמודדות עם משברים; שיתופי פעולה עם מפעילי תקשורת וספקי ציוד מובילים; רווחיות תפעולית סבירה יחסית בטווח של 4%-9%, אך עם זאת, בתנודתיות גבוהה; רמת מינוף סבירה, המתבטאת ביחסי כיסוי אשר הולמים את רמת הדירוג, בהתחשב באופי הפעילות התנודתית;

גורמי הסיכון בפעילות החברה כוללים: סיכון ענפי גבוה יחסית, הנובע מאופי פעילות פרויקטאלי, תלות בהיקף ההשקעות בתשתית, קשיי התאמת מחירים מול לקוחות בעלי עוצמה. מאפיינים אלו תורמים תנודתיות מהותית בהיקפי הפעילות וברווחיות החברה ומחלישים את יכולת השבת הרווחים; תלות בשני לקוחות, אשר היקף המכירות המצטבר שלהם, נכון ליום 30.09.11, עולה על 30% מסך המחזור המאוחד; חטיבת המערכות מאופיינת בפעילות תנודתית במיוחד, תוך הוצאות מו"פ, המכבידות על הרווחיות לאורך זמן; חשיפה לסיכון אשראי של לקוחות במדינות באמריקה הלטינית ובאפריקה¹, הנובע מאי יציבות פוליטית ומטבעית באזורים אלו. תזרים תנודתי מפעילות שוטפת, המושפע מהשקעות גבוהות ותנודתיות בהון חוזר; חשיפה גבוהה של הרווחיות לפיחות במטבעות הדולר והפזז המקסימלי מול השקל. חשיפה מטבעית תזרימית המוגנת בחלקה לטווח של 2-3 רבעונים קדימה; חשיפה למחירים התנודתיים של

¹ החברה רכשה ביטוח אשראי ללקוחות במקסיקו ובמספר מדינות באפריקה.



חומרי הגלם העיקריים במגזר הטלקום, פלדה ואבץ, המשמשים לייצור מגדלי התקשורת; תלות בשני נושאי משרה בכירים, לאור הניסיון, הוותק והקשר שלהם ללקוחות החברה.

אסטרטגיה

החברה פועלת להרחבת פעילותה בחטיבת הטלקום למדינות אמריקה הלטינית ואפריקה. בישראל, ממשיכה החברה להגדיל את מספר לקוחותיה בתחום האנרגיה הסולארית; בתחום המערכות, החברה פועלת להרחבת פעילות החטיבה בתחומים חדשים, כגון מודיעין, ניטור סביבתי, ייעוץ והדרכה בתחום האבטחה ותחום המערכות היבילות ללקוחות ביטחוניים וממשלתיים; בתחום הפס הרחב המטרה הינה שמירה על הקיים וניצול הזדמנויות בשוק התקשורת בארץ, על רקע שינויים מבניים. כמו כן, הרחבת הפעילות למדינות אפריקה ואירופה. לאורך השנים האחרונות משקיעה החברה כספים באחזקות בחברות, שלא במסגרת מגזרי פעילותה, כגון בחברת חלל תקשורת בע"מ ("חלל") ובחברות הזנק (Start up) שונות. יתרת השקעות אלו במאזני החברה ליום ה- 30.09.11 הינה כ-81 מיליון ₪ (כ-13% מהמאזן, 9% מיוחס לאחזקה במניות חלל). אנו לא מניחים השקעות נוספות, בהיקפים מהותיים, בתחום חברות ההזנק.

בעלות וניהול

בעל השליטה בחברה ויו"ר הדירקטוריון, מר חיים מר, הינו להערכתנו בעל תפקיד בפיתוח פעילות החברה, לצד ההנהלה הבכירה. אנו מעריכים כי קיימת תלות מסוימת בבעל השליטה ובמנכ"ל כגורמי מפתח דומיננטיים. מנהלי החברה הבכירים הם בעלי ניסיון מקצועי וניהולי של מעל ל-20 שנים. בחברה קיימת מדיניות שימור עובדים, ואכן מרבית הצוות המקצועי מלווה את החברה שנים רבות. אתר החברה המרכזי ממוקם בחולון ובו נמצאות מחלקות הפיתוח, הנדסה, תכנון והנהלה. במכסיקו משתמשת החברה לצורך התקנות בקבלני משנה מקומיים. החברה חנכה בספטמבר 2011 מפעל מאושר חדש להקמת מגדלי תקשורת באשקלון.

בחברה לא קיימת מדיניות דיבידנד מוצהרת. בשנים 2009-2010 חילקה החברה דיבידנד בסך כולל של כ-18.5 מיליון ש"ח. בשנים 2007-2011 חילקה החברה כ-17% מסך הרווח הנקי. נכון ליום 30/09/11 עמדה יתרת הרווח הניתן לחלוקה על כ-193 מיליון ש"ח. לאחר מועד פרסום הדוח הכספי לרבעון השלישי של 2011, הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד של כ-10 מיליון ש"ח, שיחולק בסוף הרבעון הרביעי של שנת 2011.

חוזקות

מנועי צמיחה בשווקי הפעילות בדרום אמריקה ואפריקה

פעילות החברה במגזר הטלקום מתפרסת מחוץ לישראל ומנועי הצמיחה העיקריים כיום הינם בדרום ומרכז אמריקה ויבשת אפריקה. חברת הדירוג מודי'ס מזהה פוטנציאל משמעותי בתחום הטלקום בברזיל, לאור מאפייני שוק בעל צמיחה מהירה, לעומת תשתיות תקשורת במחסור ובמקביל - קיומה של מדיניות ממשלה מוצהרת לפיתוח תשתית האינטרנט, שתביא להגדלת היקף ההשקעות ההוניות על ידי ספקי תקשורת. כמו כן, ברזיל נערכת לקראת אירוח שני אירועי הספורט הגדולים בעולם, גביע העולם בכדורגל ב-2014 והמשחקים האולימפיים ב-2016. עובדה זו מהווה פוטנציאל רב לענפי התקשורת והאבטחה. מודי'ס הציבה אופק יציב לתעשיית הטלקום באמריקה הלטינית עם שיעור צמיחה ענפי של כ-5% בשנים 2011-2012. יש לציין, לצד זאת, כי פעילות החברה במגזר מושפעת מהיקף ההשקעות ההוניות, אשר מושפע בתורו ממצב השווקים הפיננסיים במדינות המערב. החולשה הנוכחית בשווקים מעיבה על צמיחת ההשקעות בתחום הטלקום בדרום ומרכז אמריקה, בטווח הקצר. כמו כן, החברה מעריכה כי היקף הפעילות מול הלקוח המרכזי במקסיקו יכול ותקטן בשנה הקרובה, תוך הגדלת היקפי פעילות מול לקוחות אחרים במדינה.

טרק רקורד ממושך של התמודדות עם משברים

לחברה ניסיון ארוך בהתמודדות עם משברים ענפיים וקשיי לקוחות בעשור האחרון. בכך נכללים הסדר נושים מול לקוח גדול בישראל, קשיי גבייה של חוב לקוחות בחו"ל בהיקפים מהותיים ומשברים כלכליים ופיננסיים עולמיים. החברה הוכיחה לאורך זמן יכולות טובות בניהול משברים ושיקום. מאפיינים אלו נתמכים בהנהלה יציבה, ניסיון רב והיכרות טובה של ענפי הפעילות. רווחיות החברה לאורך זמן עומדת בטווח של בין 4%-9% שולי רווח תפעולי. טווח זה מגלם תקופות תנודתיות הנובעות, בין היתר, מהפרשה גבוהה לחובות מסופקים בשנת 2006 (חוב אשר נגבה במלואו בשנת 2009) והפסד בגין סגירת פעילות חטיבת הטלקום בברזיל בשנת 2006. הרווחיות משקפת את המחזוריות הענפית המשפיעה על מחירי המכירה.

נזילות החברה טובה לאור יתרות מזומן והשקעה במניות חלל

יתרות המזומן במאוחד ליום 30.09.11 גבוהות יחסית ועומדות על כ- 58 מיליון ₪ (כ-9% מהמאזן). נזילות זו הושפעה מקבלת מקדמות מלקוח, בגין פרויקט גדול בתחום המערכות, שיתרתן לאותו מועד הינה כ-40 מיליון ₪. יתרות המזומן נחלקות בין מספר חברות בנות, בשליטה מלאה של הקבוצה, ומשמשות לפעילותן השוטפת. יתרות המזומן בישראל עומדות על סך של כ- 17 מיליון ₪. לחברות הקבוצה מסגרות אשראי פנויות בהיקף של כ- 70 מיליון ₪, שברובן אינן חתומות. החברה עומדת באמות מידה פיננסיות שניתנו למוסדות בנקאיים. האחזקה במניית חלל (כ-4.24% בהון המניות), ששווייה ההוגן ל-30.09.11 הינו כ- 56 מיליון ₪, תורמת לנזילות.

סיכונים עסקיים ופיננסיים

ריכוזיות לקוחות גבוהה

לחברה שני לקוחות מהותיים, המהווים כיום מעל ל-30% מהמחזור המאוחד. הגדול ביניהם הוא בתחום חטיבת הטלקום - חברת Telcel², המהווה כ-22% מהכנסות החברה, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011; הלקוח השני הינו בתחום חטיבת הפס הרחב - הוט מערכות תקשורת בע"מ (מדורגת במידרוג A1 באופק דירוג יציב), אשר מהווה כ-11% מהכנסות החברה, בתשעת החודשים הראשונים של 2011. יש לציין, כי חלקה של Telcel עלה באופן משמעותי במהלך שנת 2011. בחטיבת הטלקום, במרבית המקרים, מקבלים מקדמה לרכישת חומרי גלם. מרבית הלקוחות לא מעמידים בטחונות בגין האשראי. החטיבה מבטחת בביטוח אשראי חלק מלקוחותיה (במקסיקו, גאנה וניז'ר). בחטיבת המערכות מרבית הלקוחות רשומות מקומיות/ממשלתיות ולא מתבצע ביטוח (כאמור, בפרויקט עיר בטוחה בבואנוס איירס התקבלו מקדמות גבוהות). בחטיבת פס רחב הלקוחות אינם מעמידים בטחונות כנגד האשראי הניתן להם. במקרים מסוימים, בעיקר בפרויקטים גדולים ובמדינות אפריקה, החברה פועלת על בסיס קבלת מקדמות, בשיעורים מהותיים, מהיקף ההוצאות. יתרת הלקוחות המבוטחת ליום 30.09.11 עומדת על כ-25% מסך יתרת הלקוחות.

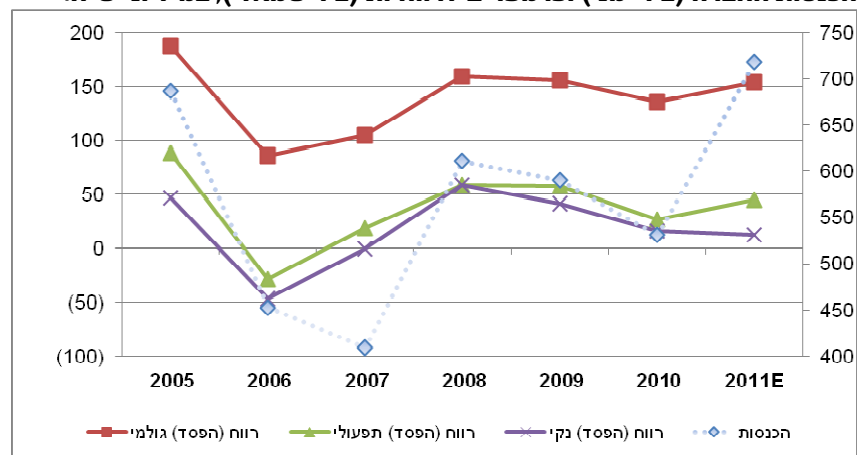
בשנים האחרונות לא רשמה החברה הוצאות מהותיות לחובות מסופקים. בשנת 2006 נרשמה הפרשה מהותית בגין פרויקט "אולימפיאדת אתונה 2004", שהושבה כאמור במלואה בסוף שנת 2009, לאחר הסדר מול חברת Siemens היוונית.

² חברת Telcel הינה חברה בת של América Móvil (מדורגת במודיס A2 באופק יציב), שהינה מפעיל הרשת הגדול במקסיקו, איתו החברה עובדת משנת 2002 ללא הסכם קצוב.

תנודתיות גבוהה בתוצאות הפעילות

עקב המאפיינים הפרויקטאליים של הפעילות, אשר כוללת מספר גדול של פרויקטים גדולים, מרביתם לטווחים של שנה ועד שנתיים, אופיינה החברה לאורך השנים בתנודות גבוהות ברמת ההכנסות, כאשר נדרשה בכל תקופה להתאים את מבנה ההוצאות למצב הכלכלי באזורים הגיאוגרפיים בהם היא פועלת. למרות תנודתיות זו, עד לשנת 2011, החברה שמרה על שיעור רווחיות גולמית יציב, סביב 25% מסך מחזור ההכנסות. יציבות זו מיוחסת בעיקר למגזר הטלקום. כמו כן, הרווח הנקי הושפע ממימושים של מניות חלל בשנים 2008 ו-2010.

הכנסות החברה (ציר ימני) ופרמטרים לרווחיות (ציר שמאלי), במיליוני ש"ח:



חטיבת הטלקום היוותה בתשעת החודשים הראשונים של 2011 כ-60% מההכנסות וכ-103% מהרווח התפעולי המאוחד וצמחה באופן מהותי במהלך השנה האחרונה. פעילות חטיבה זו כוללת ייצור תשתיות ומגדלים בשימוש בפלדה ואבץ, חומרי גלם שמחירים אופייניים בתנודתיות רבה בשנתיים האחרונות ומהווים כ-20% מסך עלות הייצור של מגדל התקשורת. הצמדת מחירי המכירה למחירי המתכות אינה אוטומטית ואינה ודאית. העלייה במחזור המכירות בשנת 2011 לוותה בירידה בשיעור הרווחיות הגולמית. ירידה זו מיוחסת לירידות מחירים בענף הפעילות ולהעלאת שכר המינימום והוצאות שונות בישראל, בה מיוצרים מגדלי התקשורת. מנגד, שמירה על מבנה ההוצאות הקבועות בשנה זו תרם לשיפור הרווחיות התפעולית הכוללת.

חטיבת המערכות מאופיינת בתנודתיות גבוהה על רקע שונות במספר הפרויקטים והיקפם. רוב הפעילות במגזר זה מול רשויות מקומיות ומשרד הביטחון. בשנת 2009 הכנסות המגזר עלו באופן מהותי עקב פרויקט אבטחה במרכז אמריקה. החטיבה רשמה הפסד תפעולי של כ-4 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011. החטיבה עוסקת בימים אלו בהקמה של פרויקט אבטחה גדול בארגנטינה, אשר צפוי להגדיל מהותית את נפח הפעילות במהלך הרבעון הרביעי של 2011 ושנת 2012 כולה.

פירוט מגזרים, במיליוני ש"ח ₪:

2007	2008	2009	2010	30/09/10	30/09/11	מגזר תקשורת רחבת פס	הכנסות
73	126	122	130	95	103		
2	9	9	6	3	7	מגזר הטלקום	רווח תפעולי
2.7%	7.2%	7.1%	4.5%	3.2%	6.8%		
222	397	305	280	201	325	מגזר המערכות	הכנסות
15	64	23	23	17	34		
6.6%	16.1%	7.6%	8.1%	8.5%	10.5%	מגזר המערכות	רווח תפעולי
131	110	181	126	94	117		
4	-9	31	2	2	-4	מגזר המערכות	אחוז רווח
2.8%	8.1%-	17.0%	1.8%	2.1%	3.4%-		

צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים

חברה פרויקטאלית, מאופיינת החברה ברוב שנותיה בתזרים שוטף נמוך ואף שלילי, הנגזר, בין היתר, מצרכי הון חוזר גבוהים, הנדרשים להקמת פרויקטים גדולים, הן על ידי הגדלת יתרות מלאי ובעיקר - הגדלה של יתרת הלקוחות. צרכים אלו, במקביל להשקעות שנתיות ממוצעות של כ-15 מיליון ש"ח ברכוש קבוע וחברות מוחזקות וחלוקת דיבידנד של 9-10 מיליון ש"ח בשנים 2009-2011, הקטינו באופן משמעותי את תזרים המזומנים החופשי (FCF).

2007	2008	2009	2010	30/09/10	30/09/11	
134	90	116	112	117	86	ימי אשראי לקוחות
53	38	45	43	38	32	ימי אשראי ספקים
60	53	75	76	83	54	ימי מלאי
44.2%	39.8%	33.7%	41.3%	44.3%	33.9%	הון חוזר תפעולי נטו / סך הכנסות

בשנים האחרונות ימי הלקוחות בחברה גבוהים מ-110 יום. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2011 צמחה יתרת הלקוחות של החברה בכ-65 מיליון ש"ח ויתרת המלאי עלתה בכ-18 מיליון ש"ח, בין היתר, עקב הגדלת נפח הפעילות במקסימום. עלייה זו קוזזה בחלקה על ידי קבלת מקדמות בגין הפרויקט בארגנטינה, בסכומים גבוהים. פעולות אלו, ובעיקר הגידול המהותי במחזור המכירות ברבעון השלישי של 2011, הקטינו את ימי ההון החוזר באופן משמעותי לתקופה זו (בחישוב רבעוני).

עלייה בחוב הפיננסי עקב הגדלת נפח הפעילות וצרכי ההון החוזר

לאחר קיטון שחל בשנת 2009, החל משנת 2010 ניתן לראות עלייה בחוב הפיננסי, הנובעת בעיקר מהגדלת יתרת הלקוחות ויתרת המלאי, על רקע הגדלת נפח הפעילות במקסימום. החוב הפיננסי ליום 30.09.11 הסתכם בכ-176 מיליון ש"ח, רובו חוב מסוג On Call והלוואות לזמן קצר. יחס החוב הפיננסי ל-Cap עמד על כ-40% ליום 30.09.11, יחס סביר בהתחשב במאפייני הפעילות ובחשיפה ליתרת לקוחות גבוהה וריכוזית. יחס כיסוי החוב ברוטו ל-EBITDA מתואם חכירה, בחישוב 12 חודשים אחרונים, הינו כ-4.2X בסוף רבעון שלישי 2011, ללא שינוי מהותי לעומת התקופה המקבילה אשתקד. הדירוג לוקח בחשבון כי תנודתיות הפעילות וההון החוזר עלולים להוביל לעלייה מסוימת ביחס, מעת לעת, ואנו רואים בטווח של 4.0X-6.0X כסביר לדירוג, בהתחשב במאפייני הפעילות.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- הרחבה של הפעילות למדינות המאופיינות ביציבות עסקית וכלכלית
- שיפור מקורות התזרים הפרמננטיים על בסיס פעילות הליבה בתחום הטלקום

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- עלייה ביחס חוב ברוטו ל-Cap ברוטו מעל ל-50%
- הרעה מתמשכת ביחסי הכיסוי הפיננסיים
- הרעה באיתנותם הפיננסית של הלקוחות העיקריים או נטישת לקוח מרכזי

דוחות קשורים

[דוח מעקב, פברואר 2011](#) - דוח דירוג אחרון

מתודולוגיה - ["מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים"](#), נובמבר 2010.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

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) - 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

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.

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") 2011.

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 ביעוץ 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.