



צנורות המזרח התיכון בע"מ

מעקב | נובמבר 2015

1

אנשי קשר:

ניר ישראל, ר"ח, אנליסט

niri@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות

i.sigal@midroog.co.il



צנורות המזרח התיכון בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1.il	דירוג סדרה
------------------	---------	------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מבחינה של אגרות החוב (סדרה 2) שהנפיקה צנורות המזרח התיכון בע"מ ("צנורות המזה"ת" ו/או "צמ"ת", ו/או "החברה") ואישור מחדש של דירוג Baa1.il. אופק הדירוג הינו יציב.

סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

יתרת שנות פרעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.6.15 במיליוני ש"ח	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית נקובה (%)	מועד הנפקה המקורית	מס' נייר ערך	סדרת אג"ח
2015-2018	42	מדד	4.2	אפר-11	4540126	2

שיקולים עיקריים לדירוג

אנו מודיעים על הוצאה מבחינה של דירוג אגרות החוב (סדרה 2) נוכח השלמת עסקת גאון אגרו (ראה להלן) וגיבוש הערכתנו לגבי השפעות העיסקה על הדירוג. להערכתנו, איתנותה הפיננסית של צמ"ת שופרה בעקבות העסקה, במסגרתה רכשה החברה את מניות גאון אגרו מגאון אחזקות בתמורה ל-18 מיליון ש"ח ולהנפקת הון מניות. במסגרת העסקה הועברו לחברה החזקות בשלוש חברות עם פעילויות שונות בתחום האביזרים לתשתיות מים ותחומים נוספים, חלקם משיקים לפעילות החברה. יחסי ההון למאזן והחוב ל-Cap שופרו ועומדים על כ-48% ו-37% בהתאמה. יחסים אלו בולטים לטובה יחסית לדירוג ומבטאים רמת מינוף נמוכה יחסית ויכולת טובה לעמוד בזעזועים עתידיים. לצד זאת תזרימי המזומנים הפרמננטיים של החברה נותרו צרים ותנודתיים, ואנו לא מעריכים תרומה מהותית של הרכישות לתזרים השוטף הפרמננטי בטווח הקצר והבינוני. שיקולים אלו מתווספים למאפייני הסיכון הבסיסיים של פעילות צמ"ת, אשר להערכתנו לא השתנו במידה ניכרת בעקבות העסקה.

דירוג החברה מתבסס על מעמדה החזק בשוק הצינורות לתשתיות מים וביוב בישראל, עם נתחי שוק גבוהים ויכולת ייצור מגוון מוצרים ומתן פיתרון כולל לחברות בתחום ההובלה בצינורות פלדה ופלסטיק. שוק זה מאופיין בחשיפה לפעילות פרויקטאלית, בתלות בהיקף ההשקעות בתשתיות מים, ביוב וגז בישראל ובפעילותו של הלקוח המרכזי בתחום, חברת מקורות. מידת הסיכון העסקי של ענף פעילות החברה מוערכת על ידינו כגבוהה יחסית, נוכח אופי מחזורי של הביקושים, ערך מוסף בינוני וחשיפה למחירי הגלם. בנוסף, אנו מעריכים כי חסמי הכניסה לענף צינורות הפלדה פחתו בשנים האחרונות וחלה עלייה בהיקף הייבוא המתחרה בקטגוריית הצינורות הקטנים והבינוניים. רווחיות החברה נמוכה יחסית ותנודתית, כשהיא חשופה למאפייני הסיכון של הענף כנזכר לעיל. בשנת 2014, כמענה לירידה בהיקף הפעילות, השלימה החברה תוכנית התייעלות שכללה בין השאר, סגירת קו ייצור וצמצום כוח העבודה. בשנה האחרונה חלה ירידה מהותית במחירי חומרי הגלם העיקריים המשמשים את החברה: פלדה, פוליאתילן, פי.וי.סי, פוליפרופילן ואבץ לצד התחזקות הדולר, המהווה את המטבע המרכזי בו רוכשת החברה חומרי הגלם, אל מול השקל. שינויים אלו באו לידי ביטוי בשחיקה ברווחיות בחציון הראשון של שנת 2015 אל מול התקופה המקבילה אשתקד, נוכח ירידה במחירי המכירה. בתרחיש הבסיס של מידרוג לשנים 2015-2016, אנו צופים צמיחה מתונה במכירות לצד רווחיות תפעולית בטווח של 5%-4% (אשר מגלמת גם את איחוד חברת "כוכב" שנרכשה בעסקת גאון אגרו).

התזרים השוטף הפרמננטי צפוי להערכתנו לעמוד בטווח של 25-30 מיליון ש"ח לשנה. אל מול תזרים זה לחברה השקעות הוניות של 10-15 מיליון ש"ח לשנה וכן דיבידנד לבעלי המניות בהיקף של 5-7 מיליון ש"ח. התזרים החופשי בשנים הקרובות, בניטרול שינויים בהון חוזר, צפוי להערכתנו להיות חיובי אך נמוך, במידה שלא תאפשר צמצום מהותי בחוב.

להערכתנו, בטווח הקצר והבינוני, החברה תציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDA 4.0-4.5 ויחס חוב ל-FFO קטן מ-5.0-4.5, ההולמים את הדירוג בהתחשב במאפייני הפעילות. יחס כיסוי EBIT להוצאות מימון צפוי לעמוד להערכתנו בטווח של 2-3. הדירוג מביא בחשבון תנודתיות ביחסי הכיסוי שעשויה לנבוע מהתנודתיות המאפיינת את רווחיות החברה והיקף התזרים הפרמננטי.

נזילותה של החברה הינה סבירה, תוך שהחברה שומרת על יתרות נזילות בהיקף מהותי וכן מסגרות אשראי בנקאיות פנויות (כ 36 מיליון ש"ח ליום 30.6.2015). מנגד, לחברה היקף פרעונות גבוה יחסית בשנתיים הקרובות וכן צורכי הון חוזר תנודתיים למדי. להערכתנו, רמת המינוף המתונה ויחסי הכיסוי המהירים יחסית צפויים להוסיף ולשמר את הגמישות הפיננסית של החברה למחזר את התחייבויותיה.

צנורות המזה"ת (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ש"ח:

FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	H1 2014	H1 2015	
449	579	354	360	175	182	הכנסות
66	99	52	65	33	31	רווח גולמי
16	51	9	22	12	9	רווח תפעולי
(1)	28	(33)	16	7	5	רווח (הפסד) נקי
14.8%	17.0%	14.7%	18.0%	18.8%	17%	רווח גולמי %
3.6%	8.9%	2.5%	6%	6.7%	4.8%	רווח תפעולי %
30	66	22	35	17	15	EBITDA
12	45	13	22	12	10	FFO
(7)	(6)	(9)	0	0	0	חלוקת דיבידנד
(16)	(11)	(25)	(11)	(7)	(5)	CapEx
62	72	63	43	28	36	יתרות נזילות
243	178	159	126	131	124	חוב פיננסי ברוטו
57.3%	46.7%	50.5%	42.2%	44.5%	41%	חוב ל-Cap
8.1	2.7	7.1	3.7	4.1	4.0	חוב ל-EBITDAR
20.2	3.9	12.1	5.7	5.5	6.2	חוב ל-FFOR
1.4	3.7	1.9	3.3	3.1	2.6	EBIT למימון

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מעמד דומיננטי בענף הצנרת לתשתיות בישראל, המאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית

נתח השוק של החברה בענף צינורות הפלדה מוערך על ידנו בכ- 50%. בתחום הצינורות הרחבים לחברה מעמד עסקי מוביל הן בייצור המקומי (יצרנית יחידה בישראל) והן מול חלופת הייבוא (שהינו מוגבל בקטרים הגדולים). בקטגוריות הצינורות הבינוניים והקטנים החברה מתמודדת עם תחרות הולכת וגוברת בשנים האחרונות, הן מצד יצרנים מקומיים והן מצד ייבוא. מעמדה של החברה בתחום זה נובע מהיותה ותיקה בתחום ויצרן יחידי בארץ בחלק מהקטרים, מניהול מלאי מגוון המאפשר אספקה מיידית ומבעלות על קרקעות בצריפין המאפשרות לה לספק שירותי אחסון. בתחום צינורות הפלסטיק פועלת החברה באמצעות החברה הבת פלסים (71%), אשר הינה יצרנית צינורות פלסטיק מובילה בישראל. בשונה מהפלדה, תחום הפלסטיק מאופיין במספר רב של מתחרים וכפועל יוצא בתחרות גבוהה יותר. מחזור המכירות של החברה הינו נמוך יחסית (כ 367 מיליון ש"ח בארבעת הרבעונים האחרונים) והציג תנודתיות בשלוש

¹ החברה מאחדת את דוחותיה הכספיים של חברת פלסים החל ממאי 2011.

השנים האחרונות, שנבעה בעיקר משינויים בהיקף המכירות למקורות. סיכון ענף תשתיות המים והביוב בישראל מוערך על ידינו כגבוה יחסית נוכח מחזוריות גבוהה של הביקושים, המושפעת מרמת ההשקעות במשק המים (שתלויה גם בתקציבי הממשלה וסדרי העדיפויות הממשלתיים ובתקציבי מקורות ורשויות המים) וכן מרמת ההשקעות בתחומי הנדלן והבינוי המאופיינים גם הם במחזוריות גבוהה. הענף מאופיין ברמת תחרות בינונית, לקוחות גדולים בעלי רגישות גבוהה למחירים (ובראשם מקורות, אולם גם תאגידי מים ואחרים), ביקושים תנודתיים וחשיפה למחירי חומרי גלם ושערי חליפין.

מקורות הינה לקוח עיקרי אשר היווה כ-25% מסך הכנסות החברה (כ-50% ומעלה מהכנסות מגזר הפלדה לבדו) בממוצע בשלוש השנים האחרונות וחלק מהותי מהרווח התפעולי הכולל של החברה. פעילות החברה מול מקורות מבוססת על הזמנות מסגרת, המתקבלות בהתאם לתכנית העבודה של מקורות. ואולם, קצב ההזמנות ממקורות עשוי להיות תנודתי מאוד בין השנים, גם אם מקורות עומדת בתקציב הרב-שנתי. כך, במהלך שנים מסוימות תיתכן הסטה של ההכנסות משנה לשנה, נוכח דחיית פרויקטים, כפי שאכן קרה בשנים 2012-2013. מאפיינים אלו מגדילים את רגישות ההכנסות של החברה בטווח הקצר והבינוני לפרמטרים שאינם תלויים בה ומקשים על נראות ההכנסות. התחרות בענף מוערכת על ידינו כבינונית נוכח השפעת ריבוי המתחרים בשוק הפלסטיק המצומצם וריכוזיות הלקוחות, המקוזזת אל מול מיעוט מתחרים בתחום הפלדה ובלעדיות החברה בייצור חלק מהקטרים בתחום הפלסטיק והפלדה.

עסקת גאון אגרו תורמת לאיתנות הפיננסית אך מוקדם לדעתנו להעריך את התרומה בצד הסינרגיה

ב-16 ביולי 2015 הושלמה עסקת רכישת גאון אגרו במסגרתה רכשה החברה את כל מניות גאון אגרו מהחברה האם גאון אחזקות בתמורה ל-18 מיליון ₪ והנפקת מניות. גאון אגרו מחזיקה בחברות הכוכב (97.5%), מצרפס (25.1%) ושגיב (50%). חברת כוכב משווקת מדי מים (באמצעות החברה הבת (100%) מדי ורד) ומייצרת מגופים למערכות מים, מתקני התפלה, מפעלי תעשייה, כיבוי אש, מערכות השקיה ומיזוג אוויר. מצרפס מייצרת צינורות טפטוף והשקיה וצנרת להשקיה ולתחום התקשורת ושגיב מייצרת מוצרי פליז שונים וברזים ושסתומים כדוריים לתחומי המים, הגז והנפט. הפעילויות החדשות שנובעות מהעסקה מגדילות במידה מסוימת את מגוון המוצרים שמציעה החברה, אך להערכתנו מוקדם לגלם את הסינרגיה בין חברות הקבוצה, בין השאר נוכח מבנה השליטה באחזקות השונות. לכוכב היקף פעילות קטן תוך תנודתיות גבוהה ורווחיות חלשה. איננו מעריכים תרומה מהותית של כוכב לרווח או לתזרים.

שתי האחזקות הנוספות שהינן בעלות היקף פעילות משמעותי ורווחיות טובה יחסית, מצויות בשליטה משותפת (שגיב) או תחת השפעה מהותית (מצרפס) על ידי החברה, ולהערכתנו מיצוי הסינרגיה מולן ידרוש תהליך ממושך. יש לציין כי בשנתיים האחרונות חל שיפור ברווח הנקי של מצרפס ושל שגיב כתוצאה מגידול בהיקף ההכנסות ומשיפור ברווחיות החברות, אולם אנו לא מוציאים מכלל חשבון תנודתיות בתוצאות העתידיות של חברות אלו. לפי תרחיש הבסיס אנו מעריכים כי האחזקה של החברה בשגיב ומצרפס תתרום לתזרים הפרמננטי סכום שנתי של בין 3-4 מיליון ש"ח שינבע מחלוקת דיבידנדים.

רווחיות בינונית ותנודתית המושפעת ממחירי חומרי גלם ומרגישות מחיר של הלקוחות

חומרי הגלם העיקריים המשמשים את החברה הינם פלדה, פוליאיתילן, פיוויסי (PVC), פוליפרופילן ואבץ. נוכח השיעור הגבוה יחסית של עלות חומרי הגלם מההכנסות (50%-60%), חשופה החברה לתנודות ברווחיות הנגזרות משינויים במחירי חומרי הגלם ומשינויים בשערי החליפין. החל מהמחצית השנייה של שנת 2014 חלה ירידה חדה במחירי מרבית חומרי הגלם המשמשים את החברות בענף והתחזקות משמעותית של הדולר, המהווה את המטבע המרכזי בו נקובים מחירי הסחורות שרוכשת החברה. מחירי המכירה של מרבית מוצרי החברה צמודים למחירי הסחורות, מה שמגביר את התנודתיות בהכנסות וברווח, בפרט נוכח מרכיב גבוה של הוצאות ייצור קבועות. בנוסף, התחרות בענף מתאפיינת בעיקר בתחרות מחירים נוכח הבידול הנמוך שקיים בין מוצרי החברות השונות, בעיקר בקטרים הבינוניים והקטנים. אנו מעריכים כי התחרות תישמר ברמה זו גם בטווח הקצר והבינוני ותגרום ללחץ שלילי על המחירים.



בשנת 2014 חל שיפור בשיעור הרווח התפעולי של החברה כתוצאה מעליה בהכנסות ממקורות ומהשוק החופשי, לאחר ירידה לא צפויה בשנת 2013, ומביצועה של תכנית התייעלות נרחבת במסגרתה סגרה החברה את קו הייצור לצינורות בעלי תפר אורכי (קטרים קטנים, בין 6-24 אינטש), צמצמה את מצבת כוח האדם במפעל בצריפין, ועברה למשמרת אחת בקו הספיראלי (קטרים בין 100-22 אינטש). לאור סגירת הקו האורכי, החברה החלה לייבא צנורות שחורים מספקים שונים. במחצית הראשונה של שנת 2015 חלה הרעה ברווחיות התפעולית של החברה שנבעה מההשפעה המשוקללת של ההתחזקות המשמעותית של הדולר מול השקל ושל ירידת מחירי חומרי הגלם העיקריים המשמשים את החברה. שיעור הרווחיות התפעולית בארבעת הרבעונים האחרונים עמד על כ-5% ועל כ-6% במוצע בשלוש השנים האחרונות. תרחיש הבסיס שלנו לגבי השנים 2015-2016 מניח כי היקף תקציב הפיתוח של מקורות יישמר ברמתו הנוכחית וכי קצב הביקושים בענף הנדלן והבינוי יגדל בשיעור של 2%-3% לשנה. בנוסף, איחוד מלא של כוכב יוביל לתוספת הכנסות של כ-45-50 מיליון ש"ח להערכתנו. מנגד אנו מניחים שחיקת מחירים וירידה ברווחיות הממוצעת שתנבע מאיחוד כוכב. בתרחיש הבסיס אנו צופים רווחיות תפעולית בטווח של 4%-5% (אשר מגלמת גם את איחוד חברת "כוכב" שנרכשה בעסקת גאון אגרו).

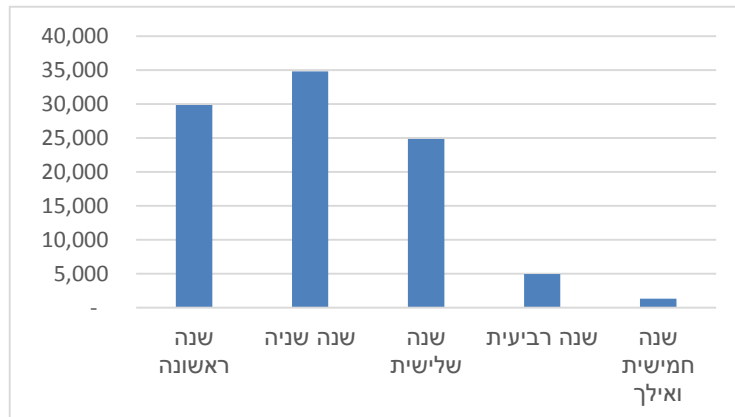
איתנות פיננסית בולטת לטובה המתחזקת כתוצאה מעסקת רכישת גאון אגרו

פרופורמה לעסקת גאון אגרו מסתכם החוב הפיננסי של החברה ליום 30.6.2015 (פרופורמה) בסכום של כ-152 מיליון ש"ח. יחסי ההון למאזן והחוב ל-Cap שופרו ועומדים על כ-48% ו-37% בהתאמה (לעומת 44% ו-41% לפני העסקה). יחסים אלו בולטים לטובה יחסית לדירוג ומבטאים יכולת טובה לעמוד בזעזועים עתידיים. על בסיס תרחיש הבסיס שתואר לעיל, אנו מניחים כי בשנים 2015-2016 החברה תציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDA שבין 4.0 ל-4.5 ויחס חוב ל-FFO (הכולל דיבידנדים ממוחזקים) 4.5-5.0, ההולמים את הדירוג בהתחשב במאפייני הפעילות, בגודל תזרימי המזומנים ובכך כי לחברה גם השקעות הוניות בהיקף משמעותי יחסית לתזרים מפעולות. אנו מעריכים כי יחסי הכיסוי של החברה עשויים להיות תנודתיים נוכח תנודתיות הרווח. אנו לא צופים קיטון מהותי בחוב של החברה בטווח הקצר והבינוני נוכח תזרים חופשי נמוך יחסית וכן הנחה כי החברה תחזור לחלק דיבידנדים לאחר שנתיים בהם לא חולקו רווחים נוכח תוכנית הרה-ארגון וההפסד הכבד שנרשם בשנת 2013. אנו סבורים כי בהתאם לאסטרטגיית החברה, היא עשויה לבצע בעתיד השקעות ברכישות ומיזוגים במטרה להרחיב את הפעילות, בהיעדר מנועי צמיחה משמעותיים.

נזילות סבירה הנתמכת בגמישות פיננסית ההולמת את הדירוג

בתרחיש הבסיס אנו מעריכים FFO שבין 25 ל-30 מיליון ש"ח ו-FCF הנמוך מ-10 מיליון ש"ח, בהנחת השקעות הוניות בהיקף של 10-15 מיליון ש"ח וחלוקת דיבידנד של 50% מהרווח הנקי הניתן לחלוקה. לחברה ולחברות הבנות עומס פירעונות שנתי שבין 30 מיליון ש"ח ל-35 מיליון ש"ח בשנים הקרובות לטובת מחזיקי האג"ח והבנקים. יתרות המזומן של החברה פרופורמה ליום 30.06.2015 עומדות על כ-25 מיליון ש"ח. להערכתנו, החברה וחברות הבנות צפויות לפרוע את ההתחייבויות השוטפות בעיקר דרך מחזור חוב. לחברה מסגרות בנקאיות בהיקף של כ-36 מיליון ש"ח (מהן כ-18 מיליון ש"ח במסגרות תת-תומות) אשר אינן מנוצלות נכון ליום 30.06.2015. נכסיה העיקריים של החברה משועבדים לטובת חובות בנקאיים, אולם להערכתנו לחברה עודף שעבודים לטובת הבנקים, גורם אשר מקנה לחברה גמישות פיננסית מסוימת. לחברה מספר אמות מידה בהן היא עומדת במידה טובה להערכתנו.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 30.06.15, באלפי ₪*:



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי בנקאי לזמן קצר בסך של כ-44 מיליון ₪ ליום 30.06.15

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

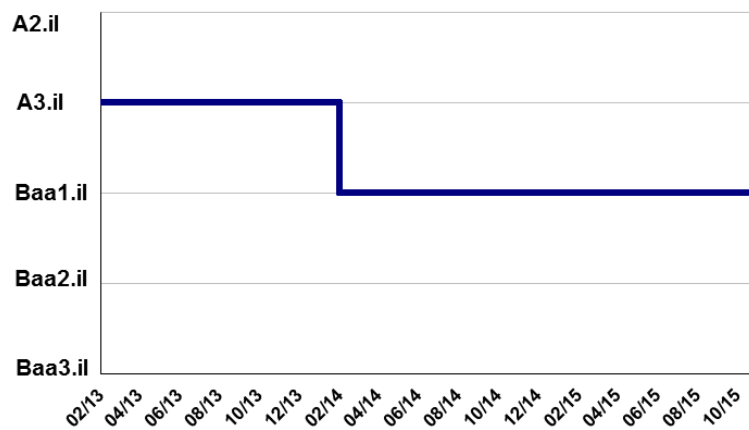
- גידול משמעותי בהיקף ופיזור הפעילות
- הגדלת בסיס ה-EBITDA תוך הקטנת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי ל EBITDA של 6.0
- אי שמירה על מדיניות דיבידנד מתונה

פרופיל החברה

צנורות המזה"ת הינה חברה תעשייתית מקומית העוסקת בייצור ושיווק צנורות פלדה ופלסטיק בקטרים שבין 100-2 אינטש, בעיקר לפעילות תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. כמו כן, החברה מספקת שרותי גילון של מוצרי מתכת. החברה הינה היצרן היחיד בישראל של צינורות להולכה בקטרים 22 עד 100 אינטש. החברה הינה ספק ויצרן הצנרת הגדול בישראל. חברת מקורות, מונופול אספקת המים בבעלות ממשלת ישראל, מהווה לקוח עיקרי של החברה. החברה מחזיקה כ-71% מהחברה הבת פלסים. מתקני החברה נפרסים על פני שטח של כ-263 דונם, מרביתם בצרפין. ב-16 ביולי 2015 הושלמה עסקת רכישת גאון אגרו במסגרתה רכשה החברה את כל מניות גאון אגרו מהחברה האם גאון אחזקות. גאון אגרו מחזיקה בין היתר בחברת הכוכב (97.5%) המייצרת ומשווקת מגופים ומדי מים (באמצעות חברת הבת מדי ורד), מצרפלים (25.1%) המייצרת צינורות טפטוף והשקיה וצנרת להשקיה ולתחום התקשורת ושגיב (50%) המייצרת מוצרי פליז שונים וברזים ושסתומים כדוריים לתחומי המים, הגז והנפט. בעלת המניות העיקרית הינה גאון אחזקות המחזיקה בכ-67.38% ממניות החברה, ומוחזקת על ידי קרן וילה (57.2%). מנכ"ל החברה הינו מר גיא רגב ויו"ר הדירקטוריון הינו מר הראל בית און.



דוחות קשורים

[צנורות המזרח התיכון בע"מ, Credit Review - מרץ 2015](#)

[צנורות המזרח התיכון בע"מ - מעקב, פברואר 2014](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

הדוח מפורסם באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד הדוח: 15.11.2015

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

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי הגבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ- Aa.il ועד Caa.il 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.

בנוסף, האינדיקטור (hyb) יתווסף לכל הדירוגים של מכשירים היברידיים המונפקים על ידי בנקים ומבטחים. בהתאם לתנאיהם מכשירים היברידיים מאפשרים שמיטה של תשלומי דיבידנד, ריבית או קרן, אשר עשויים לגרום לחוב להפוך לפגום², בקרת שמיטה כזו. מכשירים היברידיים עשויים להיות כפופים למחיקות של קרן בהתאם לתנאיהם. הדירוג לזמן ארוך יחד עם האינדיקטור (hyb) משקף את סיכון האשראי היחסי של ההתחייבות.

² להגדרת חוב פגום הנכם מוזמנים בחוברת סולמות דירוג והגדרות דירוג באתר מידרוג.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודד או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.