

אפריקה ישראל תעשיות בע"מ

דוח מעקב | יולי 2014

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

סיגל יששכר, סמנכ"ל - ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אפריקה ישראל תעשיות בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 ואופק יציב לאיגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה אפריקה ישראל תעשיות בע"מ ("אפריקה תעשיות" או "החברה" או "הקבוצה").

סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה (%)	תנאי תצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.14, במיליוני ש"ח	יתרת שנות פרעון קרן האג"ח (*)
א'	8000085	07-ט-07	5.8	מדד	101.3	2014

* פרעון קרן האג"ח הקרוב צפוי להתבצע ביום 30.09.2014

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך במעמדה העסקי החזק והרחב של הקבוצה בפעילותה בישראל ומגוון מגזרי פעילות שונים. מנגד, הדירוג מושפע לשלילה מפרופיל פיננסי המאופיין במינוף גבוה, בין השאר, כתוצאה מהשקעות מהותיות שבוצעו בשנים האחרונות וכן מגמישות פיננסית ונזילות חלשות יחסית.

החברה פועלת בשני תחומים עיקריים, בהם היא בעלת מעמד חזק ומובילות שוק - תחום עיצוב הבית, הכולל ייצור ושיווק של מוצרי קרמיקה ומוצרים סניטריים, באמצעות חברת נגב קרמיקה ותחום הפלדה בישראל, הכולל יבוא ועיבוד מוצרי פלדה, באמצעות החברות פקר פלדה (70% מהכנסות המגזר בשנת 2013) ופקר ברזל בנין. מגזר עיצוב הבית היווה בשנת 2013 כ-43% מסך הכנסות החברה המאוחדת ואילו מגזר הפלדה היווה בשנה זו כ-57% מההכנסות ותרם בממוצע כ-44% מהרווח התפעולי המאוחד בשלוש השנים האחרונות. שני מגזרי הפעילות של החברה הציגו צמיחה מהותית בשנים האחרונות, על רקע מיזוגים ורכישות והשקעות בהרחבת הפעילויות. החברות בקבוצה הינן בעלות נתחי שוק גבוהים ופיזור לקוחות רחב והן מציעות מגוון מוצרים ברמות שונות של איכות ומחיר.

נגב קרמיקה הגדילה את נתח השוק שלה בשנים האחרונות באמצעות רכישת מותגים והרחבת הרשתות הקמעונאיות השונות. אנו מעריכים כי נגב תוסיף להציג צמיחה בהכנסות בשנים 2014-2015, אשר תיתמך בצמיחה מתונה של השוק, לצד גידול בנתח השוק והגדלת הייצוא. במקביל, התחלת ההנבה המלאה של המפעל החדש, הצפויה להערכת החברה ברבעון הרביעי של השנה, עשויה לתרום במידה משמעותית לרווחיותה של נגב, בעיקר בשל מעבר לייצור בגז טבעי והקטנת הייבוא על חשבון ייצור מקומי יעיל יותר מבעבר.

מגזר הפלדה מושפע מהותית משינויים במחירי המתכות בשווקי הסחורות הבינלאומיים ומהתחרות בשוק המקומי. הסיכון הענפי בפעילות הפלדה מוערך כגבוה יחסית, נוכח חשיפה גבוהה למחירי המתכות וגמישות מחיר נמוכה. מאפייני הענף גוזרים רווחיות מתונה לצד תנודתיות חזקה של תזרימי המזומנים, בשל צורכי ההון החוזר הגבוהים. בשנתיים האחרונות מגזר הפלדה אופיין בירידה במחזורי ההכנסות, עקב המשך הירידות במחירי המתכות, לצד ירידה כמותית במכירות, בין השאר, נוכח התחזקות התחרות בשוק ומכירות גבוהות וחד פעמיות בשנים 2011-2012. במגזר זה, אנו צופים שמירה על רמת רווחיות מייצגת דומה לשנת 2013, עם המשך מגמת התנודתיות בשיעורי הרווחיות.

הפרופיל הפיננסי של הקבוצה חלש יחסית. רמת המינוף ליום 31.03.2014 הינה גבוהה ויחס חוב ל-Cap במאוחד עומד על כ-78.5%. יחסי כיסוי חוב ל-EBITDAR וחוב ל-FFOR עומדים לאותו מועד על 9.8x ו-16.1x, בהתאמה. רמת החוב הגבוהה נובעת מההשקעות במפעל הקרמיקה בירוחם, מרכישת פעילויות בשנים האחרונות וכן מצורכי הון חוזר גבוהים, המאפיינים את הקבוצה. אנו צופים כי יחסים אלו יוותרו ברמה דומה גם בטווח הקצר וישתפרו בטווח הבינוני,

עם הנבה מלאה של מפעל נגב החדש. המרכיב הגבוה של נכסי הון חוזר, בדגש על מלאי המתכות הסחיר במגזר הפלדה, ממתן במידת מה את סיכון המינוף.

נזילות החברה סולו חלשה ומבוססת על מחזור חוב לאורך השנתיים האחרונות, כאשר החברות הבנות הפנו את המקורות להשקעות ולא חילקו דיבידנדים בהיקפים משמעותיים. החברה נטלה בשנה האחרונה הלוואה פרטית מוסדית של כ-200 מיליון ₪, כנגד שעבוד מניות נגב. הגמישות הפיננסית של החברה הינה חלשה, לאור שעבוד מניות נגב והקטנת יתרת מסגרות בנקאיות חתומות פנויות. עם זאת, לאחר פרעון קרן האג"ח האחרון בשנת 2014, עומס הפירעונות של החברה יורד באופן מהותי. לאור רמת המינוף הגבוהה בחברות הבנות, אנו לא צופים קבלת דיבידנדים מהותיים מהמוחזקות לפני שנת 2016.

אופק הדירוג היציב נתמך בהערכתנו לשיפור התוצאות בנגב, כמתואר לעיל וכן בהורדת מינוף מסיימת בנגב, עם הגידול בתזרימי המזומנים החופשיים ובעיקר בשנת 2015. עם זאת, להערכתנו, רמות המינוף של החברות בקבוצה ירדו באופן מהותי רק בטווח הזמן הבינוני-ארוך.

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

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	Q1 2013	Q1 2014	
1,353	1,787	2,134	2,082	501	511	הכנסות
333	436	448	509	115	126	רווח גולמי
24.6%	24.4%	21.0%	24.5%	22.9%	24.6%	% רווח גולמי
101	139	81	115	25	28	רווח תפעולי
7.5%	7.8%	3.8%	5.5%	5.0%	5.5%	% רווח תפעולי
(30)	(58)	(76)	(73)	(16)	(18)	הוצאות מימון, נטו
7	3	(29)	0	0	0	רווח (הפסד) מפעילות מופסקת
60	77	(23)	39	6	8	רווח (הפסד) לשנה
184	26	25	46	35	59	נכסים נזילים
874	1,370	1,435	1,673	1,561	1,733	חוב פיננסי
472	475	437	464	440	466	הון עצמי
25.9%	19.0%	18.2%	17.1%	17.9%	16.8%	הון למאזן
64.3%	73.2%	76.0%	78.0%	77.4%	78.5%	חוב פיננסי ל-Cap
123	171	127	164	37	41	EBITDA
86	102	30	90	19	21	FFO
(35)	(207)	90	103	(35)	31	CFO
(57)	(154)	(166)	(183)	(62)	(71)	Capex
7.1	8.0	10.6	9.8	11.9	9.8	חוב פיננסי ל-EBITDA
10.3	13.3	33.1	17.1	41.4	16.2	חוב פיננסי ל-FFO
2.3	2.1	1.0	1.5	1.3	1.5	EBIT למימון

* החברה החלה לאחד לראשונה את פעילות פקד ברזל בחודש אוגוסט 2011

אפריקה תעשיות (מאוחד) - התפתחות תוצאות מגזרים עיקריים, במיליוני ₪*

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	Q1 2013	Q1 2014	
הכנסות						
545	699	810	888	204	222	מגזר עיצוב הבית
780	1,068	1,308	1,177	291	283	מגזר הפלדה בישראל
רווח תפעולי לפני אחרות						
41	70	60	59	13	12	מגזר עיצוב הבית
59	71	23	58	12	16	מגזר הפלדה בישראל
אחוז רווח תפעולי לפני אחרות						
7.6%	10.0%	7.5%	6.6%	6.3%	5.6%	מגזר עיצוב הבית
7.6%	6.7%	1.7%	4.9%	4.2%	5.5%	מגזר הפלדה בישראל

* מגזר הפלדה כולל את תוצאות החברות פקר פלדה ופקר ברזל. החברה החלה לאחד לראשונה את פעילות פקר ברזל בחודש

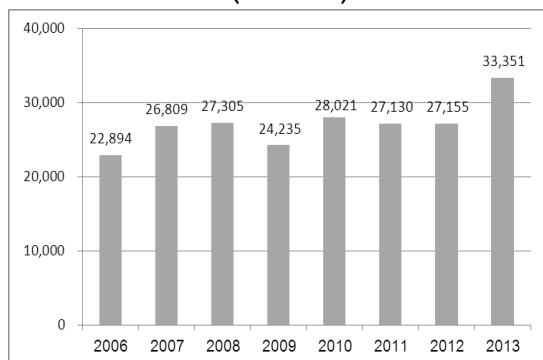
אוגוסט 2011

פירוט גורמי מפתח בדירוג

שיפור מהותי צפוי במגזר הקרמיקה, בעיקר החל משנת 2015

מגזר הקרמיקה מושפע מהיקף הבנייה והשיפוצים בישראל, הנגזר מקצב גידול האוכלוסייה ומהמחזוריות הכלכלית, המשפיעה על ההכנסה הפנויה. הביקוש לאריחים הינו יציב יחסית לאורך השנים. נגב פונה לפלחי שוק שונים באמצעות שלושה מותגים עיקריים, בכ-24 חנויות ברחבי הארץ. הסיכון הענפי בתחום זה מתון יחסית, והוא מאופיין בביקוש יציב יחסית ורווחיות טובה. נגב עוסקת בעיקר באספקה ושיווק של מוצרי קרמיקה ופורצלן, כיום בעיקר מייבוא.

יבוא אריחים לישראל (באלפי מ"ר):



מקור: דיווחי מנהל המכס

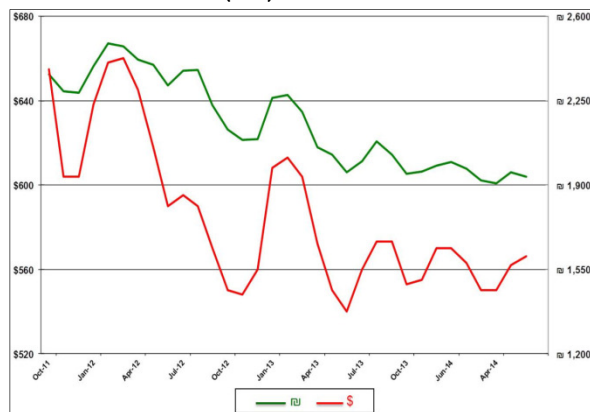
נתח השוק של החברה בתחום זה בשוק המקומי מוערך על ידיה בכ-22%. נגב צפויה לחנוך בחודשים הקרובים מפעל קרמיקה חדש בירחם שבנגב בהשקעה של כ-250 מיליון ₪, ובכך להקטין באופן מהותי את ייבוא האריחים ולעבור לייצור של חלק גדול מהאריחים במפעל החדש, אשר צפוי לייצר סביב כ-5.0 מיליון מ"ר בשנה והינו בעל כושר ייצור של כ-7.0 מיליון מ"ר בשנה (פי 3.5 מהמפעל הישן). המפעל צפוי להוביל לשיפור הרווחיות בעקבות מעבר לייצור מקומי יעיל יותר חלף ייבוא, בין השאר, נוכח זמינות גז טבעי במפעל.

בשנה הקרובה צפויה נגב להציג גידול בהכנסות, נוכח פתיחת סניפים חדשים והגדלת נתח השוק והבשלת ההשקעות של השנים האחרונות, כגון הקמת המפעל החדש והרכישות של ויה ארקדיה, סופר קרמיק ואורגל. כ-50% מהכנסותיה של נגב הינן מהפעילות הקמעונאית והשאר ממכירה לקבלנים וסוחרים. כושר הייצור של המפעל נועד, בין השאר, לתמוך באסטרטגיה של החברה להרחיב את הפעילות בחו"ל. בחודש מאי 2012 חתמה נגב על הסכם הפצה ואספקה של אריחי קרמיקה עם Olympia Tile International, בהיקף כולל של כ-400 מיליון ₪, על פני מספר שנים. עם זאת, להערכתנו, הרווחיות הגולמית בהסכם זה הינה נמוכה מהותית לעומת המכירות בשוק המקומי. ליום 31.03.2014 רמת המינוף של חברת נגב הינה גבוהה ואף צפויה להמשיך ולעלות עד לסוף השנה. יחס הון למאזן של נגב עומד ליום זה על כ-17% בלבד. חלקו הגדול של החוב של נגב הינו חוב בנקאי לזמן קצר, אשר מימן רכישות והשקעות ברכוש קבוע. אנו לא צופים העלאת דיבידנדים מהותיים מנגב לפני שנת 2016.

שיפור ברווחיות מגזר הפלדה, חרף קיטון במחזורים

ענף הפלדה מאופיין בסיכון גבוה יחסית למגזר עיצוב הבית וזאת לאור החשיפה הגבוהה למחירי המתכות, הנקבעים על פי ההיצע והביקוש בשווקים הבינלאומיים. קצב צמיחת הביקושים למוצרי הפלדה נגזר באופן יחסי מצמיחת התמ"ג במשק. לקוחות החברה פרוסים על פני ענפים שונים ומגוונים במשק ופיזור הלקוחות הינו גבוה. מחירי הפלדה מאופיינים בתנודתיות ומשפיעים על היקף ההכנסות, שיעורי הרווחיות והיקף ההון החוזר. תנודתיות מחירי חומרי הגלם מקשה על יכולת החברות בענף לייצר תזרימי מזומנים פרמננטיים יציבים. עלות המתכות הינה מרכיב מהותי מתוך עלות המכר ומהווה כ-75% מהמכירות בממוצע. להערכת החברה, פקד פלדה הינה אחת משלוש החברות המובילות בענף בתחום בשוק המקומי.

התפתחות מחירי הפלדה השטוחה (HR) 2011-2014:



מקור: נתוני החברה

שנת 2013 התאפיינה בהמשך השחיקה במחירי הפלדה, אשר החלה בשנת 2011, על רקע ירידה בביקושים מצד צרכניות הפלדה העיקריות, ובראשן אירופה וסין. ירידת מחירי המתכות יוצרת לחץ על מחירי המכירה ושחיקה במלאי, שמשפיעות לשלילה על הרווחיות. על פי תחזיות מודי'ס מחודש דצמבר 2013, מחירי הפלדה צפויים לשמור על יציבות יחסית, ברמה הנמוכה הנוכחית, בטווח הזמן הקצר. עם זאת, לאורך זמן קשה להעריך ולחזות את התפתחות מחירי הפלדה בשווקים הבינלאומיים, בין השאר בשל מרכיב ספקולטיבי במסחר העולמי.

בשנתיים האחרונות מגזר הפלדה אופיין בירידה במחזורי ההכנסות, עקב המשך הירידות במחירי המתכות, לצד ירידה כמותית במכירות, בין השאר, נוכח התחזקות התחרות בשוק, מכירות שיא בפקד פלדה בשנת 2011 ומכירות חד פעמיות בפקד ברזל בשנת 2012. שנת 2012 אופיינה בשחיקה מהותית ברווחיות הגולמית עקב ירידה חדה במחירי המתכות והתחזקות התחרות בשוק המקומי. בשנת 2013 מגזר הפלדה אופיין בשיפור שיעור הרווחיות הגולמית, כתוצאה מהתמתנות הירידה במחירי המתכות, שינוי תמהיל המוצרים הנמכרים וביצוע מהלכי התייעלות. בשנים 2014-2015 אנו צופים שמירה על EBITDA מייצג דומה לשנת 2013, עם המשך מגמת התנודתיות בשיעורי הרווחיות.

חלקו הגדול של החוב של פקד הינו אשראי בנקאי לזמן קצר, אשר מממן בעיקר אשראי לקוחות ומלאי סחורות. ליום 31.03.2014 רמת המינוף של חברת פקד פלדה גבוהה יחסית, זאת גם על רקע חלוקת דיבידנדים גבוהים בשנים 2010-2011. יחס חוב ל-Cap של פקד עומד ליום 31.03.2014 על כ-70%. לחברה מספר תניות פיננסיות מול בנקים. יחסי כיסוי החוב הינם איטיים. בפקד ברזל יש מרכיב גבוה של הלוואות בעלים שהתקבלו מהחברה. להערכתנו, החברה תוכל לקבל תזרימים מסוימים מפקד ברזל בשנים הקרובות, כנגד החזר הלוואות אלו והגדלת המינוף הבנקאי.

רמת מינוף גבוהה, צפי לשיפור יחסי הכיסוי בטווח הבינוני

החוב הפיננסי של החברה (במאחד) ליום 31.03.2014 עומד על כ-1.73 מיליארד ₪, בהשוואה לכ-1.43 מיליארד ₪ ליום 31.12.2012. הגידול בחוב נרשם בעיקר בחברת נגב, לטובת השקעות במפעל החדש. יחס החוב ל-Cap המאוחד עלה לשיעור של כ-78.5% ליום 31.03.2014 לעומת שיעור של 76.0% הקודם ליום 31.12.2012. יחסי הכיסוי נשארו איטיים, יחס כיסוי חוב ל-EBITDA סביב 10.0 ויחס כיסוי החוב ל-FFO גבוה מ-15.0. אנו צופים כי החברה במאחד תציג EBITDA בין 160-170 מיליון ₪ בשנת 2014 ובין 200-220 מיליון ₪ בשנת 2015, בעיקר נוכח הערכתנו לשיפור מהותי

בתוצאות הפעילות בנגב, עקב התחלת הפעילות המלאה של המפעל החדש. על פי תחזיתינו לרמת החוב, החברה תקצר את יחסי הכיסוי הנמדדים על ידינו רק בטווח הקצר-בינוני, קרי לקראת סוף שנת 2015.

נזילות חלשה ברמת הסולו, הנסמכת על מחזורי חוב

אנו מעריכים את רמת הנזילות של החברה ברמת הסולו כנמוכה. לחברה סולו יתרות מזומן נמוכות ולחברה סולו אין מסגרות אשראי. במהלך השנה האחרונה התקשרה החברה עם גופים מוסדיים להעמדת הלוואה בסכום כולל של כ-200 מיליון ₪, בתמורה לשעבוד מניות נגב קרמיקה. בנוסף, החברה צריכה לעמוד במספר התניות פיננסיות, כולל אי חלוקת דיבידנד עד ליום 31.03.2015. שירות הפירעון הקרוב, בסך של כ-101 מיליון ₪ בספטמבר 2014, יתבצע מכספי הגיוס המוסדי, מתמורה שהתקבלה ממימוש מניות באוצר של כ-22.4 מיליון ₪ בחודש יוני 2014, ומסכומים שיעלו מהחברות המוחזקות.

להערכתנו, הגמישות הפיננסית של החברה נחלשה בשנה האחרונה, לאור שעבוד מניות נגב והקטנת יתרת מסגרות בנקאיות חתומות פניות, לעומת מועד הדירוג הקודם. לחברה כאמור אין מסגרות אשראי ברמת הסולו. נכון ליום 30.06.2014 לחברות הבנות מסגרות אשראי, בלתי מנוצלות ובלתי חתומות, בסך של כ-290 מיליון ₪ (כ-16.5% מסך המסגרות), לעומת כ-455 מיליון ₪ (כ-25%) במועד המעקב הקודם. רוב הירידה במסגרות הפניות נובעת מנגב. רוב המסגרות הפניות כיום נמצאות בפקר פלדה.

בטווח אופק הדירוג החברה יכולה לקבל תקבולים בסכומים לא מהותיים יחסית מהחברות הבנות, בעיקר כנגד החזר הלוואות בעלים. נכון ליום 31.03.2014 בפקר פלדה ונגב עודפים ראויים לחלוקה בהיקפים משמעותיים. אנו צופים חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים מהחברות הבנות רק החל משנת 2016.

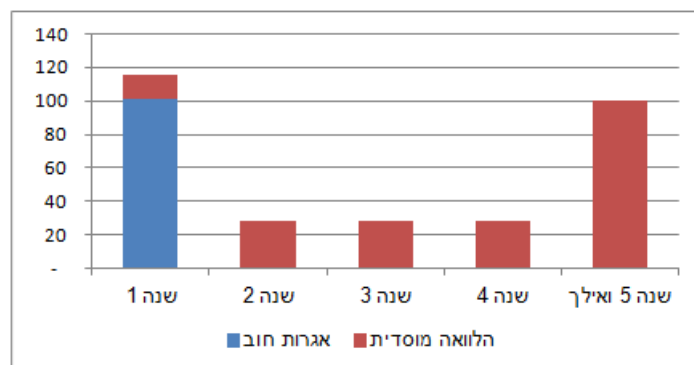
הגמישות הפיננסית של החברה נמוכה ומתבססת על מלאי זמין למכירה (מלאי בחברת פקר פלדה מהווה כ-41% מסך המלאי במאזן וכ-8% מסך נכסי הקבוצה), מניות חופשיות של פקר פלדה ופקר ברזל, הניתנות לשעבוד לטובת חוב פיננסי וכן מניות באוצר, בהיקף כולל של כ-50 מיליון ₪ (כ-4.7% מסך המניות).

לחברה נותר תשלום אג"ח אחרון של כ-100 מיליון ₪ בספטמבר 2014. החל משנת 2015 עומס הפירעונות של החברה יורד באופן מהותי. החברה צריכה לפרוע בכל שנה קרן של כ-29 מיליון ₪ בתוספת ריבית.

החברה חילקה דיבידנדים לבעלי המניות לאחרונה בשנת 2011. לחברה מגבלות על חלוקת דיבידנד עד לסוף הרבעון הראשון של 2015. לחברה יתרת רווח ליום 31.03.2014 של כ-304 מיליון ₪. מידרוג אינה צופה חלוקת דיבידנדים מהותיים מהחברה לבעלי המניות בטווח הקצר-בינוני.

אפריקה תעשיות (סולו) - לוח סילוקן התחייבויות לזמן ארוך ליום 31.03.2014 (פרופורמה להרחבת הלוואה מגוף מוסדי

במהלך הרבעון השני של 2014), במיליוני ₪:



גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- שיפור מתמשך ופרמננטי ברמת המינוף
- שיפור מהותי ביחסי הכיסוי

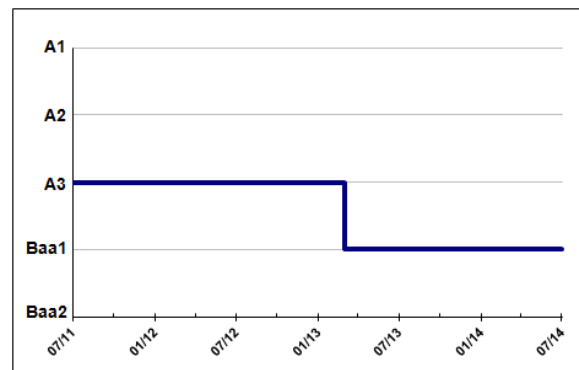
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- חריגה מיחס כיסוי חוב ל-EBITDA מעל ל-10.0x, לאורך זמן
- חלוקת דיבידנדים מהותית

אודות החברה

אפריקה ישראל תעשיות בע"מ הינה חברת אחזקות ציבורית. בעלת השליטה הינה חברת אפריקה ישראל השקעות בע"מ, המחזיקה בכ-72.96% מהון המניות. החברה שולטת בארבע מוחזקות תפעוליות, כולן פרטיות מוחזקות 100%: פקר פלדה, פקר ברזל, נגב וקוא-גז - חברה רוסית. פקר פלדה עוסקת ביבוא ועיבוד מגוון מוצרי פלדה ומתכות, המהווים חומרי גלם למגוון ענפי משק. פקר ברזל עוסקת בעיבוד ברזל לזיון בטון לתשתיות ולבנין. נגב קרמיקה עוסקת ביבוא וייצור בעיקר של אריחים וכן של מוצרים נלווים לעיצוב הבית. נגב משווקת את המוצרים לקבלנים וסיטונאים וגם באמצעות הרשתות קמעונאיות "נגב", "ויה ארקדיה" ו-"סופר קרמיק" אשר מונות יחדיו 24 סניפים. קוא-גז מחזיקה במקרקעין בשטח של 260 דונם, המרוחק כ-30 ק"מ ממרכז מוסקבה וכולל חיבור לתשתיות אנרגיה, מים ומסילות רכבות. מנכ"ל החברה הינו מר אבי מוטולה. יו"ר החברה הינו מר אברהם נובוגרוצקי.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[אפריקה ישראל תעשיות בע"מ - מעקב, מרץ 2013](#)

[דירוג חברות תעשייה ומסחר - דוח מתודולוגי, אוקטובר 2013](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 30.07.2014

	רשימת מונחים פיננסיים עיקריים
	הוצאות ריבית
	Interest
	הוצאות ריבית תזרימיות
	Cash Interest
	רווח תפעולי
	EBIT
	רווח תפעולי לפני הפחתות
	EBITA
	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
	EBITDA
	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
	EBITDAR
	נכסים
	Assets
	חוב פיננסי
	Debt
	חוב פיננסי נטו
	Net Debt
	בסיס ההון
	Capitalization (CAP)
	השקעות הוניות
	Capital Expenditures (Capex)
	מקורות מפעילות *
	Funds From Operation (FFO)
	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*
	Cash Flow from Operation (CFO)
	תזרים מזומנים פנוי*
	Retained Cash Flow (RCF)
	תזרים מזומנים חופשי *
	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
© 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 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 בייעוץ 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.