

## מטריקס אי.טי בע"מ

מידרוג מאשררת דירוג Aa3 לאג"ח (סדרות א') שהנפיקה מטריקס אי.טי בע"מ (להלן: "מטריקס" או "החברה") תוך קביעת אופק דירוג יציב. האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

אופק דירוג	דירוג	מועדי פירעון קרן	יתרה ליום 30.6.08 (מ' ש"ח)	שיעור ריבית שנתית (%)	מועד הנפקה	סדרת אג"ח
יציב	Aa3	2010-2013	257	5.15% (צ.מדד)	8.2007	סדרה א'

**הצבת אופק יציב לדירוג Aa3 נתמכת בגורמים הבאים:** שמירה על מיצוב עסקי גבוה המתבטא בגידול מתמשך בהכנסות, תוך יציבות ברווחיות. בתוך כך נשמר תמהיל ההכנסות המוטה לתחום התוכנה לעומת תחום החומרה; יחסי כיסוי החוב באמצעות התזרים מפעולות נעים בטווח 2-3 שנים; יציבות בשיעור ההון למאזן בד בבד עם חלוקת דיבידנדים בהיקפים נרחבים; יתרות נזילות גבוהות הנובעות מתמורת ההנפקה שטרם נוצלה; עם זאת- פעילות רכישות ומיזוגים טרם נסתיימה ועשויה להשפיע על מיצובה הפיננסי של החברה;

### התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

#### גידול מתמשך בהכנסות תוך שמירה על שיעורי הרווחיות הגולמית והתפעולית

במחצית הראשונה של שנת 2008 ובשנת 2007 רשמה החברה גידול בשיעור של כ-9.5% בהכנסות, שהינו מתוך יותר בהשוואה לשנים הקודמות. הגידול במכירות בשנת 2007 נובע בעיקר מגידול פנימי במגזר פתרונית ושירותי תוכנה שהוא המגזר הדומיננטי בהכנסות וברווח התפעולי. חלק מהגידול נובע מרכישת החברות טנגרס סופט בע"מ ויוניקודרס במהלך 2007, ורכישת טאקט בחציון הראשון של 2008. חלקן של ההכנסות מתחומי החומרה ממשיך להיות נמוך כבעבר- כ-15%. נרשמה יציבות ברווחיות הגולמית, ושיפור קל בשיעורי הרווחיות התפעולית הודות לצמיחה בהכנסות, תוך גידול מתון יותר בהוצאות המכירה והנהלה וכלליות. השיפור במהלך 2007 נרשם בכל המגזרים. הגידול בהוצאות המימון ברבעונים האחרונים נובע בעיקר מהצמדה למדד של האג"ח, המהווה את מרבית החוב של החברה. לחברה הגנות חלקיות לחשיפה אשר קיזזו מעט את השפעת הגידול בהוצאות מימון, כך שנרשמה שחיקה קלה יותר ברווח לאחר מימון וברווח הנקי.

#### המשך פעילות רכישות של חברות בתחום פעולת החברה בישראל ובחו"ל

באפריל ובמאי 2007 נחתמו שתי עסקאות לרכישת השליטה ב Unicoders ובטנגרס סופט, עליהם שולם עד כה סך כולל של כ-47 מיליון ₪. במחצית הראשונה של שנת 2008 נחתמו עסקאות לרכישת שלוש חברות מקבוצת טאקט תמורת כ-60 מיליון ₪. לפי ההסכמים תתכן בעתיד הרחבה של העסקאות תמורת סכומים של כ-9 מיליון ש"ח הרשומה כהתחייבות בדוחות הכספיים. בתוך כך גדלה מצבת העובדים בחברה בכ-20%. הרכישות מחזקות את אחיזתה של החברה בתחומי פעילותה: Unicoders פעילה בבולגריה ובמקדוניה, באספקת שירותי פיתוח תוכנה מתקדמים לחברות באירופה ובישראל במודל offshore, המאופייין בעלות שכר נמוכות יותר. כן נרכשה טנגרס סופט בע"מ, הפעילה בישראל בתחום תשתיות ואינטגרציה המאופייין אמנם ברווחיות נמוכה אך התמחותה בפתרונות IBM ללקוחות תסייע לחברה, לפי הערכות הנהלה, להרחיב ולבסס את פעילות מטריקס באספקת שירותי תוכנה,

<sup>1</sup> התפתחויות עיקריות מאז פרסום דוח דירוג ראשוני באוגוסט 2007, הניתן לצפיה באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מחברת:  
עינת ירחי  
אנליסטית בכירה  
[Einat.Yarhi@midroog.co.il](mailto:Einat.Yarhi@midroog.co.il)

אנשי קשר:  
סיגל יששכר  
ראש צוות בכיר  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אנשי קשר:  
אביטל בר דיין  
סמנכ"ל בכירה,  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים

[bardavan@midroog.co.il](mailto:bardavan@midroog.co.il)  
מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל': 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

בפרט ללקוחות בתחום הפיננסי, תוך יצירת סינרגיה עם היכולות שהיו קיימות טרם הרכישה. החברות מקבוצת טאקט עוסקות בשירותי בדיקת תוכנה ואבטחת איכות ועיקר לקוחותיהם מתחום הביטחון. מידרוג תמשיך לעקוב אחר פעילות הרכישות שמבצעת החברה ועל השפעתה על מעמדה העסקי, ומיצובה הפיננסי.

**מטריקס, נתונים עיקריים מתוך דוח רווח והפסד, במיליוני ש"ח**

FY 05	FY 06	FY 07	FY 07 IFRS	H1 07 IFRS	H1 08 IFRS	מיליוני ₪
1,061	1,177	1,290	1,290	621	680	הכנסות
238	259	281	284	137	145	רווח גולמי
57.7	62.6	66.4	66.1	32.7	34.2	הוצאות מכירה ושיווק
98.6	108.4	112.7	112.3	55.2	56.7	הוצאות הנהלה וכלליות
77.4	85.4	100.3	104.2	48.3	53.8	רווח תפעולי
NA	NA	NA	11.2	2.4	13.4	הכנסות מימון
NA	NA	NA	22.0	3.7	24.0	הוצאות מימון
9.8	5.6	8.5	10.8	1.3	10.6	הוצאות מימון נטו
67.7	79.8	91.8	93.4	47.0	43.2	רווח לאחר מימון
42.1	74.7	79.5	84.0	41.8	38.3	רווח נקי
10.9%	10.9%	9.6%			9.5%	% שינוי בהכנסות
22.4%	22.0%	21.8%	22.0%	22.1%	21.4%	% רווח גולמי
5.4%	5.3%	5.1%	5.1%	5.3%	5.0%	% מכירה ושיווק
9.3%	9.2%	8.7%	8.7%	8.9%	8.3%	% הנהלה וכלליות
7.3%	7.3%	7.8%	8.1%	7.8%	7.9%	% רווח תפעולי
6.4%	6.8%	7.1%	7.2%	7.6%	6.4%	% רווח לאחר מימון
4.0%	6.3%	6.2%	6.5%	6.7%	5.6%	% רווח נקי

**עלייה בתזרימי המזומנים עקב הגידול ברווחיות**

החברה רשמה עלייה הדרגתית בתזרים מפעולות FFO במהלך שנת 2007 אשר נמשכה גם במחצית הראשונה של 2008. העלייה נובעת מהגידול בסך ה- EBITDA בקיזוז העלייה בהוצאות המימון. מגמת גידול דומה נרשמה גם בתזרים מפעילות שוטפת, CFO: במחצית הראשונה נבעו לחברה מזומנים מסעיפי הון חוזר בעקבות ירידה בלקוחות ובחיובים אשר קוויזו בירידה בספקים, זאת לעומת השנים 2005-2007, אז חלה עלייה נטו בצורכי ההון החוזר. מטריקס נוהגת לחלק דיבידנד בשיעור של 50% מהרווח הנקי ועם זאת - מאופיינת בתזרים חופשי FCF חיובי במרבית התקופות. יתרת העודפים בהון העצמי ליום 30.6.2008 הינה כ- 107 מיליון ש"ח.

**מטריקס, נתוני תזרים עיקריים, במיליוני ₪**

FY 05	FY 06	FY 07	FY 07 IFRS	H1 07 IFRS	H1 08 IFRS	מיליוני ₪
103.7	103.0	115.5	119.5	55.6	60.9	EBITDA
73.2	82.1	94.1	94.4	41.3	57.0	תזרים מפעולות, FFO
(33.8)	(22.1)	(5.2)	(5.2)	(10.7)	(7.1)	שינויים בהון חוזר
39.3	60.0	88.9	89.2	30.5	64.1	תזרים מפעילות שוטפת, CFO
10.3	9.8	10.1	10.1	5.5	5.8	רכישת רכוש קבוע
40.9	13.1	54.3	54.3	54.3	39.6	דיבידנד ששולם
22.0	59.2	29.2	30.0	(18.5)	11.6	תזרים חופשי FCF

### יציבות בצורכי ההון החוזר וביחסי היעילות התפעולית

חלקם של צרכי ההון החוזר התפעולי מתוך ההכנסות נשמר יציב והוא מהווה כ-11% מההכנסות. מטריקס מאופיינת ביציבות ימי לקוחות והספקים עם ירידה קלה לאחרונה. לחברה עודף נכסים שוטפים על התחייבויות שוטפות. היחס השוטף מושפע מיתרות המזומן הגבוהות.

#### מטריקס, נתוני נזילות עיקריים ויחסי יעילות תפעולית, במיליוני ₪

12.06	12.07	12.07 IFRS	6.07 IFRS	6.08 IFRS	מיליוני ₪
128	143	138	139	146	צרכי הון חוזר תפעולי*
11%	11%	11%	11%	11%	צרכי הון חוזר תפעולי להכנסות
218	556	523	253	490	נכסים שוטפים בניכוי התחייבויות שוטפות
1.6	2.5	2.3	1.7	2.4	יחס שוטף
111	114	114	118	106	ימי לקוחות
56	56	57	55	39	ימי ספקים
150	465	454	177	373	סך יתרות נזילות**
19%	38%	36%	19%	31%	שיעור יתרות נזילות מסך נכסים

\*לקוחות וחיובים בתוספת מלאי ובניכוי ספקים וזכאים  
 \*\* יתרות נזילות כוללות מזומנים ושווי מזומנים, נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח והפסד ונכסים פיננסיים זמינים למכירה

### יתרות נזילות גבוהות מתמורת הגיוס שטרם נוצלה. החברה בוחנת מעת לעת רכישת חברות בתחום פעילותה בישראל ובחו"ל

התיק הנזיל של החברה ליום 30.6.08 עומד על כ-373 מיליון ₪, המהווים כ-31% מסך הנכסים. ליום 31.12.2007 לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות במערכת הבנקאית בסך 120 מיליון ₪. ולמועד הדוח: כ-250 מיליון ₪. במהלך שנת 2007 גיוונה החברה את מקורות האשראי בשירות פקטורינג בסכומים לא מהותיים ללא זכות חוזר על חובות לקוחות עד חודש לאחר תום הרבעון. החל משנת 2010 צפוי עומס פירעונות גבוה יחסית לעבר.

#### פירעונות קרן הצפויים בשנה הנוכחית ואילך, במיליוני ₪

סה"כ	FY 15	FY 13	FY 12	FY 11	FY 10	FY 09	FY 08	מיליוני ₪
124	-		12	21	25	29	37	פירעון לבנקים ואחרים
250	-	63	63	63	63			פירעונות אג"ח
<u>374</u>		<u>63</u>	<u>85</u>	<u>84</u>	<u>88</u>	<u>29</u>	<u>37</u>	סה"כ

### שמירה על איתנות פיננסית המתבטאת בשיעור ההון לסך הנכסים ויחסי כיסוי החוב נטו

מרבית החוב הפיננסי של מטריקס הוא לז"א, הן מהמערכת הבנקאית והן לבעלי האג"ח סדרה א', שהנפקתו באוגוסט 2007 הגדילה את סך החוב הפיננסי באופן חד. שיעור החוב הפיננסי לקאפ יציב ועומד על כ-45%. ההון העצמי גדל מכ-390 מיליון ש"ח בתום 2006 לכ-454 מיליון ש"ח לתום מחצית ראשונה 2008, בעיקר בשל רווחים צבורים, בניכוי דיבידנדים שחולקו, בסכום מצטבר של כ-94 מיליון ש"ח. שיעור ההון העצמי למאזן גדל מעט יחסית לנתוני הפרפורמנץ לגיוס האג"ח והוא עומד על כ-38%. יחסי הכיסוי לחוב הפיננסי נעים בטווח של 2-3 שנים באמצעות ה-FFO, ה-EBITDA וה-CFO. עליית הוצאות המימון נטו שחקה את יחסי כיסוי הוצאות המימון באמצעות ה-EBITDA.

**מטריקס, יחסי מינוף, במיליוני ₪**

12.06	12.07	12.07 IFRS	6.08 IFRS	מיליוני ₪
60	55	55	32	חוב ז"ק
33	338	338	331	חוב ז"א
92	393	393	363	סך חוב מאזני
150	465	454	373	יתרות נזילות
(58)	(72)	(61)	(10)	חוב נטו (עודף יתרות נזילות על חוב)
390	443	453	454	סך הון עצמי
19.1%	46.3%	47.8%	45.4%	חוב ל-CAP
לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	חוב נטו ל-CAP נטו
49.0%	36.4%	36.4%	38.1%	הון עצמי למאזן

**מטריקס, יחסי כיסוי**

FY 06	FY 07	FY 07 IFRS	H1 07 IFRS	H1 08 IFRS	
18.5	13.6	11.1	41.7	5.8	EBITDA להוצאות מימון, נטו
0.9	3.4	3.3	1.4	3.0	חוב ל-EBITDA
1.1	4.2	4.2	1.8	3.2	חוב ל-FFO
1.5	4.4	4.4	2.5	2.8	חוב ל-CFO
לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	חוב נטו ל-EBITDA
לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	חוב נטו ל-FFO
לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	לא רלוונטי	חוב נטו ל-CFO

**חשיפה לשינויים במדד**

לחברה חשיפה לשינויים במדד, הנובעת מהצמדת התחייבויות לבעלי האג"ח סדרה א'. נכון ליום 31.12.2007 לחברה הגנה חלקית של כמחצית מתמורת האג"ח, המושקעת באג"ח צמוד מדד. יתרת התיק הנזיל מושקעת בעיקר בפקדונות לא צמודים. תמהיל התיק הנזיל נקבע על ידי ועדת ההשקעות של החברה הצמודה לדיסקטוריון, וכוללת שני דח"צים ודיסקטור מומחה. בדצמבר 2007 נערכה עסקת swap מול דויטשה בנק, להחלפת בסיס ההצמדה והריבית על כ-20% מסך קרן האג"ח, כך שההצמדה עליה מוגבלת ל-2% והריבית נקבעת ממדד יחודי של דויטשה בנק, המחושב על ציפיות השוק לשיעור הריבית בזמן הקצר על הדולר (DBForward Rate Bias USD). על פי ניתוח החשיפות של החברה ליום 30.6.2008 ההפסד המרבי מפוזיציה זו הינו 2.4 מיליון ₪. לחברה חשיפה לא מהותית לדולר.

**שיקולים עיקריים לדירוג**

מעמד עסקי חזק המתבטא בנתחי שוק גבוהים וניצול יתרונות לגודל בענף המאופיין בחסמי כניסה גבוהים; תמהיל הכנסות המוטה באופן בולט למגוון שירותים בתחום התוכנה; בסיס לקוחות רחב, מרביתו קשור עם החברה בהסכמים ארוכי טווח; מקורות הכנסה ממגוון ענפי משק לרבות הפיננסי בו נדרשים לקוחות החברה להשקעות הנובעות מדרישות שוטפות של רשויות הרגולציה; גידול מתמשך בהכנסות החברה, שיעורי רווחיות תפעולית שהם מהגבוהים בקרב המתחרות; שיפור בתזרים מפעולות כך שיחסי כיסוי החוב המאזני באמצעותו נעים בטווח 2-3 שנים; יציבות בשיעור ההון למאזן בד בבד עם חלוקת דיבידנדים בהיקפים נרחבים; ההנהלה מאופיינת ביציבות; החברה מבצעת במהלך עסקיה הרגיל רכישות של חברות קטנות בתחום פעילותה, מרביתן מומנו מתזרים המזומנים שייצרה. טרם הושקעו כספי הנפקת האג"ח ולפיכך היתרות הנזילות עולות על החוב הפיננסי; עם זאת- פעילות רכישות מתמשכת עשויה להשפיע על מיצובה הפיננסי של החברה; תחום הפעילות מאופיין בשיעורי הרווחיות נמוכים יחסית לענפים אחרים לנוכח רמת תחרות גבוהה ומבנה הוצאות עתיר בעלויות שכר גבוה; מרבית

המכירות עדיין נובעות מהשוק המקומי ועשויות להיות מושפעות מגורמים מאקרו כלכליים בישראל; תלות ביצרנים איתם התקשרה החברה בהסכמי בלעדיות/ספק מורשה;

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

• הרחבה מהותית של היקפי הפעילות, גיוון משמעותי של מקורות ההכנסה, תוך שמירה על שיעורי רווחיות גבוהים

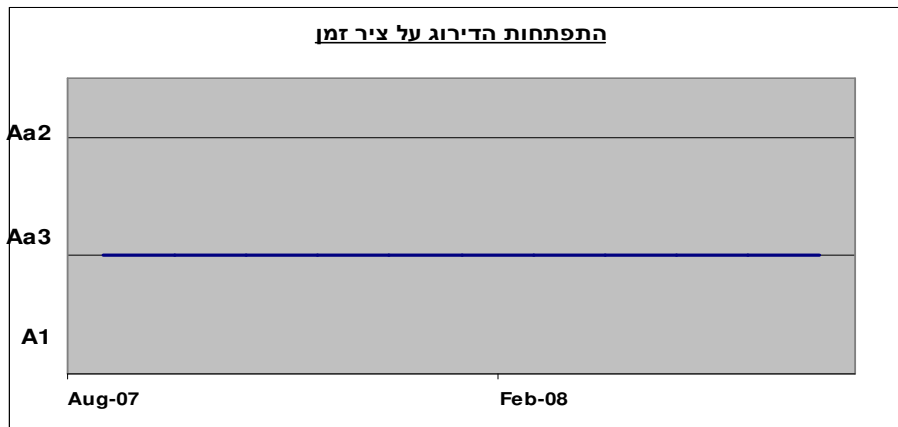
### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- פעילות בהיקפים משמעותיים במדינות המדורגות בדירוג בינלאומי נמוך
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית
- ביטול הסכמים או בלעדיות עם ספקים

## אודות החברה

מטריקס אי.טי. בע"מ נמנית על חברות האינטגרציה ושירותי טכנולוגיית המידע (Information Technology – IT) המובילות בישראל ומספקת שירותים מגוונים ללמעלה מ- 500 לקוחות בשוק הישראלי, תוך התמחות בענפי הבנקאות והפיננסים, תקשורת ובטחון, תעשייה ומסחר, ממשלה והמגזר הציבורי. החברה עוסקת גם בשיווק מוצרי תוכנה וחומרה של מגוון רחב של יצרנים בארץ ובעולם. החברה פועלת בארבעה מגזרי פעילות עיקריים: מגזר פתרונות התוכנה, מגזר מוצרי התוכנה, מגזר פתרונות אינטגרציה ותשתיות מחשוב; הדרכה והטמעה. מאז ראשית העשור מרחיבה מטריקס את היקפי פעילותה בשוק המקומי, הן באמצעות צמיחה פנימית והן באמצעות רכישת חברות בתחום פעילותה גם בישראל וגם בחו"ל. בנובמבר 2006 רכשה חברת אמבלייז את השליטה בחברת פורמולה, בעלת השליטה בחברה. מטריקס התאגדה בשנת 1989 והינה חברה ציבורית אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב.

## היסטוריית דירוגים



## נספח – סעיפים עיקריים במאזן החברה

12.06	3.07	6.07	9.07	12.07	12.07	3.08	6.08	מיליוני ₪
IGAAP	IFRS	IFRS	IGAAP	IGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	
129	145	165	384	340	340	280	220	מזומנים ושווי מזומנים
	18	12			114	133	158	נכסים פיננסיים בשוויהוגן דרך רווח והפסד
21			49	125				השקעות לזמן קצר
357	349	400	370	402	404	372	393	לקוחות
44	65	43	52	54	47	54	60	חייבים ויתרות חובה
12	14	12	12	12	12	12	10	מלאי
<b>563</b>	<b>590</b>	<b>633</b>	<b>868</b>	<b>937</b>	<b>921</b>	<b>832</b>	<b>839</b>	<b>סך רכוש שוטף</b>
23	26	24	24	29	40	29	21	השקעות הלוואות ויתרות חובה ז"א
30	30	31	30	31	31	31	32	רכוש קבוע נטו
177	171	217	216	221	217	218	268	נכסים בלתי מוחשיים ומוניטין
	23	29			38	35	30	מסים נדחים
<b>796</b>	<b>844</b>	<b>937</b>	<b>1,142</b>	<b>1,218</b>	<b>1,246</b>	<b>1,145</b>	<b>1,191</b>	<b>סך מאזן</b>
60	34	47	40	55	55	34	32	אשראי לזמן קצר מבנקים
141	139	147	137	156	156	125	114	ספקים ונותני שירותים
143	171	185	152	170	187	158	203	זכאים ויתרות זכות
<b>345</b>	<b>345</b>	<b>380</b>	<b>329</b>	<b>381</b>	<b>398</b>	<b>317</b>	<b>349</b>	<b>סך התחייבויות שוטפות</b>
33	69	105	95	87	87	80	73	הלוואות לזמן ארוך מבנקים
2	8	9	6	9	12	16	14	
-	-	-	252	250	250	251	257	אגרות חוב
-	0	1	2	13	13	13	12	עתודה למיסים
6	19	19	6	5	19	15	14	התחייבויות בגין רכישת פעילות
21	12	12	27	23	11	15	16	התחייבויות בשל סיום יחסי עובד מעביד נטו
0	0	4	6	6	2	2	1	זכויות המיעוט
390	391	408	419	443	453	436	454	הון עצמי
<b>796</b>	<b>844</b>	<b>937</b>	<b>1,142</b>	<b>1,218</b>	<b>1,246</b>	<b>1,145</b>	<b>1,191</b>	<b>סך התחייבויות והון</b>

## הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

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 לבדוד 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 מחבי 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 הדירוג**

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.





דוח מספר : CTM040808000M

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