



# וואן טכנולוגיות תוכנה (או.א.ס.טי) בע"מ

מעקב | ינואר 2014

1

## מחבר:

טל טוטנאור, אנליסט  
[Talt@midroog.co.il](mailto:Talt@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)

## וואן טכנולוגיות תוכנה (או.א.ס.טי) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג לאגרות החוב (סדרה ב') שהנפיקה וואן טכנולוגיות תוכנה (או.א.ס.טי) בע"מ ("וואן" או "החברה"), מדירוג A2 באופק יציב לדירוג A1 באופק יציב.

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	1610153	01/2010	4.20%	מדד	54	2014-2016

\* ביום 05.04.2013 פרעה החברה את אג"ח סדרה א' במלואה

### שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת במגמת השיפור המתמשכת בפרופיל הפיננסי של החברה, תוך שמירה על מיצוב עסקי גבוה, המתבטא ברווחיות גבוהה ביחס לענף, וזאת על אף התחרות הקשה והסביבה העסקית המתגרת אשר אפיינה את ענף ה-IT בשנה האחרונה. במהלך השנים האחרונות החברה הציגה גידול במכירות, הן בעקבות צמיחה אורגנית והן מרכישות, תוך הצגת תזרים מפעילות בהיקפים עולים. במקביל, החברה מציגה ירידה הדרגתית ברמת המינוף וזאת על אף ביצוע מספר רכישות משמעותיות. החברה מציגה יחסי כיסוי מהירים התומכים ברמת הדירוג. לאור כל אלו, מיצובה הפיננסי של החברה שופר ואף בולט לחיוב ביחס ל-Peer Group.

החברה מציעה מגוון רחב של מוצרים ושירותים בכל מגזרי הפעילות בענף, המייצרים סינרגיה וערך מוסף. אנו מעריכים כי רמת הפיזור של לקוחות החברה על פני הסקטורים השונים, כמו גם מספרם הרב של הפרויקטים, תורמים להפחתת הסיכון העסקי.

ענף ה-IT בישראל, בו פועלת החברה, מאופיין בסיכון בינוני עם קורלציה גבוהה לפעילות המשק המקומי וצמיחת התמ"ג. בשנה האחרונה הענף הציג צמיחה שלילית וזאת על אף צמיחה חיובית של התמ"ג. להערכתנו, בשנת 2014 תציג החברה צמיחה חיובית בשיעור דומה לצמיחת התמ"ג.

החברה חשופה לסיכונים מאקרו אשר גוזרים שינויים בתקציבי ה-IT של לקוחותיה. מאידך, לחברה מערכות יחסים ארוכות טווח עם לקוחותיה, גורם הממתן סיכונים אלו. כמחצית מהכנסות החברה הן מתחום פתרונות התוכנה, תוך שהחברה היא בעלת מוניטין ודומיננטיות בתחום פיתוח והטמעה של פרויקטי ERP, בעל רווחיות תפעולית בולטת לחיוב. מחציתן השניה של ההכנסות הינה ממגזר



החומרה, שהינו תנודתי ומסוכן יותר, בשל הערך המוסף והרווחיות הנמוכים יותר שניתן לייצר בו כמשווק. בשל כך, עיקר מאמצי הצמיחה מופנים למגזר התוכנה. החברה שומרת על יתרות נזילות בהיקפים מהותיים וגמישות פיננסית טובה. בתרחיש הבסיס של מידרוג אנו מעריכים כי קצב הצמיחה הריאלי בענף בשנת 2014 יהיה דומה לקצב צמיחת התמ"ג, ולהערכתנו, החברה תציג יציבות ברווחיות בשנת 2014 וזאת בהתבסס על הנחת צמיחה מסוימת במגזר הפתרונות ויציבות במגזר החומרה. הדירוג מביא בחשבון אפשרות של ירידה מתונה בשיעורי הרווחיות של החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני. ביום 09.01.2014 דיווחה החברה על השתתפותה במכרז המתנהל ע"י מרכז השלטון המקומי בקשר לרכישת 51% ממניות החברה לאוטומציה במינהל השלטון המקומי. יש לציין כי קיימת אי ודאות גבוהה לגבי התממשות העסקה וזו עתידה להתבהר תוך מספר חודשים. ככלל, הדירוג מביא בחשבון רכישת חברות בסכומים מתונים בטווח אופק הדירוג.

### וואן תוכנה (מאוחד) <sup>1</sup> - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:

2009	2010	2011	2012	1-9/12	1-9/13	
514	607	1,049	1,072	772	754	הכנסות
91	119	191	197	145	134	רווח גולמי
34	45	70	75	55	53	רווח תפעולי
6.7%	7.4%	6.7%	7.0%	7.1%	7.0%	% רווח תפעולי
23	34	46	52	38	39	רווח נקי
6.8%	7.5%	8.5%	8.7%	9.6%	9.6%	ROA
4.0	4.2	5.8	7.6	7.3	7.9	רווח תפעולי להוצ' מימון
4.9	2.9	5.8	6.3	5.9	8.3	(EBITDA – CapEx) / Int. Ex
5	18	19	24	18	19	DIV
40	53	81	87	63	59	EBITDA
26	36	53	60	42	45	FFO
7	26	17	28	24	5	CAPEX
22	9	21	32	-4	-10	FCF
88	133	142	134	141	110	חוב פיננסי <sup>2</sup>
60	98	87	104	72	77	יתרות נזילות
28%	27%	27%	27%	30%	32%	סך הון/סך מאזן
49%	53%	48%	44%	47%	38%	חוב / CAP
2.8	3.1	2.3	2.1	2.3	2.0	חוב / EBITDAR
4.3	4.5	3.6	3.1	3.3	2.5	חוב / FFOR

<sup>1</sup> פעילות הראל טכנולוגיות וכלנית כרמון מאוחדות לדוחותיה הכספיים של החברה החל מהרבעון הראשון של 2011 והרבעון השלישי של 2010, בהתאמה. החל משנת 2012 הדוחות הכספיים הוצגו מחדש בהתאם להוראות IFRS 11

<sup>2</sup> חוב פיננסי ליום 30.09.13 כולל סך של כ-3 מיליון ₪ התחייבות בגין צירופי עסקים (כ-5 מ' ₪ בתקופה המקבילה)

**תוצאות מגזרי פעילות, במיליוני ₪:**

2009	2010	2011	2012	1-9/12	1-9/13	<b>הכנסות</b>
299	329	362	425	312	299	פתרונות ושירותי תוכנה
206	223	563	531	374	372	פתרונות תשתית ומיחשוב
0	40	95	86	64	70	שירותים מנוהלים
10	16	28	30	22	13	אחר <sup>3</sup>
<b>514</b>	<b>607</b>	<b>1,049</b>	<b>1,072</b>	<b>772</b>	<b>754</b>	<b>סה"כ</b>
2009	2010	2011	2012	1-9/12	1-9/13	<b>רווח מפעולות רגילות</b> <sup>4</sup>
28	34	41	46	35	34	פתרונות ושירותי תוכנה
5	5	20	22	14	14	פתרונות תשתית ומיחשוב
0	2	4	7	5	4	שירותים מנוהלים
2	4	5	0	1	2	אחר
<b>34</b>	<b>45</b>	<b>70</b>	<b>75</b>	<b>55</b>	<b>53</b>	<b>סה"כ</b>
2009	2010	2011	2012	1-9/12	1-9/13	<b>שיעור הרווח התפעולי</b>
9.2%	10.2%	11.3%	10.9%	11.2%	11.2%	פתרונות ושירותי תוכנה
2.5%	2.2%	3.5%	4.2%	3.8%	3.7%	פתרונות תשתית ומיחשוב
	5.6%	4.5%	7.6%	7.5%	5.5%	שירותים מנוהלים
17.7%	26.7%	19.0%	1.2%	4.0%	14.2%	אחר
<b>6.7%</b>	<b>7.4%</b>	<b>6.7%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.1%</b>	<b>7.0%</b>	<b>סה"כ</b>

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**נתחי שוק משמעותיים בענף ה-IT בישראל, המאופיין בסיכון בינוני**

ענף ה-IT בישראל מוערך בכ-6.5 מיליארד דולר<sup>5</sup> לשנת 2013, מאופיין ברמת סיכון בינונית ובתחרות גבוהה, חשוף לצמיחת המשק ומציג מתאם חיובי עם המחזוריות הכלכלית ובעוצמה חזקה. בשנה האחרונה נחלשה הקורלציה לתמ"ג ואנו עדים לצמיחה שלילית של הענף, על אף צמיחה חיובית במשק, נוכח צמצום בתקציבי ה-IT בארגונים בישראל. יש לציין כי במהלך העשור האחרון השקיעו ארגונים שונים, ובעיקר גופים פיננסיים, השקעות כבדות בתחום ה-IT, נוכח דרישות רגולטוריות כדוגמת הוראות באזל, חוק סרבנס-אוקסלי וכו'. בשנה האחרונה אנו עדים להתמתנות ההשקעות במגזר הפיננסי.

וואן נמנית בין חברות ה-IT המובילות בישראל, בעלת מיצוב עסקי גבוה ופועלת בכל שלושת המגזרים של ענף ה-IT: תשתיות, תוכנה ושירותי ערך מוסף, תוך שהיא נהנית גם מיתרונות הסינרגיה ביניהם. תחום התשתיות הינו תחום בעל רמת סיכון גבוהה יותר מתחום פתרונות התוכנה ומאופיין בחסמי כניסה נמוכים, תחרות גבוהה ורמת רווחיות נמוכה. תחום פתרונות התוכנה, מאידך, מאופיין במתן

<sup>3</sup> ביום 17.03.13 מכרה החברה את פעילות הייעוץ של אנטרופי

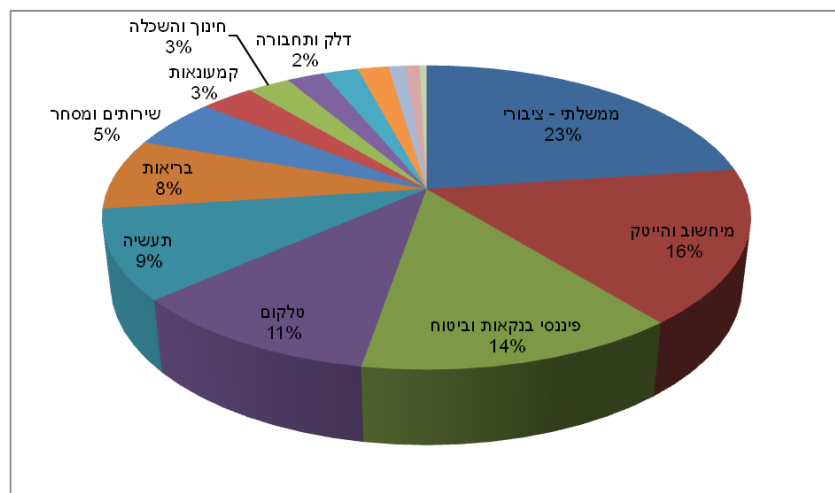
<sup>4</sup> הרווח התפעולי המגזרי מותאם כך שהוא כולל את ההוצאות הבלתי מיוחסות בהתאם למשקלן ברווח התפעולי

<sup>5</sup> הערכה מבוססת על נתוני STKI למרץ 2013

ערך מוסף ויכולת קביעת מרווחים גבוהה יותר. החברה בעלת נתחי שוק משמעותיים בתחום התשתיות ובתחום הטמעת ה-ERP. מידרוג מעריכה כי תמשיך לשמור על הובלה בתחום ה-ERP הודות לערך המוסף שהיא מביאה בהטמעת Oracle Applications. לחברה שותפות עסקית כמטמיעה של חברות Oracle ו-SAP, יצרניות ה-ERP המובילות בעולם, בהסכמים המתחדשים מדי שנה, עם סיכון נמוך לאי חידוש. החברה מאופיינת בפיזור לקוחות רחב ואינה תלויה בענף אחד או פרויקט מרכזי, אולם תחום התשתיות חשוף למגזר הציבורי, המהווה אחוז גבוה מהכנסותיו. מרבית החוזים של החברה מבוססים Time & Material, גורם המפחית את הסיכון להפסדים בלתי צפויים ומקטין את תנודתיות הרווח לאורך זמן.

לחברה פיזור לקוחות מענפי משק שונים ולאורך השנים קיימת נאמנות גבוהה של לקוחות קיימים. הלקוחות כוללים גופים מהגדולים במשק, ממגוון תחומי פעילויות. שיעור ניכר מההכנסות בתחום התוכנה מגיע מלקוחות קיימים, איתם יש לחברה מערכות יחסים ארוכות טווח, הנובעות משירותים שניתנו לאורך פרקי זמן ארוכים, גורם התורם ליציבות ההכנסות. במגזר תשתיות מחשוב החוזים קצרים יותר, מה שמוסיף לסיכון המגזר.

התפלגות ההכנסות של החברה לפי ענפי המשק בשנת 2013



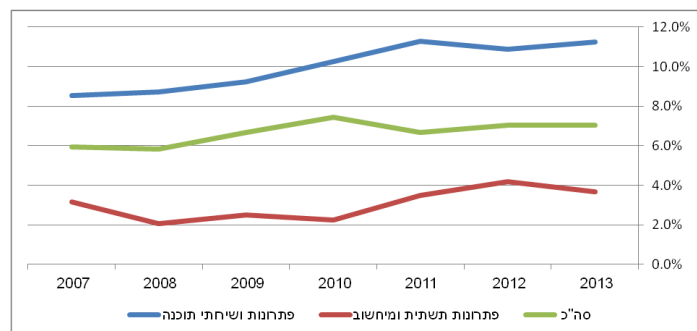
פיזור ההכנסות של החברה דומה לפיזור הוצאות ה-IT במשק הישראלי, מלבד בתחום הפיננסיים, שם לחברה נוכחות נמוכה יחסית ועל כן נפגעה החברה פחות בשנה האחרונה מתהליכי צמצום ההשקעות של הגופים בתחום. כאמור, השנה האחרונה הייתה שנה מאתגרת לענף ולוותה בהתחזקות התחרות אולם החברה הצליחה לשמור על נתחי שוק ומיצובה בענף נותר גבוה. הענף מאופיין בצמיחה דרך מיזוגים ורכישות, עם זאת, בשנה החולפת החברה לא ביצעה רכישות מהותיות ועל כן לא רשמה גידול בהכנסות. הערכתנו ששוק ה-IT הגיע לשלב הבגרות, וקצבי הצמיחה הגבוהים שנראו בעבר יפחתו. להערכתנו, קצב הצמיחה הריאלי בענף בשנת 2014 יהיה דומה ואף נמוך מקצב

צמיחת התמ"ג, אם כי גבוה יותר משנת 2013, בשל תחזיות מאקרו אופטימיות יותר לשנה הקרובה, אשר ישפיעו לחיוב על תקציבי ה-IT, וזאת בשונה מהמצב בסוף 2012. מודי'ס מעריכה כי שוק ה-IT הגלובלי יצמח בקצב של כ-3% בשנה הקרובה<sup>6</sup>, בדומה לקצב צמיחת התמ"ג העולמי. ההערכה היא שפרויקטי IT מסיביים יהיו מעטים וכי מרבית הארגונים ישקיעו בפרויקטים קטנים יחסית. תחום מחשוב הענן מהווה אתגר לחברות בתחום ה-IT, ובמגזר החומרה בפרט, אם כי, להערכתנו, מדובר בתחום המצוי בארץ בשלבי הבשלה ראשוניים, אשר אינו צפוי להשפיע בטווח אופק הדירוג.

### רווחיות יציבה וגבוהה יחסית למתחרים בישראל

תהליכי קונסולידציה הקנו לחברה יתרון לגודל, ובמהלך השנים האחרונות, החברה הציגה צמיחה הן אורגנית והן באמצעות מיזוגים ורכישות. החברה רשמה הכנסות נמוכות בכ-2% בתשעת החודשים הראשונים של 2013 לעומת התקופה המקבילה אשתקד, עקב ההאטה בשוק ה-IT הישראלי, יציאה ממספר פעילויות (אנטרופי, טסקום צרפת) ותזמון החגים המוקדם. בניטרול הוצאת הפעילויות, החברה הציגה יציבות במכירות לתקופה, למול תקופה מקבילה אשתקד. מידרוג צופה כי הצמיחה האורגנית תמשיך להיות נמוכה וכי עיקר הצמיחה תגיע מרכישת פעילויות חדשות. על אף חשיפתה לתחום התשתיות, המאופיין ברמת רווחיות נמוכה יחסית, החברה מציגה רווחיות גבוהה לענף נוכח מגזר פתרונות התוכנה, המציג שיעורי רווחיות גבוהים ביחס לענף, בעיקר בשל הרווחיות הגבוהה בפעילות ה-ERP, המהווה, להערכתנו, כשליש מהכנסות המגזר. לחברה מערכת ERP שפותחה באופן עצמאי וכן נחשבת למטמיעה המובילה בארץ של מערכות מבוססות Oracle. מגזר התשתיות מייצר כמחצית מההכנסות ומציג שיעורי רווחיות בולטים לטובה בענף של כ-4%. לחברה הוצאות שכר נמוכות יחסית ביחס לענף ושיעור ניצולת גבוה הודות לגמישות הגבוהה ביכולת גיוס ושחרור עובדים, בהתאם לצבר הפרויקטים.

### התפתחות שיעורי הרווחיות התפעולית במגזרי הפעילות בין השנים 2007-2013



Moody's 2014 Outlook – US Technology & IT Services, Dec 2013<sup>6</sup>



תרחיש הבסיס של מידרוג ל-2014 צופה צמיחה אורגנית מסוימת בהכנסות ממגזרי התוכנה, הנמוכה מקצב צמיחת התמ"ג ואנו מעריכים כי המנוע העיקרי לצמיחה הינו בדרך של מיזוגים ורכישות. הצמיחה במגזר התשתיות תהיה נמוכה עד אפסית, להערכתנו, ועלולה לספוג ירידה בביקושים למוצרים כגון אחסון וגיבוי בשל התפתחות תחום הענן, אשר מוציא חלק מפעילות זו, שאינה בעסקי הליבה של הארגון, אל מחוצה לו, תוך הפחתת עלויות והגברת היעילות, ומייתרת רכיבי חומרה, כגון שרתים וכווננים קשיחים. גם במגזר התוכנה מחשוב ענן מוציא מוצרי תוכנה כגון CRM לענן, כדוגמת Sales Force, אשר משנה את פני הענף ומהווה איום לצד הזדמנויות. להערכתנו, החברה תציג שחיקה קלה ברווחיות בשני מגזרי הפעילות, אם כי עדיין יישארו גבוהים מהממוצע.

#### **יחסי כיסוי מהירים ובולטים לחיוב לרמת הדירוג**

בשנים האחרונות, היקף החוב הפיננסי של החברה במגמת ירידה, אם כי בשנה האחרונה שמרה החברה על רמת חוב נטו זהה לשנה קודמת. הקטנת החוב נובעת, בין היתר, מכך שהחברה לא ביצעה רכישות השנה, ולהערכתנו, רכישות עתידיות ילוו בהגדלת החוב. תזרימי החברה יציבים בשנתיים האחרונות ונראותם הגבוהה תורמת לאיכות האשראי. להערכתנו, החברה צפויה לסיים את השנה עם תזרים תפעולי שוטף (EBITDA) של כ-85 מיליון ₪. יחסי הכיסוי של החברה שופרו ובולטים לחיוב ביחס לדירוג. ליום ה-30.09.13 יחס החוב ל-EBITDAR עומד על 2.0 וחוב ל-FFOR על 2.5 לעומת 2.3 ו-3.3, בהתאמה, אשתקד. בתרחיש הבסיס שלנו לשנת 2014, הכולל גם גידול מסוים בחוב בגין רכישות, החברה צפויה לשמור על יחסי הכיסוי ברמתם הנוכחית.

החברה מציגה שיפור ברמת המינוף ואיתנותה הפיננסית, הנמדדת דרך יחס ההון למאזן, נאמדת בכ-32% מסך המאזן. בשל הקטנת החוב הפיננסי, יחס חוב ל-CAP שופר בצורה ניכרת ונאמד ב-38% ליום ה-30.09.13. יחס ה-EBIT להוצ' מימון ליום ה-30.09.2013 הינו 7.9 - בולט לטובה, ומעיד על יכולתה של החברה לשרת את הוצאות המימון לאורך זמן. החברה מציגה יעילות תפעולית גבוהה ביחס לענף כפי שנמדדת ביחס ה-ROA, הנאמד בכ-9.0% בממוצע בשלוש השנים האחרונות. מידרוג מעריכה כי החברה תמשיך במדיניות רכישת החברות בהיקפים מתונים אשר לא ידרשו תוספת חוב משמעותית ועל כן אנו צופים כי החברה תשמור על יחסים אלו בטווח אופק הדירוג.

#### **גמישות פיננסית טובה ונזילות גבוהה**

ליום ה-30.09.2013 לחברה יתרות נזילות המסתכמות לכ-77 מיליון ₪, ומהוות כ-14% מסך המאזן וכ-70% מהחוב. יתרות הנזילות של החברה משמשות אותה לפעילות השוטפת, בעיקר מימון הון

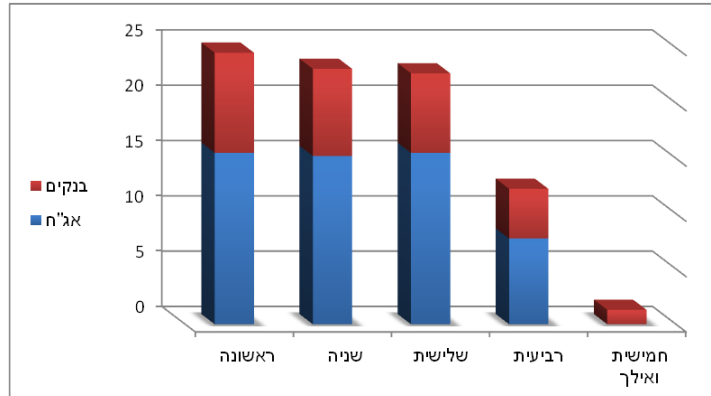
חוזר, תשלום משכורות וכרית לצורכי רכישת חברות. הקיטון ביתרות הנזילות הינו, בין השאר, נוכח היעדר רכישות בשנה האחרונה.

צורכי פירעון קרן החוב מסתכמים בסך של כ-24 מיליון ₪ לכ"א משלוש השנים הקרובות. מידרוג מעריכה, כי ללא רכישות ושינויים מהותיים בהון החוזר, החברה יכולה לשרת זאת מתזרימיה החופשיים לאחר דיבידנדים.

תזרים המזומנים הפנוי FCF הינו תנודתי ומושפע בעיקר משינויים בצרכי ההון החוזר ומרכישת חברות. ימי הלקוחות של החברה לאורך זמן עומדים על כ-110 ימים ואילו ימי הספקים על כ-70 ימים. המלאי אותו מחזיקה החברה אינו משמעותי.

החברה מחלקת דיבידנדים בהיקף של 50% מהרווח הנקי אשר פוגעים בתזרים החופשי. יחס ה-FCF לחוב – תואם את רמת הדירוג, אם כי תנודתי ונע בין 7%-25% בשלוש השנים האחרונות. לחברה גמישות פיננסית טובה, הנובעת מיכולת ייצור מזומנים גבוהה, מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקפים מהותיים, בעלת נגישות טובה לגורמים המממנים ולוח סילוקין פרוס בצורה חלקה. ליום 30.09.13 החברה עומדת באמות מידה פיננסיות כנגד ההתחייבויות הבנקאיות במרווח מספק.

### לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 30.09.13, במיליוני ₪



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי מתגלגל לזמן קצר בסך של כ-23 מיליון ₪ ליום 30.09.13

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- עלייה בנתחי השוק של החברה תוך שמירה על רמת המינוף הנוכחית
- שיפור ניכר ביחס ההון למאזן

#### גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג

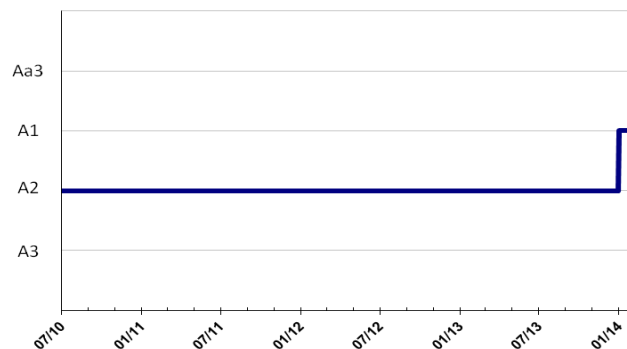
- אבדן מהותי של נתחי שוק או פגיעה במיצוב העסקי
- עלייה ברמת המינוף או האטה ביחסי הכיסוי





- ביצוע השקעות מהותיות חדשות, באופן שיגדיל את רמת הסיכון העסקי והפיננסי של החברה

## היסטוריית הדירוג



## אודות החברה

וואן טכנולוגיות תוכנה (או.אס.טי) בע"מ הינה חברה העוסקת באספקת שירותי טכנולוגיות מידע (IT). פעילות החברה כוללת שיווק והפצה של מוצרי תוכנה, מגוון שירותי תוכנה וערך מוסף, לרבות יישום והטמעה של מוצרי ERP, שיווק מוצרי חומרה ומערכות מחשבים וכן אספקת מכלול שירותים מנהלים בתחום המחשוב לארגונים (באמצעות חברת כלנית כרמון שירותי תוכנה בע"מ). החברה פעילה החל משנת 1973 ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א החל משנת 1983. לחברה מעל ל-1,500 לקוחות, חלקם קשורים עם החברה בקשרים רב שנתיים. הלקוחות כוללים גופים מהגדולים במשק, ממגוון המגזרים בהם ממשלה, פיננסים, תקשורת, ותעשייה. נכון למועד דוח זה, החברה מעסיקה כ-2,600 עובדים. החברה נשלטת ע"י קבוצת מיחשוב ישיר בע"מ (60%), חברה ציבורית, הנשלטת ע"י מר עדי אייל (77%), המכהן גם כיו"ר הדירקטוריון. בתפקיד מנכ"ל החברה מכהן מר שי אוזון.

9

## דוחות קשורים

- [וואן – מעקב שנתי, ינואר 2013](#)
- [ענף טכנולוגיות המידע \(IT\), יוני 2012](#)

תאריך הדו"ח: 22.01.2014

**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 + 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) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

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 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 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 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") 2014.

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 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 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.