



צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ

פעולת דירוג ו מרץ 2010

1

מחברת:
עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:
סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ

אופק דירוג: שלילי	דירוג: Baa1	סדרת אג"ח חדשה
-------------------	-------------	----------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 תוך שינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי לאג"ח (סדרה א') שהנפיקה צ'אם מוצרי מזון (ישראל) בע"מ ("החברה", "צ'אם") וכן לסדרת אג"ח חדשה שהחברה שוקלת להנפיק, בסך של עד 40.0 מיליון ₪ ערך נקוב. בסיס ההצמדה של הסדרה החדשה יהיה שקלי והקרן תיפרע בתשלומים שווים בכל אחת מהשנים 2012-2016. מתוך תמורת ההנפקה, ככל שתבצע, ישמשו כ-14.0 מיליון ₪ לפירעון אג"ח סדרה א' במאי 2010, כ-8.0 מיליון ₪ ישמשו לפירעון חוב כלפי בנק בישראל תוך הסרת שעבוד הרובץ על נכס מקרקעין בבעלות החברה והיתרה בסך כ-18.0 מיליון ₪ מיועדת למימון פעילותה השוטפת של החברה המצויה בתנופת השקעות.

הגורמים התומכים בדירוג כוללים: פעילות בארה"ב בתחום המזון, כספקית תוספי מזון ומוצרי ביצים לחברות מזון גלובליות. מתוך שני תחומי פעילות עיקריים, מכירת מוצרי ביצים תורמת 60%-70% מכלל הכנסות החברה בשנים האחרונות; לאחר שלושה רבעונים בהם דיווחה החברה על תוצאות נמוכות מהתחזיות המוקדמות ניכרת התאוששות החל מהרבעון השלישי של 2009 והצפי הוא לעלייה בתזרימי המזומנים בשנת 2010 ולעלייה נוספת בשנת 2011 כתוצאה מהבשלת ההשקעות, לרבות שיפור יעילות הייצור והקטנת עלויות רכישת חומרי גלם. במקביל, עוסקת החברה בהשקת מוצרי ביצים רווחיים יותר; לדברי החברה, קיימים הסכמי מימון חתומים מול בנקים לטובת מרבית ההשקעות שנתרו; פירעונות הקרן בשנים הקרובות מכוסים באופן סביר ביחס לאומדן היקף המקורות מפעילות (FFO), בהתחשב בהצלחת תוכנית ההשקעות; סך ההון העצמי מהווה למעלה מ-30% מסך המאזן; לא צפויה חלוקת דיבידנדים לבעלי המניות.

גורמי הסיכון העיקריים בפעילות החברה כוללים: תלות בהמשך קבלת הזמנות מלקוחות עיקריים, בייחוד בתחום תוספי המזון, יחד עם זאת חלקם ותיקים; שולי רווח צרים בתחום אבקות הביצים (קומודיטי); עלייה ברמת הסיכון העסקי והפיננסי לנוכח תוכנית השקעות בהיקף מהותי; להערכתנו, קיימים אתגרי נזילות בחברה (סולו) לנוכח מבנה החוב המורכב, על רקע מבנה האחזקות וכתוצאה מריבוי גורמים מממנים. בהקשר זה נציין כי הנזילות בחברה (סולו) נתמכת גם בקו אשראי חתום בחברה מוחזקת שיתרת הניצול העדכנית בו הינה בסך מהותי. הגמישות הפיננסית בחברה (סולו) נתמכת בבעלות על נכס מקרקעין שישוחרר משעבוד, כאמור לעיל.

הצבת האופק השלילי נובעת מחשש לעלייה ברמת התגודדות המאפיינת את מחירי חומרי הגלם בתחום הביצים ומהעלייה הצפויה ברמת המינוף נוכח יתרת השקעות בהיקף מהותי על פי תוכניות החברה ותזרימי המזומנים הנמוך במהלך שנת 2009; הדירוג עשוי לרדת אם לא יחול שיפור ברמת הנזילות בחברה (סולו) או אם יחול שינוי לרעה בהסכמי אשראי של חברות תפעוליות בארה"ב מול מממנים.

דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 07/03/2010. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

להלן סדרות האג"ח במחזור עליהן חל הדירוג:

שנות פרעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח 30/9/09	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת עג, במיליוני ש"ח 30/9/09	מועד הנפקה	מס' ני"ע	סדרת אג"ח
2006-2012	43	דולר **	*L+2.75%	43	5/2004	3420031	א'

* שיעור הריבית לא יפחת מ-6.5% ולא יעלה על 9.5%
 ** קרן האג"ח והריבית צמודות לשער חליפין מינימאלי של 4.555 ש"ח לדולר

התפתחויות עיקריות¹

המשבר הכלכלי בארה"ב פגע בתזרים התפעולי (EBITDA)

החברה דיווחה על EBITDA נמוכה בתשעת החודשים הראשונים של 2009 כתוצאה ממספר סיבות, לרבות השפעות המשבר הכלכלי בארה"ב. משבר זה הוביל לירידה בכמויות המבוקשות לאבקות הביצים ולהפסדי מלאי עקב צניחת מחירי חומרי הגלם. בנוסף, השקת מוצר ביצים חדש (נוזל ביצים, להלן: "ESL"), בתקופת המשבר הסבה הפסד תפעולי. לצד זאת, ה-EBITDA בתחום תוספי המזון עלתה מעט בתקופה 1-9/09 לעומת התקופה המקבילה, כתוצאה מצמצום פרויקטים לא רווחיים ללקוחות עיקריים. הרבעון הרביעי של 2008 הסתיים בתוצאות נמוכות מאוד ומאז צומצמו הוצאות ונעשו תהליכים על מנת לייעל את הייצור. לדברי החברה, רווחיות תחום הביצים צפויה להשתפר באופן משמעותי, בשנת 2010 הודות לתרומה חיובית מ-ESL לנוכח הזמנות מלקוחות, וכן לנוכח הפחתה צפויה בעלויות הייצור עם התחלת הפעלת המפעל באיווה.

צ'אם (מאוחד) נתוני רווחיות עיקריים מפעילות נמשכת, באלפי דולר

Q1 08	Q2 08	Q3 08	Q4 08	Q1 09	Q2 09	Q3 09	
47,358	48,329	47,495	40,305	35,217	34,553	29,020	הכנסות
31,296	31,620	30,166	28,482	22,705	19,718	16,302	מזה: מוצרי הביצים
10,935	12,994	13,425	8,989	8,604	10,509	8,473	תוספי מזון
6,300	8,334	7,764	2,852	1,842	2,846	4,177	רווח גולמי
(1,627)	(1,840)	(1,824)	(1,946)	(1,652)	(1,787)	(1,623)	הוצאות מכירה ושיווק
(1,726)	(2,063)	(2,140)	(1,208)	(1,236)	(1,300)	(1,246)	הוצאות הנהלה וכלליות
2,947	4,431	3,800	(302)	(1,046)	(241)	1,308	רווח תפעולי
4,977	5,480	5,055	178	197	1,014	2,455	EBITDA
2,566	3,948	3,954	1,826	(839)	(698)	635	מזה: מוצרי הביצים
1,327	1,650	1,208	(278)	1,034	1,880	1,595	תוספי מזון
(4,264)	(799)	(478)	320	(15)	(805)	(819)	הוצאות מימון, נטו
49	757	369	(284)	449	56	627	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
284	143	309	(111)	124	225	(125)	חלק ברווחי תאגידים כלולים
(984)	4,532	4,000	(377)	(488)	(765)	991	רווח (הפסד) לפני מס
324	(1,265)	(1,402)	(368)	83	375	(238)	הוצאות (הכנסות) מס
527	3,157	2,414	(775)	(410)	(391)	762	רווח נקי מפעילות נמשכת

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום פעולת דירוג קודמת במרץ 2009, ראה אתר מידרוג www.midroog.co.il

FY 05	FY 06	FY 07	FY 08	1-9/08	1-9/09	
97,704	92,227	132,069	183,487	143,182	98,790	הכנסות
57,242	52,935	81,717	121,564	93,082	58,725	מזה: מוצרי הביצים
27,755	27,501	36,066	46,343	37,354	27,586	תוספי מזון
11,856	12,236	18,099	25,250	22,398	8,865	רווח גולמי
(4,460)	(5,485)	(6,677)	(7,237)	(5,291)	(5,062)	הוצאות מכירה ושיווק
(4,834)	(4,802)	(5,643)	(7,137)	(5,929)	(3,782)	הוצאות הנהלה וכלליות
2,562	1,949	5,779	10,876	11,178	21	רווח תפעולי
6,395	5,774	9,343	15,690	14,508	3,730	EBITDA*
4,383	2733	4,555	12,293	10,467	(902)	מזה: מוצרי הביצים
1,779	3,844	6,044	3,907	4,185	4,509	תוספי מזון
(1,089)	(4,867)	(6,443)	(5,221)	(5,541)	(1,639)	הוצאות מימון, נטו
919	400	345	891	1,175	1,132	הכנסות (הוצאות) אחרות, נטו
78	607	925	625	736	224	חלק ברווחי תאגידיים כלולים
2,470	(1,911)	606	7,171	7,548	(262)	רווח (הפסד) לפני מס
(896)	1,737	286	(2,711)	(2,343)	220	הוצאות (הכנסות) מס
21	(686)	4,860	5,323	6,098	(39)	רווח נקי מפעילות נמשכת
*EBITDA מחושבת בנטרול הכנסות והוצאות אחרות						

ירידה במקורות מפעולות (FFO). קיים צפי לשיפור התזרים על רקע הבשלת השקעות

המקורות מפעולות (FFO) ירד בשנת 2009 ויחד עם זאת, תזרים המזומנים מפעילות שוטפת היה חיובי, עקב קיטון ביתרת המלאי בגלל ירידת המחירים, כשבמקביל חל גידול ביתרות הספקים. החברה מצויה בעיצומו של תהליך לצמצום מספר אתרי הייצור, ריכוזם בקרבת מקורות חומרי הגלם (תירס) והרחבת השליטה על ייצור חומרי הגלם (ביצים). תחילת ההנבה מהמתקנים החדשים צפויה בראשית 2011, וסך ההשקעה הנוטרת בהם מסתכמת, לפי חישובי מידרוג, בכ-32 מיליון דולר (חלק החברה), מזה ימומן באמצעות חוב בנקאי לפחות סך של 22 מיליון דולר, לפי הסכמי מימון שנחתמו זה מכבר לפי לדברי החברה. יישום מוצלח של תוכנית ההשקעות צפוי להגדיל את התרומה בסך כ-5.0 מיליון דולר מדי שנה, לפי נתוני החברה, בנוסף יתרום מוצר ה-ESL סך של כ-1.0 מיליון דולר בשנת 2010 אשר יעלה בהדרגה עד 4.0 מיליון דולר בשנת 2012.

במהלך התקופה מכרה החברה ציוד ייצור במפעל שהפסיק לפעול בפרהם, מיניסוטה תמורת כ-1.8 מיליון דולר והמבנה הושכר.

צ'אם (מאוחד) נתוני תזרים עיקריים מפעילות נמשכת, נתונים באלפי דולר

12.05	12.06	12.07	12.08	1-9/08	1-9/09	
3,228	1,943	4,987	10,969	8,081	2,327	תזרים מפעולות - FFO
7,501	356	(1,415)	(239)	(1,828)	10,530	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת נמשכת - CFO
3,588	6,613	6,940	11,037	7,260	5,348	רכישת רכוש קבוע
1,362	0	0	2,353	0	0	תשלום דיבידנד לבעלי המניות

צ'אם (מאוחד) יחסי יעילות תפעולית של פעילות נמשכת, נתונים כספיים באלפי דולר

FY 05	FY 06	FY 07	FY 08	1-9/08	1-9/09	
25,482	25,263	34,454	35,743	36,237	29,444	צרכי הון חוזר לפעילות נמשכת
26%	27%	26%	19%	19%	22%	צרכי הון חוזר להכנסות
1.51	1.52	1.94	1.80	1.78	1.49	יחס שוטף
0.65	0.69	0.86	0.70	0.77	0.60	יחס מהיר
40	43	57	27	43	39	ימי אשראי לקוחות
35	31	37	18	37	37	ימי אשראי ספקים
102	103	98	73	80	88	ימי מלאי

האטה ביחסי הכיסוי

יחסי כיסוי החוב באמצעות התזרים ב-12 החודשים האחרונים (LTM) נחלשו כתוצאה מהירידה בהיקפי התזרים ביחס לשנים 2007-2008. יחסי כיסוי החוב באמצעות תזרימי המזומנים של הרבעון השלישי 2009 (בקצב שנתי) מתכנסים למסגרת שהציבה מידרוג עד לתחילת ההנבה של ההשקעות. לאחר סיום מוצלח של תוכנית ההשקעות, מידרוג מצפה לירידה נוספת ביחסי הכיסוי. יחס כיסוי החוב ליום 30/9/09 באמצעות ה-LTM EBITDA ובתוספת תקבולי החברה מדמי שכירות הינו מהיר יותר: כ-14 שנים.

צ'אם (מאוחד) יחסי כיסוי עיקריים

12.05	12.06	12.07	12.08	9.09	
7.7	9.8	5.9	3.4	16.5	חוב פיננסי ל-LTM EBITDA
11.2	23.4	11.8	4.9	12.2	חוב פיננסי ל-LTM FFO

שימוש במנוף פיננסי

יתרת החוב הפיננסי של החברה ליום 30/9/09 הינה כ-63.4 מיליון דולר, מכך כ-53.4 חוב מאזני ועוד כ-10.0 מיליון דולר בגין ערבות שניתנה לבנק המממן של השותפות שבאמצעותה משקיעה החברה בחוות המטילות. להערכת מידרוג, השותפות הינה חיונית להצלחת החברה בעתיד ועל כן נלקח חלקה של החברה בחוב הפיננסי של השותפות, על פי שיעור אחזקתה בשותפות (50%). החוב המאזני מממן את צרכי ההון החוזר ואת השקעות החברה ברכוש קבוע וצפוי לגדול לטובת ההשקעות הנוספות. סך ההון העצמי של החברה יציב. לוח הסילוקין לפירעון קרן החוב לזמן ארוך בשנים 2010-2012 כולל קרן בסך 6.0-8.0 מיליון דולר, מדי שנה קלנדרית, מזה כ-4.5 מיליון דולר בחברה (סולו) מול מממנים בישראל. הפירעונות מכוסים באופן סביר ע"י אמדן ה-FFO אשר נערך בהתבסס על הצלחת תוכנית ההשקעות.

מידרוג מצפה לחיזוק הנזילות ברמת הסולו אשר תלויה כיום בקיום יתרת ניצול מינימאלית במסגרת האשראי של חברת ESI (100% מהון המניות) אשר באמצעותה מחזיקה צ'אם בפרימרה וב-IFP. לפי מידע שמסרה הנהלת צ'אם למידרוג, משיכת דיבידנד מותנית בקיום מסגרות אשראי לא מנוצלות בסך העולה על 3.0 מיליון דולר לאחר המשיכה. ליום 30/9/09 יתרת הניצול נמוכה אך למועד הדוח יתרת הניצול הינה כ-7.0 מיליון דולר. היקף קו האשראי הינו כ-22.0 מיליון דולר ותוקפו יפוג במהלך שנת 2011. להערכת צ'אם, עפ"י ההתנהלות בעבר, קו האשראי ימוחזר.

צ'אם (מאוחד) יחסי איתנות ומינוף, נתונים באלפי דולר

12.05	12.06	12.07	12.08	9.08	9.09	
15,700	15,673	10,568	15,733	10,441	16,023	חוב פיננסי זמן קצר
33,499	24,202	50,816	38,146	38,427	37,363	חוב פיננסי זמן ארוך
16,560						חוב פיננסי המיוחס לפעילות מופסקת
					10,000	חוב המיוחס לחברה בגין האחזקה בשותפות
49,199	56,435	61,384	53,879	48,868	63,386	סה"כ חוב פיננסי
45,465	52,627	60,934	53,498	48,587	61,939	חוב פיננסי נטו
19,983	27,364	26,480	17,755	12,350	32,495	חוב פיננסי נטו בניכוי צרכי הון חוזר
56.5%	61.6%	59.7%	55.8%	53.4%	60.1%	חוב פיננסי ל CAP
31,402	30,917	36,149	38,603	39,610	38,206	הון עצמי
99,399	104,272	120,525	110,237	117,894	111,927	סך מאזן
31.6%	29.7%	30.0%	35.0%	33.6%	34.1%	הון עצמי לסך מאזן

הגמישות הפיננסית נתמכת בבעלות על נכסי נדל"ן

הגמישות הפיננסית (סולו) נתמכת באחזקה בנכס מקרקעין ששוויו, על פי הערכת שמאי עדכנית, נאמד בכ-18.0 מיליון ₪. בכוונת החברה להסיר את השעבוד הרובץ על הנכס לטובת שני בנקים ואשר מבטיח הלוואה מהם- לצורך כך תשתמש בכ-8.0 מיליון ₪ מתמורת הגיוס. להערכת החברה ערך הנכס עשוי לעלות אם תאושר תוכנית לשינוי ייעוד הקרקע מחקלאות למגורים שכן הוא ממוקם באזור ביקוש.

הנכסים התפעוליים ונכסי ההון החוזר של החברות בארה"ב משועבדים לטובת בנקים מממנים, תוך הטלת התניות פיננסיות בקשר עם הנתונים הפיננסיים של חברת ESI ושל החברות התפעוליות (פרימרה ו-IFP) ובכלל זה על סך הון עצמי אפקטיבי, יחס כיסוי חוב, היקף ה-EBITDA ועוד. נכון למועד דוח זה, פרימרה מצויה בהפרה של אמת מידה פיננסית לגבי התחייבות בסך כ-10.0 מיליון דולר שניתנה מאת בנק FCSA לצורך בניית מפעל הייבוש החדש. בנק FCSA הסכים למתן כתבי ויתור עד יוני 2010 לאחר שפרימרה הודיעה לא תעמוד בהתניות. הנהלת צ'אם מסרה למידרוג כי, להערכתה, פרימרה תעמוד בהתניות ולא ידרשו כתבי ויתור נוספים. כמו כן מסרה הנהלה כי גם אם ידרשו- ינתנו ואף אם יועמד האשראי לפירעון מיידי תוכל למצוא מימון חלופי. הנהלת החברה מסרה כי יתר ההתניות הפיננסיות מקוימות במרווח מספיק גם ליום 30/9/09 וגם למועד דוח זה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג

- צמיחה ברווחיות לרבות שיפור ה-EBITDA יחסי כיסוי החוב הפיננסי
- הוכחת יציבות ועקביות במודל העסקי ובנתונים הכספיים

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- אי שיפור ברמת הנזילות בחברה (סולו)
- ירידה בשיעור הון עצמי (חשבונאי) לסך מאזן מתחת ל- 30%
- הרעה ביחסי כיסוי החוב באמצעות התזרים, באופן שיחס הכיסוי באמצעות ה- EBITDA יעלה על 6 שנים ויחס הכיסוי באמצעות ה- FFO יעלה על 13 שנים, בשנות ההשקעה. החוב הפיננסי יכולול גם מחצית מחוב השותפות אשר בונה את החווה
- פגיעה בגמישות הפיננסית בחברה (סולו) הנתמכת בבעלות החברה על נכס נדל"ן בישראל, שישוחרר משעבוד

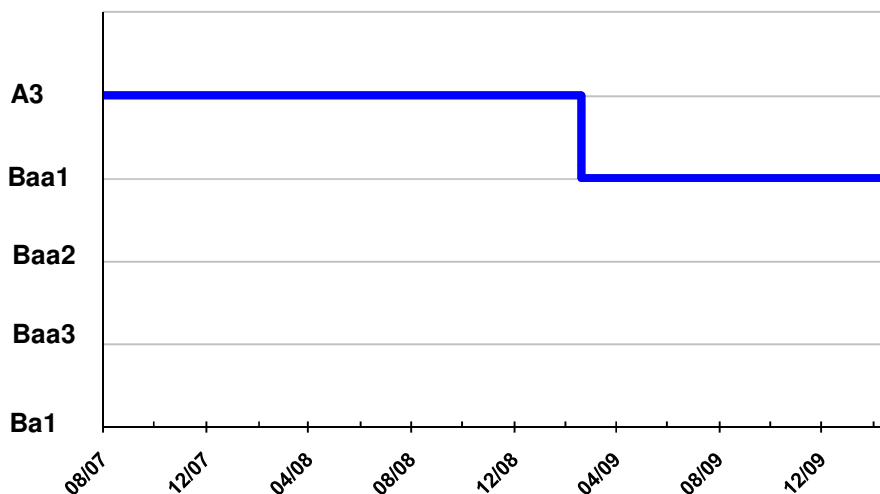
צ'אם (מאוחד) תמצית מאזן, נתונים באלפי דולר

12.05	12.06	12.07	12.08	9.09	
3,618	2,883	440	381	1,268	מזומנים ושווי מזומנים
10,613	10,860	20,687	13,552	13,874	לקוחות
870	700	1,117	1,131	541	שותפויות מוחזקות וחברה כלולה
3,092	3,189	917	3,383	2,798	חייבים ויתרות חובה
24,090	22,532	30,562	31,764	28,675	מלאי
42,399	41,089	55,008	51,962	47,681	סה"כ רכוש שוטף
		2,673	1,465	1,309	נכסים ביולוגיים
1,524	2,175	3,193	3,395	8,387	השקעה בחברות מוחזקות
4,494	1,216	1,120	794	1,440	השקעות אחרות
48,056	35,374	53,477	47,577	48,672	רכוש קבוע
	3,067	1,690	2,409	2,363	נדל"ן להשקעה
2,926	1,370	2,588	1,206	982	רכוש אחר והוצאות נדחות, נטו
	19,981	0	0		נכסים המיוחסים לפעילות מופסקת
99,399	104,272	120,525	110,237	111,928	סה"כ נכסים
12,728	12,447	7,840	12,162	13,243	אשראי מתאגידים בנקאיים ואחרים
2,972	3,226	2,728	3,571	2,780	חלות שוטפת אגח להמרה
8,289	6,881	11,618	7,617	12,057	ספקים ונותני שירותים
4,024	4,437	6,094	5,339	3,846	זכאים ויתרות זכות
28,013	26,991	28,311	28,879	31,926	סה"כ התחייבויות שוטפות
16,096	8,905	37,508	27,434	29,493	הלוואות מתאגידים בנקאיים ואחרים
6,485	4,250	5,249	4,160	3,800	מיסים נדחים
17,403	15,297	10,914	8,349	5,559	אג"ח להמרה במניות
		2,316	2,363	2,311	מכשירים פיננסיים נגזרים בגין רכיב ההמר
	17,912	0	0		התחייבויות המיוחסות לפעילות מופסקת
31,402	30,917	36,149	38,603	38,206	הון עצמי
			25,135	25,097	מזה : עודפים
			(148)	(148)	מניות באוצר
99,399	104,272	120,525	110,237	111,927	סה"כ התחייבויות והון

אודות החברה

צ'אם מחזיקה במפעלים בתחום תעשיית המזון, בעיקר בארה"ב, באמצעות שתי חברות בבעלותה המלאה: Primera Foods Corporation ("פרימרה") IFP Inc - I ("IFP"). פרימרה מייצרת בארבעה מפעלים חומרי גלם לתעשיית מוצרי המזון, בתהליך הכולל עיבוד ביצים לאבקה. לקוחותיה ממוקמים בעיקר בארה"ב (80% מהכנסות פרימרה). פרימרה נמנית על אחת משלושת החברות הגדולות בתחומה בארה"ב ונתח השוק שלה הינו בפער ניכר לאחר קונגלומרט המזון Michael Foods (המדורג ע"י מודי'ס B1). שוק אבקות הביצים בארה"ב הינו תחרותי ובוגר, המושפע ממגמות משתנות במחירי חומרי הגלם ומקונסולידציה בייצור חומרי הגלם. IFP עוסקת בעיבוד ופיתוח רכיבי מזון לתוספי מזון, כגון אבקות שתייה וכן מספקת שירותי ייצור במיקור חוץ ליצרני מזון גלובליים, באמצעות שני מפעלים תוך תחרות עם עשרות יצרנים. צ'אם מעורבת גם בפעילות ייצור אבקות ירקות ומוצרי ביצים בישראל ובתורכיה. מניות החברה נסחרות בבורסה לני"ע בתל אביב. בעלי השליטה בחברה כוללים את בני משפחת שבי (40.2%) ומשקיעים זרים (28.8%), יו"ר הדירקטוריון הוא מר מיכאל שבי, מנכ"ל החברה הוא מר שי שבי.

היסטוריית הדירוג



רשימת 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 ושוי 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) - השקעה הונית - 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 בתזרימי 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	

10

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 שאלה 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.

דו"ח מספר: CIC040310040M

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") 2010.

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. הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכים להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.