



כור תעשיות בע"מ

מעקב שנתי | ינואר 2011

1

מחברת:

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

אנשי קשר:

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

כור תעשיות בע"מ

אופק דירוג: נבנה (Developing) ¹	A1	דירוג סדרות
--	----	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 לאגרות חוב (סדרות ח', ט', י') שהנפיקה כור תעשיות בע"מ ("כור" או "החברה") תוך הסרת אופק הדירוג היציב והצבת אופק דירוג נבנה (Developing). הסרת אופק הדירוג היציב של כור נובעת מהשחיקה במיצוב העסקי והפיננסי של אחזקת הליבה מכתשים אגן ומעלייה ברמת המינוף של תיק האחזקות של כור נוכח הגדלת האחזקה במניות קרדיט סוויס. בד בבד, הצבת אופק הדירוג הנבנה משקפת את אי הוודאות המסוימת באשר להשלמת עסקת מכתשים אגן - הצפויה רק לקראת הרבעון השלישי של השנה, והשלכותיה האפשריות על רמת המינוף העתידית ומבנה תיק האחזקות העתידי של כור. להערכת מידרוג, אופק הדירוג הנבנה משקף הסתברות לשינוי בעתיד של אופק הדירוג לשלילי או להחזרתו לאופק יציב, כתלות בהתפתחות עסקת מכתשים אגן שהינה להערכת מידרוג בעלת השפעה מהותית על כור. מכתשים אגן מתמודדת בסביבה עסקית מאתגרת אשר מאיימת על רווחיותה ולפיכך עלה הצורך לבחון את מבנה פעילותה בטווח הקצר ובטווח הארוך. ברבעון השלישי רשמה מכתשים אגן הפרשות משמעותיות לארגון מחדש של הפעילות בברזיל. ברבעון הרביעי צפויות הפרשות נוספות בהיקף גבוה. השלמת עסקת מכתשים אגן, ככל שזו תתבצע, עשויה לשפר את מיצובה העסקי של מכתשים אגן תוך השבחת ההשקעה עבור כור ושיפור מיצובה הפיננסי של כור.

תיק האחזקות של כור הינו ריכוזי עם תלות גבוהה באחזקה במניות קרדיט סוויס. יחס כיסוי הריבית בחברה הינו נמוך יחסית, סביב 1, תזרים הדיבידנד העיקרי בחברה בשנה החולפת נבע מקרדיט סוויס וכך צפוי גם בשנה הקרובה. השלמת עסקת מכתשים אגן מהווה פוטנציאל לגיוון והרחבת תיק האחזקות. ואולם, גם אם העסקה תושלם, קיים קושי להעריך כיום לאילו השקעות תופנה התמורה, עד כמה יגוון תיק ההשקעות של כור בעקבות זאת וכן באיזו מידה העסקה תוביל להקטנת המינוף הפיננסי של כור בטווח הארוך.

הצבת אופק דירוג שלילי ו/או הורדת הדירוג בהמשך עלולה להתרחש במקרה בו עסקת מכתשים אגן לא תצא את הפועל. במקרה זה, אנו סבורים כי כור תשוב להתמודד עם האתגר המשמעותי הכרוך בהשבחת ההשקעה במכתשים אגן. הצבת אופק דירוג שלילי ו/או הורדת הדירוג בהמשך עלולה להתרחש אם החברה לא תפעל לגיוון תיק האחזקות בפרופיל סיכון מאוזן ובאופן שיקטין את תלות החברה באחזקה במניות קרדיט סוויס.

כור רשמה בשנה החולפת עלייה משמעותית ביחס מינוף תיק האחזקות, הנאמד על ידי מידרוג סביב 55% למועד דוח זה, כתוצאה מעלייה בהיקף החוב הפיננסי נטו, שמימנה בעיקר את הגדלת ההשקעה בקרדיט סוויס עד לאמצע 2010. הגידול במינוף נבע גם מירידה מתמשכת במחירי השוק של מניית קרדיט סוויס במהלך שנת 2010. עלייה משמעותית נוספת ברמת מינוף התיק וחריגה מעבר ליחס של 60% עלולה להוביל גם היא לפגיעה בדירוג.

השבת אופק הדירוג היציב עשויה להתרחש במידה בה תעריך מידרוג כי החברה עתידה לגוון את תיק האחזקות בסיכון עסקי מאוזן התואם את רמת הדירוג ו/או במידה בה החברה תוכיח אסטרטגיה להורדה ארוכת טווח ברמת המינוף, בהתחשב ברמת הריכוזיות של התיק.

לכור רמת נזילות סבירה ביחס לעומס הפירעונות. הנזילות נובעת מיתרות המזומנים בקופת החברה ומהנזילות הגבוהה של האחזקה בקרדיט סוויס.

¹ אופק דירוג נבנה משמעו כי אופק הדירוג והדירוג תלויים בהתפתחות אירוע מסוים.

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה כור תעשיות לגביהן חל הדירוג:

שנת פירעון הקרן	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג במיליוני ש"ח	מועד הנפקה ראשוני	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
9/12-9/16	מדד	5.1%	1,195	אוגוסט 06	6490312	ח
3/11-3/15	ללא	6.7%	765	אוגוסט 09	6490353	ט
9/12-9/17	ללא	7.2%	58	ספטמבר 09	6490361	י

כור תעשיות בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח

31/12/2008	31/12/2009	30/09/2010	
7,461	10,180	10,700	סך נכסים במאזן
2,704	2,946	3,142	השקעות בחברות מוחזקות
4,138	5,301	5,999	נכסים פיננסיים זמינים למכירה
		407	פקדונות משועבדים
313	1,676	753	מזומנים, פקדונות השקעות לז"ק
3,656	5,353	3,906	הון עצמי
3,589	4,446	6,435	חוב פיננסי
3,275	2,769	5,275	חוב פיננסי נטו

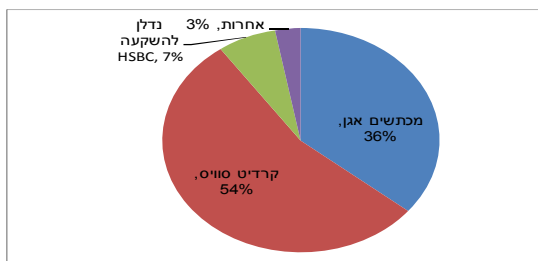
FY 09	1-9/2009	1-9/2010	
2,166	2,133	(117)	רווח נקי לתקופה
2,489	3,034	(1,177)	רווח (הפסד) כולל לתקופה
343	287	387	הוצאות מימון נטו
113	15	235	תקבולי דיבידנדים
(792)	(432)	(270)	דיבידנדים לבעלי המניות

פירוט גורמי מפתח בדירוג

ריכוזיות גבוהה של תיק האחזקות

פורטפוליו ההשקעות של כור משקף תפנית אסטרטגית שבוצעה בקבוצת אידיבי במהלך שנת 2009, מייד לאחר פרוץ המשבר הפיננסי העולמי, בעקבותיו זהו הזדמנויות השקעה במניות של חברות בינלאומיות נסחרות. אסטרטגיה זו משתלבת עם שאיפת הקבוצה להרחיב את תמהיל ההשקעות הבינלאומיות. במסגרת מדיניות זו ביצעה כור גם השקעות פיננסיות, שאינן החזקות ליבה, ובהן אין לה מעורבות בניהול. יש לציין כי החברה מדגישה את החשיבות האסטרטגית של האחזקה בקרדיט סוויס, בין השאר כאמצעי להרחבת ההשקעות הבינלאומיות. תיק האחזקות הקיים משקף ריכוזיות גבוהה הנובעת מהאחזקה במניות קרדיט סוויס המהוות כ-60% משווי תיק האחזקות של כור. יתר השווי נובע בעיקר מהאחזקה במכתשים אגן.

כור תעשיות, התפלגות אחזקות²



ליום 30/9/2010 החזיקה כור כ-38.46 מיליון מניות קרדיט סוויס (המהוות כ-3.24% מהון המניות של קרדיט סוויס) בעלות השקעה מצטברת של כ-6.95 מיליארד ש"ח, אשר שווין ההוגן לאותו מועד עמד על כ-5.99 מיליארד ש"ח, כך שיתרת קרן ההון השלילית נטו ממס עמדה על כ-0.9 מיליארד ש"ח (כ-1.2 מיליארד ש"ח למועד פרסום דוח זה).

² שווי תיק האחזקות חושב לפי מחירי השוק לתחילת ינואר 2011. אחזקות לא סחירות נלקחו לפי שווי ההשקעה בספרים. השווי ההוגן של האחזקה בקרדיט סוויס חושב לפי שער של 3.6 ש"ח לדולר. שווי התיק לצורך חישוב יחסי הכיסוי על ידי מידרוג לוקח בחשבון את ההשקעה בחברה בשליטה משותפת 452 Fifth Owners, LLC (בניין HSBC במנהטן) באיחוד יחסי ולא בשווי המאזני כפי שרשום בספרי כור.



עד כה רשמה כור רווח מצטבר לאחר מס של כ-3.4 מיליארד ₪ בגין מימוש מניות קרדיט סוויס וקבלת דיבידנד מקרדיט סוויס, מתוכו סך של כ-237 מיליון ₪ נרשם בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 והיתר בשנים 2008 ו-2009.

לחברה חשיפה מטבעית מהותית לפרנק השוויצרי בשל עודף נכסים על התחייבויות בפרנק שוויצרי נוכח החזקתה במניות קרדיט סוויס. החברה מבצעת הגנות מטבע באמצעות עסקאות צילינדר.

שחיקה בפרופיל העסקי והפיננסי של מכתשים אגן תוך אי ודאות לגבי עתיד אחזקה זו

מכתשים אגן (שיעור אחזקה של כ-44% בהון וכ-47% בהצבעה) הינה אחזקת ליבה של כור. מכתשים אגן הינה חברה מובילה בעולם בתחום הייצור והשיווק של מוצרים גנריים להגנת הצומח. מעמדה החזק של מכתשים אגן נובע מיכולת שיווק והפצה גלובלית ומרישיונות שיווק שהיא מחזיקה במדינות רבות. מעמדה של מכתשים אגן בענף מאתגר נוכח תחרות חזקה מצד יצרנים במזרח אסיה תוך ירידה של מחירי מוצריה בשווקים. מכתשים אגן דיווחה כי במהלך שנת 2010 היא החלה ביישום תוכנית שינוי אסטרטגי מקיפה המיועדת להתאמת המודל העסקי לשינויים בסביבה התחרותית של הענף ולחיזוק תחומי פעילות מהותיים שלה. במסגרת זו היא ביצעה ארגון מחדש מקיף של פעילותה בברזיל, שבעטיו רשמה הפחתות שהובילו להפסד נקי בסך של כ-56 מיליון דולר ברבעון השלישי של 2010 (לעומת הפסד של 17.5 מיליון דולר ברבעון המקביל). בנטרול ההפחתות בגין הפעילות בברזיל והפחתות אחרות הציגה מכתשים אגן הפסד נקי פרפורמה של כ-23 מיליון דולר לרבעון (ללא שינוי ברבעון המקביל). בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 רשמה מכתשים אגן רווח נקי של כ-27 מיליון דולר לעומת כ-62 מיליון דולר בתקופה המקבילה. בנטרול ההפחתות כאמור מוצג רווח נקי פרפורמה של כ-60 מיליון דולר לעומת כ-97 מיליון דולר בתקופה המקבילה. השלמת תוכנית הרה-ארגון בברזיל כרוכה ברישום הפחתות חד פעמיות נוספות בהיקף של 20-30 מיליון דולר וכן הפרשות חד פעמיות להסכמי פרישה מוקדמת של עובדים בישראל בהיקף של 54-62 מיליון דולר נוספים. מכתשים אגן קיבלה מבנקים המממנים אותה מכתבי הסכמה לחריגה מאמות מידה פיננסיות בקשר עם יחסי כסיו החוב, והיא עומדת ביחסים החדשים.

במהלך חודש דצמבר 2010 עדכנה כור לגבי התקדמות המו"מ בעסקת מכתשים אגן. במסגרת העסקה שהתגבשה צפוי תאגיד מקבוצת China National Chemical Corporation ("כמצינה") לרכוש כ-7% ממניות מכתשים אגן המוחזקות על ידי כור וכן לרכוש את חלק הציבור במכתשים אגן במסגרת עסקת מיזוג. שווי מכתשים אגן במסגרת העסקה נקבע ל-2.4 מיליארד דולר. במקביל תפעל כמצינה להעמדת הלוואת נון-ריקורס לכור בשווי יתרת מניות מכתשים אגן שיוחזקו על ידי כור, כנגד שעבוד מניות אלו. ההלוואה תועמד לפירעון בתשלום אחד בתום 7 שנים ממועד השלמת העסקה ותישא ריבית משתנה. לכור תעמוד הזכות לפרוע את ההלוואה במזומן או במניות מכתשים אגן. עם השלמת העסקה צפויה כור לקבל סך של כ-168 מיליון דולר בגין המניות שיימכרו וכ-960 מיליון דולר כנגד ההלוואה.

נזילות וגמישות פיננסית טובות לצד מינוף גבוה

החוב הפיננסי המאוחד של כור ליום 30/9/2010 הסתכם בכ-6.4 מיליארד ₪ (כ-4.4 מיליארד ₪ לסוף שנת 2009) והחוב הפיננסי נטו הסתכם בכ-5.3 מיליארד ש"ח (כ-2.8 מיליארד ₪). מאז יוני 2009 ועד ספטמבר 2010 גדל החוב הפיננסי נטו בכ-5.6 מיליארד ₪ אשר שימשו את החברה בעיקר להגדלת האחזקה בקרדיט סוויס ולהגדלת יתרת המזומנים בקופתה. יחס החוב הפיננסי נטו המותאם³ לשווי תיק האחזקות נאמד על ידינו בשיעור של כ-55%. בשנה החולפת חלה עלייה משמעותית ביחס המינוף של תיק האחזקות נוכח הגידול בהיקף החוב הפיננסי נטו כאמור לעיל

³ יחס המינוף מחושב על ידי מידרוג על בסיס איחוד יחסי של השותפות המחזיקה בבניין HSBC במנהטן בשונה מרישום השקעה בספרי החברה על בסיס שווי מאזני.

וירידה בשווי השוק של מניית קרדיט סוויס ומניית מכתשים אגן. יחס מינוף זה של החברה הינו גבוה יחסית, בפרט בהתחשב בריכוזיות התיק.

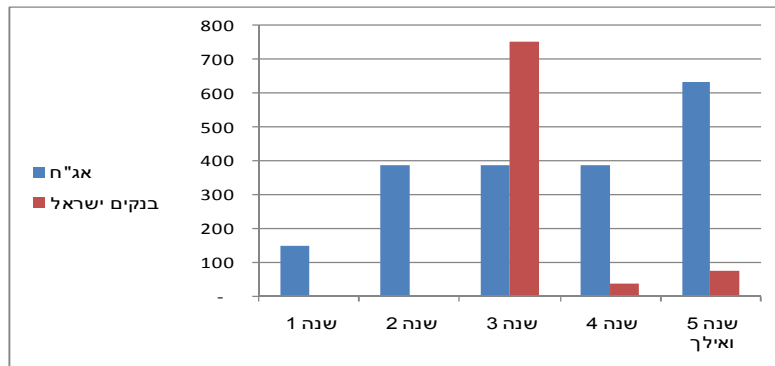
החוב הפיננסי ליום 30/9/2010 כלל כ-3.6 מיליארד ₪ אשראי ייעודי הנקוב בפרנק שוויצרי אשר נלקח מתאגידים בנקאיים זרים כנגד שעבוד מניות קרדיט סוויס ופיקדונות. האשראי שימש את החברה בעיקר להשקעה במניות קרדיט סוויס. ברבעון השלישי של שנת 2010 הוגדל האשראי ממסגרות קרדיט סוויס לצורך הגדלת היתרות הנזילות ולצורך השקעות עתידיות במקביל להגדלת המזומנים המשועבדים לטובת המסגרות.

בחודש יוני 2010 עודכנו אמות המידה הפיננסיות של החברה בקשר עם הסכמי אשראי בסך של כ-860 מיליון ₪ שהועמד לה מתאגיד בנקאי בישראל, לגבי אופן חישוב יחס הבטוחות. בתוך כך הגיעו החברה והבנק להבנה עקרונית ביחס לעדכון אמת המידה הפיננסית של ההון העצמי, לפיה ההון העצמי המיוחס לבעלי המניות של החברה לא יפחת מ-1.8 מיליארד ₪ במקום סכום של 1.4 מיליארד ₪ קודם לשינוי. החברה עומדת באמות המידה מול הבנק בישראל במרווח רחב. יש לציין כי במסגרת הסכם אשראי זה העמידה החברה לבנק שעבוד שלילי על נכסיה והתחייבה שלא לרדת משליטה באחזקה במכתשים אגן. עסקת מכתשים אגן עשויה להוביל לפירעון הלוואה זו או אף לשינוי תנאי ההסכם.

לכור יתרת מזומנים, פיקדונות והשקעות לז"ק בסך של כ-753 מיליון ₪ ליום 30/9/2010. יש לציין כי סכום זה כולל מזומנים אותם נדרשת כור להחזיק במסגרת תנאי אשראי קרדיט סוויס, בגובה של כ-5% משווי מניות קרדיט סוויס (כ-275 מיליון ₪ ליום 30/9/2010). בנוסף, לחברה כ-397 מיליון ₪ מזומנים המופקדים בחשבונות אשראי קרדיט סוויס כבטוחות להלוואה (ליום 30/9/2010).

רמת הנזילות של החברה סבירה ביחס לעומס פירעונות החוב, בהתחשב ביתרות המזומנים בקופתה ובנזילות הגבוהה של האחזקה בקרדיט סוויס. הגמישות הפיננסית של החברה הינה טובה בהתחשב בנגישות הגבוהה של החברה למסודות מימון בארץ ובעולם. מסגרות האשראי כנגד מניות קרדיט סוויס מנוצלות כיום כמעט במלואן ועומדות בתוקף עד דצמבר 2012 ויולי 2013 (בחלקים שווים).

כור (סולו): לוח סילוקין לפירעון קרן חוב לז"א (לא כולל אשראי קרדיט סוויס), במיליוני ש"ח



* ללא אשראי קרדיט סוויס בסך כ-3.6 מיליארד ₪ ליום 30/9/2010 העומד לפירעון בדצמבר 2012 עם אופציה להארכה.

הרחבת ההשקעות הבינלאומיות בסיכון עסקי מעורב במסגרת אסטרטגיית ההשקעות של קבוצת אידיבי

בעלת השליטה בכור הינה קבוצת אידיבי, באמצעות דסק"ש ואידיבי פתוח. קבוצת אידיבי הפגינה בשנים האחרונות יכולת ניהול השקעות טובה, הנשענת על יכולות ניהול ופיתוח עסקי גבוהות, אסטרטגיית מימושים ממוקדת וכן נגישות טובה לשוקי ההון בישראל ובעולם. להערכת מידרוג, אסטרטגיית ההשקעות של חברות הקבוצה נשלטת ומוכוונת על ידי מר נוחי דנקנר, הרוח החיה בפיתוח העסקי והפיננסי של הקבוצה. ניהול האחזקות בקבוצת אידיבי נעשה תוך שילוב כוחות ויכולות ניהוליות ומימוניות של זרועות הקבוצה השונות.



מידרוג

במהלך שנת 2010 הודיעה כור על שתי השקעות מהותיות שבוצעו ביחד עם חברות קשורות מקבוצת אידיבי: עסקת HSBC (רכישת בנין מטה HSBC בשדרה החמישית בניו-יורק) ועסקת EMCO. עסקת HSBC בהיקף השקעה כולל של כ-330 מיליון דולר (מכך חלקה של כור כ-50%, כשליש מומן בהון עצמי והיתרה בחוב פיננסי מובטח) מאופיינת בסיכון עסקי מתון נוכח מאפייני הנכס ומיקום איכותי. כמו כן העסקה משרתת את החוב המובטח במידה סבירה. עסקת EMCO בהיקף השקעה של 250 מיליון דולר (מכך חלקה של כור כ-125 מיליון דולר שיושקעו בהדרגה, ממקורות עצמיים) מאופיינת להערכתנו בסיכון עסקי ופיננסי גבוהים יחסית, נוכח מאפייני ההשקעות - קרן השקעות פרטית בשווקים מתעוררים באמצעות מוצרי חוב. להערכתנו, איכות הניהול של הקרן (בהובלה של מנהלי השקעות מקרדיט סוויס, בעלי ניסיון בהשקעות בשווקים אלו) לצד הפיזור הגבוה של ההשקעות (לאורך מספר רב של חברות, ענפים ומדינות) ממתנים את הסיכון האינהרנטי להשקעות מסוג זה.

היעדר מדיניות דיבידנדים לבעלי המניות

כור לא קיבלה החלטה בדבר אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנדים. מאז שנת 2009 ועד לסוף הרבעון השלישי של 2010 חילקה החברה כ-51% מהרווח הנקי (המצטבר) כדיבידנד לבעלי המניות. הדיבידנדים ששולמו בתקופה מומנו בעיקר מרווחי מימוש של מניות קרדיט סוויס. יש לציין כי בשנת 2008 לא שולם דיבידנד ובעלי המניות של כור הזרימו לה מקורות משמעותיים במסגרת הנפקות זכויות, כחלק מהאסטרטגיה להגדלת ההשקעות באמצעות החברה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לייצב את אופק הדירוג:

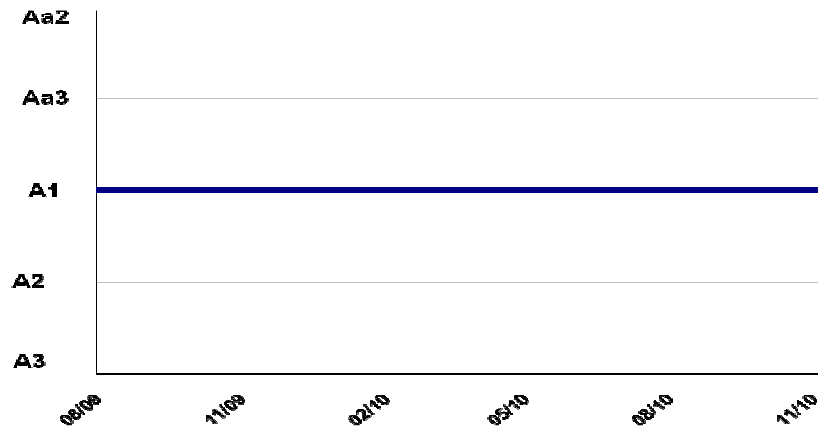
- הרחבת תיק ההחזקות תוך הגדלה ניכרת בפיזור
- שיפור מקורות ההכנסה הפרמננטיים ויחס הכיסוי התזרימי
- הקטנה ארוכת טווח של מינוף התיק האחזקות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי השלמת עסקת מכתשים אגן
- המשך הרעה בפרופיל הסיכון של תיק האחזקות
- עלייה נוספת ומתמשכת ברמת מינוף התיק
- אי שמירה על יתרות נזילות בהיקף משמעותי ביחס לצורכי שירות החוב בשנים העוקבות

אודות החברה

כור תעשיות הינה חברת אחזקות ציבורית העוסקת בהשקעה בחברות הפועלות במגוון תחומים, תוך מיקוד בחברות הפונות לשוק הבינלאומי ו/או חברות בינלאומיות. בהשקעותיה מתמקדת כור בעיקר בהשקעות בעלות גודל משמעותי. החברה בוחנת השקעות בהן תהיה לה עמדת השפעה והשקעות ללא עמדת השפעה, לרבות השקעות פיננסיות. בעלת השליטה בכור הינה חברת השקעות דיסקונט בע"מ ("דסק"ש") המחזיקה בכ-62.67% מהון המניות של החברה. שיעור נוסף של 13.35% מהון המניות של החברה מוחזק בידי אידיבי חברה לפתוח בע"מ ("אידיבי פתוח"), החברה האם של דסק"ש. אידיבי פתוח נשלטת בידי אידיבי אחזקות בע"מ בשליטת קבוצת משקיעים בראשות מר נוחי דנקר.



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 פיננסי 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 מאד.
	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.

ד"ח מספר: CHK010111000M

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 הרחני. 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 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 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.