



צנורות המזרח התיכון בע"מ

מעקב | פברואר 2014

1

מחברים:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

צנורות המזרח התיכון בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרה
------------------	------	------------

מידרוג מודיעה על הוצאה מ-Credit Review של אגרות החוב (סדרה 2) שהנפיקה צנורות המזרח התיכון בע"מ ("צנורות המזה"ת" ו/או "צמ"ת", ו/או "החברה") והורדת הדירוג מ-A3 ל-Baa1. אופק הדירוג הינו יציב.

סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13, במיליוני ש"ח	יתרת שנות פרעון קרן האג"ח
2	4540126	אפר-11	4.2	מדד	74	2014-2018

שיקולים עיקריים לדירוג

הורדת דירוג החברה, בהמשך לדוח Credit Review שפורסם בחודש נובמבר 2013, נובעת מהחלשות מהותית בפעילות החברה ובבסיס ה-EBITDA בשנת 2013, עקב הקטנה של מכירות ללקוח מהותי - מקורות חברת מים בע"מ ("מקורות") וללקוחות אחרים ומפגיעה באיתנות החברה הצפויה להערכתנו לסוף שנה זו. גם לאחר הנחת שיפור מסוימת בפעילות הקבוצה, כפי שאנו חוזים לשנת 2014, החברה צפויה להציג בסיס EBITDA ו-FFO נמוכים יחסית לקבוצת ה-A, הנובעים בין היתר, גם ממחזור הכנסות קטן יחסית אשר חושף את החברה לסיכונים אינהרנטיים מול לקוח עיקרי, כאשר לחברה שליטה מועטת על מרכיב ההזמנות מלקוח זה.

האירועים בשנת 2013 הדגישו את הסיכון הכרוך בלקוח זה, אשר הוביל להצגת תוצאות חלשות מהצפוי בשנת 2013, נוכח הירידה בהכנסות ממקורות, אשר גזרו רווחיות תפעולית נמוכה משמעותית, בין היתר, נוכח הוצאות קבועות גבוהות. בשנים 2011-2012 הפעילות מול מקורות בלטה לחיוב, בעיקר לאור הגדלת רכש צנורות בקטרים גדולים. במועד הדירוג הראשוני, בתרחישים שונים, מידרוג לא צפתה קיטון כה ניכר בהיקפי הפעילות ממקורות לשנת 2013 ולשנים הבאות. הרווחיות היציבה והטובה במגזרים הנוספים, בעיקר מגזר הפלסטיק, תרמה למיתון הפגיעה במגזר הפלדה.

במהלך חציון שני לשנת 2013, גיבשה החברה תוכנית רה-ארגון, הכוללת צמצום קווי ייצור ופיטורי עובדים, אשר הושלמה ברביע הרביעי של השנה. להערכת החברה, הגמישות התפעולית של החברה תשופר כך שמבנה ההוצאות של החברה יהיה רזה יותר ויותר יותאם לסביבת הפעילות התחרותית.

דירוג החברה מתבסס על מעמדה החזק בשוק הצינורות לתשתיות מים וביוב בישראל, עם נתחי שוק מהותיים ויכולת ייצור מגוון מוצרים ומתן פיתרון כולל לחברות בתחום ההובלה בצינורות. פעילות זו כוללת חשיפה לפעילות פרויקטאלית, תלות בהיקף ההשקעות בתשתיות מים, ביוב וגז בישראל ובפעילותו של הלקוח המרכזי בתחום.

בתרחיש הבסיס של מידרוג, בשנת 2014 החברה צפויה להציג שיפור ברווחיות וזאת נוכח הקיטון בעלויות הקבועות אשר יקוזזו בחלקן למול שחיקת מחירים אשר אנו צופים בשנה זו בעקבות המשך התחרות בענף.

התזרים החופשי בשנים הקרובות צפוי להיות נמוך עקב קצב מכירות נמוך למקורות, צרכי הון חוזר תנודתיים והשקעות ברכוש קבוע.

נדילתה של החברה הינה סבירה, לאור צרכי ההשקעה בשנים הקרובות. לחברה שעבודים צפים וקבועים לטובת הבנקים על נכסי החברה והחברות הבנות, וצורך לעמוד באמות מידה פיננסיות מול המערכת הבנקאית ומול מחזיקי

האג"ח. לחברה מסגרות בנקאיות בהיקף של כ-71.5 מיליון ₪ חתומות אשר אינן מנוצלות נכון ליום 30/09/2013. בחודש ינואר 2014 ביטלה החברה הסכם עם ספק הודי לרכישת מכונה חדשה בקו הספיראלי לייצור בקטרים גדולים (בהיקף כולל של כ-25 מיליון ₪), לאור אי עמידה בלוחות זמנים. החברה הודיעה כי היא מתכוונת להמשיך את ההשקעה בקו הספיראלי החדש ובוחנת חלופות העומדות בפניה. החברה ביצעה בשנת 2013 השקעות בשטחה, בקשר עם המכונה החדשה בסכום כולל של כ-25 מיליון ₪. באם החברה תבחר לבצע השקעות נוספות בהקשר עם הקו החדש אנו נבחן את ההשפעה של המהלך מול ההכנסות, הרווח והחזר ההשקעות הצפוי בגינו.

צנורות המזה"ת - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪¹:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	30.09.12	30.09.13	
270	242	249	449	579	455	266	הכנסות
12%-	10%-	3%	81%	29%	49%	42%-	שינוי בהכנסות
59	49	39	66	99	73	39	רווח גולמי
35	31	9	15	51	38	6	רווח תפעולי
22	20	3	(1)	28	19	(12)	רווח (הפסד) נקי *
21.9%	20.2%	15.5%	14.7%	17.0%	16.0%	14.8%	רווח גולמי %
13.0%	12.8%	3.8%	3.4%	8.9%	8.3%	2.3%	רווח תפעולי %
47	41	21	29	66	49	16	EBITDA
33	32	14	12	45	35	12	FFO
(11)	2	(54)	8	44	21	29	שינויים בהון החוזר
(10)	(11)	(10)	(7)	(6)	0	(9)	חלוקת דיבידנד
(6)	(15)	(9)	(16)	(11)	(8)	(18)	CapEx
3	33	4	62	72	57	77	יתרות חילות
123	150	125	243	178	188	165	חוב פיננסי ברוטו
170	179	175	178	199	196	177	הון עצמי
50.7%	46.3%	48.7%	32.4%	40.1%	37.8%	40.5%	הון עצמי למאזן
41.7%	45.7%	41.4%	57.3%	46.7%	48.5%	48.4%	חוב ל-Cap
2.1	3.1	0.8	0.7	2.9	2.4	0.6	EBIT למיסון
2.6	3.6	6.1	8.4	2.7	3.3	4.9	חוב ל-EBITDA
3.8	4.6	8.8	21.1	3.9	4.4	6.6	חוב ל-FFO

* ההפסד הנקי לתשעת החודשים הראשונים נובע מהפחתות רכוש קבוע בסך של כ-13.4 מיליון ₪ במסגרת תכנית הרה-ארגון.

** סעיף זה אינו כולל רכישת חברה מאוחדת בכ-17 מיליון ₪ בשנת 2011 ותמורה ממימוש השקעות בחברות כלולות בסך של כ-51 מיליון ₪ בשנת 2010 וכ-2 מיליון ₪ בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013.

התממשות הסיכון הכרוך בתלות במקורות במהלך שנת 2013, צפי לשיפור מסויים בשנת 2014 לאור תהליכי התייעלות

מקורות הינו לקוח עיקרי אשר היווה בין 25%-40% מסך ההכנסות של החברה בשנים 2008-2012 וחלק מהותי מהרווח

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



התפעולי הכולל של החברה. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013, הקטינה מקורות (בהשוואה לתקופה המקבילה בשנת 2012) את האספקה מצמ"ת בכ-9 אלפי טון, המהווים הכנסות של כ-60 מיליון ₪. להערכתנו, הקטנת ההזמנות נבעה בכך שבשנים 2011-2012 רשמה מקורות היקפי רכש גבוהים משמעותית מהחברה, בין היתר, לנוכח פרויקטי ההתפלה אשר הסתיימו בתחילת שנת 2013. בנוסף, התמקדה מקורות בשנת 2013 בפרויקטים של אלקטרומכניקה ודחתה פרויקטים אחרים כגון: קו מים לירדן, פרויקט אם המושבות, הקו החמישי לירושלים ופרויקטים בערבה. לחברה אין שליטה על קצב ההזמנות ממקורות ועל עיתוי ההזמנות, שהינו תנודתי, גם בשנים בהן הפעילות הפרויקטאלית במקורות מתנהלת באופן שוטף ובהתאם לתקציב, כפי שקרה בשנת 2013.

ההתנהלות החברה מול מקורות מבוססת על הזמנות מסגרת, המתקבלות בהתאם לתכנית העבודה של מקורות. עם זאת, במהלך שנים מסוימות תיתכן הסטה של ההכנסות משנה לשנה, נוכח דחיית פרויקטים. יש לציין, כי מקורות מנהלת תוכנית השקעות חמש-שנתית ואינה נמדדת על עמידה בתוכנית מדי שנה, כי אם לאורך התקופה האמורה. כל אלו מקשים על צמ"ת לחזות את עיתוי ונראות ההכנסות ממקורות.

צנורות המזה"ת - הכנסות מלקוח עיקרי - מקורות, במיליוני ₪:

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	1-9/12	1-9/13	
247	305	307	270	242	249	449	579	455	266	מחזור מכירות מאוחד
224	269	267	230	208	188	214	222	171	103	מזה הכנסות במגזר הפלדה
117	132	139	120	113	83	126	150	117	58	מזה מכירות למקורות
47%	43%	45%	45%	47%	33%	28%	26%	26%	22%	חלק מקורות במחזור

התפתחויות אלו הביאו להצגת הפסד תפעולי בתחום הפלדה, עקב מבנה הוצאות קבועות גבוה. בין 10-15% מכל ההוצאות בחברה הינן קבועות, כאשר עיקרן הוצאות שכר, בין היתר, עקב עבודה בשתי משמרות. בשנים האחרונות עלתה מידת התחרות בענף, המתבטאת בעיקר בתחרות על מחיר, והתבטאה בהזמנות של מקורות מחו"ל בקטרים של 100 צ"ל והגדלת נתחי שוק של אברות. עיקר התחרות המקומית הינה מול חברות אשר מייבאות צינורות, בעיקר בקטרים קטנים, ומבצעות פעולות כגון ציפוי ועטיפה בלבד. בתחום הצינורות בקטרים הגדולים לחברה מספר מתחרים טורקים. החברה מעריכה כי היא מחזיקה נתחי שוק מהותיים בכל תחומי פעילותה.

בשנת 2014, להערכתנו צפוי שיפור מסויים במגזר. עיקר השיפור מוסבר דרך התוכנית האסטרטגית החדשה של החברה, אשר כוללת את סגירת הקו האורכי ומעבר לייבוא וציפוי של צנורות שחורים בקטרים אלו במקביל לשינויים בתפיסת ההפעלה של הקו הספיראלי. בתרחיש הבסיס של מידרוג, בהתייחס למקורות, אנו לא צופים חזרה למוצע ההכנסות של השנים האחרונות ומניחים ירידה פרמננטית לתחום של בין 80-90 מיליון ש"ח, בין השאר, לאור התחרות מצד אברות וספקים טורקים. אנו צופים כי החל משנת 2014 נקודת האיזון במפעל הפלדה תרד באופן מהותי, עקב ביצוע צעדי התייעלות.

שיפור ברווחיות מגזר הפלסטיק הממתן את הפגיעה ברווחיות מגזר הפלדה

האחזקה בפעילות פלסים תורמת לגיוון העסקי של החברה ולמיתון החשיפה למגזר הפלדה. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2013 רוב הרווח התפעולי של החברה הגיע ממגזר זה. שוק צנרת פלסטיק נחלק לשני תחומי פעילות עיקריים, צנרת לתשתיות (מים, ביוב, גז וחשמל) וצנרת לאינסטלציה ביתית. תחום צנרת לתשתיות מורכב מצנרת בקטרים בין 110-1,200 מ"מ. המכירות בתחום זה מיועדות לשוק התשתיות העירוניות והארציות ולפיכך מושפעות מקיומם של פרויקטים גדולים של תשתיות לאומיות, אשר קיומם תלוי, בין היתר, בהחלטות ממשלה והקצאות תקציבים של רשויות וגופים ממשלתיים. תחום הצנרת לאינסטלציה מורכב מצנרת בקטרים 110-16 מ"מ. תחום זה מושפע ישירות משוק הבנייה והשיפוצים הביתיים בישראל. מגזר הפלסטיק מאופיין בגיוון לקוחות גדול ואינו מושתת על לקוח מרכזי או על פעילות פרויקטאלית מהותית. המגזר הינו אחד ממנועי הצמיחה של החברה, בעיקר נוכח הצורך בפריסה



מאסיבית של צינורות מפלסטיק, לצורך חלוקת והובלת הגז הטבעי. אנו צופים צמיחה בהכנסות מגזר זה, אך לא בהכרח בשנת 2014, נוכח החשיפה לתחום תשתיות חלוקת הגז הטבעי. בנוסף, להערכתנו בשנים הקרובות מגזר הפלסטיק ימשיך לשמור על דומיננטיות במונחי סך הרווח מתוך סך הרווח התפעולי המאוחד.

צנורות המזה"ת - תוצאות מגזרי פעילות, במיליוני ₪:

2008	2009	2010	2011	2012	1-9 2012	1-9 2013	
הכנסות							
230	208	188	214	222	171	103	ייצור ומיגון צנורות
		28	38				יצוא
40	34	33	34	37	27	28	גיליון
			51	144	122	14	צנרת ורכיבים למערכות סולריות
			112	177	135	121	ייצור ושיווק צנורות פלסטיק
270	242	249	449	580	454	266	סה"כ
רווח תפעולי לפני אחרות							
29	26	12	9	24	17	-6	ייצור ומיגון צנורות
		-1	-2				יצוא
6	8	1	2	3	3	3	גיליון
		0	1	13	9	0	צנרת ורכיבים למערכות סולריות
			2	12	9	10	ייצור ושיווק צנורות פלסטיק
35	34	12	12	51	38	7	סה"כ
שיעור רווח תפעולי							
12.6%	12.5%	6.4%	4.2%	10.9%	9.7%	-5.9%	ייצור ומיגון צנורות
		-3.2%	-4.7%				יצוא
15.0%	23.5%	3.3%	6.8%	7.6%	12.3%	11.2%	גיליון
			2.4%	8.9%	7.3%	2.1%	צנרת ורכיבים למערכות סולריות
			1.7%	6.6%	6.8%	7.8%	ייצור ושיווק צנורות פלסטיק
13.0%	14.0%	4.7%	2.6%	8.9%	8.3%	2.6%	סה"כ

מהלכים מהותיים להטמעת התכנית האסטרטגית החדשה

החברה נמצאת בתהליך ביצוע של תכנית אסטרטגית מהותית, אשר מטרתה ביסוס המעמד בשוק המקומי, באמצעות שיפור מבנה העלויות וחיזוק הקשר עם הלקוחות, תוך חיזוק פעילות הפלסטיק. במסגרת התכנית האסטרטגית החברה בחנה מחדש את קווי הייצור הקיימים והמתוכננים שלה במגזר הפלדה. עיקרי התוכנית כוללים הפחתת עלויות קבועות, דרך סגירת קו הייצור לצינורות בעלי תפר אורכי (קטרים קטנים, בין 6-24 אינטש), צמצום בכ-40% של מצבת כוח האדם במפעל בצרפין ומעבר למשמרת אחת בקו הספיראלי (קטרים בין 100-22 אינטש). להערכת הנהלת החברה, אלטרנטיבת ייבוא בקטרים הקטנים הינה עדיפה על החזקת קו הייצור התפר האורכי, נוכח עלויות קבועות גבוהות. החברה רשמה בדוחותיה הכספיים לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2013, הפחתות בהיקף של כ-13 מיליון ש"ח. כמו כן, החברה צפויה בשנת 2014 לצמצם הוצאות שכר נוספות, תקטין מלאים ותייעל את רכש הפלדה. לאור סגירת הקו האורכי, החברה תחל לייבא צנורות שחורים מספקים שונים בהתאם לבדיקות האיכות של החברה ולבצע ציפוי ועטיפה, תוך הגדלת מגוון המוצרים וחיזוק מערך השיווק והמכירות.

להערכתנו, הפעלת התכנית האסטרטגית תשפיע בשלב הראשוני בעיקר על מגזר הפלדה.

הרעה באיתנות הפיננסית וביחסי הכיסוי אשר צפויה לתום שנת 2013

החוב הפיננסי של החברה ליום 30.9.2013 הסתכם בכ-165 מיליון ש"ח, לעומת כ-188 מיליון ש"ח ליום 30.09.12. יחס החוב הפיננסי ל-Cap נשאר דומה סביב 48%. הקיטון בחוב נתמך בקיטון בצרכי ההון חוזר, עקב הקטנת המכירות והתייעלות במלאי. הפגיעה באיתנות הפיננסית צפויה להתבטא בעלייה ביחס חוב ל-Cap של כ-52% ובריידה ביחס ההון למאזן, מ-40.5% לכ-36.2% בסוף השנה, לאור רישום עלויות גבוהות הנובעות משינוי המבנה שבוצע. יחס כיסוי החוב ברוטו ל-EBITDA מתואם חכירה ליום 30.09.13 אינו תואם את רמת הדירוג הקודמת ועומד על 4.9x, לעומת 3.3x בתקופה המקבילה אשתקד. לאור כל אלו, אנו צופים פגיעה נוספת ביחס הכיסוי ליום 31.12.13. להערכתנו, בטווח אופק הדירוג, החברה תציג יחס כיסוי חוב ל-EBITDA קטן מ-5.0 ויחס חוב ל-FFO קטן מ-8.0.

נזילות מספקת, גמישות פיננסית צרה

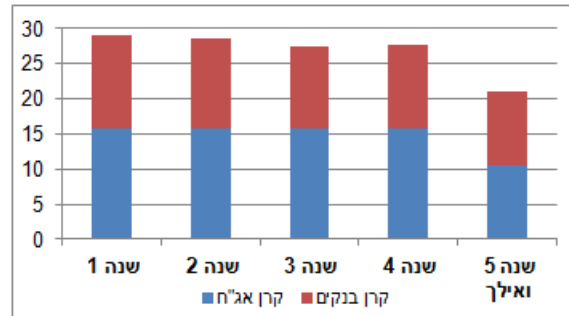
יתרות המזומן של החברה ליום 30.09.13 עומדות על כ-77 מיליון ש"ח (כ-10% מהמאזן) רמת הנזילות הגבוהה בשנים האחרונות הינה בעיקר עקב ירידה ברמות ההון החוזר וכן נוכח גיוס האג"ח בשנת 2011. לתשעת החודשים הראשונים של 2013 התזרים השוטף עמד על כ-44 מיליון ש"ח. השקעות ברכוש קבוע עמדו בשנים האחרונות בממוצע על כ-13 מיליון ש"ח, בהתאם לממוצע הפחת השנתי. בשנת 2013 נרשמו הוצאות גבוהות עקב ההכנות לרכישת הקו הספיראלי החדש ואנו צופים כי גם בשנת 2014 החברה תשקיע סכומים נוספים ברכוש קבוע. להערכתנו, התזרים החופשי (FCF) צפוי להיות נמוך בשנים הקרובות. בחלופה בה החברה תבחר לבצע השקעות נוספות בהקשר עם הקו החדש אנו נשוב ונבחן את ההשפעה של המהלך מול ההכנסות הרווח והחזר ההשקעות הצפוי בגינו.

לחברה ולחברות בנות עומס פירעונות שנתי של כ-30 מיליון ש"ח בשנים הקרובות לטובת מחזיקי האג"ח והבנקים, מזה כ-2.5 מיליון ש"ח בחברה הבת פלסים (מוחזקת 71%). פלסים משרתת את חובותיה בצורה עצמאית ויכולה בנוסף להעלות כספים, הן דרך העלאת דיבידנד והן בצורה של החזר הלוואות בעלים. להערכתנו, החברה וחברות הבנות בבעלות מלאה (100%) צפויות לפרוע את ההתחייבויות השוטפות בעיקר דרך מחזור חוב בנקאי, הקטנת מלאים ושימוש ביתרות הנזילות. להערכתנו לחברה יכולת יסות של השימושים דרך עדכון ההשקעות כלפי מטה.

אנו צופים כי החברה תמשיך להחזיק יתרות נזילות בטווח של, בין 30-40 מיליון ש"ח בשנים הקרובות ככרית למול פירעונות חוב האג"ח שנתיים קדימה. בנוסף, לחברה מסגרות בנקאיות בהיקף של כ-71.5 מיליון ש"ח חתומות אשר אינן מנוצלות נכון ליום 30/09/2013. לחברה מספר אמות מידה בפעילותה מול הבנקים ובעלי האג"ח, המתייחסות להון עצמי, לרמת הדירוג, חלוקת דיבידנדים ולתוצאות הפעילות. ליום 30.09.13 החברה עומדת באמות מידה פיננסיות שניתנו למוסדות בנקאיים ולבעלי האג"ח. ככלל, לחברה גמישות פיננסית צרה, הנגזרת ממחסור בכספים לא משועבדים.

החברה אימצה בחודש פברואר 2013 מדיניות של חלוקת עד 50% מהרווח הנקי הניתן לחלוקה. בשנים 2013-2007 חילקה החברה דיבידנד בסך כ-53 מיליון ש"ח, כ-54% מסך הרווח הנקי (לא כולל ההפסד בשנת 2013). אנו לא מעריכים חלוקות מהותיות בשנתיים הקרובות. כמו כן, חל שיפור מסוים במבנה הבעלות של החברה האם, לאחר רכישת השליטה (57.2%) בגאון אחזקות במאי 2013 על ידי של קרן ויולה. להערכתנו, מהלך זה אמור, להערכתנו, להקטין את לחץ חלוקת הדיבידנדים.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 30.09.13, באלפי ש"ח:



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי בנקאי לזמן קצר בסך של כ- 20 מיליון ₪ ליום 30.09.13

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

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

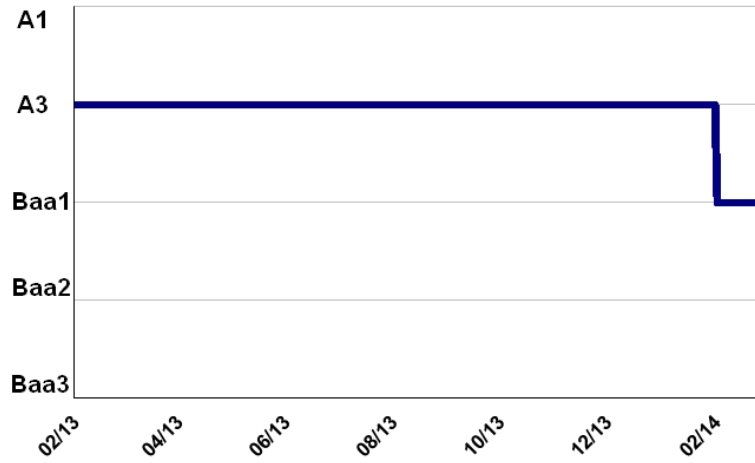
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה מהותית בנפח הפעילות הנוכחי מול הלקוח העיקרי
- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי/ EBITDA של 6.0x
- השקעות ברכוש קבוע אשר אינן מגובות בתזרים ידוע וצפוי למול לקוחות
- אי שמירה על מדיניות דיבידנד מתונה

פרופיל החברה

צנורות המזהות הינה חברה תעשייתית מקומית העוסקת בייצור ושיווק צנורות פלדה ופלסטיק בקטרים שבין 100-2 אינץ', בעיקר לפעילות תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. כמו כן, החברה מספקת שרותי גיליון של מוצרי מתכת. החברה הינה היצרן היחיד בישראל של צנורות להולכה בקטרים 8 עד 100 אינץ' עד לתום שנת 2013 ובמהלך השנים הבאות עם סגירת הקו האורכי הנה יצרן יחיד בישראל של צנורות להולכה בקטרים 22 עד 100 אינץ'. 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. בעלת המניות העיקרית הינה גאון אגרו תעשיות בע"מ, המחזיקה בכ-50.97% ממניות החברה, ומוחזקת על ידי בגאון אחזקות בע"מ ("גאון אחזקות"). בעלת השליטה בגאון אחזקות הינה קרן ויולה (57.2%).

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[צנורות המזרח התיכון בע"מ, Credit Review, נובמבר 2013](#)

[צנורות המזרח התיכון בע"מ - דוח דירוג ראשוני, פברואר 2013](#)

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

[מימון פרויקטים של התפלת מים בישראל, דצמבר 2012](#)

הדוח מפורסם באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד הדוח: 26.02.2014

	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 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)
* 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.	

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות 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 מאוד.	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 פרעון 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 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 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") 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 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 מניפק, 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 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.