



מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

מעקב | פברואר 2013

1

מחבר:

עמית ברון, אנליסט
amitb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ

דירוג סדרות	A2	אופק דירוג: שלילי
-------------	----	-------------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מרשימת מעקב של דירוג אגרות החוב (סדרה א') אשר הנפיקה מפעלי ע.שנפ ושות' בע"מ ("שנפ" או "החברה"), תוך הותרת הדירוג A2 על כנו והצבת אופק דירוג שלילי.

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר	מועד הנפקה	שיעור ריבית שנתי	הצמדה	יתרה בספרים 30/09/2012 במיליוני ₪	שנות יתרת פירעון האג"ח
א'	1103597	מאי 2007	5.35%	מדד	20	2013-2014

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

שנפ הינה בעלת מעמד עסקי חזק בתחום המצברים בשוק המקומי, עם נתח שוק של כ- 45%, הנתמך במותג חזק וותיק, מאפיין המתבטא ברווחיות גבוהה ויציבה יחסית. בחודש 09/2012 רכשה שנפ את השליטה ו 50% מהמניות של "כסלו תחבורה בע"מ" (להלן: כסלו) בתמורה לסך של כ- 58 מיליון ₪, מתוכם 45 מיליון ₪ במזומן והיתרה בתשלומים עתידיים משנת 2015 ואילך. כחלק מאותו מהלך נרכשה חברת אליאנס שיווק ישראל בע"מ (להלן: אליאנס שיווק) במלואה ע"י כסלו תמורת כ- 76 מיליון ש"ח אשר עיקרם הון חוזר. שתי החברות שנרכשו עוסקות ביבוא ושיווק צמיגים ומציעות סל מוצרים מגוון, הכולל צמיגים לרכבים פרטיים, מסחריים וציוד טכני, תחת מותגים מובילים כגון "קונטיננטל", "קופר" ו"אליאנס". בנוסף, לחברות שנרכשו נוכחות בשוק הצמיגים הלא ממותגים. להערכת החברה, כיום נתח השוק של מגזר הצמיגים בקבוצה עומד על כ-20% משוק הצמיגים בישראל והקבוצה הינה מהגדולות בתחומה. החברה הינה קטנה יחסית בהיקף פעילות, גם לאחר עסקת כסלו, שהובילה להגדלת מחזור הפעילות המאוחד מכ- 150 מיליון ₪ לכ- 360 מיליון ש"ח (על בסיס שנת פעילות מלאה). קוטנה של החברה יוצר חשיפה גבוהה יותר לזעזועים חיצוניים ופנימיים. יש לציין כי שנפ הפגינה יציבות גבוהה במרבית הפרמטרים העסקיים והפיננסיים לאורך שנים, מאפיין חיובי בסיכון האשראי.

את שני המגזרים - המצברים והצמיגים, מאפיינים יתרונות לגודל, המתבטאים במערך הפצה ארצי, סל מוצרים במגוון קטגוריות ומחירים, שיעורי רווחיות גבוהים ויכולת מימון בסיס לקוחות רחב ומפוזר יחסית. מגזר ייצור המצברים מאופיין בתלות במחירי העופרת, המהווה ח"ג מרכזי. תנודתיות מחירי העופרת משפיעה על צורכי ההון החוזר של החברה ועל שיעורי רווחיותה. בתוך כך, ניכר כי חלה עלייה ברמת התחרות במגזר המצברים בשנה החולפת, המשפיעה בעיקר בהורדת מחירי המכירה.

מגזר יבוא ושיווק הצמיגים חשוף לסיכונים האינהרנטיים של ענף הסחר, כגון שינויים במחירי המתכות והגומי ותנודתיות שע"ח אשר משפיעים על גובה עלות המכר וצרכי ההון החוזר. בנוסף, מגזר הצמיגים מאופיין בחסמי כניסה נמוכים ובחשיפה לאשראי לקוחות גבוהה יחסית, לרבות אשראי לצמיגיות אשר חלקן בעלות איתנות פיננסית חלשה.

עסקת כסלו הובילה להיחלשות ברמת האיתנות הפיננסית הגבוהה מאוד שאפיינה את החברה עד לעסקה, אולם האיתנות נותרה טובה. העסקה, שמומנה בשלב הראשון ע"י שילוב של מקורות עצמיים בסך כ- 25 מיליון ש"ח וחוב פיננסי בסך כ- 20 מיליון ₪, הפחיתה את הנזילות הגבוהה של החברה והעלתה את רמת המינוף ויחסי הכיסוי. שיעור ההון למאזן (במאוחד) ירד מיחס של כ- 67% ליום 30.09.2011 ליחס של כ- 44% ליום 30.09.2012. יחסי כיסוי ה-



EBITDA וה-FFO (חוב ברוטו באיחוד יחסי) עלו מ-1.3 ל-1.5, בהתאמה, ליום 30.9.2011 ל-3.1 ו-4.4, ליום 30.9.2012 (על בסיס פרופורמה).

הדירוג של שנפ נותר על כנו, חרף העלייה במינוף וביחסי הכיסוי, נוכח הרחבת הפיזור העסקי של שנפ, שעד כה מיקדה את פעילותה במוצר אחד. קיים פוטנציאל סינרגיה בין מגזר המצברים למגזר הצמיגים. שני המגזרים, פונים בחלקם הגדול לאותו פלח לקוחות ומאופיינים בתהליכי מכירה דומים. הצבת האופק השלילי נובעת מהערכתנו לעלייה בסיכון העסקי נוכח מורכבות מהלך ההטמעה בין הפעילויות, טרק רקורד חלקי לגבי פעילות הצמיגים הנרכשת וזאת ברקע העלייה במינוף. אנו מצפים כי החברה תמשיך במגמת הקטנת החוב הפיננסי ותשמור על מדיניות דיבידנד אשר תהווה את ביצועי החברה. הדירוג עלול לרדת במידה בה נעריך כי החברה תציג לאורך זמן רווחיות חלשה מזו שנצפתה על בסיס פרופורמה לתשעת החודשים הראשונים של 2012 וכי יחס כיסוי חוב ל EBITDA יעלה על 3.0.

שנפ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים*, מיליוני ש"ח:

	פרופורמה 1-9/2012	1-9/2012	1-9/2011	FY 2011	FY 2010	FY 2009	FY 2008
הכנסות	268	117	102	145	150	138	159
רווח גולמי	66	34	32	47	48	53	46
רווח תפעולי	26.3	12.0	12.5	17.0	21.6	24.7	16.3
רווח נקי	14.0	7.2	7.2	10.2	16.7	20.0	7.6
שיעור רווח גולמי	24.8%	28.7%	31.1%	32.3%	32.4%	38.1%	28.7%
שיעור רווח תפעולי	9.8%	10.3%	12.2%	11.8%	14.4%	17.9%	10.2%
יתרות נזילות	3	3	34	29	41	44	39
חוב פיננסי	118	118	29	29	37	46	48
לקוחות	163	163	67	72	75	70	74
מלאי	99	99	46	45	41	35	28
הון עצמי למאזן	44%	44%	67%	68%	62%	60%	55%
EBITDA	31.6	14.8	14.9	20.3	24.9	27.6	19.0
FFO	19.4	18.4	13.3	16.3	19.5	19.0	16.2
דיבידנדים שחולקו	(6)	(6)	(8)	(8)	(10)	(4)	(6)
חוב/EBITDA	3.1	4.4	1.3	1.4	1.5	1.7	2.5
חוב פיננסי ל-FFO	4.4	6.9	1.5	1.8	1.9	2.4	3.0

*נתוני 1-9/2012 פרופורמה מציגים את תוצאות שנפ בהנחה כי עסקת הרכישה של כסלו ואליאנס נעשתה כבר ביום 1.1.2012 (בפועל איחוד לראשונה של כסלו בוצע ביום 3.9.2012). יחסי הכיסוי כוללים התאמות היוון חכירה ובתקופת 1-9/2012 ומחושבים באיחוד יחסי של כסלו על בסיס שיעור אחזקה של 50%.

שליטה בנתחי שוק, ותק ומוניטין בתחום המצברים

שנפ הינה החברה המובילה בישראל לייצור ושיווק מצברים לרכבים. החברה מחזיקה בנתח שוק של כ- 45% מהשוק המקומי. למוצרי החברה מוניטין חזק ומבוסס, הנסמך על ותק, ניסיון רב ואמינות המותג. במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 החברה שמרה על היקף מכירות של כ- 100 מיליון ₪ במגזר המצברים, בדומה לנתון בתקופה המקבילה אשתקד. מגזר המצברים מאופיין בעונתיות, הבאה לידי ביטוי בגידול במכירות ברבעונים השלישי והרביעי.

התחרות במגזר הינה מתונה ונובעת בעיקר מצד יבואנים פרטיים וכן מצד היצרן המקומי "וולקן מצברים" - אשר מחזיק ב- 30% מהשוק. יחד עם זאת, אנו מזהים בשנתיים האחרונות עלייה מסויימת בלחץ על המחירים ומיחסים זאת בעיקר לתחרות גוברת מצד יבואנים במחירים זולים יותר. לאור הדומיננטיות של שנפ בשוק, מגזר המצברים מראה יציבות יחסית במרווחיו. ניתן להתרשם לחיוב מיכולת החברה לשמור על המרווח הגולמי בתחום המצברים כ- 32% בשנתיים האחרונות. כמו כן, ניתן לראות יציבות במרווח התפעולי (לפני אחרות), העומד על כ- 12% בשלושת הרבעונים של שנת 2012 ובתקופה המקבילה אשתקד.

בשנת 2012 החברה החלה בהליך התייעלות באמצעי הייצור במטרה לשפר את רווחיותה. עיקר ההשקעה היתה ברכישה והתקנה של מיכון חדש ליציקת רשתות עופרת בעלות של 2.5 מיליון דולר. במהלך 2013 הליך התייעלות אמור להתבטא בשיפור איכות המוצרים ובחיסכון בעלויות חומרי הגלם וכח אדם.

יש לציין כי בשנת 2011 נרשמו הוצאות הפרשה לחובות מסופקים בסך של כ- 2.7 מיליון ₪ בעיקר לאור קריסת רשת "אייס-אוטו דיפו" ברבעון הרביעי של אותה שנה. במגזר המצברים קיים פיזור גבוה של לקוחות - כ- 2,600 במספר- הכוללים בעיקר קמעונאים המשווקים ישירות לצרכן הסופי (70%), צרכנים ישירים דוגמת ציי רכב (כ- 20%) והיתרה- סיטונאים. לחברה כעשרה לקוחות גדולים אשר מרכיבים כ- 25% מסך תיק הלקוחות וששיעור רכישותיהם מהחברה נע בין 1%-6.7% כ"א. שיעור הרכישות של שאר הלקוחות קטן מ- 1%. לאורך זמן, הפרשת המגזר לחובות מסופקים הינה נמוכה.

חשיפה גבוהה למחירי העופרת

גורם משמעותי אשר משפיע על הרווחיות במגזר המצברים הינו מחיר העופרת, חומר גלם מרכזי, אשר עלותו מהווה מעל 50% מעלות המכר והינו קומודיטי. גמישות המחיר של החברה ביחס לעלייה במחירי העופרת הינה טובה יחסית, אם כי, להערכתנו, נשחקה בשנתיים האחרונות נוכח התגברות התחרות ולחץ גובר על מחירי המכירה. החברה ממתנת את התנודתיות במרווח הגולמי ע"י החזקת יתרות מלאי גבוהות של עופרת. השפעת השינוי במחירי העופרת על המרווח הגולמי באה לידי ביטוי בתקופות עוקבות למועד השינוי ומאפשרת לחברה פרק זמן להתאים את מחירי המכירה למרווח היעד. בנוסף לעופרת "נקיה", הנרכשת בשוק הבינלאומי, רוכשת החברה עופרת ממוחזרת מיצרן מקומי. לחברה קיימת תלות בספק זה, אולם, עפ"י הערכות החברה, ניתן לייבא עופרת ממוחזרת מחו"ל בעלויות דומות.



מגזר הצמיגים תורם לגיוון העסקי וטומן בחובו פוטנציאל סינרגיה שיווקית, אולם קיימת כבדת דרך

כסלו, אשר בה שנפ מחזיקה ב 50% החל מחודש ספטמבר 2012, הינה יבואנית ומשווקת של צמיגים לרכבים פרטיים, מסחריים ומשאיות. תחת שם המותג "קונטיננטל" פונה כסלו ללקוחות מוטי איכות. בנוסף, כסלו מציעה צמיגים לא ממותגים, הפונים ללקוחות מוטי מחיר. אליאנס שיווק משווקת גם היא צמיגים לכלי רכב פרטיים ומסחריים. ייחודה של אליאנס שיווק על פני כסלו הינו תחום הצמיגים לכלים חקלאיים וציוד טכני. מכירות כסלו ואליאנס לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 הסתכמו בכ- 170 מיליון ש"ח והיוו כ-63% מהכנסות שנפ במאוחד (פרופורמה לתקופה). בפועל, הפעילות אוחדה החל מחודש ספטמבר והסתכמה במחזור של 17 מיליון ₪.

עפ"י הערכות שנפ, כסלו הינה אחד השחקנים המשמעותיים בתחום הצמיגים בארץ ובעלת נתח שוק של כ 20%. עיקר לקוחותיה (כ-800 במספר) הינם קמעונאים, המהווים כ - 70% מסך תיק הלקוחות וכוללים בעיקר צמיגיות (פנצ'ריות). השאר הינם לקוחות מוסדיים ציבוריים (משהב"ט, משטרת ישראל, מנהל הרכב הממשלתי) ומוסדיים פרטיים (צי רכב, חברות הסעה). קיימים 16 לקוחות גדולים המהווים כ-30% מסך המכירות ששיעור רכישותיהם מהחברה נע בין 1%-9.6%. כסלו מבטחת חלק מלקוחותיה באמצעות ביטוח אשראי ומקבלת בטחונות מלקוחות דוגמת ערבות אישית וכן שוברי אשראי והמחאות של לקוחות קצה.

מגזר היבוא ושיווק של צמיגים חשוף לסיכונים אינהרנטיים המאפיינים את ענף הסחר, כגון שינויים במחירי המתכות והגומי ותנודתיות שע"ח. בניגוד למגזר המצברים היצרני אשר על מנת להתחרות בו דרושה השקעה משמעותית ברכוש קבוע, במגזר הצמיגים חסמי הכניסה הינם נמוכים ביותר ונסמכים בעיקר על יכולת גיוס הון חוזר. מגמה חשובה בשוק הצמיגים בשנים האחרונות הינה גידול בפלחי שוק של הצמיגים הלא ממותגים אשר ברובם מיוצרים בסין והם זולים במידה משמעותית. מגזר הצמיגים מאופיין ברווחיות נמוכה מזו של פעילות המצברים בשנפ. הדבר מסביר את המרווח התפעולי לתקופת תשעת החודשים הראשונים של 2012 (פרופורמה) העומד על כ- 10% לעומת מרווח של כ-12% המאפיין מסורתית את מגזר המצברים.

לאור נתחי השוק הגבוהים, הן בתחום המצברים והן בתחום הצמיגים, קיים בחברה פוטנציאל לסינרגיה אשר תושג באמצעות מיזוג מערכי המכירה וההפצה. יכולתה של כסלו להציע סל מוצרים בקטגוריות רכבי הנוסעים, הרכבים המסחריים, החקלאיים והטכניים, מקנים לה יתרונות יחסיים ופוטנציאל חדירה ללקוחות חדשים או לקטגוריות חדשות בלקוחות קיימים.



פוטנציאל הסינרגיה בין שנפ לכסלו דורש עדיין תהליכי מיזוג והטמעה מורכבים וממושכים. היותה של כסלו עד כה חלק מקבוצת עסקים פרטית בבעלות מייסדה, מקשה, להערכתנו, על תהליך המיזוג התפעולי. לצד זאת, אנו סבורים כי המעורבות הגבוהה של קרן סקיי בתהליך וניסיונה הרב בתהליכי מיזוג ורכישות תורמים לסבירות הצלחת המהלך.

עסקאות הרכישה החלישו את איתנות החברה והגדילו את צרכי ההון החוזר ורמת המינוף

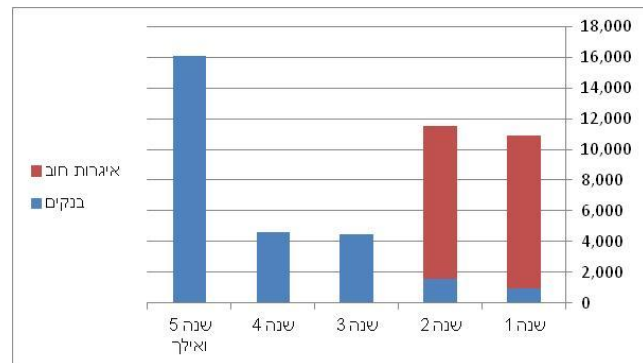
בחודש 09/2012 רכשה שנפ את השליטה ו 50% מהמניות של "כסלו תחבורה בע"מ" בתמורה לסך של כ- 58 מיליון ₪, מתוכם 45 מיליון ₪ במזומן והיתרה בתשלומים עתידיים משנת 2015 ואילך. לצורך הרכישה השתמשה החברה בכל יתרת המזומנים שלה ערב העסקה - כ- 25 מיליון ₪ ולוותה 20 מיליון ₪ מגורם בנקאי. עלות הרכישה העתידית נרשמה כהתחייבות במאזנה של שנפ וסווגה ע"י מידרוג כחוב. כחלק מאותו מהלך נרכשה חברת אליאנס שיווק ישראל בע"מ במלואה ע"י כסלו תמורת כ- 76 מיליון ₪ ש"ח אשר עיקרם הון חוזר. העסקה הובילה לגידול בחוב הפיננסי המאוחד של שנפ להיקף של כ- 118 מיליון ₪ ש"ח (מכך כ- 78 מיליון ₪ ש"ח חוב ברמת כסלו) לעומת כ- 19 מיליון ₪ ש"ח בלבד ערב העסקה. יש לציין כי שנפ אינה ערבה להתחייבויותיה של כסלו. שיעור ההון העצמי למאזן המאוחד ליום 30.9.2012 עמד על כ- 44% לעומת כ- 70% ערב עסקת כסלו. במקביל, הואטו גם יחסי הכיסוי נכון ליום 30.09.2012 לעומת התקופה המקבילה אשתקד. יחס החוב ל - EBITDA עלה מ 1.3 ל 3.1 (פרופורמה). יחס החוב ל - FFO עלה מ 1.5 ל 4.4 (פרופורמה). יחסי הכיסוי לעיל מחושבים על בסיס איחוד יחסי של שנפ עם כסלו, המוחזקת 50%, אך מאוחדת מלא.

עסקת כסלו הובילה לירידה חדה ביתרות הנזילות, הנשענת כיום בעיקר על התזרימים מפעילות

נכון ליום 30.09.2012 לחברה יתרות נזילות של כ- 3.4 מיליון ₪ לעומת כ- 25 מיליון ₪ במחצית שנת 2012, וזאת בעיקר כתוצאה של עסקת כסלו, כמתואר לעיל. לחברה מסגרות אשראי חתומות המפוזרות בין מספר בנקים. תזרימי המזומנים מפעילות (FFO) אשר הציגה החברה בשנים האחרונות הינם יציבים יחסית והסתכמו בכ- 18 מיליון ₪ לשנה. היקף ההשקעות המייצג של שנפ סולו הינו מתון יחסית - בטווח של כ- 3 מיליון ₪. אנו מעריכים כי שנפ סולו מייצרת תזרים מפעילות שוטפת בניכוי השקעות ברכוש קבוע בהיקף של כ- 14 מיליון ₪. לשנפ מדיניות חלוקה של כ- 35% מהרווח הנקי השנתי. צורכי שירות החוב של שנפ לשנים 2013 ו- 2014 הינם כ- 11 מיליון ₪ בכל שנה ועיקרם תשלום לבעלי האג"ח.

התזרים מפעילות (FFO) של כסלו מוערך על ידינו בכ- 16 מיליון ₪ ש"ח לשנה על בסיס קצב המכירות והרווחיות פרופורמה לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012. לכסלו תנודתיות בתזרים החופשי הנובעת בעיקר מצורכי הון חוזר. מדיניות הדיבידנד של כסלו הינה לפחות 50% מהרווח הנקי השנתי.

שנפ (מאוחד) לוח סילוקין של קרן החוב לז"א ליום 30.09.12 באלפי ₪*



*לא כולל אשראי מתגלגל לז"ק בהיקף של כ- 58 מיליוני ₪

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול פרמננטי בהיקפי הפעילות תוך כדי שיפור המרווח התפעולי
- שמירה על יחסי כיסוי מהירים לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- חריגה מהותית ומתמשכת בתוצאות כסלו בהשוואה לנתוני הפרופורמה
- חלוקת דיבידנד בשנפ, שתוביל לפגיעה מהותית בנזילות ובאיתנות הפיננסית של החברה
- חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב ל EBITDA מתואם חכירה של 3.0.

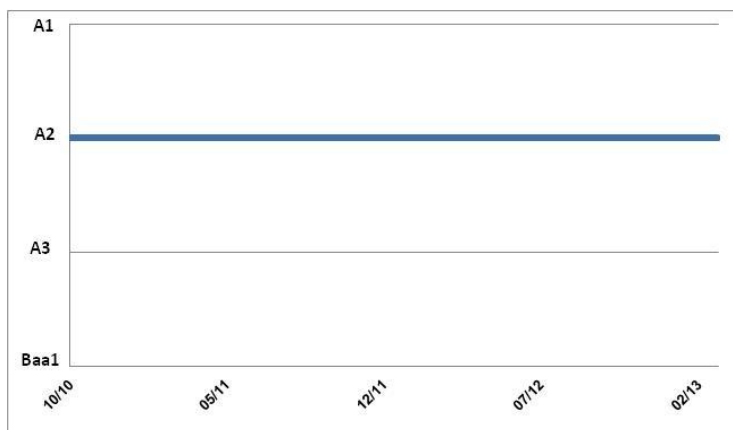
אודות החברה

שנפ התאגדה בשנת 1951 כחברה תעשייתית פרטית בישראל ועיקר עיסוקה בייצור, שיווק ומכירה של מצברי התנעה לכלי רכב מסוגים שונים, בעיקר לשוק המקומי. החברה נרשמה למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב בשנת 2007. החברה מייצרת מצברים לכלי רכב מסוגים שונים, לרבות רכב פרטי, מסחרי, משאיות, אוטובוסים, ציוד מכני כבד, טנקים וכיו"ב. מרבית מכירות החברה הן לשוק המקומי. שנפ הינה החברה הגדולה בישראל בתחום הייצור והשיווק של מצברים עם נתח שוק מוערך של כ-45% ממכירות המצברים בישראל.

בחודש 09/2012 רכשה החברה את החברות "כסלו תחבורה בע"מ" ו"אליאנס שיווק ישראל בע"מ", הפועלות בתחום היבוא והשיווק של צמיגי רכבים פרטיים, מסחריים, חקלאיים וציוד טכני תחת שמות המותג "קונטיננטל", "קופר", אליאנס ועוד. לקוחות מגזר הצמיגים כוללים צמיגיות, לקוחות מוסדיים וציי רכב.

בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בני משפחת רוזנשיין, המחזיקים ביחד בכ-36.9% מהון המניות, סה"כ סק"י השקעות בע"מ, המחזיקה כ-33.6% מהון המניות וקבוצת ילין לפידות המחזיקה 14.2% מהון המניות של החברה. קרן סק"י הינה קרן פרייבט אקוויטי, בשליטת מר צבי יוכמן ומר ניר דגן. מנכ"ל החברה הינו מר אורי רוזנשיין. יו"ר הדירקטוריון הינו ד"ר אברהם אורטל.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[דו"ח מעקב 15/09/2011](#)

[רשימת מעקב 16/07/2012](#)

תאריך הדוח: 12.02.2013

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 בציד, 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.

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון 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 פירעון, 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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 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. דירוגי 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.