



צנורות המזרח התיכון בע"מ

דוח דירוג ראשוני | פברואר 2013

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

A3	דירוג סדרה
----	------------

הדירוג ניתן לאג"ח (סדרה 2) שהנפיקה צנורות המזרח התיכון בע"מ ("צנורות המזרח התיכון" ו/או "צמ"ת", ו/או "החברה").

סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

יטרת שנות פרעון קרן האג"ח	ערך בספרים של יטרת האג"ח ליום 30.09.12 במיליוני ש"ח	תנאי ההצמדה	ריבית שנתית (נקובה %)	מועד הנפקה המקורית	מס' נייר ערך	סדרת אג"ח
2013-2018	88.1	מדד	4.2	04/2011	4540126	2

פרופיל החברה

צנורות המזרח התיכון הינה חברה תעשייתית, מקומית העוסקת בייצור ושיווק צנורות פלדה ופלסטיק בקטרים שבין 6-100 אינטש, בעיקר לפעילות תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. כמו כן, החברה מספקת שרותי גיליון של מוצרי מתכת. החברה הינה ספק ויצרן הצנרת הגדול בישראל. חברת מקורות, מונופול אספקת המים בבעלות ממשלת ישראל, מהווה לקוח עיקרי של החברה, שאחראי לבין 40%-25% מהכנסות החברה בשנים האחרונות, בעיקר בתחום צנרת הפלדה.

החברה הוקמה בשנת 1951 והפכה לחברה ציבורית בשנת 1993. בעלת המניות העיקרית הינה גאון אגרו תעשיות בע"מ ("גאון אגרו"), המחזיקה בכ-50.97% ממניות החברה, ומוחזקת על ידי בגאון אחזקות בע"מ ("גאון אחזקות").

17.43% מוחזקים על ידי Ainsbury Properties Limited.

פעילות החברה נחלקת על פני ארבעה מגזרים, דרך 4 חברות עיקריות:

מגזר ייצור ומיגון צנורות פלדה - ייצור צנרת פלדה לתשתיות מים, ביוב, דלק וגז בקטרים שונים שבין 6-100 אינטש (בקטרים מעל 16 אינטש - יצרנית יחידה). הפעילות מבוצעת במפעל החברה באתר צריפין, באמצעות החברה הבת, צנורות המזרח התיכון תעשיות 2001 בע"מ. באתר שני קווי ייצור ותיקים, האחד קו ייצור תפר אורכי (קטרים עד 24 אינטש) והשני קו ספירלי (קטרים של 22 אינטש ומעלה). זהו המגזר העיקרי של החברה. הכנסות המגזר היוו כ-38%, 48%, וכ-76% מההכנסות לתשעת החודשים הראשונים של 2012, לשנת 2011 ולשנת 2010, בהתאמה.

מגזר ייצור מערכות צנרת פלסטיק - ייצור מערכות וצנרת פלסטיק לתחום התשתיות והאינסטלציה. הפעילות מתבצעת באמצעות חברות בנות, פלסים תשתיות בע"מ ופלסים אביזרים בע"מ, במפעל שבקיבוץ מרחביה. בחודש מאי 2011 הגדילה החברה את החזקותיה בחברות פלסים ל-71%, משיעור החזקה של 21%, בתמורה, נטו של כ-17 מיליון ש"ח;

מגזר גיליון מוצרי מתכת - שירותי גיליון למוצרי מתכת מסוגים שונים. הגיליון הינו ציפוי המתכת באבץ זרחני למניעת קורוזיה ומתבצע באמצעות הטבלת המתכת באמבט המלא באבץ נוזלי, מחומם לטמפרטורה גבוהה. הפעילות מבוצעת באתר עכו, באמצעות חברה בת, צנורות המזרח התיכון - גיליון (1994) בע"מ;

מגזר אספקת צנרת ורכיבים למערכות סולאריות - ייצור ושיווק רכיבים לשוק האנרגיה הסולארית בארה"ב. הפעילות מבוצעת באמצעות החברה הבת, איי סולאר גרינטק בע"מ ("איי סולאר"). הפעילות הוקמה בשנת 2010 והמכירות הינן ללקוח ישראלי בקליפורניה, ארה"ב, אשר פועל להקמת שדות סולאריים. מאז הקמתה זכתה החברה בחוזים לאספקת

רכיבים בסדר גודל של כ-200 מיליון ש"ח. המוצרים מיוצרים על ידי קבלני משנה בסין. להערכתנו, פעילות זו אינה שוטפת ואינה צפויה להיות חלק מהותי ממחזור המכירות בשנת 2013, אך ייתכן ויתקבלו הזמנות נוספות בעתיד.

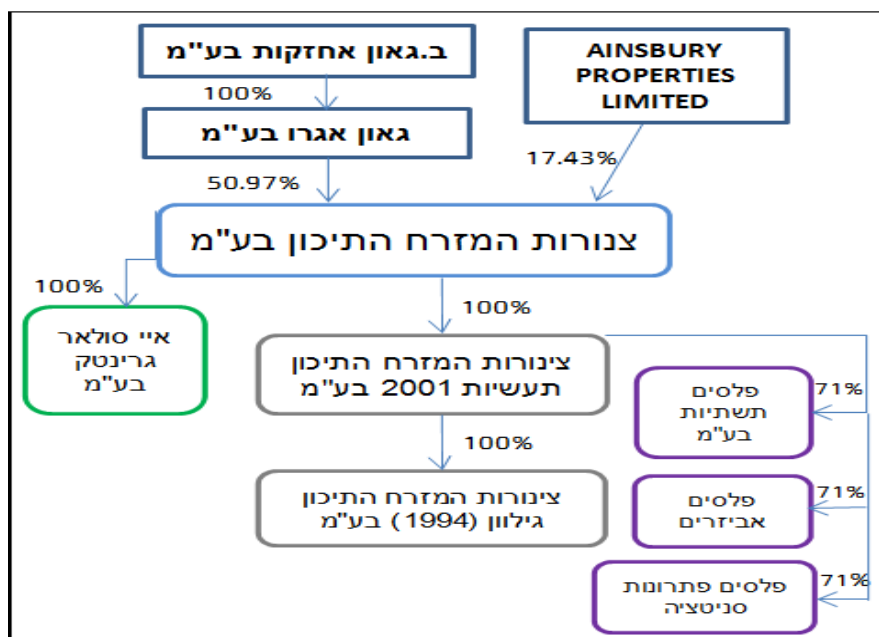
מחזור המכירות של החברה הסתכם לסך של כ-455 מיליון ש"ח, כ-449 מיליון ש"ח, וכ-249 מיליון ש"ח לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012, לשנת 2011 ולשנת 2010, בהתאמה.

כושר הייצור של החברה הינו כ-70 אלף טון של צינורות פלדה וכ-30 אלף טון של צינורות פלסטיק. החברה רוכשת את חומרי הגלם השונים ממספר ספקים בחו"ל, כאשר רוב הפלדה נרכשת מספקית פלדה רוסית גדולה. מתקני החברה נפרסים על פני שטח של כ-263 דונם, מרביתם בצרפין. החברה מעסיקה כיום כ-390 עובדים, מתוכם כ-65% עובדי ייצור. מרבית העובדים מועסקים בחוזים אישיים וכ-160 עובדים מועסקים בהסכמים קיבוציים.

בשנת 2012 אישר מחדש דירקטוריון החברה תוכנית אסטרטגית, בעלות של כ-54 מיליון ש"ח, שמטרתה שיפור יכולות ויעילות הייצור של החברה.

יו"ר הדירקטוריון הנו מר אבי הוכמן. לאחרונה הודיעה החברה על פרישתו של מר איציק מולכו, אשר כיהן כמנכ"ל החברה בארבע השנים האחרונות ומינויו של מר רפי איפרגן למנכ"ל, לשעבר סמנכ"ל הנדסה בחברת מקורות.

צנורות המזרח התיכון: מבנה בעלות ואחזקות



צנורות המזרח התיכון - נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	1-9/2011	1-9/2012	
270	242	249	449	305	455	הכנסות
59	49	39	66	51	73	רווח גולמי
35	31	10	16	12	39	רווח תפעולי לפני אחרות
22	20	3	(1)	1	19	רווח נקי
12.1%-	10.4%-	2.9%	80.3%	104.7%	49.2%	שינוי במכירות %
21.9%	20.2%	15.7%	14.7%	16.7%	16.0%	רווח גולמי %
13.0%	12.8%	4.0%	3.6%	3.9%	8.6%	רווח תפעולי %
46	41	21	30	21	50	EBITDA
37	34	14	9	5	29	FFO
(11)	2	(54)	8	(28)	21	שינויים בהון החוזר
11	38	(47)	12	(26)	60	תזרים שוטף - CFO
(10)	(11)	(10)	(7)	(7)	0	דיבידנד
(6)	(15)	(9)	(16)	(13)	(8)	CapEx ¹
(5)	14	(65)	(11)	(46)	52	FCF
2	33	4	61	59	56	יתרות נזילות
123	150	125	243	277	188	חוב פיננסי ברוטו
121	117	121	182	218	132	חוב פיננסי נטו
337	387	359	547	575	516	סך נכסים במאזן
173	182	175	175	177	193	הון עצמי
54.4%	57.4%	78.7%	51.9%	46.8%	31.9%	הון חוזר להכנסות
41.7%	45.1%	42.0%	58.4%	61.2%	49.9%	חוב ל-Cap
51.3%	47.0%	48.6%	32.0%	30.8%	37.4%	הון עצמי למאזן
2.7	3.7	6.0	8.1	9.1	3.4	חוב פיננסי ל-EBITDA
3.3	4.4	8.9	26.8	22.0	5.9	חוב פיננסי ל-FFO

* יחסי הכיסוי מתואמים על פי מתודולוגיית דמי חכירה, בחישוב של 12 חודשים אחרונים

¹ כולל השקעות ברכוש קבוע ואינו כולל רכישת חברה מאוחדת של כ- 17 מיליון ₪ בשנת 2011 ותמורה ממימוש השקעה בחברה כלולה בסך של כ- 51 מיליון ₪ בשנת 2010.

צנורות המזרח התיכון - תוצאות מגזרי פעילות, במיליוני ₪:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	1-9/2011	1-9/2012	
הכנסות						
230	208	188	214	159	171	ייצור ומיגון צנורות פלדה
		28	38	38		יצוא
40	34	33	34	26	28	גיליון
			51	11	122	אספקת רכיבים למערכות סולריות
			112	71	134	ייצור ושיווק צנורות פלסטיק
270	242	249	449	305	455	סה"כ
רווח תפעולי לאחר אחרות						
29	26	12	9	10	17	ייצור ומיגון צנורות
		-1	-2	-2		יצוא
6	8	1	2	2	3	גיליון
			1	-1	9	אספקת רכיבים למערכות סולריות
			2	3	9	ייצור ושיווק צנורות פלסטיק
35	34	12	13	12	38	סה"כ
שיעור רווח תפעולי						
12.6%	12.5%	6.4%	4.2%	6.3%	9.9%	ייצור ומיגון צנורות
		-3.6%	-5.3%	-5.3%		יצוא
15.0%	23.5%	3.0%	5.9%	7.7%	10.7%	גיליון
			2.0%	-9.1%	7.4%	אספקת רכיבים למערכות סולריות
			1.8%	4.2%	6.7%	ייצור ושיווק צנורות פלסטיק
13.0%	14.0%	4.8%	2.9%	3.9%	8.4%	סה"כ

רווחיות החברה הנה תנועתית לאורך השנים ונובעת, בין השאר, מתמהיל מכירת צינורות הפלדה לחברת מקורות. במהלך השנים 2008-2009 הציג מגזר ייצור ומיגון צינורות הפלדה שיעור רווחיות תפעולית של כ-12.5%, וזאת בתקופה של מחירי פלדה נמוכים יחסית. הרווחיות התפעולית הורעה בשנת 2010, בשל ירידה חדה בהיקף ההכנסות במחצית הראשונה של השנה, בשיעור של 30% - לעומת התקופה המקבילה בשנת 2009, עקב הקפאה זמנית של הזמנות מחברת מקורות.

בשנת 2010 החלה החברה בפעילות ייצור צינורות פלדה, כחלק מניסיון להקטין את התלות בשוק המקומי. הפעילות תרמה לגידול במכירות אך הסבה הפסד תפעולי, בעיקר על רקע עלויות הובלה גבוהות מהצפוי. החברה לא ביצעה פעילות ייצור במהלך שנת 2012.

בשנת 2011 הציגה החברה גידול בהכנסות מגזר הפלדה ופגיעה בשיעורי הרווחיות, על רקע הוצאות פיתוח מהותיות של צינורות בקוטר של 100 אינץ', שנועדו למקורות וכן בשל הוצאות שכר עודפות בגין חילופי הנהלה. תוצאות תשעת החודשים הראשונים לשנת 2012 במגזר הפלדה הושפעו לטובה משיפור הרווחיות מול חלק מהלקוחות, גם על חשבון הקטנת נפח הפעילות ומתהליכי התייעלות שבוצעו ושיפור תהליכי ניהול הלקוחות והמלאי.

החל ממאי 2011 החברה מאחדת באופן מלא את פעילות חברות פלסים, דרך מגזר ייצור ושיווק צינורות פלסטיק. הכנסות המגזר נאמדו לכ-180 מיליון ₪ במונחים שנתיים. תוצאות המגזר בשנת 2011 הושפעו לשלילה, נוכח הוצאות גבוהות, על רקע השלמת עסקת הרכישה והפרשות שונות. בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012, הציג המגזר שיפור ברווחיות בעיקר נוכח הגדלת נפח הפעילות והתייעלות תפעולית.



בשנת 2011, הציגה החברה הפסד נקי של כ-1.3 מיליון ש"ח לאור ההחלשות ברווחיות פעילות הפלדה והפלסטיק, הפסד בפעילות הייצוא, ורישום הפרשות בקשר עם עסקת רכישת פלסים ובקשר עם תשלום בגין תביעה משפטית.

בשנים 2011-2012 פעלה החברה בתחום אספקת רכיבים למערכות תרמו-סולריות, לאחר זכייה במספר מכרזים מול חברה ישראלית הפועלת בארה"ב. פעילות זו אינה צפויה להוות חלק מהותי מהפעילות בשנת 2013.

בשנת 2010 הושפע תזרים המזומנים מפעילות של החברה מפגיעה בפעילות השוטפת ומעלייה בהון החוזר, נוכח גידול בימי לקוחות ומלאי. באותה שנה מימשה החברה את החזקתה בדרך הים התפלה בתמורה לכ-60 מיליון ש"ח, מכירה שסייעה בשיפור התזרים החופשי. החל מרבעון ראשון 2012, החברה פועלת להורדת ימי אשראי לקוחות וימי המלאי דבר אשר תורם לשיפור בתזרים מפעילות שוטפת במהלך תקופה זו.

בשנת 2011 הנפיקה החברה אג"ח בע"ג של 100 מיליון ש"ח, לצורך מימון הפעילות השוטפת והכנה לתכנית ההשקעות אשר הביאה לעלייה בחוב כנגד היתרות הנזילות.

יחסי הכיסוי לארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.09.12 נמצאים במגמת שיפור מול השנים 2010-2011, בעיקר נוכח השיפור ברווחיות והירידה ברמת החוב. להערכתנו, על אף הרווחיות התנודתית של החברה, שיעור הרווחיות התפעולית המאפיינת של החברה הינו בטווח של 7%-9%. החברה אינה צפויה להציג שיעורי רווחיות תפעולית, כפי שאפיינה את החברה לשנים 2008-2009, בעיקר נוכח הגדלת חלקה בפעילות פלסים, אשר פעילותה רווחית פחות, בהשוואה לפעילות ייצור צינורות הפלדה למקורות.

שנת 2012 הינה שנה הבולטת לחיוב בתוצאות פעילות החברה. מגזר הפעילות התרמו-סולארית תורם בשנה זו כמעט 30% מההכנסות וכ-23% מהרווח התפעולי. מידרוג ערכה מספר תרחישי רגישות באשר להערכותיה לשנת 2013 ובנטרול מגזר זה (אשר לא צפויות הכנסות בגינו בשנת 2013), להערכת מידרוג, החברה תציג בשנת 2013 תוצאות נמוכות משנת 2012, בצורה מתונה. תוצאות אלו גוזרות יחסי כיסוי חוב התואמים את רמת הדירוג.

שיקולים עיקריים לדירוג

הגורמים התומכים בדירוג כוללים: מעמד מוביל בשוק הצינורות לתשתיות מים וביוב בישראל, עם נתחי שוק מהותיים ויכולת ייצור מגוון מוצרים ומתן פיתרון כולל לחברות בתחום ההובלה בצינורות; וותק רב ומוניטין גבוה; קשרים עסקיים ארוכי שנים עם חברת מקורות, לקוח עיקרי, בעל איתנות פיננסית גבוהה, אשר אחראי לבין 25%-40% מהכנסות החברה, ניסיון רב שנים בפעילות מול מקורות הנסמך על היותה של החברה ה"עורף הלוגיסטי" של מקורות, יכולתה לעמוד בתקני איכות מחמירים, ויכולת גבוהה בניהול המלאי; החברה פעילה בענף התשתיות, המאופיין בסיכון עסקי נמוך-בינוני, נוכח ביקושים חזקים ויציבים וחסמי כניסה; גיוון וסינרגיה בין פעילויות אשר קיבלה ביטוי בעיקר עם רכישת פלסים; מנגנון הצמדה של מחירי המכירה לשינויי מחיר חומר הגלם, הקיים במרבית ההסכמים של החברה עם לקוחותיה, בדגש על ההסכמים עם מקורות; תהליכי התייעלות ומימוש אסטרטגיה, אשר הביאו למימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות; השקעות החברה הינן מתונות לאורך השנים ומהוות כ-100% מהוצאות הפחת השנתית; החברה מצויה בראשיתה של השקעה בקו ייצור חדש, אשר להערכתנו, צפויה להביא לשיפור בכושר ויעילות הייצור; איתנות פיננסית טובה ונזילות גבוהה - מידרוג מצפה כי החברה תוסיף לשמור על יתרות נזילות גבוהות לאורך זמן; רמת מינוף סבירה, המתבטאת ביחסי כיסוי אשר הולמים את רמת הדירוג, בהתחשב באופי הפעילות התנודתית.

גורמי הסיכון בפעילות החברה כוללים: חשיפה לפעילות פרויקטאלית, תלות בהיקף ההשקעות בתשתיות מים, ביוב וגז בישראל ובפעילותו של הלקוח המרכזי בתחום. החברה מציגה תנודתיות ברמת הרווחים ותזרימי המזומנים החל משנת 2010, דבר המקשה על יכולת חיזוי ואמידת התוצאות; הנהלה חדשה יחסית, ופעילות בתחום הדורש תשומות ניהול גבוהות ויכולות התמודדות עם משברים; תכנית השקעות לשנת 2013 לצורך השקעה בקו ייצור חדש בתחום הפלדה, אשר עלולה להביא לעלייה מסוימת במינוף והכבדה על יחסי הכיסוי; תזרים תנודתי מפעילות שוטפת המושפע משינויים בהון החוזר; חשיפה למחירים התנודתיים של חומרי הגלם העיקריים - פלדה, פוליאיתילן ואבץ; שעבודים צפים וקבועים לטובת הבנקים על נכסי החברה והחברות הבנות, וצורך לעמוד באמות מידה פיננסיות מול המערכת הבנקאית ומול מחזיקי האג"ח; הדירוג מושפע במידה מסוימת מהפרופיל העסקי והפיננסי של בעלת השליטה: גאון אחזקות, אשר מצויה כיום בתהליך של שינוי מבנה החוב שלה. צרכי המימון והאתגרים בפתחם עומדת גאון אחזקות, יוצרים לחץ לחלוקת דיבידנדים, מכירת השליטה או משיכת דמי ניהול מוגברים. אי שמירה על מדיניות דיבידנד מתונה תוביל לבחינת הדירוג.

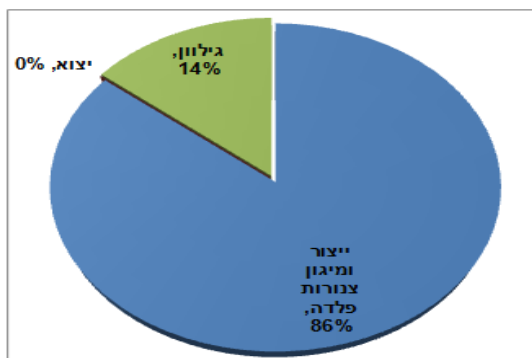
אסטרטגיה, בעלות וניהול

שינוי תמהיל ההכנסות דרך פעילויות נוספות וסינרגיות

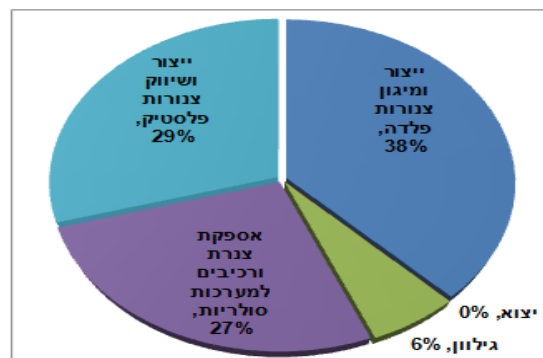
אסטרטגיית החברה ממוקדת בחיזוק ליבת הפעילות ושמירה על מובילות בשוק הישראלי. במהלך שנת 2011, הגדילה החברה את אחזקתה בחברות פלסים, הפועלת בתחום צנרת פלסטיק ופיתחה יכולות ייצור מסחרי של צנרת פלדה בקוטר 100 אינץ'. חברת פלסים פעילה גם בתחום תשתיות להולכת גז, תחום אשר להערכת מידרוג מהווה מנוע צמיחה בעקבות תגליות הגז הטבעי והצורך בהטמעת קווי ההולכה וקווי החלוקה.

כמו כן, החברה פעלה החל משנת 2009 למימוש מטרות אסטרטגיות, אשר כללו הקטנת תלות בלקוח המרכזי, מכירת נכסים שאינם בליבת הפעילות, ופיתוח תחומי הצנרת למערכות סולאריות ולהובלת גז טבעי, תחומים סינרגטיים לפעילות הליבה של החברה. החברה מימשה בשנים האחרונות מספר נכסים שאינם בליבת העסקים, כולל מכירת החזקותיה בדרך הים התפלה, באפריל 2010 תמורת סכום של כ-60 מיליון ₪.

התפלגות מגזרי המכירות 2009



התפלגות מגזרי המכירות 1-9/2012



מן הגרפים שלעיל, ניתן לראות את מגמת הירידה בתרומה לרווחיות של מגזר הפלדה, לעומת שנת 2009, תוך הרחבת סל המוצרים של החברה דרך פעילויות נוספות וסינרגיות.

בשנת 2012 אישר מחדש דירקטוריון החברה תוכנית אסטרטגית בעלות של כ-54 מיליון ש"ח, בקו חדש לייצור צנרות בעלי תפר ספיראלי. להערכת החברה, הקמת הקו החדש תאפשר לחברה להגדיל את כושר הייצור הקיים במפעל, תוך מתן מענה מלא ואיכותי לדרישות קיימות ועתידיות של לקוחותיה.

בעלת השליטה סובלת מפרופיל פיננסי חלש

בעלת השליטה בחברה הינה חברת גאון אגרו תעשיות בע"מ (50.97%), המוחזקת 100% על ידי ב.גאון אחזקות בע"מ, חברת אחזקות בתחומי האגרו והפיננסים. גאון אחזקות מצויה כיום בתהליך של שינוי מבנה החוב שלה.

לחברה אין מדיניות לחלוקת דיבידנד. בשנים 2007-2012 חילקה החברה דיבידנד בסך כ-44 מיליון ש"ח, כ-49% מסך הרווח הנקי. נכון ליום 30.09.12 לחברה רווח צבור לחלוקה בסך של כ-12 מיליון ש"ח. בחודש ספטמבר 2012 חודש הסכם שרותי הניהול שהעניקה בעלת השליטה בחברה, ולפיו גאון אגרו תהיה זכאית לדמי ניהול שנתיים בסכום כולל של כ-1.4 מיליון ש"ח, לעומת סכום קודם של כ-1.9 מיליון ש"ח לשנה.

הנהלה מקצועית, חדשה יחסית בתחומה

שכבת ההנהלה הבכירה בחברה הינה חדשה יחסית. במהלך שנת 2011 בוצעו חילופים בצמרת הנהלת החברה והדירקטוריון, כולל ארבעה דירקטורים וארבעה סמנכ"לים (כספים, שיווק ומכירות, פיתוח עסקי ומשאבי אנוש). יו"ר החברה הינו מר אבי הוכמן, המכהן בתפקיד מאז מרץ 2011. לאחרונה הודיעה החברה על פרישתו של מר איציק מולכו, אשר כיהן כסמנכ"ל החברה בארבע השנים האחרונות ומינויו של מר רפי איפרגן, סמנכ"ל הנדסה במקורות, למנכ"ל החברה החדש. סמנכ"ל הכספים של החברה הינו מר רון פרוינד, המכהן בתפקיד מאז אוגוסט 2011.

חוזקות

מעמד איתן בשוק תשתיות המים והביוב בישראל, מוניטין נצבר, לקוח עיקרי בעל חוסן פיננסי

החברה עוסקת בייצור ושיווק של צינורות פלדה מסוגים שונים (לרבות ייצור מיגונים שונים לצינורות כגון ציפוי ועטיפה), אשר משמשים בעיקר לצורך תשתיות מים וביוב, לתעשייה ומבנים וכן להולכת דלק וגז. החברה הינה בעלת ותק ומוניטין בתחומה. בין הפרויקטים הבולטים של צמ"ת מול מקורות בשנים 2010-2012, ניתן למנות את פרויקט חיבור מתקני ההתפלה באשדוד ושורק, קו חמישי לירושלים ופרויקט הקישון.

החברה מעריכה את נתח השוק שלה בתחום צינורות הפלדה בכ-50% ואת נתח השוק בתחום הגיליון בכ-20%. החברה הינה היצרן היחיד בישראל של צינורות להולכה בקטרים 16 עד 100 אינטש. לאור האמור, החברה מוגדרת כ"ספק יחיד" של מקורות לצינורות בקטרים הגדולים מ-36 אינטש. כל עוד מצב זה מתקיים, משוחררת מקורות מחובת קיום מכרזים לגבי רכישת צינורות בקטרים אלו. בקטרים של עד 36 אינטש לחברה יש מתחרה מקומית עיקרית - אברות תעשיות בע"מ, כאשר עיקר התחרות הינה מול חברות אשר מייבאות צינורות, בעיקר בקטרים קטנים, ומבצעות פעולות כגון ציפוי ומיגון בלבד. בתחום הצינורות של 100 אינטש, אשר החברה החלה לפעול בו החל מרבעון רביעי 2010, המתחרה העיקרית של החברה בחו"ל הינה חברת Noksel הטורקית. בתחום צנרת הפלסטיק מעריכה החברה כי היא עומדת בין 3 החברות המובילות בישראל.

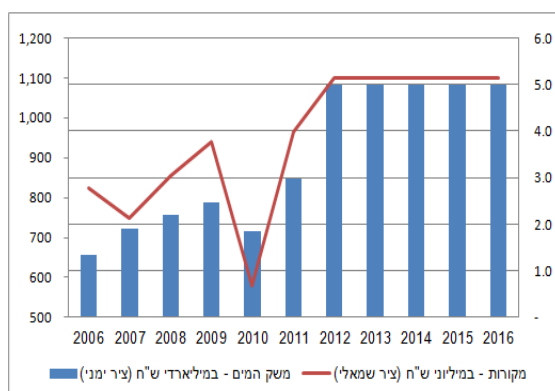
הביקוש לצינורות מושפע מהותית מרמת הפעילות בתחומי התשתית, הבנייה והתעשייה ומהשקעות הממשלה בתשתיות מים, ביוב, דלק וגז. להערכת מידרוג, ענף תשתיות המים והביוב מאופיין בסיכון עסקי נמוך-בינוני, נוכח ביקושים חזקים ויציבים וחסמי כניסה גבוהים, כגון השקעות משמעותיות בקווי ייצור, ידע ומומחיות ותהליכי הסמכה ארוכים לתקנים, בלעדיהם לא ניתן לגשת למכרזים גדולים.

משק המים בישראל - צפי לגידול בהשקעות בשנים הקרובות

החברה מושפעת מתקציבי פיתוח לשוק התשתיות ובעיקר מפעילותה של חברת מקורות חברת המים הלאומית בע"מ ("מקורות"). מקורות הינה מונופול בבעלות ממשלתית בעל חשיבות מהותית לכלכלת ישראל, הנובעת מחיוניות תשתיות המים עבור המדינה. סיכון האשראי של מקורות הינו נמוך והיא מתאפיינת בפרופיל פיננסי חזק. החברה צברה מוניטין רב בעבודתה מול מקורות, בין השאר גם כפועל יוצא של עמידה בתקני איכות. המכירות למקורות מהוות בין 25%-40% מההכנסות. המכירות למקורות הינן ממגוון הצינורות הרחב של החברה, אך עיקרן מתוך הצינורות לתשתית מים וביוב, בקטרים הגדולים (מעל 28 אינטש) ומשמשים לקווים ארציים רחבי קוטר להולכת מים שפירים ומי קולחין.

משק המים מאופיין בביקושים עולים עם הגידול הטבעי באוכלוסיה, הצורך בשינוע מים לאזורים נוספים ועלייה באיכות המים. העשור האחרון אופיין בתת השקעות במשק המים. במשך השנים הבאות, ניתן לצפות לגידול בהשקעות הצפויות במשק המים וזאת עפ"י החלטת הרגולטור המעוגנת בתכנית אב ארצית ארוכת טווח למשק המים, שפורסמה באוגוסט 2012 על ידי מועצת הרשות הממשלתית למים וביוב - שבמשרד האנרגיה והמים. ההחלטה תומכת בהשקעה מאסיבית במתקני התפלת מים ושמירה על רזרבות מים לעשור הקרוב כגורם קריטי בניהול משק המים. ההיקף הכספי הכולל של פרויקטי המים הצפויים במסגרת החומש 2012-2016 נאמד בכ-25 מיליארד ש"ח, ובמוצע כ-5.0 מיליארד ש"ח לשנה. חלקה של חברת מקורות בתכנית ההשקעות צפוי להוות כ-22%, כ-1.1 מיליארד ש"ח לשנה. להערכת החברה, מתוך סכום ההשקעה השנתי הכולל (כ-5.0 מיליארד ש"ח), יופנו כ-1.5 מיליארד ש"ח לתחום צנרת הפלדה. בין הפרויקטים המתוכננים לביצוע על ידי מקורות בשנים הקרובות ניתן למנות את הקמתם של מתקני התפלה נוספים, חיבור מתקני ההתפלה למערכת הארצית, חיבור מתקן התפלה שורק לגוש דן, תכנית אב לנגב, תגבור אספקת המים לאזור הערבה, שדרוג המוביל הארצי ופרויקט עיבוי מערכת הולכת המים לירושלים. יש לציין, כי תכנית זו הינה בהיקף אשר לא בוצע עד כה עבור משק המים בכל שנות פעילות רשות המים (ונציבות המים בעבר). להערכתנו, הביקוש מצד מקורות צפוי לצמוח, בהתאם לתוכניות פיתוח משק המים בשנים הקרובות.

השקעות בפועל ותקציב רב שנת³:



התפלגות השקעות במשק המים בישראל²



² מקור: מועצת הרשות הממשלתית למים וביוב

³ מקור: מועצת הרשות הממשלתית למים וביוב וניתוחי מידרוג

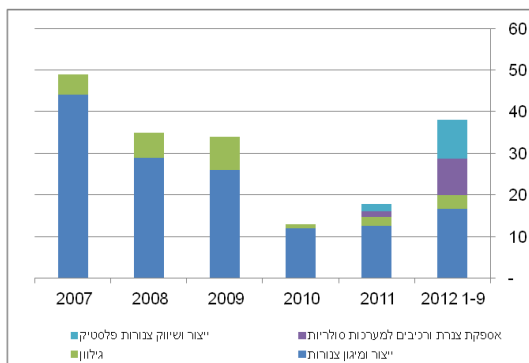
רמת רווחיות תנודתית אך במגמת שיפור - נוכח שינוי תמהיל המוצרים והתייעלות תפעולית

רמת הרווחיות של החברה הינה טובה יחסית לענף התעשייה. ייצור צינורות עטופים בקטרים גדולים, מאופיין ברווחיות גבוהה מהממוצע. רווחיות החברה מושפעת מהיקף הפעילות, עקב רמה מסוימת של הוצאות קבועות, אשר נמצאת במגמת ירידה. אחוז העלויות הקבועות מסך ההוצאות ירד מכ-30% בשנים 2008-2009, לכ-13% בשנת 2011, לאחר איחוד פלסים והוספת הפעילות במגזר התרמו-סולארי.

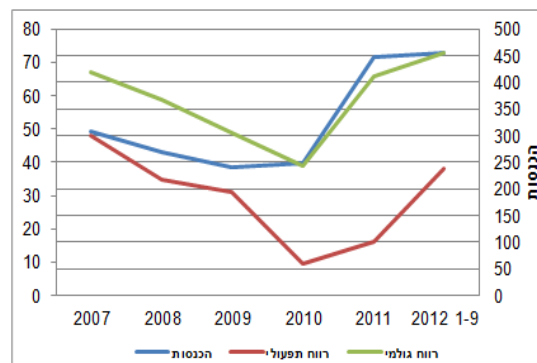
בשנים 2008-2012 החברה הציגה רווחיות גולמית ממוצעת של כ-17.7% מסך ההכנסות ורווחיות תפעולית ממוצעת של כ-8.3%. בתשעת החודשים שנסתיימו ביום 30.09.12 הציגה החברה שיעור רווחיות גולמית ושיעור רווחיות תפעולית של כ-16% וכ-8.6%, בהתאמה. במהלך השנה האחרונה הציגה החברה שינוי בתמהיל המכירות תוך הסטת המכירות למוצרים בעלי רווחיות גבוהה יותר, הדורשים עיבודים נוספים ("צינורות עטופים"). כמו כן, במהלך שנת 2012 העלתה החברה את מחירי המכירה של חלק ממוצריה.

כ-70% מההסכמים של החברה עם לקוחותיה במגזר הפלדה כוללים מנגנון עדכון מחיר המכירה בהתאם לשינויים במחירי חומר הגלם. מנגנון זה מקטין את חשיפת החברה לתנודתיות מחיר חומרי הגלם, הנגזרים ממחיר הנפט והפלדה. רווחיות החברה מגלמת גם הוצאות מכירה ושיווק נמוכות יחסית (סביב 3.9% מההכנסות בממוצע בשנים 2010-2012). החברה מציגה מגמת שיפור בתוצאות הפעילות החל משנת 2011, בעיקר נוכח העלאות מחירים, גידול בכמויות שיוצרו, עלייה ברווח הגולמי הממוצע לטון מיוצר, איחוד פלסים, הפסקת פעילות הייצוא והגדלת נפח הפעילות במגזר הסולארי.

התפלגות הרווח התפעולי לפי מגזרים, במיליוני ₪:



רווח והפסד מאוחד, במיליוני ש"ח ₪:



מגזר צינורות הפלסטיק, תורם לגיוון ופיזור ומהווה מנוע צמיחה

האחזקה בפלסים תורמת לגיוון העסקי של החברה ולמיתון החשיפה למגזר הפלדה. מגזר צינורות הפלסטיק אחראי לכ-30% מסך הכנסות החברה לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012 (כ-25% מסך המחזור בשנת 2011) וכ-24% מהתרומה לרווחיות התפעולית (כ-15% בשנת 2011). בעידן תגליות הגז, המגזר הינו אחד ממנועי הצמיחה של החברה, בעיקר נוכח הצורך בפריסה מאסיבית של צינורות מפלסטיק, לצורך חלוקת והובלת הגז הטבעי. בחמש השנים הקרובות חברת נתיבי הגז הטבעי לישראל בע"מ⁴ צפויה להניח צינורות גז באורך של כ-250 ק"מ. קווי החלוקה שיוקמו מוערכים באלפי ק"מ, כאשר על פי הערכות, כ-80% מהקווים יהיו בצנרת פלסטית.

⁴ מדורגת על ידי מידרוג Aa1 אופק יציב.

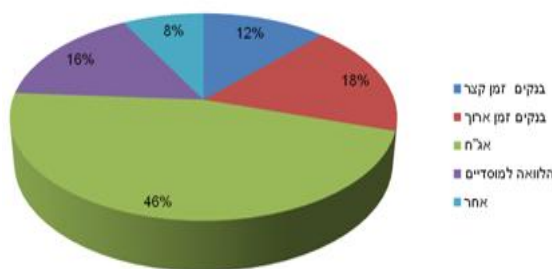
גמישות תפעולית הנתמכת בתהליכי התייעלות

החברה פעלה בשנים האחרונות להגדלת מחזור ההכנסות והקטנת בסיס ההוצאות הקבועות, מימוש תהליכי התייעלות בפעילויות פלסים השונות וביצוע התייעלות במפעלים בצריפין ובעכו. תהליכי התייעלות במפעל בצריפין כללו הקטנת מצבת העובדים, הקטנת רמת הפחת בייצור, מעבר עתידי לקו יצור חדש ויעיל ומעבר עתידי לשימוש בגז טבעי. כמו כן, בפעילות הפלדה שופר תהליך ניהול המלאי והקטנת מלאים, בוצעה הקפדה על תנאי האשראי מול מקורות ובוצע שינוי במנגנון ההצמדה של המחיר הסופי למחיר חומר הגלם. בנוסף, החברה פעלה בשנה האחרונה מול חלק מלקוחותיה השונים לשינוי תנאי המסחר ולהגדלת הרווחיות ובחינת כדאיות עסקאות שונות, גם במחיר של הקטנת מחזור המכירות.

במפעל הגילון בעכו בוצעו תהליכים לשיפור בצריכת חומר הגלם העיקרי (אבץ) ושינויים ניהוליים.

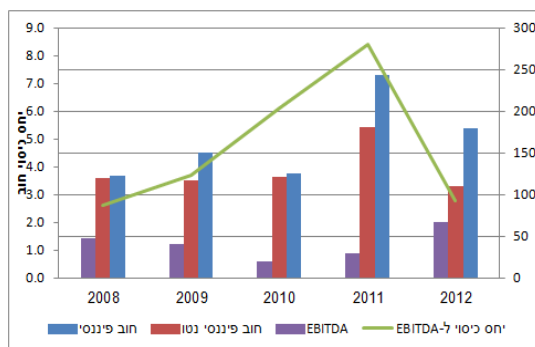
רמת מינוף מתונה יחסית

החוב הפיננסי של החברה ליום 30.9.2012 הסתכם בכ-188 מיליון ש"ח, קיטון מהותי לעומת חוב של כ-277 מיליון ש"ח ליום 30.09.11. יחס החוב הפיננסי ל-Cap עמד על כ-49.9% ליום 30.9.2012, לעומת 61.2% ליום 30.09.11. עיקר השינוי בחוב לזמן קצר אשר ירד מכ-121 מיליון ש"ח ליום 31.12.2011 לכ-61 מיליון ש"ח ליום 30.09.12, מוסבר בקיטון בצרכי הון חוזר, הנובע משינוי מדיניות המלאי מול מקורות ותנאי האשראי מול לקוחות אחרים.



החוב כיסוי החוב ברוטו ל-EBITDA מתואם חכירה הינו 3.4x בסוף רבעון שלישי 2012, לעומת יחס של 9.1x בתקופה המקבילה אשתקד. יחס כיסוי החוב ברוטו ל-FFO מתואם חכירה הינו 5.9x בסוף רבעון שלישי 2012, לעומת יחס של 22.0x בתקופה המקבילה אשתקד. השיפור ביחסי הכיסוי נובע משיפור ברווחיות בכל מגזרי החברה, בין היתר, בעקבות העלאות מחירים ותהליכי התייעלות, כמתואר לעיל.

התפתחות החוב ויחסי הכיסוי לאורך השנים, במיליוני ש"ח:



נזילות החברה טובה לאור יתרות מזומן גבוהות ושיפור בתזרים מפעילות תוך הקטנת ההון החוזר יתרות המזומן של החברה ליום 30.09.12 גבוהות יחסית ועומדות על כ-56 מיליון ש"ח (כ-11% מהמאזן). רמת הנזילות הגבוהה נכון ליום זה נגזרת מקיטון משמעותי בהון החוזר במהלך שנת 2012 ובעקבות הנפקת אג"ח במחצית הראשונה

נזילות החברה טובה לאור יתרות מזומן גבוהות ושיפור בתזרים מפעילות תוך הקטנת ההון החוזר

נזילות החברה טובה לאור יתרות מזומן גבוהות ושיפור בתזרים מפעילות תוך הקטנת ההון החוזר יתרות המזומן של החברה ליום 30.09.12 גבוהות יחסית ועומדות על כ-56 מיליון ש"ח (כ-11% מהמאזן). רמת הנזילות הגבוהה נכון ליום זה נגזרת מקיטון משמעותי בהון החוזר במהלך שנת 2012 ובעקבות הנפקת אג"ח במחצית הראשונה

של 2011. צורכי פירעון קרן החוב לזמן ארוך בשנים 2013, 2014 מסתכמים לסך של כ-38 מיליון ₪ (כ-15 מיליון ש"ח מכך אג"ח) וכ-29 מיליון ש"ח (כ-15 מיליון ש"ח מכך אג"ח), בהתאמה.

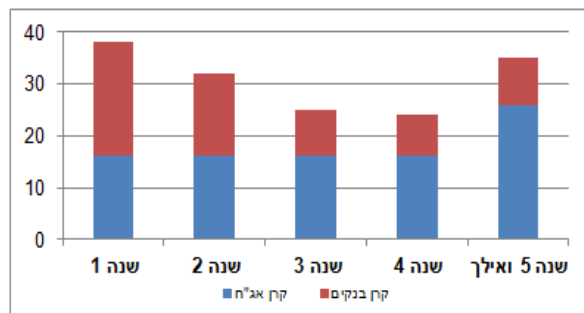
לתשעת החודשים הראשונים של 2012 התזרים השוטף עמד על כ-60 מיליון ש"ח, לעומת יתרה שלילית של כ-26 מיליון ש"ח, בתקופה המקבילה אשתקד, בעיקר על רקע שיפור בימי אשראי לקוחות, הקטנת מלאים, הארכת ימי התשלום לספקים וקבלת מקדמות. החברה הקטינה את ימי הלקוחות (בחישוב רבעוני) מממוצע רב שנתי של כ-127 לכ-102 בשנת 2012. ימי המלאי קוצרו מממוצע רב שנתי של כ-154 לכ-81 בתשעת החודשים הראשונים של 2012. להערכת מידרוג, הירידה בימי המלאי אינה פרמננטית ובתקופות שונות החברה צפויה להציג עלייה בימי המלאי.

השקעות ברכוש קבוע עמדו בשנים האחרונות בממוצע על כ-10 מיליון ש"ח (בממוצע כ-100% מהפחת השנתי). דיבידנד לבעלי המניות נע בין 7-11 מיליון ש"ח (בממוצע כ-49% מהרווח הנקי השנתי). התזרים החופשי (FCF) צפוי להיות חיובי החל משנת 2014, לאחר שנת 2013, הכוללת את ההשקעה הגבוהה בקו הייצור החדש.

אנו צופים כי החברה תמשיך להחזיק יתרות נזילות גבוהות יחסית, בין 20-30 מיליון ש"ח בשנים הקרובות, בהתאם לתנודתיות בהון החוזר, שהינה גורם שלילי בנזילות. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי של כ-185 מיליון ש"ח נכון לסוף השנה, מתוכן מסגרות פנויות בהיקף של כ-92 מיליון ₪ (כ-50%), שאינן חתומות. לחברה מסגרות חתומות מנוצלות בסכום של כ-45 מיליון ש"ח.

לחברה מספר אמות מידה בפעילותה מול הבנקים ובעלי האג"ח, המתייחסות להון עצמי, לרמת הדירוג, חלוקת דיבידנדים ולתוצאות הפעילות. ליום 30.09.12 החברה עומדת במרווח מספק באמות מידה פיננסיות שניתנו למוסדות בנקאיים ולבעלי האג"ח. לחברה שעבוד על הרכוש הקבוע, מכונות וציוד ועל הון המניות. כמו כן, קיימים שעבודים שוטפים על הנכסים. ככלל לחברה גמישות פיננסית צרה, הנגזרת ממחסור בנכסים לא משועבדים ואחוז נמוך של מסגרות חתומות פנויות, מנגד לחברה יתרת נדל"ן להשקעה בהיקף של כ-20 מיליון ש"ח. יש לציין, כי אגרות החוב של צמ"ת כוללות התניה, לפיה הורדת הדירוג ל-(BB-) מהווה עילה להעמדת החוב לפירעון מיידי.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 30.09.12, באלפי ₪*:



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי בנקאי לזמן קצר בסך של כ-19 מיליון ₪ ליום 30.09.12

סיכונים עסקיים ופיננסיים

תלות בלקוח מרכזי

בסיס הלקוחות של החברה אמנם מונה מספר רב של לקוחות, אך תוצאות פעילות החברה ומבנה עסקיה נסמכים במידה רבה על מקורות, כמתואר לעיל. החברה מספקת צינורות למקורות כ-60 שנה. ההתנהלות מול מקורות



מבוססת על הזמנות מסגרת שמתקבלות בהתאם לתכנית העבודה של מקורות. הכנסות החברה ממקורות הסתכמו בכ-118 מיליון ש"ח, כ-123 מיליון ש"ח וכ-83 מיליון ש"ח בתקופה ינואר - ספטמבר 2012 ובשנים 2011 ו-2010, בהתאמה (כ-26%, כ-27% וכ-33% מסך ההכנסות, בהתאמה). הירידה בחשיפה למכירות למקורות נבעה מאיחוד לראשונה של פעילות פלסים בשנת 2011, אשר הגדילה את סך המחזור המאוחד ומהפרויקטים הסולאריים, שהסתיימו כמעט לחלוטין בשנת 2012. להערכתנו, בשנה מייצגת, ללא פעילות איי סולאר, חלק מקורות בהכנסות המאוחדות יהיה מעל ל-35%.

פגיעה ביחסים עם מקורות עלולה, להשליך לרעה במידה משמעותית על רווחיות החברה ויציבותה. עם זאת, להערכת מידרוג החברה מציגה טרק רקורד בעבודה מול מקורות לאורך השנים המהווה גורם ממתן.

התפלגות המכירות המאוחדות לפי לקוחות עיקריים:

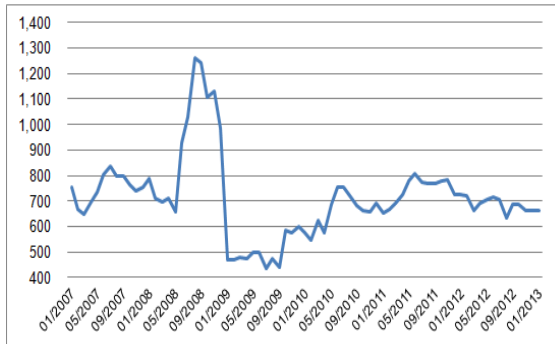
FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	1-9/2012	
307	270	242	249	449	455	מחזור מכירות מאוחד, במ' ש"ח
139	122	113	83	123	118	מכירות למקורות, במ' ש"ח
45%	45%	47%	33%	27%	26%	חלק מקורות במחזור
9%	12%	14%	13%	7%	3%	חלק לקוח א' - סוחר
4%	4%	7%				חלק לקוח ב'
			11%	9%		חלק לקוח ג' - סוחר בחו"ל
				11%	27%	פרויקטים סולאריים בחו"ל
58%	61%	68%	57%	54%	56%	סה"כ לקוחות עיקריים

חשיפה למחירי חומרי הגלם העיקריים

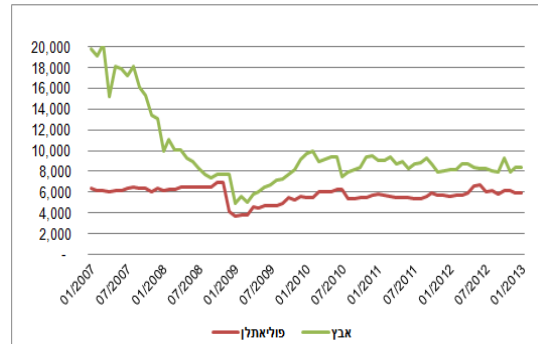
החברה חשופה לשינויים במחירי הסחורות, המהווה סיכון אינהרנטי בניית רווחיות החברה. פעילות החברה מבוססת, בין היתר, על שימוש בפלדה, פוליאיתילן ואבץ, חומרי גלם שמחירם אופיין בתנדטיות רבה בשנים האחרונות ומהווים בממוצע כ-74% מסך עלות הייצור וכ-60% מסך ההכנסות. שינויים תכופים במחירי חומרי הגלם העיקריים עשויים להשפיע על תוצאותיה העסקיות, בעיקר כאשר מדובר בשינויי כיוון תכופים, שכן שינויים הדרגתיים וחד כיווניים מאפשרים התאמה מדורגת של מחירי המכירה לעלות התשומות. שינויים במחירי הפלדה לא ניתנים לגידור כיוון שהפלדה בה משתמשת החברה אינה נמנית על חומרי גלם הנסחרים בבורסות לחומרי גלם בסיסיים. החברה מבצעת גידור מפני שינויים במחירי חלק מחומרי הגלם. תנאי החוזים עם מקורות מקנים מנגנון הצמדה של מחירי המכירה לשינויי מחיר חומר הגלם.

חשיפתה של החברה לתנודות מט"ח הינה חשיפה תזרימית בשל התחייבויות החברה במט"ח כנגד רכישת חומרי הגלם. החברה מבצעת גידור מפני שינויים בשער החליפין של הדולר מול השקל.

שינוי במחירי פלדה, בדולר לטון



שינוי במחירי פוליאיתילן ואבץ, בש"ח לטון



צורכי השקעות הנובעים משדרוג קווים קיימים

פעילות החברה הינה מוטת השקעות הוניות ויכולת החברה להציג צמיחה משמעותית ולשמר את מעמדה בקרב לקוחותיה, נסמכת במידה רבה על שדרוג קווי הייצור, שהינם ותיקים מאוד. בשנים האחרונות ההשקעות בצידו במפעלים השונים היו במוצק בגובה הפחת החשבונאי, סביב 10 מיליון ש"ח לשנה.

כאמור, החברה נמצאת בעיצומו של תהליך השקעה של כ-54 מיליון ש"ח בקו ייצור חדש לייצור צנורות בעלי קו תפר ספיראלי. על פי ההסכם, המוכרת תספק לצמ"ת את המכונה כפרויקט Turn Key (הרכבה והקמה) של המכונה בשטח מפעל החברה ומתן אחריות למכונה למשך שנה ממועד הקמתה. החברה צופה כי המכונה תחל לפעול במחצית השנייה של 2013. התפוקה הצפויה בשנים הקרובות מקו ייצור זה תעמוד על כ-15 אלף טון לשנה. להערכת החברה, החל משנת 2014 תרד בצורה משמעותית היקף ההשקעה הנורמטיבית במפעלי החברה לסכום הנמוך מ-10 מיליון ש"ח במונחים שנתיים וזאת לאור ההשקעה בקו החדש. בהתאם לאסטרטגיית החברה, הנחת העבודה שלנו היא שהחברה לא תוסיף לבצע השקעות מהותיות מעבר לקו הייצור הספיראלי.

להערכת מידרוג, צורכי המימון והאתגרים בפתחם עומדת גאון אחזקות, חברת האם, יוצרים לחץ לחלוקת דיבידנדים, מכירת השליטה או משיכת דמי ניהול מוגברים, דבר המהווה גורם סיכון

בחודש נובמבר 2012 הודיעה גאון אחזקות למחזיקי האג"ח כי לא תחתום על התיקון שהוסכם לשטר הנאמנות של האג"ח כפועל יוצא של ניהול מו"מ עם צד ג' בדבר ביצוע השקעה מהותית בגאון אחזקות. התיקון לשטר הנאמנות כולל איסור על חלוקת דיבידנד, ביצוע עסקאות בעלי עניין ולקייחת אשראי חדש, וזאת עד אשר גאון אחזקות תפרע כ-50% מהחוב הנותר או לחלופין יוכנס משקיע, אשר יזרים לפחות 33 מיליון ש"ח. בחודש דצמבר 2012 הודיעו מחזיקי האג"ח בתגובה, על מתן הוראה לנאמן האג"ח לפירעון מיידי מותנה של יתרת האג"ח, אם גאון אחזקות תחרוג משטר הנאמנות החדש או לא תשלם במלואו ובמועדו את התשלום הקרוב (קרן, ריבית והפרשי הצמדה) - במאי 2013.

יתרת האג"ח של גאון אחזקות עומדת כיום על כ-160 מיליון ש"ח, ואמורה להיפרע בארבעה תשלומים שווים של כ-40 מ' ש"ח בחודש מאי של השנים 2013-2016. לאור עלייה בשיעורי המימון, החלה גאון אחזקות בשנה האחרונה בתהליך אסטרטגי של התמקדות במגזר המים והקלינטק ומימוש עסקים ונכסים שאינם בתחום זה.



להערכתנו, לא ניתן לפסול כיום מהלכים שונים מצד בעלי השליטה, לצורך שיפור מצבה הפיננסי, כולל הגדלת שיעור הדיבידנד המחולק, העברת השליטה בחברה לגוף שלישי ומהלכים נוספים. מידרוג תבחן את ההתפתחויות בפעילות בעלי השליטה והשפעתן העתידית על צמ"ת.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- גידול משמעותי בהיקף ופיזור הפעילות
- שיפור הרווחיות התפעולית תוך הקטנת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הקטנת נפח הפעילות מול הלקוח העיקרי, במידה אשר תשפיע באופן מהותי ולאורך זמן על התוצאות
- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי EBITDA של 4.0x
- אי שמירה על מדיניות דיבידנד מתונה

דוחות קשורים

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

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

הדוח מפורסם באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד הדוח: 03.02.2013

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים
	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 ושוי 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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") 2013.

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 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 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.