



# אפריקה ישראל תעשיות בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוקטובר 2011

1

## מחברים:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט

[Guyd@midroog.co.il](mailto:Guyd@midroog.co.il)

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות

[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## אפריקה ישראל תעשיות בע"מ

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

מידרוג מעלה את דירוג איגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ("אפריקה תעשיות" או "החברה") מדירוג Baa1 ל-A3 ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב.

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

שנות פירעון האג"ח	יתרה בספרים 30/06/2011 במיליוני ₪	ערך נקוב (מיליוני ₪)	בסיס הצמדה	ריבית נקובה	מועד הנפקה	סדרה
2011-2014	288	254	מדד	5.8%	9/2007	א'

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

העלאת הדירוג הינה נוכח המגמה המתמשכת של שיפור בתוצאות החברה, הן במגזר הפלדה והן במגזר הקרמיקה, לאור עלייה בהיקפי פעילות וחזרה לשיעורי רווחיות גולמית טרום המשבר. השיפור בתוצאות הפעילות הנו נוכח ביקושים גבוהים והתחזקות מעמדן העסקי של החברות הבנות, פקר פלדה ונגב קרמיקה, בשוק המקומי. רווחיות החברה בתחום הפלדה הושפעה לטובה ברבעונים האחרונים ממגמת העלייה במחירי הפלדה. כמו כן, נרשמה המשך התאוששות בפעילות ברוסיה, אשר בשנת 2008 רשמה הפסדים כבדים והעיבה על פעילות הקבוצה ובשנת 2009 רשמה איזון בתוצאות. שתי החברות הבנות העיקריות פקר ונגב הן בעלות מעמד עסקי מוביל בתחומן בישראל, היקף פעילות רחב ופיזור לקוחות רחב.

מגזר הקרמיקה מאופיין בשנים האחרונות במגמת צמיחה בהכנסות, בשיעורי רווחיות גבוהים ובתזרימי מזומנים חזקים. השיפור בפעילות נתמך בין היתר ב"רוח הגבית" של פריחת ענף הנדל"ן למגורים בישראל בשנים האחרונות. אנו מעריכים התמתנות מסוימת בצמיחה הפנימית וברווחיות של מגזר הקרמיקה בטווח אופק הדירוג על רקע האטה בשוק הדיור.

לחברה אסטרטגיית צמיחה הן באמצעות צמיחה אורגנית והן באמצעות מיזוגים ורכישות. החברה ביצעה מספר רכישות ומיזוגים במהלך מחצית שנת 2011 בתחום הקרמיקה ובתחום הפלדה (כניסה לתחום עיבוד ברזל לבטון), דבר אשר מהווה פוטנציאל להמשך צמיחת החברה, יצירת סינרגיה וביסוסה כמובילת שוק.

לחברה מינוף גבוה ויחסי כיסוי איטיים. אלו מושפעים מצורכי ההון החוזר הגבוהים בפעילות הפלדה ומהחוב בחברה סולו. המרכיב הגבוה של נכסי הון חוזר, בדגש על מלאי המתכות, ממתן במידת מה את סיכון המינוף.

הסיכון הענפי בפעילות הפלדה מוערך כגבוה יחסית, נוכח חשיפה גבוהה למחירי המתכות, גמישות מחיר נמוכה וחסמי כניסה נמוכים יחסית. מאפייני הענף גוזרים רווחיות מתונה לצד תנודתיות חזקה של תזרימי המזומנים בשל צורכי ההון החוזר הגבוהים. הסיכון הענפי בתחום הקרמיקה מתון יותר, והוא מאופיין בביקוש יציב יחסית ורווחיות טובה.

הקשר עם החברה האם אפריקה השקעות (דירוג Baa2) הינו בעל השפעה בשיקולי הדירוג אם כי מתונה בהשוואה לעבר, בעיקר נוכח התייצבות מצבה הפיננסי של האחרונה. לאורך השנה וחצי האחרונה צורכי המימון של חברת האם לא יצרו לחץ לחלוקת דיבידנדים מהחברה. איננו מניחים מדיניות דיבידנד אגרסיבית גם בטווח הנראה לעין.

נזילות החברה טובה ומושתת בעיקר על יכולת ייצור מזומנים מפעילות ועל מסגרות אשראי רחבות מהבנקים, מרביתן אינן חתומות. לחברה מערכת יחסים ארוכה ומוכחת מול המערכת הבנקאית. הצבת אופק דירוג יציב משקפת את הערכת מידרוג כי החברה תשמור על רמת הרווחיות, תוך שמירה על יחסי הכיסוי בטווח אופק הדירוג. הבשלת ההשקעות שבוצעו במהלך שנת 2010 ובמחצית שנת 2011 מהוות פוטנציאל להמשך מגמת הצמיחה. מידרוג מציינת כי מדיניות הדיבידנד של החברה הנה מתונה.

**אפריקה תעשיות (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪**

FY 2007	FY 2008	FY 2009	FY 2010	H1 2010	H1 2011	
1,363	1,934	1,403	1,898	876	1,132	הכנסות
297	315	287	391	190	249	רווח גולמי
113	39	67	117	61	88	רווח תפעולי
19	32	17	36	15	37	הוצאות מימון, נטו
63	25	43	60	35	39	רווח נקי לתקופה <sup>1</sup>
21.8%	16.3%	20.5%	20.6%	21.7%	22.0%	% רווח גולמי
8.3%	2.0%	4.8%	6.2%	7.0%	7.7%	% רווח תפעולי
198	25	13	31	34	35	מזומנים ושווי מזומן
298	248	174	152	177	105	נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח והפסד
794	844	761	874	845	1,123	חוב פיננסי
652	722	701	824	772	988	הון חוזר תפעולי, נטו
28.9%	28.1%	28.9%	25.9%	26.4%	20.1%	הון עצמי למאזן
5.9	12.1	7.5	6.3	6.2	6.6	חוב פיננסי ל-EBITDA
8.0	neg	11.6	10.4	9.6	11.8	חוב פיננסי ל-FFO

**אפריקה תעשיות - מגזרי פעילות, במיליוני ₪**

מגזר הקרמיקה					מגזר הפלדה					
2008	2009	2010	H12010	H12011	2008	2009	2010	H12010	H12011	
452	480	545	263	326	1,483	922	1,353	613	806	הכנסות (מיליוני ₪)
27	31	38	17	25	2	27	51	31	37	רווח מגזרי לפני מס (מיליוני ₪)
5.9%	6.5%	6.9%	6.5%	7.6%	0.1%	2.9%	3.8%	5.1%	4.6%	% רווח מגזרי

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

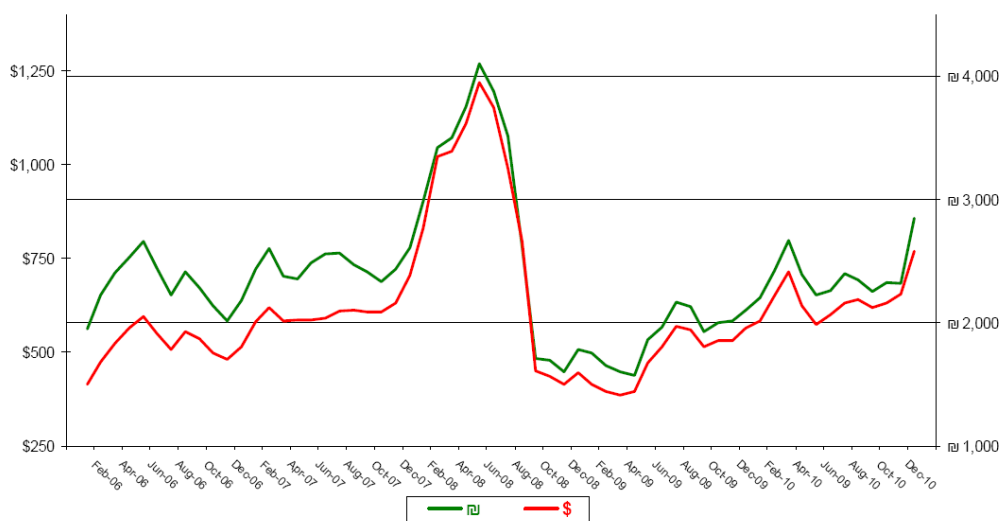
**מעמד מוביל בענף הפלדה לצד סיכון ענפי גבוה**

אפריקה תעשיות באמצעות - פקר פלדה, הינה חברה מובילה בישראל בעיבוד ושיווק מוצרי פלדה למגוון רחב של שימושים. באמצעות מספר מפעלים הממוקמים בקרית מלאכי, אשקלון וחיפה. החברה משקיעה בשנים האחרונות בעיבוי הערך המוסף של מפעלי החברה תוך שידרוג והשקעות ברכוש קבוע. לאורך השנים צברה החברה מוניטין חזק וניסיון. לקוחות החברה פרוסים על פני ענפים שונים ומגוונים במשק ופיזור הלקוחות הינו גבוה. ענף עיבוד ושיווק הפלדה הינו בעל סיכון עסקי גבוה יחסית, לאור החשיפה הגבוהה למחירי המתכות בעולם וכנגזרת של רמת הביקוש העולמית. עלות המתכות הינה מרכיב מהותי מתוך עלות המכר של מגזר זה ומהווה מעל לכ- 70% מהמכירות בשלוש השנים האחרונות. בנוסף, יתרות המלאי הגבוהות אותם מחזיקה החברה חושפים אותה לתנודות במחירי הפלדה ומתכות נוספות בעולם. לחברה ניסיון רב שנים בניהול רכש הפלדה והמלאי. קצב צמיחת הביקושים למוצרי הפלדה נגזרים באופן יחסי מצמיחת התמ"ג במשק. בשנת 2010 ובמחצית הראשונה של שנת 2011 רשמה פקר פלדה גידול בהיקף הכמויות בשוק המקומי. זאת בניגוד למגמת קיטון בכמויות שנמכרו

<sup>1</sup> במהלך שנת 2008 הכירה החברה בהכנסות (הוצאות) חד-פעמיות בגין, ירידת ערך מלאי על סך של כ- 64 מיליון ₪, הפרשה לחובות מסופקים על סך של כ- 26 מיליון ₪, רווח הון ממימוש חברה כלולה על סך של כ- 15 מיליון ₪ ורווח מפדיון מוקדם של איגרות חוב של החברה על סך של כ- 40 מיליון ₪.

בשנים 2009 ו-2008 נוכח המשבר הכלכלי וקיסון בביקושים בשוק המקומי. הרווחיות הגולמית של המגזר מושפעת בעיקר מתנודתיות מחיר הפלדה שהנה קומודיטי וכן מימי המלאי שמחזיקה החברה. מחירי הפלדה מאופיינים בתנודתיות ומשפיעים על היקף ההכנסות, שיעורי הרווחיות והיקף ההון החוזר. מגזר הפלדה הציג צמיחה של כ-20% ברווח לפני מס בחציון הראשון של שנת 2011 בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד. זאת בהמשך לצמיחה של כ-92% בשנת 2010. הגידול נבע מגידול בכמויות שנמכרו כאמור ומשיפור בשיעור הרווח הגולמי בשנים 2010-2011 לאור מגמת של עלייה במחירי הפלדה (ראה גרף להלן).

**התפתחות מחירי פלדה בסיסת המבוססים על ערכי המלאי והזמנות עיקריות מספקים של החברה:**



**המשך צמיחת פעילות הקרמיקה, מגמת שיפור בשיעורי הרווחיות והרחבת רשת החנויות תוך רכישות ומיזוגים**

חברת נגב קרמיקה ממשיכה להציג צמיחה בהכנסות תוך שמירה על שיעורי רווחיות גבוהים. הצמיחה בהכנסות נבעה בד בבד, מחיזוק מעמדה המוביל במגזר הקמעונאי, תוך פתיחת חנויות חדשות וצמיחה בהכנסות של חנויות קיימות (SSS) וגידול במכירות לקבלנים ומפיצים. הכנסות נגב קרמיקה גדלו בשיעור של כ-24% במחצית הראשונה של שנת 2011 בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד וזאת בהמשך לצמיחה של כ-14% שנרשמה בשנת 2010 בהשוואה ל-2009. הצמיחה בפעילות נגב קרמיקה נבעה מהמתאם הגבוה לצמיחת ענף הנדל"ן בישראל בשנים האחרונות ואיחוד לראשונה של פעילויות חדשות שנרכשו. הרווח המגזרי לפני מס לחציון הראשון של שנת 2011, גדל בכ-47% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, לכ-25 מיליון ₪. זאת בהמשך לצמיחה של כ-23% בשנת 2010 בהשוואה לשנת 2009. במהלך החציון הראשון של שנת 2011, הגדילה אפריקה תעשיות את החזקתה בחברת נגב קרמיקה, משיעור של 75% (לסוף שנת 2010) לשיעור של 90% וזאת דרך רכישת מניות במסחר השוטף בבורסה. סך התמורה הסתכמה בכ-46 מיליון ₪. אסטרטגיית הקבוצה של נגב כוללת צמיחה באמצעות צמיחה אורגנית ואסטרטגיית מיזוגים ורכישות. בתחילת שנת 2011 ביצעה נגב מספר רכישות ומיזוגים הסינרגטיים לפעילותה. החברה חתמה על הסכם לרכישת 75% ממניות חברת אורגל א.ל.פ. בע"מ, תמורת כ-15 מיליון ₪. אורגל עוסקת בשיווק מוצרי בנייה ובין השאר, בעלת הזיכיון הבלעדי למותג הברזים GROHE. בנוסף, רכשה נגב קרמיקה את חברת ח.ג.י. חברה לשיווק והספקה לבניין בע"מ, העוסקת בשיווק מוצרים מתקדמים לבנייה ופעילות קמעונאית באמצעות רשת חנויות "ויה ארקדיה" המונה חמישה סניפים. העסקה בוצעה ללא תמורה, נוכח עודף בהתייבויית על נכסים של הנרכשת.



במהלך שנת 2010, אישר דירקטוריון החברה תוכנית השקעה הכוללת שדרוג מקיף והגדלת כושר הייצור של מפעל החברה בירוחם, עד להיקף של 140 מיליון ₪. התוכנית צפויה להסתיים במהלך שנת 2014. בטווח אופק הדירוג, תוכנית ההשקעות תלווה בגידול בחוב הפיננסי.

#### **המשך התאוששות הפעילות ברוסיה עם שיפור באינדיקטורים מאקרו כלכליים במדינה**

אפריקה תעשיות פעילה בתחום סחר מתכות ברוסיה באמצעות החזקה בחברת Apogey (החזקה של 65% ממניות החברה). בשנים 2008 ו-2009 בעקבות המשבר הכלכלי נפגעה מהותית פעילות החברה בתחום זה. בשנה האחרונה חל שיפור במדדים הפיננסיים מאקרו כלכליים של רוסיה ותחזיות הכלכלה הרוסית. במהלך שנת 2010 ובמהלך חציון ראשון 2011, הציגה פעילות הפלדה ברוסיה צמיחה בהיקפי הפעילות ובשיעורי הרווחיות.

בנוסף מחזיקה אפריקה תעשיות בחברת Koa Gaz (בעלות מלאה). בבעלותה של חברה זו מתחם בעיר קרסקובו הנמצא במחוז העיר מוסקבה. מתחם זה, כולל בין היתר, מבני אחסון, מסילות רכבת ותשתיות שונות. פעילות זו הכוללת שירותי פריקה, אחסון והעמסה לחומרי בנייה וכן השכרת שטחים לתעשייה, אינה מהותית כיום לחברה.

#### **כניסה לפעילות ברזל לבניין תוך מיצוי סינרגיה עם חברות בקבוצת אפריקה**

בחודש יולי 2011 חתמה החברה על רכישת פעילות חברת יעקובי - ברזל לבטון בע"מ, תמורת 91 מיליון ₪. העיסקה הושלמה בסוף אוגוסט 2011. פעילות זו כוללת עיבוד וסחר של ברזל לזיון בטון, ביסוס ודיפון תשתיות ומבנים בישראל. יעקובי- ברזל לבטון הינה חברה פרטית, מהגדולות בישראל בתחום עיבוד ברזל. מחד, כניסה לפעילות הברזל לבניין עתידה להגדיל את הסינרגיה עם חברות בקבוצת אפריקה השקעות ולהעצים את מעמדה בתחום הברזל, מאידך, מדובר בהשקעה אשר תלווה בגידול בחוב הפיננסי.

#### **עלייה ברמת המינוף תוך יציבות ביחסי הכיסוי**

החוב הפיננסי של החברה (במאוחד) ליום 30.06.2011 הסתכם בסך של כ- 1,123 מיליוני ₪ (מתוכו סך של 288 מיליון ש"ח יתרת אג"ח), בהשוואה לסך של כ- 874 מיליוני ש"ח (מתוכו סך של 281 מיליון ש"ח יתרת אג"ח), לסוף שנת 2010. תנודתיות מחירי ההון החוזר מהווים גורם עיקרי בהתפתחות החוב הפיננסי. כ- 45% מהגידול בחוב, נבע ממימון גידול בהון החוזר בפעילות הפלדה, נוכח גידול בהיקפי הפעילות ועלייה במחירי הפלדה. הגידול בחוב זה מוסך על ידי אשראי מתגלגל לזמן קצר מבנקים. כ- 45% נוספים מהגידול בחוב הפיננסי, נבע ממגזר הקרמיקה. גידול החוב במגזר זה מימון ברובו גידול בהון החוזר של החברה, הנובע מגידול בהיקפי הפעילות ואיחוד של פעילויות חדשות שנרכשו, השקעה ברכוש קבוע ורכוש אחר והשקעה בחברת אורגל. יתרת הגידול בחוב הפיננסי הינה בחלקה, כנגד רכישת מניות חברת נגב ובחלקה כנגד דיבידנד שחולק לבעלי המניות.

להערכת מידרוג, היקף החוב הפיננסי במאוחד צפוי לגדול בטווח הקצר נוכח מימון רכישת פעילות יעקובי - ברזל לבנין ומימון ההון החוזר לפעילות זו וכן נוכח ההשקעות הצפויות בהגדלת כושר הייצור של מפעל הקרמיקה. סך היקף המימון של פעילות הברזל לבניין צפוי להסתכם בכ- 150 עד 200 מיליון ₪.

החברה מציגה יחסי כיסוי של כ-6.6 לחציון ראשון 2011 וכ-6.3 לשנת 2010. יחסי הכיסוי של החברה לסוף מחצית ראשונה של שנת 2011, נותרו יציבים יחסית לסוף שנת 2010 ולתקופה מקבילה אשתקד, בעיקר עקב שיפור ברווחיות החברות אשר קוזזה למול הגידול בחוב הפיננסי. במידרוג מצפים מהחברה לשמור על יחסי הכיסוי הנוכחים בטווח הקצר - בינוני.

#### **נזילות סבירה הן ברמת המאוחד והן ברמת הסולו**

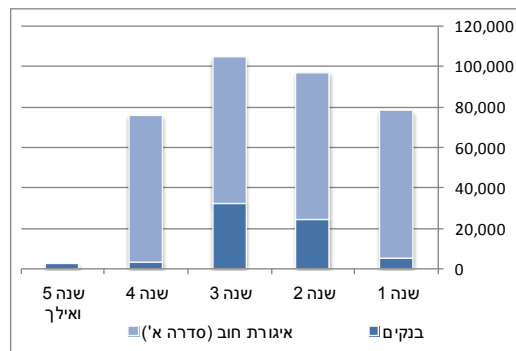
במידרוג מעריכים כי רמת הנזילות והגמישות הפיננסית של החברה הן ברמת המאוחד והן ברמת הסולו הנה סבירה. לקבוצה יתרות נזילות (מזומנים והשקעות לזמן קצר) במאוחד של כ- 140 מיליון ₪ ליום 30.6.2011. בנוסף לחברה יכולת גבוהה בייצור מזומנים מפעילות, אולם התנודתיות הגבוהה בהון החוזר מעיבה על הנזילות והחברה נשענת



בעיקר על מסגרות אשראי מבנקים כמקור לויסות צורכי התזרים. לקבוצה יתרת מסגרות אשראי לא מנוצלות בסך של כ- 380 מיליון ₪ ליום 30.06.2011. מידרוג מציינת לטובה את מערכת היחסים הארוכה והמוכחת של החברה מול המערכת הבנקאית. החברה מציגה תזרים מפעילות (FFO), אשר חזר לרמות שקדמו למשבר הכלכלי בשנים 2008 ו-2009, והסתכם בכ- 61 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2011 ובכ- 84 מיליון ₪ בכל שנת 2010. התזרים מפעילות שוטפת (CFO) למחצית הראשונה של שנת 2011, היה שלילי והסתכם לסך של כ- 75 מיליון ₪ נוכח מימון גידול בהון החוזר בסך של 145 מיליון ₪. כמו כן, ביצעה החברה השקעות ברכוש קבוע בסך של 75 מיליון ₪ ודיבידנד שחולק לבעלי המניות בסך של 30 מיליון ₪.

קרן החוב לזמן ארוך במאוחד (בנקים ואג"ח) לשנים 2012 ו-2013 הינה כ- 100 מיליון ₪ בממוצע לשנה, מכך חלקה של החברה סולו (אג"ח בלבד) הינו כ-73 מיליון ₪ כל שנה. יתרת המזומנים והשקעות לזמן קצר ליום 30.06.2011 באפריקה תעשיות - סולו, הסתכמו בכ- 102 מיליון ₪ ושימשו בעיקר, לפירעון תשלום איגרות החוב בחודש ספטמבר 2011 בסך של כ- 74 מיליון ₪. ברמת החברה סולו, שירות החוב לשנת 2012 מתבסס בעיקר על קבלת דיבידנדים מהחברות המוחזקות - פקר ונגב, אשר הסתכמו במחצית הראשונה של שנת 2011 ולשנת 2010, בסך של כ- 51 מיליון ₪ וכ- 70 מיליון ₪ בהתאמה. להערכת מידרוג, מדיניות הדיבידנד של החברה הנה מתונה. לאורך השנה וחצי האחרונה ניתן לראות כי צורכי המימון של חברת האם לא יצרו לחץ לחלוקת דיבידנדים מאפריקה תעשיות ובכך מיתנו את גורמי סיכון.

**לוח סילוקין התחייבויות לזמן ארוך (מאוחד) ליום 30.6.2011, באלפי ₪:**



\*לוח הסילוקין אינו כולל אשראי מתגלגל לזמן קצר בסך של כ- 773 מיליון ₪ ליום 30.06.2011.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך שיפור ברווחי החברות המוחזקות תוך הקטנת היקף המינוף במאחד.

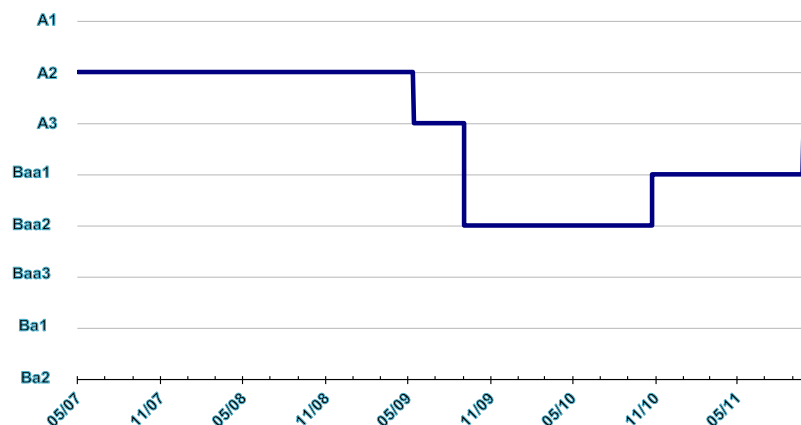
### גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי חוב ל- EBITDA מעל לטווח של 6.5-7.0 לאורך זמן.
- חלוקת דיבידנדים רחבה שיש בה לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה.

## אודות החברה

אפריקה ישראל תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות ציבורית אשר מניויתיה רשומות למסחר בבורסה בתל אביב. בעלת השליטה הינה חברת אפריקה ישראל השקעות בע"מ מחזיקה בכ-76% מהון המניות. החברה שולטת בארבע מוחזקות תפעוליות: פקר פלדה תעשיות בע"מ (100%) חברה פרטית, נגב קרמיקה בע"מ (90%) חברה ציבורית, שמניויתיה נסחרות בבורסה בתל אביב, Apogey (65%) חברה רוסית פרטית, שיתרת מניויתיה מוחזקות ע"י מייסדי החברה אשר מכהנים בתפקידי מנכ"ל ומנהל רכש, וכן KoaGaz (100%) חברה רוסית פרטית. עיקר ההכנסות בדוח המאוחד נובעות ממגזר הפלדה, הכולל את תוצאות פעילות פקר פלדה תעשיות בישראל ותוצאות פעילות Apogey ברוסיה. פקר פלדה תעשיות עוסקת ביבוא ועיבוד מגוון מוצרי פלדה ומתכות, המהווים חומרי גלם למגוון ענפי משק, ו-Apogey עוסקת בסחר במתכות, באמצעות 14 סניפים ברחבי רוסיה. נגב קרמיקה עוסקת ביבוא וייצור בעיקר של אריחים וכן של מוצרים נלווים לעיצוב הבית. נגב קרמיקה משווקת את המוצרים לקבלנים וסיטונאים וגם באמצעות רשת קמעונאית אשר מונה 14 חנויות. במהלך שנת 2011 רכשה נגב את פעילות רשת ויה-ארקדיה המונה רשת של חמישה סניפים. KoaGaz מחזיקה במקרקעין בשטח של 260 דונם, המרוחק כ-30 ק"מ ממרכז מוסקבה וכולל חיבור לתשתיות אנרגיה, מים ומסילות רכבות.

## היסטוריית דירוג



	<b>רשימת מונחים פיננסיים עיקריים:</b>
	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
	<b>נכסים</b> Assets
	<b>חוב פיננסי</b> Debt
	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> Cash Flow from Operation (CFO)
	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> Retained Cash Flow (RCF)
	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> Free Cash Flow (FCF)
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	
סך נכסי החברה במאזן.	
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.



סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות 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 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.



מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2011

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה מסחרית כלשהי ללא הסכמת מידרוג בכתב.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעיניה לאמינים ומדויקים. מידרוג אינה בודקת באופן עצמאי את נכונותו, שלמותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il). הדירוגים המתבצעים על ידי מידרוג הנם בגדר חוות דעת סובייקטיבית ואין הם מהווים המלצה לרכישה או להימנעות מרכישה של אגרות חוב או מסמכים מדורגים אחרים. אין לראות בדירוגים הנעשים על ידי מידרוג כאישור לנתונים או לחוות דעת כלשהן או כניסיונות לבצע הערכה עצמאית למצבה הכספי של חברה כלשהי או להעיד על כך, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישורין רק לסיכונים אשראי ולא לכל סיכון אחר, כגון הסיכון כי ערך השוק של החוב המדורג ירד עקב שינויים בשערי ריבית או עקב גורמים אחרים המשפיעים על שוק ההון. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו, ובהתאם, כל משתמש במידע הכלול במסמך זה חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות השקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר 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.