



תדיראן הולדינגס בע"מ

מעקב | מאי 2015

אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il

תדיראן הולדינגס בע"מ

דירוג סדרה	Baa1	אופק דירוג: חיובי
------------	------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 לאיגרות חוב (סדרה 2) של תדיראן הולדינגס בע"מ ("תדיראן" או "החברה"). אופק הדירוג נותר חיובי.

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה ב-%	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.2014 במיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח, ליום 31.12.2014
2	2580066	יוני-14	4.40	שקלי	100.0	2017-2022

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה ואופק הדירוג החיובי נתמכים במעמדה כיבואנית מובילה בענף מכירות מוצרי החשמל בישראל, ובעיקר במעמדה הבכיר בתחום המזגנים בשוק המקומי, המהווה את מגזר פעילותה העיקרי ונשען על מותג חזק ובעלות החברה. החברה מחזיקה כיום נתח שוק כספי של כ-40% בתחום המזגנים. מנגד, הישענות החברה על מכירות ורווחיות ממגזר פעילות עיקרי יחיד, בשוק המאופיין בעונתיות חזקה ובתנודתיות ברמת הביקושים, בין היתר, על רקע שינויים במזג האוויר, מהווה סיכון עסקי משמעותי. החברה פועלת מול ספק מרכזי בתחום המזגנים, תוך שהיא תלויה באיכות הייצור ושרשרת האספקה של יצרן זה ובתנאי הסחר מולו.

החברה מצויה בתהליך יציאה מתחום מוצרי החשמל הלבנים, הכולל פעילות יבוא ושיווק מוצרי חשמל לבנים וכן הפעלת מספר חנויות חשמל, לאחר שרשמה הפסדים מהותיים במגזר זה בשנים האחרונות, בין השאר בשל תנאי תחרות עזה בענף. החברה תמשיך לפעול בתחום המזגנים ותפעל להרחבת פעילותה בתחום ההתייעלות האנרגטית.

ענף המזגנים בישראל מאופיין להערכתנו ברמת סיכון בינונית, נמוכה מזו של ענף מוצרי החשמל כולו, נוכח חסמי כניסה גבוהים יותר, בשל מורכבות המוצר וערוצי ההפצה הייחודיים לו. הענף מאופיין בתחרות גבוהה בין מספר שחקנים דומיננטיים וחשיבות מותג ואיכות המשפיעים לטובה על גמישות המחיר בעיקר בקטגוריות העיקריות בהן פועלת החברה. החברה הציגה תוצאות תפעוליות חלשות מאוד במגזר החשמל בשנת 2014, נמוך מתחזיותינו למגזר זה ובנוסף, החברה רשמה הפרשות גבוהות לחומ"ס במהלך השנתיים האחרונות. להערכתנו, מימוש המותגים שבידי החברה וההון החוזר בגין פעילות החשמל יכול להערכתנו להביא להקטנת החוב הפיננסי בסכומים מהותיים, הנאמדים על ידינו (תחת תסריט רגישות) בין 50-80 מיליון ש"ח בטווח של שנה עד שנתיים.

להערכתנו, בשנת 2015 החברה צפויה להציג יציבות במגזר המזגנים והמשך הפסד במגזר החשמל, עד למימוש (מרבית או כל) הפעילות בו. בתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה תציג בשנת 2015 EBITDA סביב 35 מיליון ₪, המגלם המשך הפסדים במגזר מוצרי החשמל ושחיקה מסוימת ברווחיות של מגזר המזגנים, זאת לעומת כ-46 מיליון ש"ח בשנת 2014 ובשנת 2016 חזרה ל-EBITDA בין 40-50 מיליון ₪ וזאת תחת ההנחה שלנו כי החברה תצמצם משמעותית את פעילותה בתחום מוצרי החשמל בטווח הקצר - הבינוני. לאורך זמן רווחיות החברה חשופה במידה מהותית לפיחות בשער החליפין שקל/דולר ויכולתה לפצות על כך תלויה במידה רבה מחד, בתנאי המסחריים מול היצרן ומאידך, בעוצמת התחרות.

רמת המינוף של החברה הינה גבוהה יחסית ומאופיינת בתנודתיות חזקה במהלך הרבעונים, אך החברה הציגה ירידה ברמת החוב במהלך הרבעון האחרון של 2014, בעיקר עקב הקיטון בפעילות החשמל, תוך ירידה מחוב ל-Cap של כ-71% ליום 31.12.2013 לכ-65% ליום 31.12.2014. להערכתנו, מגמה זו צפויה להימשך עם המשך הצמצום בפעילות בתחום החשמל. יחסי הכיסוי ההיסטוריים של החברה נעו בטווח רחב כפועל יוצא של רמות המלאי וההפסדים במגזר

החשמל. אופק הדירוג החיובי משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על יחסי כסויו של חוב ברוטו ל EBITDA שבין 4.0 עד 5.5 וחוב ברוטו ל FFO שבין 6.0 עד 8.0. יחס EBIT למימון צפוי לעמוד בין 2.0 ל- 3.0.

לחברה אסטרטגיית צמיחה בתחומים חדשים. במסגרת זו החברה מבצעת השקעות ריאליות בתחומים סינרגטיים, בהיקפים מהותיים יחסית. במהלך 2014 ביצעה החברה השקעה בחברת עין ורד מערכות והחברה צפויה גם להשקיע סכום מהותי בפעילות של התייעלות אנרגטית בבתי חולים, דרך חברה באחזקה משותפת אשר זכתה במכרז של משרד הבריאות בישראל להתייעלות אנרגטית ב- 11 בתי חולים ממשלתיים. התקדמות פרויקט בתי החולים צפויה להגדיל במידה מסוימת את רמת החוב של החברה.

הגמישות הפיננסית והנזילות של החברה הינן סבירות, לחברה מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בהיקף מהותי והנזילות השתפרה בעקבות הנפקת סדרת האג"ח החדשה במהלך 2014.

בעת זו אנו משאירים על כנו את אופק הדירוג החיובי, אשר הוצב בחודש דצמבר 2013, וממתנים לבהירות טובה יותר לגבי מהלך מימוש פעילות החשמל במהלך שנת 2015. הערכתנו כי החברה צפויה להוסיף ולשמור על מעמדה העסקי החזק בתחום המזגנים ועל רווחיות טובה עודנה עומדת בבסיס הצבת האופק החיובי. הדירוג עשוי לעלות ככל שנעריך שהחברה מצמצמת הפסדים בתחום המוצרים הלבנים ומקטינה מינוף תוך כדי היציאה מפעילות זו. יחד עם זאת, נשקול לבחון את אופק הדירוג החיובי במידה ובה תבצע החברה השקעות מהותיות שאנו נעריך כי הן בעלות סיכון גבוה יותר מזה של פעילות הליבה.

תדיראן הולדינגס - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	
729	715	834	859	753	הכנסות
26	20	35	55	36	רווח תפעולי
9	(9)	9	36	21	רווח נקי
111.5%	(1.9%)	16.6%	2.9%	(12.3%)	% שינוי במכירות
20.5%	18.9%	18.4%	20.9%	21.7%	% רווח גולמי
3.6%	2.8%	4.2%	6.4%	4.8%	% רווח תפעולי
158	284	278	278	210	חוב פיננסי ברוטו
114	96	105	118	128	הון עצמי
23.1%	17.7%	18.9%	21.6%	25.1%	הון למאזן
57.3%	73.8%	71.9%	70.9%	64.7%	חוב ל-Cap *
35	29	46	71	46	EBITDA
16	3	20	49	30	FFO
36	(111)	7	21	112	CFO
167	232	211	207	216	ימי לקוחות - מותאם ניכיון
87	64	55	50	79	ימי אשראי ספקים
91	154	101	107	115	ימי מלאי
4.8	8.9	5.9	4.1	4.7	חוב ל-EBITDAR
9.6	38.1	12.7	6.1	7.2	חוב ל-FFOR
1.3	0.7	1.3	2.7	2.3	EBIT למימון

* חישוב הקאפ כולל מסים נדחים נטו (הוספת התחייבויות למסים נדחים בניכוי נכס מס נדחה). ליום 31.12.2014 מושפע הקאפ בניכוי נכס מס נדחה בסך כ 17 מיליון ש"ח לעומת כ 8 מיליון ש"ח ליום 31.12.2013.

תדיראן הולדינגס בע"מ - תוצאות מגזרים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	
הכנסות מחיצוניים					
431	459	539	606	588	שיווק וייצור מזגנים
299	257	295	252	165	שיווק וייצור מוצרי חשמל
רווח (הפסד) תפעולי לפני אחרות					
16.6	24.5	28.5	59.3	51.7	שיווק וייצור מזגנים
9.0	(4.9)	6.3	(4.3)	(15.1)	שיווק וייצור מוצרי חשמל
שיעור רווח (הפסד) תפעולי לפני אחרות					
3.9%	5.4%	5.3%	9.8%	8.8%	שיווק וייצור מזגנים
3.0%	(1.9%)	2.1%	(1.7%)	(9.2%)	שיווק וייצור מוצרי חשמל

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מעמד חזק ונתחי שוק גבוהים במגזר המזגנים

פעילותה העיקרית של החברה ומרכז הרווח המהותי שלה כיום מרוכזים במגזר המזגנים. החברה משווקת מזגנים תחת המותג תדיראן, המיוצרים ברובם על ידי הספק הסיני Gree Electric Appliances, Inc. החברה שיפרה את נתח השוק הכספי שלה בשנים האחרונות והגיעה לנתח מהותי של מעל ל-40% בתחום זה ב-2014. התחום מאופיין בביקושים יציבים יחסית לאורך זמן, אך נוטים לתנודתיות בטווח הקצר, נוכח עונתיות חזקה ותנודות חדות באקלים, כאשר הביקושים חשופים לעונות קיץ פחות חמות ולחות יחסית.

חסימי הכניסה לתחום המזגנים גבוהים בהשוואה ליתר ענפי החשמל, בשל המורכבות הטכנולוגית, רגישות גבוהה יותר לאיכות ושירות וחסמי התקינה. הרגולציה בתחום התקינה, מהווה גורם סיכון ייחודי בענף, אשר חושפת את הענף לסיכון מלאי ושחיקת מחיר בתקופות של שינוי בתקנים.

ענף המזגנים כולל מספר מתחרים דומיננטיים בעלי מותגים חזקים. רמת התחרות בענף בינונית ונוטה להחריף מעת לעת כתלות, בין השאר, בתנאי הסחר. ערוץ ההפצה העיקרי בענף המזגנים הינו מתקינים ומפיצים ייעודיים שהינם בעלי השפעה על הביקוש וטעמי הצרכנים.

אנו לא צופים שינוי מהותי בנתח השוק הכספי של החברה בשנתיים הקרובות. אנו מעריכים כי בהתאם לאסטרטגיית החברה להתמקד בתחום מיזוג האוויר, לרבות במערכות המיזוג המורכבות, מזגנים גדולים ומזגנים מתקדמים, בהתבסס על הידע והיכולות ההנדסיות בתוך החברה לצד איכויות הייצור של הספק העיקרי, היא תשמור על מעמדה הטוב בשוק זה. להערכתנו, התלות הגבוהה בספק המזגנים העיקרי מוסיפה להוות נדבך סיכון בפעילותה.

מנועי הצמיחה בענף זה נשענים בעיקר על קצב הגידול בהתחלות הבנייה, מעבר למוצרים חכמים וחסכוניים באנרגיה, בין היתר בטכנולוגיות Inverter ו-VRF וכן חדשנות טכנולוגית בתחום המוצרים לשוק המוסדי.

תלות גבוהה במגזר עיקרי המאופיין ברווחיות טובה, לצד תלות בספק מזגנים

החברה הציגה שיפור ברווחיות הגולמית והתפעולית במגזר המזגנים בשנתיים האחרונות, אשר הושפעה משיפור בתנאי הסחר מול הספק העיקרי, בעקבות חתימה על הסכם סחר חדש לתקופה של 4 שנים (שנתיים + אופציה לשנתיים נוספות) וכן נוכח מהלכי התייעלות. לאורך זמן, אנו מעריכים כי יכולת ניהול המלאי, המשפיעה על זמינות המלאי והיקף האחזקה הנדרש במהלך השנה, שיתופי פעולה בפיתוח דגמים מותאמים לשוק המקומי ואיכות הקשר עם ספק המזגנים הינם מרכיבים קריטיים ברווחיות החברה, זאת, בנוסף לשער החליפין, שהינו פרמטר אקסוגני. להערכתנו, בהנחת חידוש ההסכם הבלעדי המהותי בשנתיים נוספות, שיעור הרווחיות התפעולית בתחום המזגנים צפוי לעמוד על יותר מ-7% והינו חשוף לשער החליפין של הדולר.

מימוש צפוי של פעילות החשמל ההפסדית צפוי להביא לשיפור בחלק גדול מהפרמטרים הפיננסיים של החברה

פעילות שיווק המוצרים הלבנים פגמה בשנים האחרונות ברווחיות הממוצעת של החברה, על אף היותה אחראית לפחות משליש מהמכירות. החברה נפגעה מהתחרות הקשה בתחום זה, מהיעדר רצפת מכירה מהותית, תלות בכמה מהרשתות הגדולות וממכירה של מותגים שנחלשו בשנים האחרונות ובנוסף נפגעה גם במהלך 2014 מהחלשות ספק מרכזי. בנוסף, רשמה החברה הפרשה גבוהה לחומ"ס בשנתיים האחרונות של כ-16 מיליון ש"ח, מזה כ-11 מיליון ש"ח בשנת 2014. חתימת ההסכם בחודש אפריל 2015 עם ראלקו סוכנויות בע"מ למכירת זכויות ההפצה של המותג בלומברג בישראל צפויה להאיץ את תהליך הקטנת פעילות החשמל. החברה פועלת למימוש זכויות הפצה במוותגים נוספים. בכוננת החברה להוסיף ולהחזיק במוותגים שבבעלותה בתחום מוצרי החשמל הלבנים (אמקור, קריסטל ותדיראן), תוך שהיא בוחנת הענקת זיכיונות על מותגים אלו תמורת תמלוגים. הישארות החברה בתחום המוצרים החשמליים הקטנים, המאופייין ברווחיות גבוהה יחסית, עודנה נבחנת על ידה.

להערכתנו, מימוש זכויות הפצה והתקשרויות שונות בקשר עם המותגים בבעלות החברה וסגירת פעילויות השיווק והקמעונאות של המוצרים הלבנים צפוי לתרום לחברה תזרים משמעותי בטווח הקצר-בינוני, הנע בהתאם להערכה שלנו (המגלמת תרחיש רגישות) בין 50-80 מיליון ש"ח. ככל שתזרים זה ישמש להקטנת האשראי הבנקאי, כפי שאנו מניחים כיום, יוביל המהלך גם לחיזוק האיתנות הפיננסית.

רמת המינוף במגמת שיפור, אשר צפויה להתחזק עם הקטנת פעילות החשמל

החוב הפיננסי של החברה ליום 31.12.2014 הסתכם בכ-210 מיליון ש"ח, מזה כ-100 מיליון ש"ח אגרות חוב שהונפקו במהלך שנת 2014. רמת המינוף לאותו מועד עמדה על כ-65%, ירידה לעומת רמת מינוף של כמעל ל-70% שנרשמה בשלוש השנים האחרונות בסוף השנה. החברה מנכה כשליש מיתרת הלקוחות שלה, פעולה אשר מקטינה את סך המאזן ומשפרת את יחסי המינוף. ליום 31.12.2014 יתרת ניכיון הלקוחות עומדת על מעל ל-120 מיליון ש"ח, ללא שינוי מהותי מהתקופה המקבילה אשתקד. ימי הלקוחות בנטרו לניכיון הלקוחות עמדו על כ-170 (לעומת כ-140 מאזני). ימי המלאי נעים בין 100-120 יום. ימי הלקוחות והמלאי הושפעו לרעה בשנתיים האחרונות מהחולשה במגזר מוצרי החשמל. הקיטון ברמת המינוף במהלך שנת 2014 מיוחס בעיקר להקטנת הון חוזר, עקב הקטנת המחזור בפעילות מוצרי החשמל הלבנים. במהלך השנה רמת המינוף עולה לשיא ברבעון השני עקב הגדלת רמות מלאי המזגנים לקראת שיא העונה ביולי-אוגוסט. להערכתנו, רמת המינוף תמשיך ותרד ככל שפעילות המוצרים הלבנים תמומש ותקטן, בעיקר במהלך המחצית השנייה של 2015.

החברה הציגה יחסי כיסוי חוב מהירים יחסית בשנתיים האחרונות: בשנת 2014 היה זה בזכות הורדת החוב ובשנת 2013 בזכות רווחיות גבוהה מאוד וחריגה בתחום המזגנים. אופק הדירוג החיובי משקף את הערכתנו כי החברה תשמור על יחסי כיסוי של חוב ברוטו ל EBITDA שבין 4.0 עד 5.5 וחוב ברוטו ל FFO שבין 6.0 עד 8.0. יחס EBIT ל מימון צפוי לעמוד בין 2.0 ל-3.0. יחסים אלו מגלמים בין השאר את מבנה פעילות הסחר הנזיל מחד, ואת התנודתיות הרבה בצרכי ההון החוזר, מאידך. בחמש השנים האחרונות החברה חילקה בממוצע כ-75% מהרווח הנקי שלה. במהלך 2014 שינתה החברה את מדיניות חלוקת הדיבידנד שלה עד 50% מהרווח הנקי ואנו מניחים כי החברה לא תחרוג ממדיניות זו.

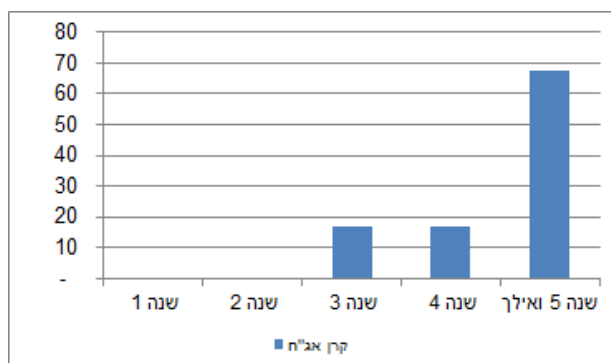
אסטרטגיית צמיחה בתחומים חדשים וסינרגטיים יכול ותוביל להשקעות נוספות ולהגדלת חוב

החברה מבצעת השקעות ריאליות בתחומים סינרגטיים, בהיקפים מהותיים יחסית. במהלך 2014 השקיעה החברה כ-7.2 מיליון ש"ח באחזקתה בחברת עין ורד מערכות (enVerid Systems), המפתחת ומייצרת מערכות לטיפול באוויר ולחיסכון באנרגיה במערכות מיזוג אוויר מרכזיות. החברה צפויה גם להשקיע סכום מהותי בפעילות של התייעלות אנרגטית בבתי חולים, דרך חברה באחזקה משותפת אשר זכתה במכרז בתי החולים של משרד הבריאות. התקדמות הפרויקט המתוכננת בטווח הבינוני צפויה להגדיל את החוב הפיננסי.

נזילות וגמישות פיננסית סבירות

החברה הציגה בשנים האחרונות תזרים שוטף תנודתי, עקב שינויים מהותיים בהון החוזר, בהתאם למאפייני הפעילות שלה כחברת סחר. נזילות החברה מושתתת על יכולתה לגלגל את מימון נכסיה השוטפים (בעיקר יתרת לקוחות ומלאי) באמצעות מימון בנקאי קצר. נכון ליום 31.12.2014 לחברה מסגרות אשראי בסכום כולל של כ-450 מיליון ש"ח, מזה מנוצל מתחת ל-50%. כמחצית מסך המסגרות חתומות. מסגרות האשראי נשענות על שעבוד של הנכסים השוטפים (לקוחות ומלאי). נזילות החברה השתפרה לאחר הנפקת סדרת האג"ח החדשה ולאור לוח הסילוקין הנוח יחסית לפירעון (הכולל גרייס במהלך השנתיים הקרובות). בבחינה של החוב הפיננסי נטו מול יתרת ההון החוזר במאזן ליום 31.12.2014 יש פער מהותי של כ-90 מיליון ש"ח, התורם לגמישותה של החברה בהמשך המימון.

תדיראן (מאוחד): לוח סילוקין בגין התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.12.2014, במיליוני ₪:



אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג:

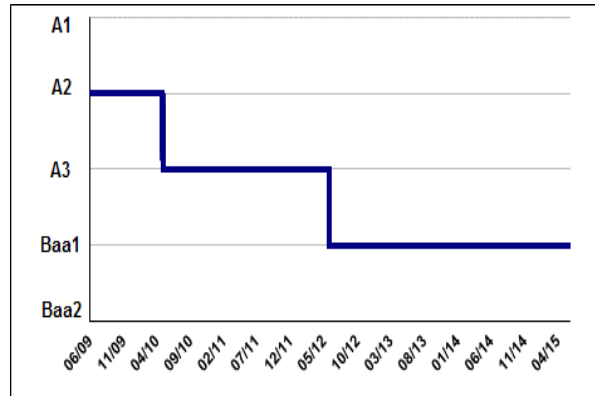
- שמירה על רמת האיתנות הפיננסית של החברה
- שמירה לאורך זמן על יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDA מתחת ל-5.5x

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה מהותית בנתחי השוק בתחום המזגנים
- ביצוע השקעות מהותיות המאופיינות ברמות סיכון גבוהות

אודות החברה

תדיראן עוסקת בעיקר ביבוא, ייצור, שיווק, הפצה ומכירה של מזגני אוויר ומערכות מיזוג אוויר לשוק הביתי, המסחרי והתעשייתי, תחת המותגים "Tadiran", "Amcor" ו-"Toshiba"; כמו כן לחברה פעילות בתחום יבוא ושיווק מוצרי חשמל 'לבנים' ו-'קטנים' תחת מותגים בבעלותה, כגון "Tadiran", "Amcor" ו-"Crystal", וכן זכויות הפצה של מספר מותגים בינלאומיים מוכרים, כאשר לאחרונה הודיעה החברה על כוונתה לצאת מתחום פעילות שיווק מוצרי חשמל 'לבנים' והיא פועלת ליישום החלטה זו. עיקרן המכריע של מכירות הקבוצה הינן לשוק הישראלי. החברה פועלת החל משנת 1989 וניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב החל משנת 1991. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד - מנכ"ל החברה, המחזיק כ-79% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה.



דוחות קשורים

[תדיראן הולדינגס בע"מ - פעולת דירוג, מאי 2014](#)

[תדיראן הולדינגס בע"מ - דוח מעקב, דצמבר 2013](#)

[דירוג חברות תעשייה ומסחר - דוח מתודולוגי, אוקטובר 2013](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 14.05.2015

	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 בציוד, 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 שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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.

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") 2015.

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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדיון 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.