



שטראוס גרופ בע"מ

מעקב | ינואר 2014

1

מחברים:

עמית ברון, אנליסט
amitb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

שטראוס גרופ בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa1	דירוג סדרות
------------------	-----	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa1 באופק דירוג יציב לאגרות חוב (סדרות ב' ו-ד') שהנפיקה שטראוס גרופ בע"מ ("שטראוס" או "הקבוצה").

סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	יתרת ע.ג. במחזור ליום 30.09.13 מיליוני ₪	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	7460140	02/2007	4.1%	מדד	744	905	2014-2018
ד'	7460363	01/2013	4.5	לא צמוד	249	245	2017-2023

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג חברת שטראוס גרופ נתמך במעמד המוביל שלה בשוק המזון בישראל, אשר אחראי בשנים האחרונות לכמחצית מהכנסות החברה. לשטראוס מותגים חזקים ונתחי שוק מובילים במגוון קטגוריות פעילות בשוק המזון המקומי. הובלה זו מבוססת על שנות הפעילות הארוכות בשוק, על חדשנות שיווקית גבוהה ועל תמיכה שיווקית חזקה ומתמשכת. בשנים האחרונות החלה רגולציה לעידוד התחרות בענף, בדמות הורדת חסמי הייבוא, הכנסת מחירי מוצרים לפיקוח וקביעת כללים להסדרת היחסים בין היצרנים לקמעונאים. אנו צופים השפעה מתונה מצד הרגולציה על פעילות שטראוס בישראל בטווח הקצר והבינוני. מאפיינים אלו מתקזזים במידת מה עם קצב צמיחה פנימי מתון המאפיין את ענף המזון בישראל והחברה בתוכו. אנו מעריכים כי בדומה לשנת 2013, קצב הצמיחה הריאלי בענף בשנת 2014 יהיה צנוע. כמו כן, אנו מעריכים כי לחברה גמישות מחיר נמוכה מבעבר, נוכח האטה מסוימת בצריכה הפרטית, תחרות חזקה בין רשתות השיווק ורגישות צרכנית גבוהה. לגורמים אלו השלכה על הרווחיות העתידית, בייחוד על רקע אפשרות לעלייה במחירי חומרי גלם אשר רובם היו מצויים בשפל במהלך שנת 2013 ביחס לשנים קודמות.

לחברה מעמד חזק בשוק הקפה הבינלאומי ובעיקר במדינות הפעילות העיקריות ברזיל ורוסיה. פעילות הקפה הבינ"ל תורמת לצמיחה ולפיתוח העסקי של הקבוצה, אולם מאפיינת ברווחיות תנודתית, נוכח חשיפה גבוהה למחירי סחורות הקפה. בהקשר זה, לחברה חשיפה מטבעית הנובעת מפעילות זו אשר מגודרת באופן חלקי.

בשנת 2013 החברה רשמה רווח תפעולי בשיעור של כ-10% לעומת הממוצע הרב-שנתי העומד בשיעור 7%-8% מהמכירות. שיעור הרווחיות הנוכחי נגזר מרווחיות גבוהה ויציבה בשוק המקומי (מגזר בריאות ואיכות החיים, מגזר תענוג והנאה) ורווחיות גבוהה במיוחד במגזר הקפה (בעיקר בחו"ל) וזאת-בשל הירידה במחירי סחורות הקפה. בשנת 2014 אנו צופים המשך של שיעורי הרווחיות אשר נרשמו בשנת 2013 בעיקר בשל השפעת פעילות הקפה הבינ"ל אשר מקבלת רוח גבית ממחירי חומרי הגלם הנמוכים וגידול ברווח של פעילות סברה בארה"ב. הרווח התפעולי צפוי להיות מתורגם לתזרימי מזומנים חזקים ויציבים מפעולות. השקעות הוניות גבוהות, בעיקר בהקמת המרל"ג, וכן תשלום הדיבידנד שהוכרז בסוף חודש אוקטובר צפויים להוביל לתזרים חופשי שלילי בשנת 2013, אשר צפוי גם בשנת 2014 נוכח הימשכות ההשקעות. יחסי הכיסוי ליום 30.9.2013 (על בסיס 4 רבעונים אחרונים) שופרו בהשוואה ליחסים ליום 30.9.2013, בעיקר לאור השיפור בפעילות הקפה. בתרחיש הבסיס שלנו יחסי הכיסוי בטווח הזמן הקצר והבינוני יישארו ברמה שלא תעלה על חוב נטו ל-EBITDA של 2.0 וחוב נטו ל-FFO של 3.0. בטווח זמן היותר ארוך ייתכן והשיפור ברווח התפעולי יקוזז מצד עלייה מסוימת בחוב הפיננסי נטו.

לאחרונה דיווחה שטראוס גרופ על כך ששותפתה לאחזקה בשטראוס קפה, קרן TPG (25.1%) הביעה את רצונה לממש את חלקה בחברת הקפה. בין האפשרויות למימוש אשר הועלו בעבר ע"י החברה ניתן למנות הנפקה ציבורית של פעילות הקפה, כניסת שותף/משקיע חדש בנעלי TPG ורכישת חלקה של TPG בידי שטראוס. ככל שתעלה הוודאות לגבי מתווה המימוש כאמור לעיל מידרוג תבחן את השפעתו על סיכון האשראי של החברה.

החל משנת 2013 אימצה החברה את תקן חשבונאות IFRS 11 אשר מתבטא בהפסקת איחוד יחסי של ישויות בשליטה משותפת ומעבר לרישומן לפי שיטת השווי המאזני. לשינוי זה, השלכה משמעותית (בין השאר) על היקף ההכנסות, הרווח התפעולי, תזרימי המזומנים, ההתחייבויות והנכסים בדוחות המאוחדים. בהתאם למתודולוגיה של מידרוג, לאור העובדה כי הישויות בשליטה משותפת מהוות פעילות ליבה משמעותית של החברה ולאור זאת שההחזקה בשליטה משותפת מהווה חלק אינטגרלי באסטרטגיית הפיתוח העסקי של החברה וכי החברה ממשיכה לנהל את פעילותה השוטפת לאור נתוני האיחוד היחסי, מידרוג מוסיפה לבחון את פעילות החברה על בסיס איחוד יחסי של הישויות בשליטה משותפת כפי שבוצע עד לשנת 2012.

שטראוס גרופ - נתונים פיננסיים עיקריים (איחוד יחסי), מיליוני ש"ח¹:

FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-9/2012	1-9/2013	
6,855	7,699	8,182	6,079	6,069	הכנסות
2,593	2,677	2,866	2,155	2,308	רווח גולמי
586	523	601	477	589	רווח תפעולי לפני הוצאות אחרות
302	233	325	269	285	רווח נקי
7.6%	12.3%	6.3%	8.0%	-0.2%	שינוי במכירות %
37.8%	34.8%	35.0%	35.4%	38.0%	רווח גולמי %
8.5%	6.8%	7.3%	7.8%	9.7%	רווח תפעולי %
802	742	829	646	756	EBITDA
594	552	576	464	489	FFO
562	372	426	298	318	CAPEX
200	200	140	0	0	* DIV
795	904	1,095	972	1,175	יתרות נזילות
1,925	2,380	2,517	2,585	2,532	חוב פיננסי ברוטו
6,257	6,756	7,131	7,305	7,162	סך נכסים במאזן
43.5%	39.9%	38.6%	40.0%	38.5%	הון עצמי למאזן *
40.4%	45.8%	46.4%	45.7%	46.4%	חוב פיננסי ברוטו ל-Cap
1.7	2.1	1.9	2.1	1.7	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA
2.3	2.9	2.8	3.1	2.5	חוב פיננסי נטו ל-FFO

* לאחר תאריך המאזן הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד בסך של כ-157 מיליון ₪.

¹ כאמור לעיל הנתונים הכספיים בטבלה מוצגים לפי שיטת האיחוד היחסי על בסיס נתוני ההנהלה המתפרסמים בדוח הדיקטוריון ופירוטים נוספים מההנהלה. הנתונים אינם מבוקרים ואינם מסוקרים.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מיצוב עסקי חזק מאוד בשוק המזון המקומי

בשנת 2013 שטראוס שומרת על מעמדה כחברת המזון השנייה בגודלה בישראל עם נתח שוק כספי של 11.7% מסך שוק המזון והמשקאות וזאת על פי נתוני סטורנקסט לתשעת החודשים הראשונים של 2013. החברה מחזיקה בישראל סל מוצרים רחב כאשר במרבית קטגוריות הליבה מחזיקה החברה בנתח השוק המוביל. קטגוריות המוצרים נחלקות לשלושה תחומים עיקריים: "בריאות ואיכות חיים" (כ-24% מסך מכירות החברה), "תענוג והנאה" (כ-13%) וקפה נמס, קלוי וטחון (9%). לחברה פעילות משמעותית גם בשוק ברי המים בישראל.

צמיחת פעילות החברה בישראל הינה מתונה (שיעור צמיחה נומינלי בארבע השנים האחרונות של כ-3% לשנה) ובמגמת ירידה, וזאת- נוכח רוויה ורגולציה אשר מקשה על רכישות ומיזוגים בשוק המקומי. חדשנות שיווקית גבוהה והשקעות במיתוג מוסיפות להערכתנו להוות מקור איתן לשמירה על נתחי השוק של שטראוס בישראל בקטגוריות המרכזיות. סל המוצרים של החברה מוטה לקטגוריות הפרימיום בענף המזון ומכאן שצמיחתה רגישה יותר למחזוריות הכלכלית אולם מאידך, פחות חשופה לרגולציה. בעוד במגזרי "תענוג והנאה" והקפה קיים ייבוא מתחרה ממשי, במגזר החלב קיים להערכתנו קושי על ייבוא אפקטיבי נוכח מאפייני המוצרים.

בתשעת החודשים הראשונים של 2013 נרשמה צמיחה מתונה של 2% בפעילות שטראוס בישראל וזאת כאשר עפ"י נתוני סטורנקסט השוק כולו (כולל מזון ומשקאות) צמח בתשעת החודשים הראשונים בשיעור 3.4%. חלק מההסבר לפער להערכתנו הינו הגידול במרווח של רשתות השיווק, השינוי במדיניות המיסוי (כגון מס מוגדל על תחומים שאינם חלק מפעילות החברה) וכן מהלכי השיווק של שטראוס להוזלת חלק ממוצריה. פעילות החברה בישראל מאופיינת ברווחיות גבוהה ויציבה יחסית. אנו מעריכים כי פעילות החברה בישראל תוסיף להתאפיין בצמיחה מתונה כנגזרת של השוק הבוגר והרווי בישראל. בשנת 2013 ניכר שיפור בעיקר ברווחיות מגזר התענוג וההנאה וכן בתחום הקפה בישראל. חלק משיפור זה הינו לאור סביבת מחירי חומרי גלם במגמת ירידה (סוכר, קפה ועוד). לאור המודעות הצרכנית הגוברת ולחץ רשתות השיווק (תחום הסובל מעודף שטחי מסחר) אנו מעריכים כי בטווח הזמן הבינוני קיימת סבירות לפגיעה במרווחים במידה ומחירי הסחורות יעלו.

שטראוס גרופ: התפלגות הכנסות, רווח ורווחיות לפי מגזרי פעילות

	התפלגות מכירות	התפלגות רווח	שיעור צמיחה	% רווח תפעולי	% רווח תפעולי ממוצע
	1-9/2013	מגזרי 1-9/2013	1-9/2013	* 1-9/2013	* 2010-2013
בריאות ואיכות חיים	25%	24%	2%	10%	11%
תענוג והנאה	13%	16%	3%	13%	11%
קפה ישראל	9%	12%	-1.5%	14%	12%
קפה בינ"ל	40%	40%	-5%	10%	7%
מטבלים וממרחים (חו"ל)	7%	8%	18%	10%	8%
אחר	7%	0%	3%	0%	-1%
סה"כ	100%	100%	-0.2%	10%	8%

* שיעורי הרווחיות מתייחסים לתוצאות דיווח מגזרי - לפני הוצאות שלא יוחסו והוצאות/הכנסות אחרות

המשך התבססות מנועי הצמיחה בחו"ל - קפה ומטבלים

פעילות קבוצת שטראוס בשווקים הבינלאומיים נפרשת על שלושה תחומים עיקריים: תחום הקפה הוותיק, תחום הממרחים והמטבלים (חומוס בעיקר) שזכה לתנופה בשנים האחרונות ותחום המים שמצוי כיום בשלבי חדירה (בעיקר בשוק הסיני). בשנים האחרונות מדורגת חברת הקפה של שטראוס כרביעית בגודלה בעולם (במונחי רכש פולי קפה). פעילות הקפה מתרכזת בעיקר בשוק הברזילאי (כ-54% ממכירות הקפה בחו"ל²) ובמדינות ברה"מ לשעבר (כ-21%). בשני השווקים המרכזיים מחזיקה החברה נתחי שוק בולטים אשר נמצאים במגמת עלייה בשנים האחרונות: שטראוס מחזיקה במונת הנפוץ ביותר בקטגוריית הקפה הקלוי בברזיל (20%) ובמותג השלישי בגודלו בקטגוריית הקפה הנמס ברוסיה. בשנים האחרונות עיקר הגידול של החברה בשווקים אלו נבע הן מרכישה ופיתוח של מותגים מקומיים (בעיקר ברוסיה) והן מצמיחה אורגנית (ברזיל). מכירות הקבוצה בברזיל במטבע מקומי (BRL) הציגו גידול של כ-16.6% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, אולם במונחים שקליים נרשמה סטגנציה נוכח ההתחזקות של השקל מול הריאל. בשוק הרוסי סבלה החברה מתחרות חריפה מול המתחרות המרכזיות שהובילה להורדת מחירים.

במהלך שנת 2013 ניכרה ירידה מתמשכת במחירי פולי הקפה שהחלה עוד בשנת 2011, אשר הובילה לשיפור הרווחיות, לירידה בצורכי ההון החוזר ושיפור התזרים מפעילות שוטפת. בעוד רווחיות פעילות הקפה בחו"ל נמוכה מרווחיות פעילות הקפה בישראל (כ-10.1% מול 14.3% בישראל) היא תורמת כ-40% מהרווח התפעולי וההכנסות של הקבוצה. הפעילות מאופיינת בחשיפה גבוהה למחירי חומרי הגלם וכתוצאה מכך לתנודתיות ברווח ובתזרים המזומנים דרך עלות המלאי.

פעילות החברה בתחום הממרחים והמטבלים בחו"ל באמצעות סברה (50%) מתרכזת כיום בצפון אמריקה (ארה"ב וקנדה) והציגה צמיחה של כ-18% בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 לעומת התקופה המקבילה אשתקד. מכירות התחום עדיין מהוות מרכיב נמוך יחסית בסך מכירות הקבוצה (7%), אולם מציגות שיפור עקבי ברווחיות, נוכח הגידול החד במכירות וכן השלמת הרצת מפעל הסלטים החדש בוויגר'ניה ומהלכי התייעלות תפעולית. בנוסף לשאיפת החברה להמשיך לגדול בשוק בצפון אמריקה באמצעות הגברת תדירות הרכישה בקרב הצרכנים וכניסה לבתי אב חדשים, החברה פועלת להגדלת פוטנציאל הצמיחה ע"י כניסה לשווקים החדשים מקסיקו ואוסטרליה באמצעות המותג Obela. אנו מעריכים כי מגזר זה יציג המשך צמיחה ושיפור ברווחיות בטווח הבינוני.

להערכתנו, פיתוח הפעילות הבינלאומית בתחום המים מתרחש בקצב איטי יחסית, אולם מכביד פחות על הפעילות הכוללת. אנו מעריכים כי בשנים 2014-2015 ייקבע עתיד פעילות זו. לאורך זמן אנו מעריכים כי הפעילות הבינלאומית תוסיף ותגדיל את חלקה בתמהיל המכירות של החברה תוך צפי לגידול בתרומה של פעילות זו לרווח.

השקעות הוניות גבוהות ודיבידנדים צפויים לשחוק את יתרות המזומנים בשנים 2013-2014

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2013 רשמה החברה רווח תפעולי תזרימי (EBITDA) של כ-756 מיליון ש"ח ורווח נקי תזרימי (FFO) של כ-489 מיליון ש"ח, זאת לעומת 646 מיליון ש"ח ו-464 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה בשנת 2012, בהתאמה. השיפור הניכר בתזרימי המזומנים נבע מגידול משמעותי ברווחיות לעומת שנת 2012, בעיקר על רקע שיפור המרווח במגזר הקפה, כאמור לעיל. מגמה זו צפויה להתבטא בתוצאות שנת 2013 כולה. בטווח הזמן הבינוני אנו מניחים מעבר של מגזר הקפה לרווחיות נמוכה יותר אשר תשפיע לשחיקת הרווחיות בכלל החברה. בהקשר זה, במידה ומחירי פולי הקפה יעלו, צפויה לכך גם השפעה תזרימית שלילית על צורכי ההון החוזר. השפעה מרכזית זו תצומצם בחלקה ע"י המשך שיפור הרווחיות של פעילות צפון אמריקה.

² השיעור מתייחס לחלקה של שטראוס קפה במכירות חברת הקפה בברזיל, העומד על 50% ועולה באיחוד יחסי לשטראוס קפה, כאשר האחרונה מוחזקת 74.9% בידי החברה ו-25.1% קרן ההשקעות TPG (באמצעות חברה בבעלות TPG) ומאוחדת במלואה. סך המכירות של שוק ברזיל בפעילותה של חברת הקפה עומד על כ-44%.



היקף ההשקעות ההוניות בקבוצה (באיחוד יחסי) צפוי להערכתנו לעמוד סביב 500 מיליון ₪ לשנה בעיקר בשנים 2013-2014 ומורכבות בעיקר מהשקעות בבניית המרלוג'ג בשוהם (אשר מהווה חלק נכבד מההשקעות) והרחבת מפעל הסלטים בוירג'יניה.

אנו מעריכים כי התזרים החופשי בשנת 2013 צפוי להיות שלילי בהתחשב בהשקעות ההוניות ובתזרים הדיבידנד ששולם השנה. בשנת 2014 אנו צופים מגמה דומה ככל שמחירי הקפה ישפיעו לשלילה על התזרים התפעולי ובהינתן המשך ההשקעות ההוניות בהיקף גבוה יחסית. גובה התזרים החופשי מותנה בין השאר בגובה הדיבידנד שיחולק בשנה הבאה.

הרווחיות הגבוהה הובילה לשיפור יחסי הכיסוי, הנתמכים כיום גם ביתרות מזומנים גבוהות מאוד. אנו מעריכים שחיקה מסוימת ביחסי הכיסוי בטווח הקצר-הבינוני

בשנים 2011-2012 חל גידול בחוב הפיננסי המאוחד, חלקו הופנה לכיסוי הגרעון בתזרים החופשי וחלקו לגידול ביתרות הנזילות. יחס החוב הפיננסי לקאפ עלה משיעור של כ-40% בסוף 2010 לשיעור של כ-46% בסוף 2012 ומאז נותר יציב בשיעור זה. יחס חוב נטו לקאפ נטו עלה משיעור של כ-28% בסוף 2010 לשיעור של כ-33% בסוף 2012 ונותר יציב מאז. למרות הגידול בחוב, השיפור שחל ברווח ובתזרים התפעולי במהלך 2012-2013 הוביל לשיפור יחסי הכיסוי. אנו מעריכים כי יחסי כיסוי אלו יישחקו במידה מסוימת בטווח הזמן הקצר נוכח הערכתנו לתזרים חופשי שלילי בשנים 2013-2014. לאור זאת אנו מעריכים כי יחס כיסוי החוב נטו ל-EBITDA יעמוד על כ-2.0 ויחס כיסוי החוב נטו ל-FFO יעמוד על כ-3.0. האמור לעיל אינו מניח בשלב זה ביצוע רכישה משמעותית של פעילות, דוגמת רכישת השותפים בשטראוס קפה, שהינה אחת החלופות למימוש השקעה זו מצידה של TPG. יש לציין כי קיימת אי וודאות גבוהה לגבי חלופה זו או כל חלופה אחרת בשלב זה וכן לדרך מימונה.

נזילות וגמישות פיננסית גבוהות

להערכתנו, החברה ממשיכה להיות בעלת גמישות פיננסית גבוהה מאוד בעיקר נוכח תזרימי מזומנים חזקים מפעילות, מינוף מתון ונגישות גבוהה למקורות מימון בישראל ובעולם. נזילות החברה שופרה מאוד בשנה החולפת בעיקר בשל גיוסי אשראי לטווח ארוך שבוצעו בישראל ברמת החברה סולו, בין היתר באמצעות הנפקת סדרת אג"ח ד' בחודש ינואר 2013 אשר שימשה לעיבוי יתרות המזומנים. יתרות הנזילות מושקעות באפיקים סולידיים מאוד ובעיקר פיקדונות בבנקים.

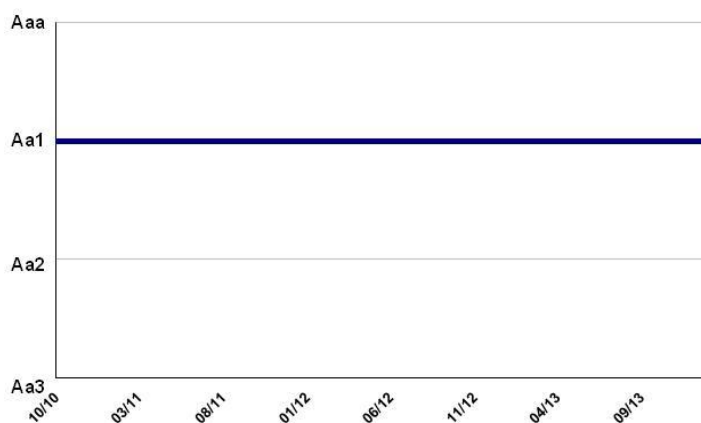
אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה במעמדה העסקי של החברה בשוקי הפעילות המשמעותיים ופגיעה מתמשכת ברווחיותה.
- אי שמירה לאורך זמן על יחס חוב נטו ל-EBITDA שעד 2.0 ויחס חוב נטו ל-FFO שעד 3.0.

שטראוס גרופ הינה חברה ציבורית הנשלטת ע"י משפחת שטראוס, באמצעות שטראוס אחזקות בע"מ שבבעלותה. החברה פועלת בשני תחומי פעילות עיקריים: "שטראוס ישראל" - תחום המרכז את פעילות המזון והמשקאות שאינם קפה בישראל. תחום זה נחלק לשני מגזרי פעילות: "בריאות ואיכות חיים" - מוצרי חלב, סלטים ואחרים; "תענוג והנאה" - ממתקים, מאפים, ומלוחים. פעילות החלב ומוצרי החלב של המגזר מוחזקת בשותפות עם תאגיד דנונה העולמי (דנונה מחזיקה 20% מחברת "שטראוס בריאות בע"מ"). שטראוס בריאות שותפה עם קיבוץ יטבתה במחלבות יטבתה. פעילות החטיפים המלוחים מוחזקת בשותפות שווה עם תאגיד PepsiCo העולמי; "שטראוס קפה" - חברה בת העוסקת בפעילות הקפה הבינלאומית והישראלית של שטראוס. שטראוס מחזיקה כ-74.9% מהחברה, וזאת לאחר מהלך בשנת 2008 בו הכניסה כשותף (כ-25.1%) לחברה את קרן ההשקעות הבינלאומית TPG. החברה פעילה בישראל, בברזיל (50%), בסרביה, ברומניה, בפולין ובמדינות ברה"מ לשעבר. בנוסף לשני תחומי הפעילות העיקריים, פועלת החברה בשוק הממרחים והמטבלים המצוננים בארה"ב וקנדה באמצעות חברת סברה (שותפות 50% עם תאגיד PepsiCo העולמי) ובאוסטרליה ומקסיקו באמצעות חברת אובלה (שותפות 50% עם תאגיד PepsiCo העולמי). בנוסף, החברה בעלים של כ-88% בחברת שטראוס מים, שבה נמצאות, בין היתר, פעילויות "תמי 4", שותפות (50%) בסין עם חברת HAIER ושותפות בינ"ל עם חברת וירג'ין. כמו כן, פעילות ייצור וקמעונאות של שוקולד פרימיום באמצעות Max Brenner.

היסטוריית דירוג (מאז 2010)



דוחות קשורים

[שטראוס גרופ - דוח מעקב שנתי, דצמבר 2012](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדו"ח: 01.01.2014

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 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) - השקעה הונית - 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

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	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.



דו"ח מספר: CIS070114000M

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") 2014.

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 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 צריכה 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 שבכונתו 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.