

# וילי-פוד השקעות בע"מ

דוח מעקב | מאי 2014

**מחבר:**

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר  
[elads@midroog.co.il](mailto:elads@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## יולי-פוד השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 ואופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה ד'), שהנפיקה יולי-פוד השקעות בע"מ ("יולי-פוד השקעות" או "החברה").

### סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.12.13, במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ד'	3710167	ינו-10	4.85	אג"ח ממשל 3% + 817	25.5	2014-2015

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג מבוסס על פרופיל פיננסי חזק של החברה, הפועלת כחברת אחזקות, הכוללת רמת מינוף נמוכה, רמת נזילות גבוהה וגמישות פיננסית טובה, הנגזרת מאחזקת שליטה (58.2%) חופשית ומשוחזרת משעבודים במניות גויליפוד אינטרנשיונל בע"מ ("ויליפוד"), חברת סחר בתחום המזון, הנסחרת בבורסת ה-NASDAQ בארה"ב וכן מאחזקה בתיק ני"ע סחיר, בהיקף מהותי. מנגד, אסטרטגיית החברה בשנים האחרונות היוותה גורם שלילי לדירוג ויצרה אי ודאות גדולה בקשר עם המבנה העתידי של הקבוצה ורמות המינוף בהן תפעל החברה, לאחר ביצוע השקעות אסטרטגיות. להערכתנו, עקב מהלך החלפת השליטה בחברה, אשר הסתיים בחודש מאי 2014, עלתה ההסתברות לביצוע מיזוגים ורכישות בטווח הזמן הקצר-בינוני. אנו נבחן מהלכים אלו בהתאם לרמת הסיכון המשוקללת בפעילות החברה, ככל שיבוצעו השקעות או שינויים במבנה האחזקות.

מאפייני תיקי ניירות הערך של החברות (בהיקף של כ-78 מיליון ש"ח בחברה וכ-174 מיליון ש"ח בויליפוד, ליום 31.12.2013) מהווים גורם שלילי בסיכון האשראי של החברה, נוכח רמת סיכון גבוהה יחסית ותנודתיות גבוהה. בין השאר, השתמשה ויליפוד במקורות התיק הנזיל לצורך העמדת הלוואה לטובת משקיעים פוטנציאליים בקבוצת אידיבי. יחד עם זאת, גם לאחר הפעלת מבחני לחץ, להערכתנו, רמת הנזילות תיוותר גבוהה ביחס לרמת החוב ולוח הסילוקין. נזילותה של החברה נבחנת על בסיס סולו, זאת מכיוון שהתזרים התפעולי, כמו גם חלק ניכר מהיתרות הנזילות המאוחדות, נובעים ממאזנה של החברה הבת - ויליפוד, כאשר החוב מצוי כולו בחברה סולו. בנוסף, ויליפוד לא העלתה דיבידנדים לבעלי המניות בשנים האחרונות, למרות שברשותה יתרת רווח מהותית לחלוקה. פעילותה של ויליפוד מאופיינת ברמת סיכון בינונית ומעלה, אולם היא פועלת ללא חוב פיננסי והיא בעלת יתרות נזילות גבוהות מאוד, הכוללות, נכון ליום 31.12.2013, יתרת מזומן של כ-36 מיליון ש"ח וכן תיק ניירות ערך בהיקף של כ-174 מיליון ש"ח.

ויליפוד הינה יבואנית בסדר גודל בינוני בתחום המזון בישראל, עם נתח שוק קטן בשוק המזון והמשקאות בישראל, אך מעמד בולט בתחום יבוא שימורי פירות וירקות ובתחום גבינות המעדנייה וגבינות פרימיום. לויליפוד פיזור טוב של ערוצי שיווק והפצה, הכוללים את השוק המאורגן, השוק המוסדי והשוק הפרטי, קשר חזק עם מספר רב של ספקים ברחבי העולם ויכולות סחר גבוהות. ויליפוד פועלת בענף תחרותי מאוד והיא בעלת יתרונות יחסיים מועטים ותחרות אנכית חריפה מול רשתות השיווק, המתבטאת בלחץ מתמיד על מחירי המכירה וחשיפה לסיכונים ענף הסחר, הכוללים צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים, סיכון אשראי לקוחות, תנודתיות במחירי סחורות המזון ושערי החליפין של הדולר והאירו. בשנתיים האחרונות הציגה ויליפוד שיעורי צמיחה גבוהים, אשר נבעו, הן מגידול במכירות לרשתות השיווק הגדולות והן מלקוחות השוק הפרטי.



בשנים האחרונות פועלת החברה לאיתור השקעות חדשות עבור החברה הבת ויליפוד בתחום המזון בארץ ובעולם. בחודש מאי 2014 השלימו האחים יוסי וצבי ויליגר ("ויליגר") את מכירת את כל אחזקתם בחברה (כ-58% מסך המניות) לחברת אמבלייז. במסגרת הסכם המכירה, ויליגר התחייבו להמשיך לתת שירותי ניהול לחברה לתקופה של 3 שנים, בתנאים זהים.

אופק הדירוג היציב משקף את נזילותה הטובה של החברה, תוך שהוא מביא בחשבון תרחיש של ביצוע השקעות ריאליזיות. כמו כן, אנו מניחים המשך גידול בהכנסות ויליפוד, נוכח צמיחה אורגנית והוספת מוצרים חדשים ושמירה על רמת רווחיות טובה. להערכתנו, תיק ניירות הערך של החברה צפוי להמשיך ולהציג תגודתיות גבוהה, אולם הנזילות תיוותר טובה.

### יולי פוד השקעות ("סולו") - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	
50	9	5	3	10	מזמן ושווי מזומנים
29	130	79	93	78	נכסים פיננסיים אחרים
141	158	170	194	213	השקעה בחברות בנות
35	83	52	62	26	חוב פיננסי
10	2	12	4	17	דיבידנד ששולם לבעלי מניות
185	214	202	230	275	הון עצמי

### יולי-פוד השקעות (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪<sup>1</sup>:

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	
230	271	264	287	337	הכנסות
-20.4%	17.8%	-2.5%	8.5%	17.4%	שינוי במכירות %
65	76	62	69	84	רווח גולמי
28.3%	28.2%	23.3%	24.2%	24.9%	שיעור רווח גולמי
25	27	16	23	29	רווח תפעולי לפני אחרות
11.0%	9.9%	6.2%	8.0%	8.5%	שיעור רווח תפעולי
29	30	20	26	33	EBITDA
12.5%	11.0%	7.5%	9.1%	9.8%	שיעור EBITDA
5	22	(9)	20	39	הכנסות ריבית ושיעור ני"ע
30	41	3	31	54	רווח (הפסד) נקי
30	30	23	26	28	FFO מתוקן (ללא הכנסות מני"ע)
(17)	(7)	8	(32)	(22)	שינויים בהון החוזר
137	123	40	61	46	מזמן ושווי מזומנים
36	195	239	249	252	נכסים פיננסיים אחרים
44	89	51	72	26	חוב פיננסי ברוטו
69.6%	71.7%	79.4%	76.5%	88.5%	סך הון למאזן
15.0%	19.7%	13.0%	16.3%	5.7%	חוב פיננסי ל-Cap
1.3	4.9	2.9	4.4	1.8	חוב ל-EBITDA - איחוד יחסי
1.6	6.0	4.0	6.5	2.7	חוב ל-FFO - איחוד יחסי
6.0	4.7	3.1	6.0	11.0	EBIT למימון ברוטו

<sup>1</sup> עד לתום הרבעון הרביעי של שנת 2011 עסקה החברה גם בתחום הייצור, על ידי החזקה של ויליפוד בכ-51% ממניות סלטי שמיר. החל מיום 27 בדצמבר 2011 הופסקה פעילות הייצור, לאחר שהחזקות ויליפוד בסלטי שמיר נמכרו.

#### אי ודאות בקשר עם אסטרטגיית ההשקעות של החברה

החברה פועלת כחברת אחזקות ריאלית ופיננסית, כאשר פעילותה הריאלית מתמקדת באחזקה בויליפוד ולצד זאת מנהלת החברה תיק ניירות ערך בהיקף משמעותי, הן ישירות והן באמצעות ויליפוד. אסטרטגיית הצמיחה של הקבוצה במהלך השנים האחרונות התבססה על מיזוגים ורכישות של חברות קטנות בתחום המזון בארץ ובח"ל. החברה בוחנת מזה מספר שנים השקעה אסטרטגית בחברות בתחום המזון בישראל, לרבות יצרניות מזון בעלות היקף פעילות משמעותי ואולם המקורות הכספיים של החברה בשנים האחרונות הופנו בעיקר לצורך הגדלת תיק ניירות הערך. כמו כן, בשנים האחרונות הקטינה החברה את אחזקתה בויליפוד (משיעור של כ-70% בסוף שנת 2009 לשיעור של כ-53% ומאז עלתה חזרה לשיעור של כ-58%). הירידה בשליטה הייתה, בין היתר, תוצאה של הנפקת הון שבוצעה בויליפוד ושימשה לעיבוי יתרות הנזילות ותיק ניירות הערך. בנוסף, העברת השליטה בחברה מהאחים ויליגר לחברת אמבלייז, שהושלמה בחודש מאי 2014, מעלה אי ודאות מחודשת לגבי עתיד מבנה האחזקות והאסטרטגיה העסקית של החברה.

#### תיק השקעות מהותי המאופיין בתנודתיות גבוהה

החברה מנהלת מזה מספר שנים תיק ניירות ערך רחב היקף, המנוהל בידי מנהל השקעות ובפיקוח ועדת השקעות. נכון ליום 31.12.2013 יתרת התיק בחברה הינה כ-78 מיליון ₪ ובנוסף לחברה גם יתרת מזומנים של כ-10 מיליון ₪. ליום זה יתרת הנכסים הפיננסיים בויליפוד עמדה על כ-174 מיליון ₪ (כולל הלוואה ל-NEWCO<sup>2</sup>) ובנוסף יתרת מזומנים ושווי מזומנים של כ-36 מיליון ₪. להערכתנו, העמדת הלוואה ל-NEWCO מצביעה על תיאבון סיכון גבוה יחסית. להערכתנו, תיק ההשקעות הינו ברמת סיכון גבוהה יחסית ואופיין בתנודתיות גבוהה של רווחי ההון בשנים האחרונות. בשנת 2013 החברה רשמה רווחים גבוהים מתיק ההשקעות שלה (בעיקר ברמת החברה סולו).

#### ויליפוד הינה חברת סחר קטנה עם פיזור מוצרים רחב וגמישות שיווקית

ענף המזון בישראל הינו בעל מאפיינים סולידיים יחסית, עם יציבות ביקושים ביחס למחזוריות הכלכלית וגמישות מחיר טובה, ביחס להתייקרות התשומות לאורך זמן. לצד זאת, הענף מאופיין בתחרות גבוהה, עם דומיננטיות מחד, של מספר יצרנים ממותגים גדולים ומאידך, של מספר רשתות גדולות. יבוא המזון מהווה חלק קטן מצריכת המזון המקומית, וזאת למרות חסמי כניסה נמוכים, כתוצאה ממגבלות שונות על פעילות היבוא, כגון כשרות, טריות ומכסות. יבוא המזון חשוף אינהרנטית למאפייני ענף הסחר - תנודתיות במחירי סחורות המזון, במטבעות הזרים וסיכון אשראי לקוחות. ויליפוד הינה חברת סחר בסדר גודל קטן בענף המזון בישראל, בעלת נתח שוק נמוך מ-1% במכר הכספי של הענף, אולם החברה מחזיקה במעמד בולט בתחום היבוא והסחר במוצרי מזון. לויליפוד סל רחב של למעלה מ-600 מוצרי מזון אותם היא מייבאת ומשווקת, בעיקר בישראל, עם נתח שוק בולט בקטגוריות של גבינות קשות, חמאת פרימיום ושימורי מזון. כמו כן, לויליפוד פעילות משמעותית בתחום היבוא עבור מותגים פרטיים של רשתות המזון. לחברה מרכז לוגיסטי וצי משאיות משלה. להערכתנו, גמישות המחיר של ויליפוד הינה נמוכה יחסית והיא סובלת מחיסרון לגודל, כספק מזון קטן יחסית, הפועל מול לקוחות גדולים ואגרסיביים - בעיקר רשתות הקמעונאות הגדולות.

<sup>2</sup> בנובמבר 2013 התקשרה ויליפוד בהסכם עם חברת NEWCO להעמדת הלוואה בסכום של 65 מיליון ש"ח, הניתנת להמרה למניות אידיבי אחזקות או אידיבי פתוח, אשר תוחזקה על ידי NEWCO. בינואר 2014, לאחר תאריך המאזן, החזירה NEWCO את קרן הלוואה, בתוספת תשלום ריבית לתקופה.



גודלה של ויליפוד תורם ליכולת התגובה המהירה לשינויים בענף. ליליפוד ניסיון ויכולות מוכחות שנרכשו לאורך השנים, המאפשרות לה להתאים את יבוא מוצריה לשינויים בביקושים בענף המזון וכן לספק מענה לצרכים שיווקיים משתנים של קמעונאיות המזון, לרבות בתחום המותגים הפרטיים, עם קשת רחבה של מוצרים בטווחי מחיר שונים. ליליפוד בסיס לקוחות רחב, הכולל רשתות שיווק ארציות ופרטיות ולקוחות מוסדיים ואחרים. החברה מבצעת ביטוח סיכוני אשראי מול לקוחותיה באופן סלקטיבי, ובעיקר מול השוק הפרטי. השיעור הממוצע של הפרשה לחובות מסופקים בשנים האחרונות היה נמוך, סביב 0.1% מסך ההכנסות.

### **צמיחה גבוהה בפעילות ויליפוד בשנתיים האחרונות, תוך שמירה על רמת רווחיות טובה, למרות ערך מוסף נמוך וחסרון לקוטן**

היקף המכירות של ויליפוד בשנת 2013 הסתכם בכ-337 מיליון ש"ח וזאת בהשוואה ל-287 מיליון ש"ח בשנת 2012 וכ-264 בשנת 2011. הגידול במחזור ההכנסות בשנת 2013 נבע מהגדלת הפעילות במספר קטגוריות מוצרים ומול רשתות קמעונאיות המזון והגדולות ולקוחות השוק הפרטי. הצמיחה במכירות לוותה גם בשיפור הדרגתי במרווח הגולמי, אשר נתמכה בהחלשות הדולר במהלך השנה. הרווחיות התפעולית של החברה הינה טובה ונעה בין 7%-9%, נמוך מחברות הפועלות בתחום תעשיית המזון בישראל, אך רווחיות גבוהה יחסית לחברות סחר. שנת 2013 התאפיינה בירידה ריאלית בשוק המזון ועלייה במכר הכספי, הודות להעלאות מחירים. כמו כן, בשנה זו החלה החלשות בשוק המקומי במכירות המותג הפרטי, לראשונה בשנים האחרונות. מוצרי מותג פרטי מהווים קטגוריה רחבה במכירותיה של ויליפוד.

להערכתנו, הרבעון הראשון של שנת 2014 יאופיין בחולשה במכירות המזון ברשתות השיווק. אנו מעריכים, כי בדומה לשנת 2013, הגידול במכירותיה של ויליפוד בשנת 2014 ינבע בעיקר מהרחבת סל המוצרים (בין היתר, בתחום המשקאות הקלים והגלידות) והגדלת נתח השוק בתחום הגבינות.

### **רמת מינוף נמוכה, העומדת מול תיק ההשקעות והאחזקה בויליפוד**

יתרת החוב הפיננסי המאוחד ברוטו ליום 31.12.2013 ירדה ל-26 מיליון ש"ח מכ-72 מיליון ש"ח בתקופה המקבילה אשתקד, כתוצאה מפירעון שוטף של קרן האג"ח והקטנת חוב בנקאי וכיום כל החוב נובע ממאזנה של החברה סולו. יחס הון למאזן הינו גבוה ועמד ביום 31.12.2013 על כ-88.5%, לעומת כ-76.5% ביום 31.12.2012, כאשר גם יחס הון עצמי, מיוחס לבעלי השליטה, לסך המאזן, עלה מ-47.8% לכ-57.2%, בהתאמה. ביצענו בחינה של כריות ההון של החברה, גם ברקע החשיפה הגבוהה לתיק ניירות ערך ברמת סיכון גבוהה יחסית, תוך עריכת מבחני רגישות לרמת ההון, בתסריט של ירידה חדה במחירי ניירות ערך. להערכתנו, גם בתרחיש כזה רמת ההון תיותר גבוהה.

מידרוג בוחנת את יחסי הכיסוי של החברה על בסיס איחוד יחסי של האחזקה בויליפוד, נוכח היקף משמעותי של זכויות שאינן מקנות שליטה. עקב השיפור ברווחיות החברה והקטנת החוב הפיננסי, יחסי הכיסוי של החברה התקצרו באופן מהותי. יחס חוב פיננסי ל-EBITDA באיחוד יחסי עומד על כ-1.8x ליום 31.12.2013, לעומת כ-4.4x ליום 31.12.2012. יחס החוב הפיננסי ל-FFO<sup>3</sup> תפעולי עומד על כ-2.7x ליום 31.12.2013, לעומת כ-6.5x ליום 31.12.2012. להערכתנו, בשנת 2014 החברה תציג שיפור נוסף ביחסי הכיסוי, לאור הקטנה צפויה נוספת של חוב האג"ח ושיפור נוסף צפוי ברווח התפעולי. רמת המינוף של החברה בולטת לטובה, יחסית לדירוג, אולם אי הוודאות לגבי ייעוד היתרות הנזילות מעיב על יציבות יחסי הכיסוי בטווח הזמן הבינוני והארוך.

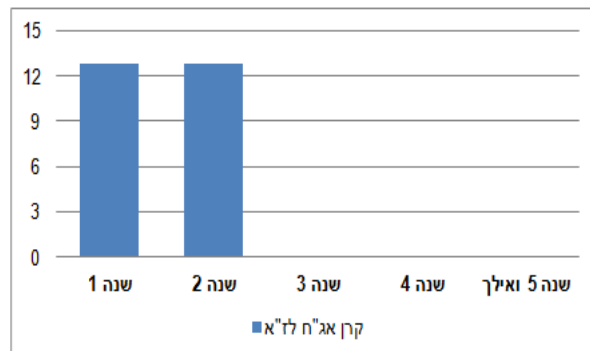
<sup>3</sup> בנטרול הכנסות ריבית ודיבידנד מניירות ערך למסחר.

### רמת נזילות חזקה, גם בהנחות סטריס על תיק ההשקעות

ניתוח הנזילות מבוצע על ידינו לחברה ברמת סולו, זאת נוכח ההפרדה המבנית הקיימת בין החברה לבין ויליפוד, המרכזת את כל הפעילות התפעולית וכן חלק גדול מיתרות הנזילות והנכסים הפיננסיים האחרים. כמו כן, לויליפוד אין מדיניות דיבידנד והיא לא חילקה רווחים בשנים האחרונות. להערכתנו, רמת הנזילות של החברה נותרה טובה ביחס לרמת החוב וצורכי שירות החוב, גם בהתחשב ברמת הסיכון הגבוהה בתיק הנזיל, נוכח היקפו המשמעותי ביחס לנכסי החברה ולהתחייבויותיה. יתרת המזומנים ושווי מזומנים במאזני החברה סולו ליום 31.12.2013 הסתכמה לכ-10 מיליון ₪ ובנוסף, לחברה נכסים פיננסיים, שחלקם הגדול נזיל, בסכום של כ-78 מיליון ₪. להערכתנו, רמת הנזילות בסולו הינה מספקת. בנוסף, לויליפוד יתרת עודפים נרחבת לחלוקה. תזרים המזומנים של ויליפוד נתון לתגודתיות, נוכח צורכי הון חוזר משתנים. התזרים החופשי (לאחר השקעות ודיבידנד) של החברה היה שלילי בשנתיים האחרונות ונבע גם מחלוקת דיבידנד.

על פי שטר הנאמנות של אגרת החוב, החברה מוגבלת בחלוקה של עד 33% מהרווח הנקי השנתי, ובכפוף לכך שסך ההון של החברה לא יפחת מ-45% מסך המאזן, לאחר חלוקת הדיבידנד. בשנים 2011-2013 חילקה החברה כ-32 מיליון ₪. ליום 31.12.2013 יתרת הרווחים הראויים לחלוקה של החברה הסתכמה בכ-122 מיליון ₪. לחברה עומס פירעונות נמוך - פרעון קרן אג"ח בסכום של כ-12 מיליון ₪ במהלך החודשים דצמבר 2014 ו-2015.

### ויליפוד (סולו) לוח סילוקין של יתרת החוב הפיננסי לזמן ארוך, ליום 31.12.2013, במיליוני ₪:



### אופק הדירוג

#### גורמים אשר יכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- הגדלה מהותית בפזור העסקי ונפח הפעילות, תוך שמירה על רמת רווחיות טובה

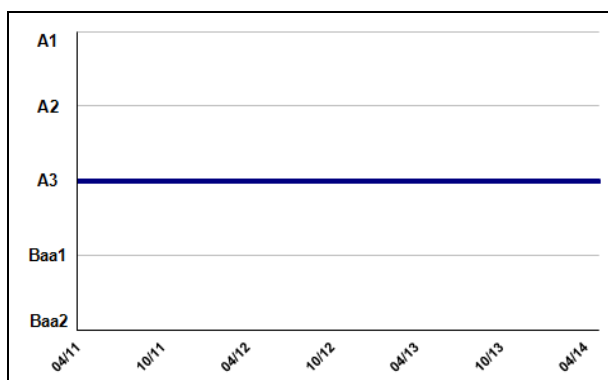
#### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה לאורך זמן על יחס כיסוי חוב פיננסי ברוטו ל-EBITDAR (ויליפוד באיחוד יחסי) של עד 4.5x
- איבוד שליטה בחברת ג.ויליפוד אינטרנשוניל
- השקעות מהותיות בפעילויות בעלות רמת סיכון גבוהה

## אודות החברה

וילי-פוד השקעות בע"מ הינה חברה ציבורית, המאגדת תחתיה קבוצת חברות, העוסקות בעיקר ביבוא, בשיווק ובהפצה של מגוון רחב של למעלה מ-600 מוצרי מזון. קטגוריות המוצרים העיקריות הינן: גבינות קשות וחמאה, שימורי ירקות וחמוצים, שימורי פירות ודגים, שמני מאכל, פירות יבשים ופיצוחים. זרוע הפעילות העיקרית של החברה הינה ג'וליופוד אינטרנשיונל בע"מ, המוחזקת על ידי החברה בשיעור של כ-58.2% והונפקה בנאסד"ק במהלך 1997. ויליפוד השקעות הונפקה בבורסה בת"א במהלך שנת 1993. בחודש מרץ 2014 נחתם הסכם למכירת מניות האחים ויליגר לאמבלייז, חברה ציבורית הנסחרת בבורסת ה-LSE בלונדון ומוחזקת ע"י BGI, שלה בנוסף גם אופציות Call, ביחס לכ-14.46% מהון אמבלייז. נכון לתאריך דוח זה, לאחר השלמת מכירת החברה, אמבלייז מחזיקה בחברה בשיעור של כ-61.65% מהון המניות וכ-62.27% מזכויות ההצבעה בה.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

[וילי-פוד השקעות בע"מ - Issuer Comment, דצמבר 2013](#)

[וילי-פוד השקעות בע"מ - דוח מעקב, פברואר 2013](#)

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

מועד הדוח: 11.05.2014

**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> 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 המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות 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 קטגורית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגורית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגורית 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 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 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 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.