



# מטריקס אי.טי. בע"מ

מעקב | נובמבר 2012

**מחבר:**

דניאל אבן צור, רו"ח, אנליסט  
[daniel@midroog.co.il](mailto:daniel@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## מטריקס אי.טי. בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג סדרה
------------------	-----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa3 באופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה א') של מטריקס אי.טי. בע"מ ("מטריקס או "החברה").

### סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:

ינתת שנת פירעון קרן האג"ח	ערך בספרים של ינתת האג"ח ליום 30/09/12, במיליוני ₪	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית נקובה ב-%	מועד הנפקה המקורית	מספר נייר ערך	סדרת אג"ח
2012-2013	120	מזד	5.15	אוג-07	4450110	א'

### שיקולים עיקריים לדירוג

למטריקס מעמד עסקי חזק בקרב החברות הפועלות בענף ה-IT בישראל, המתבטא במוניטין חזק ובנתחי שוק גבוהים. לחברה יתרון תחרותי בזכות המגוון הרחב של השירותים המוצעים על ידה ללקוחותיה, הסינרגיה בין תחומי פעילותה, ניסיונה המוכח במיזוגים ורכישות מוצלחים והיתרון לגודל. לאורך השנים מציגה מטריקס צמיחה פנימית וחיצונית בהכנסות, כשכמחצית מהצמיחה נובעת ממיזוגים ורכישות. לחברה מספר רב של פרויקטים ובסיס לקוחות רחב, ותיק ופרוס על מגוון ענפי המשק. החברה חשופה למגזר הפיננסיים, אשר מהווה כ-40%-35 מסך הכנסותיה, שיעור גבוה מהממוצע הענפי. השלכות הרגולציה על המוסדות הפיננסיים בקשר עם השקעות בטכנולוגיית מידע היוו רוח גבית לצמיחת הענף ככלל והחברה בפרט.

רמת הסיכון של ענף ה-IT (טכנולוגיות מידע) מוערכת על ידינו כבינונית. הענף מאופיין ברגישות גבוהה יחסית למחזוריות הכלכלית המקומית וברמת תחרות גבוהה, בעיקר בתחומים שאינם נישתיים, בעיקר נוכח הכוח התחרותי של הלקוחות הגדולים, לרבות המגזר הציבורי, וכן נוכח מבנה העלויות בענף, הגוזר יתרון לגודל. חסמי הכניסה לענף אינם גבוהים במיוחד. הענף מאופיין בפעילות פרויקטאלית, המחלישה את יכולת השבת ההכנסות של החברות הפועלות בו, הן בצד היקפי הפרויקטים והן בצד רווחיותם. אנו מזהים עלייה בלחץ על המרווחים בשנה האחרונה שצפויה להימשך גם בטווח הזמן הקצר. בשנת 2012 לא צפויה להיות צמיחה משמעותית בענף. בטווח הבינוני הענף צפוי להציג צמיחה בגובה הגידול השנתי בתמ"ג. בין הגורמים המאיימים על החברה ניתן למנות חשש למהלכי קיצוץ והתייעלות של לקוחות גדולים במגזר הפיננסי על רקע האטה כלכלית.

למטריקס פרופיל פיננסי גבוה, הנובע מתזרים תפעולי חזק ויציב, הנתמך ברווחיות טובה ובצמיחה פנימית. בצד זאת, במהלך השנה האחרונה הציגה החברה שחיקה בשיעורי הרווחיות, אשר נובעת, להערכתנו, מגילום מלא של השינויים במבנה מרכז החשכ"ל האחרון כמו גם מהלכי התייעלות אצל לקוחות גדולים (בעיקר במגזר הפיננסי) וכן נוכח עלייה בהוצאות שכר העובדים, אשר אינה תואמת את סביבת הפעילות הכלכלית. אנו צופים, בטווח הזמן הקצר, צמיחה מתונה בהכנסות, תוך שחיקה קלה נוספת בשיעור הרווחיות התפעולית ברקע התחרות הגבוהה וההאטה הצפויה בסביבה המאקרו כלכלית בישראל.

החברה מציגה יחס הון למאזן נמוך יחסית, ובדומה לתאגידים נוספים בתחום ה-IT, המאזן כולל מרכיב גבוה של נכסים לא מוחשיים. לחברה נזילות טובה, המסתמכת בעיקר על יתרות נזילות גבוהות אשר מופנות בעיקר לעסקאות מיזוגים ורכישות. לחברה מדיניות דיבידנד, בהיקף של עד 75% מהרווח הנקי, המכבידה על התזרים החופשי. הצבת אופק הדירוג היציב מגלמת את הערכתנו כי בטווח הזמן הבינוני אנו לא צופים שינוי משמעותי לרעה בפרמטרים של רווחיות, תזרים יחסי הכיסוי, בהשוואה למצב הקיים, ההולם את הדירוג הנוכחי.

**מטריקס (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:**

2008	2009	2010	2011	1-9-2011	1-9-2012	
1,428	1,449	1,528	1,758	1,286	1,474	הכנסות
289	279	296	319	234	245	רווח גולמי
109	118	130	141	106	103	רווח תפעולי
123	131	145	162	119	124	EBITDA
103	88	107	125	99	97	FFO
91	120	91	47	52	117	CFO
67	87	89	96	67	66	רווח נקי
20.2%	19.3%	19.4%	18.1%	18.2%	16.6%	רווח גולמי / הכנסות
7.7%	8.1%	8.5%	8.0%	8.2%	7.0%	רווח תפעולי / הכנסות
316	328	258	248	183	208	תיק נזיל
277	292	307	386	378	457	מוניטין
344	289	219	383	267	450	חוב פיננסי <sup>1</sup>
27	(39)	(39)	135	84	242	חוב פיננסי נטו
489	517	551	588	573	554	סך הון עצמי <sup>2</sup>
1,213	1,190	1,202	1,407	1,243	1,411	סך מאזן
40%	43%	46%	42%	46%	39%	הון עצמי/ מאזן
40	67	55	67	50	54	דיבידנד ששולם
43%	37%	29%	40%	33%	46%	חוב/ CAP
4.1	3.6	3.0	3.7	3.5	4.2	חוב/ EBITDA <sup>3</sup>
5.1	5.4	4.2	5.0	4.8	5.9	חוב/ FFO <sup>3</sup>

<sup>1</sup> כולל התחייבות בגין אופציה לזכויות, שאינן מקנות שליטה, בסך של כ-123 מ' ש"ח וכ-37 מיליון ₪ ליום 30.09.12 ולתקופה מקבילה אשתקד, בהתאמה, אשר משקף את ערכן הנוכחי של אופציות מכר, שהעניקה החברה לבעלי זכויות מיעוט בחברות מאוחדות, בהן היא מחזיקה פחות מ-100% (בעיקר Exzac).

<sup>2</sup> יתרת הון עצמי ליום 30.09.12 כוללת קרן הון בחובה בגין רכישת זכויות שאינן מקנות שליטה בסך של כ-49 מיליון ₪ בגין אופציית הרכישה של 40% הנותרים בחברת Exzac.

<sup>3</sup> לצורך יחסי הכיסוי המותאמים, ערכה מידרוג את ההתאמות הבאות: החוב הפיננסי המותאם כולל את החוב המאזני בתוספת אופציה לזכויות שאינן מקנות שליטה כאמור בהערת שוליים 1 לעיל, בתוספת פקטורינג לקוחות אשר יתרתם ליום 30.09.12 וליום 30.09.11 הינה כ-66 ו-60 מיליון ₪ בהתאמה ובתוספת הוצאות השכירות על פי מתודולוגיה להון דמי חכירה.

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

### חברה מובילה בענף ה-IT עם דומיננטיות במגזר הלקוחות הפיננסיים

מטריקס הינה החברה הגדולה בשוק ה-IT בישראל, בעלת נתח שוק משמעותי של כ-17% ומובילה במגזרי הפעילות העיקריים שלה. לחברה יתרון תחרותי בזכות סינרגיה בין תחומי פעילותה השונים על בסיס סל מגוון ורחב של שירותים ופתרונות, החל מפתרונות ושירותי תוכנה, שיווק ותמיכה במוצרי תוכנה, הדרכה והטמעה, וכלה בפתרונות אינטגרציה ותשתיות מחשוב. צמיחת החברה מושתת לאורך זמן מתשלובת של צמיחה פנימית ומיזוגים ורכישות. לחברה בסיס לקוחות רחב ומבוצר, אם כי מידרוג מזהה ריכוזיות בפעילות החברה, במגזר הפיננסיים בפרט ובישראל, המהווה כ-35%-40% מהכנסותיה. להערכתנו, שינויים מבניים ורגולטוריים בענף הפיננסי (דוגמת באזל 3 ומודל הנזילות בבנקים), כמו גם שינויים טכנולוגיים במאפייני השימוש בשירותים פיננסיים, תובעים המשך השקעות גבוהות בתחום טכנולוגיית מידע, ותומכים בהמשך צמיחת הביקושים במגזר זה. אלמנט זה ממותן בחלקו ממהלכי הבנקים להתייעל בהוצאות, ברקע השינויים הרגולטוריים, אשר עלולים להכביד על הצמיחה, בקצב שאפיין את השנים האחרונות ולהוביל לקיצוץ בפרייקטים שאינם הכרחיים..

ענף שירותי טכנולוגיית המידע בישראל מאופיין ברמת סיכון בינונית ומציג מתאם גבוה עם המחזוריות הכלכלית ובעוצמה חזקה, כך שבתקופות של האטה כלכלית חברות וארגונים נוטים לדרחות ולצמצם פרויקטים של IT ואילו תקופות של צמיחה יוצרות תנאים נוחים ליישום פרויקטים גדולים יותר. ההיקף הכספי של פעילות הענף בשנת 2011 נאמד בכ-5 מיליארד דולר, בשנים 2010-2011 רשם הענף בישראל צמיחה ממוצעת של כ-7% בשנה<sup>4</sup>, וזאת לאחר צמיחה אפסית בשנת 2009 וצמיחה שלילית בשנת 2008. בשנת 2012 לא צפויה להיות צמיחה משמעותית בענף. עם זאת, המגמות התומכות בהמשך צמיחה גבוהה של הענף בשנים הקרובות כוללות חדשנות טכנולוגית בתחומים דוגמת: mobile computing, וירטואליזציה, Big Data ומחשוב ענן.

הענף בישראל מאופיין בתחרות ממוקדת מחיר ומגמת קונסולידציה ע"י מיזוגים ורכישות. רמת הרווחיות התפעולית בענף הינה ממוצעת, יחסית למשק המקומי, ונעה בטווח בין 4% ל-7%. בשנים האחרונות ניתן להבחין במגמה של שחיקת מרווחים בענף, בין היתר כפועל יוצא של מכרזים ממשלתיים, בעלי שיעורי רווחיות נמוכים מבעבר. בצד האיומים על הענף, ניתן למנות המשך האטה כלכלית בסביבת הפעילות, צעדי התייעלות וקיצוצים מצד לקוחות הענף והחרפת התחרות בענף. כל אלו עלולים לגרום לשחיקה במרווחים בענף.

בחודש אפריל 2012 אשררה מודי'ס<sup>5</sup> את האופק היציב לענף שירותי טכנולוגיית המידע בעולם, עם הערכה לשיעור צמיחה שנתי של כ-3% לשנת 2013, בדומה לגידול בתוצר הגולמי.

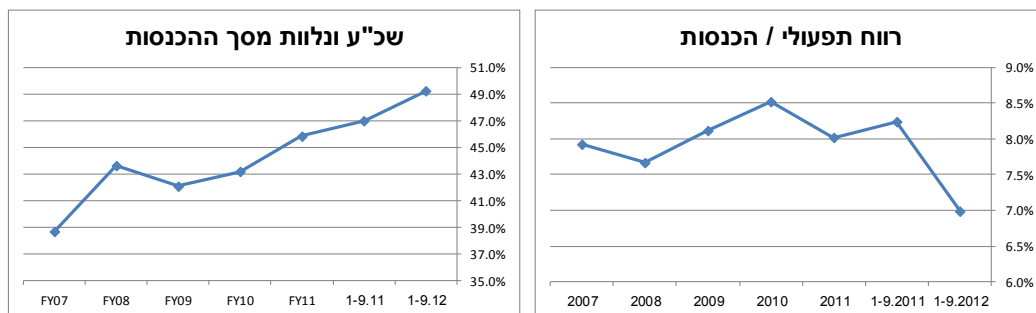
### צמיחה בפעילות לצד שחיקה בשיעורי הרווחיות

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 רשמה החברה גידול של 14.6% בהכנסות, זאת בהמשך לגידול בשיעור דומה בשנת 2011. העלייה בהכנסות בשנת 2012 נבעה מצמיחה פנימית בשיעור של כ-8% וממספר מיזוגים ורכישות אשר ביצעה החברה, כשהעיקרית ביניהם - רכישת 60% מחברת EXZAC, הפועלת בארה"ב, תמורת כ-40 מיליון ש"ח. החברה הציגה רווח תפעולי של כ-103 מיליון ש"ח (כ-7% מההכנסות) לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012, לעומת כ-106 מיליון ש"ח (כ-8.2% מההכנסות) לתקופה המקבילה אשתקד. עיקר הירידה בשיעורי הרווחיות מקבלת ביטוי במגזר

<sup>4</sup> הנתונים מתוך פרסומים של חברת IDC ישראל. בשנת 2010 שיעור הצמיחה בענף היה כ-6.5% ובשנת 2011 מוערך בכ-9.3%.  
<sup>5</sup> Moody's Annual outlook: IT Services, April 2012

שירותי התוכנה בישראל אשר הציג שחיקה ברווחיות התפעולית מכ-78 מיליון ש"ח (כ-9% מההכנסות) לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011 לעומת כ-76 מיליון ש"ח (כ-7.3% מההכנסות) לתקופה המקבילה ב-2012. שיעור הרווחיות בענף בתחום התוכנה והפרויקטים נע בטווח של 5%-10% בשנים האחרונות. עד לשנת 2011 מטריקס בלטה לטובה עם רווחיות תפעולית יציבה בטווח העליון של 7%-10% וכעת - נמצאת בטווח התחתון. הירידה בשיעור הרווחיות התפעולית מקורה בירידה ברווחיות הגולמית ונובעת, בין היתר, כתוצאה מירידת המרווחים במכרז החשכ"ל<sup>6</sup>, אשר מקבלת ביטוי מלא בשנת 2012 ורק ביטוי חלקי בשנת 2011 (החל ממחצית שנייה). שחיקת הרווחיות מוסברת גם בעלייה מסוימת בשכר העבודה, שאינה מגובה בעליית תעריפים מול הלקוחות. תחום ה-IT הינו עתיר כוח אדם מקצועי ומיומן. התחרות בין החברות על מקורות כוח האדם הינה גבוהה ומביאה לזחילה בעלויות העסקה. לעיתים נוצר פער בין קצב עליית שכר העבודה לבין היכולת לעדכן את התעריפים אצל הלקוחות, במיוחד על רקע סביבה של האטה כלכלית במשק. ניתן לראות כי החל משנת 2009, עלויות השכר של החברה נמצאות במגמת עלייה ומהוות בממוצע כ-55% מסך עלות המכר וכ-45% מסך ההכנסות של החברה. יכולת ניצולת גבוהה של כוח האדם, בין פרויקטים שונים מהווה גורם קריטי לצורך שיפור הרווחיות בטווח הזמן הארוך.

אנו צופים יציבות בשיעורי הרווחיות בשנת 2013 בהשוואה לשנת 2012.



### יחסי כיסוי מהירים, אך מצויים בשחיקה לאור אסטרטגיית מיזוגים ורכישות

היקף החוב הפיננסי ליום 30.09.12 הינו כ-450 מיליון ש"ח ומורכב מכ-120 מיליון ש"ח אג"ח, כ-207 מיליון ש"ח התחייבויות בנקאיות וסך של כ-123 מיליון ש"ח התחייבויות אחרות. החברה רשמה עלייה ברמת החוב לאורך התקופה, הנובעת ממיזוגים ורכישות וגידול בהתחייבויות, בגין אופציות לזכויות שאינן מקנות שליטה. עיקר העלייה בסעיף הינה נוכח רכישת כ-60% מחברת Exzac בה הוקנו לחברה ולמוכרים אופציות הדדיות לרכישת יתרת מניות המוכרים בחברה, הנרכשת על ידי החברה. בבחינת היחסים, מידרוג לוקחת בחשבון את ההתחייבות המאזנית למימוש אופציית הרכישה של 40% הנותרים ב-Exzac, ביתרה של כ-76 מיליון ש"ח ליום 30.09.12, מכיוון שלמוכרים ניתנת זכות לכפות על החברה את המימוש בטווח הנראה לעיין (כעבור 3 שנים ממועד העסקה), וזאת על אף שנוסחת המחיר מתבססת על הרווח התפעולי הצפוי ויתרת ההון הנצבר בשנת 2018. החברה הציגה תזרים תפעולי (EBITDA) של כ-167 מיליון ש"ח לארבעת הרבעונים שנסתיימו ליום 30.09.12, לעומת 157 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד. העלייה ברמת החוב למול היציבות בתזרים התפעולי הובילו לשחיקה ביחסי הכיסוי. יחס החוב ל-EBITDA לארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.09.12 עמד על 4.2x (ללא התאמת התחייבות בגין אופציית המיעוט, נאמד לכ-3.6) יחס חוב ל-FFO עמד על 5.9x (ללא התאמת התחייבות בגין אופציית המיעוט, נאמד לכ-5.1) לעומת יחסי כיסוי של 3.5x ו-4.8x בתקופה המקבילה אשתקד.

<sup>6</sup> מכרז החשכ"ל מתייחס למתן שירותי עבודה בתחום טכנולוגיית המידע והמחשוב, עבור משרדי הממשלה ומגלם שיעור תקורה מקסימאלי של 12.5% לעומת כ-20% במכרז הקודם

יחס חוב ל-Cap עלה מ-40% ליום 31.12.2011 ל-46% ל-30.9.2012. העלייה ברמת המינוף נבעה מרכישת שתי החברות בשנת 2012 בסך של כ-57 מיליון ₪ ומחלוקות דיבידנדים, יחס הון עצמי למאזן ירד מ-46% ביום 30.09.12 ל-42% ביום 30.09.12, כאשר נכסים בלתי מוחשיים, הכוללים בעיקר מוניטין שנבע ממיזוגים ורכישות, מהווים כ-34% מסך המאזן וכ-86% מההון העצמי.

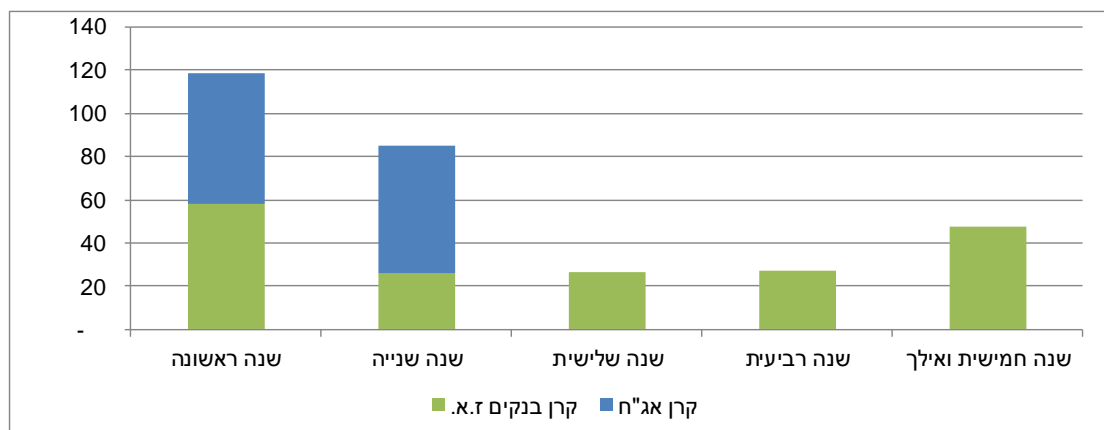
### רמת נזילות טובה

היתרות הנזילות החופשיות בחברה מסתכמות לסך של כ-208 מיליון ₪ ליום 30.9.2012. צרכי פירעון קרן החוב לז"א לשנתיים הקרובות מסתכמים בכ-204 מיליון ₪, מכך כ-120 מיליון ₪ בגין פירעון קרן אג"ח. תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה (מאוחד), לתשעת החודשים הראשונים שנסתיימו ביום 30.09.12, הינו 112 מיליון ₪, לעומת 77 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של השנה, החברה עשתה פקטורינג לקוחות, אשר יתרתם ליום 30.09.12 הנה כ-66 מיליון ₪, דבר אשר גרם לקיטון בהון החוזר.

היתרות הנזילות ליום 30.09.12 מהוות כ-15% מסך המאזן (לעומת כ-17.5% ליום 31.12.2012) ומיועדות, בין השאר, להשקעות ברכישת פעילויות בתחום עיסוקה של החברה, כפי שביצעה החברה במהלך השנה האחרונה. מידרוג רואה באסטרטגיית הרכישות של החברה גורם חיובי במיצובה העסקי והתחרותי בשוק, בהתחשב במגמות הענף, אך לוקחת בחשבון התאמות נדרשות ויצירת התחייבויות מאזניות בחלק מהסכמי הרכישה.

לחברה מסגרות אשראי, בלתי מנוצלות ובלתי חתומות, בסך של כ-84 מיליון ₪. לחברה אין שעבודים מהותיים. כמו כן, ליום 30.09.12 החברה עומדת באמות מידה פיננסיות כנגד ההתחייבויות הבנקאיות. בשנים 2010-2012 נרשמה חלוקת דיבידנדים ממטריקס בהיקף מצטבר של כ-176 מיליון ₪. לחברה מדיניות דיבידנד בהיקף של 75% מהרווח הנקי אשר מכבידה על התזרים החופשי.

### לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 30/09/2012, במיליוני ₪\*



\* לא כולל הלוואות לזמן קצר בהיקף של כ-31 מיליון ₪ ליום 30/09/12

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

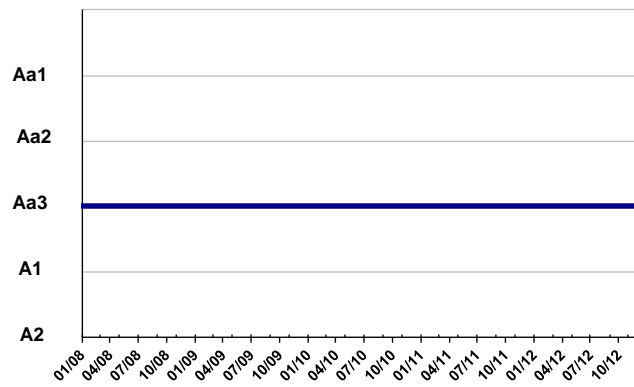
- שיפור ומתמשך בתוצאות הפיננסיות, תוך שמירה על יחסי הכיסוי המהירים



**גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג**

- עלייה ברמת החוב הפיננסי וברמת המינוף
- פגיעה משמעותית באיתנות הפיננסית ושחיקה ביחס הון למאזן

**היסטוריית הדירוג**



מטריקס אי.טי. בע"מ נמנית על החברות המובילות בישראל את תחום שירותי טכנולוגיית המידע (IT) ומספקת מגוון מוצרים ושירותים ללמעלה מ-500 לקוחות בענפי הבנקאות והפיננסים, תקשורת ובטחון, תעשייה ומסחר, רשויות ממשל והמגזר הציבורי. החברה עוסקת גם בשיווק מוצרי תוכנה וחומרה של מגוון רחב של יצרנים בארץ ובעולם. החברה פועלת בארבעה מגזרי פעילות עיקריים: פתרונות ושירותי תוכנה; שיווק והטמעת מוצרי תוכנה; פתרונות אינטגרציה ותשתיות תוכנה; הדרכה והטמעה. החברה מעסיקה כ-6,300 עובדים. מטריקס התאגדה בשנת 1989 והינה חברה ציבורית אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בעלת השליטה בחברה (50.05%) הינה פורמולה מערכות (1985) בע"מ, חברה ציבורית, המוחזקת 48.3% ע"י חברת Asseco Poland SA, חברת IT ציבורית בפולין, ושיעור אחזקה של 14.5% על ידי גופים מוסדיים. מנכ"ל החברה הינו מר מוטי גוטמן ויו"ר הדירקטוריון הוא מר גיא ברנשטיין.

### **דוחות מתודולוגיים**

דוח מעקב קודם - [מעקב שנתי נובמבר 2011](#)

דגשים לדוח המיוחד - [ענף טכנולוגיות המידע \(IT\) - יוני 2012](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**תאריך הדו"ח: 29.11.2012**



**רשימת מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעות הוניות - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)

## סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וכאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות 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 שאלה 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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2012.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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](http://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.