



אליאנס חברה לצמיגים בע"מ

מעקב | ספטמבר 2014

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

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

אליאנס חברה לצמיגים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אג"ח (סדרה ב') שהנפיקה אליאנס חברה לצמיגים בע"מ ("אליאנס" ו/או "החברה"), מ-A2 ל-A3. אופק הדירוג הינו יציב.

סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.14, במיליוני ש"ח*	יתרת שנות פרעון קרן האג"ח
ב'	4570065	אוג-10	6.55	שקלי	100.8	2014-2016

* ביום 31.08.2014 פרעה החברה תשלום קרן אג"ח של כ-33.75 מ' ש"ח

שיקולים עיקריים לדירוג

העלאת דירוג החברה, בהמשך להצבת אופק דירוג חיובי בחודש מרץ 2013, נובעת מתהליך מהותי ועקבי של מעבר לתמהיל מוצרים רווחי יותר, מימוש נכסים שאינם בליבת הפעילות של החברה והקטנת רמת המינוף של החברה, אשר הביאה לשיפור מהותי במיצוב הפיננסי של החברה. מנגד, היקפי התזרים החופשי משמשים כיום בעיקר לצורך חלוקת דיבידנד לבעלי המניות.

יחס חוב ל-Cap של החברה במאוחד ירד מכ-62% ליום 31.12.2011 לכ-43.4% נכון ליום 30.06.2014. סך החוב הפיננסי נטו ירד בכ-54 מיליון דולר בתקופה זו. צמצום החוב הפיננסי נבע, בין היתר, ממכירות של מקרקעין ושל חברת השיווק בישראל ומתזרימי מזומנים חיוביים גבוהים. החברה נהנית כיום מאיתנות חזקה ומציגה יחס הון למאזן של כ-40%.

אליאנס הינה חברה בת של Alliance Tire Group B.V ("ATG"), אשר מחזיקה בשני מפעלי ייצור צמיגים בהודו (תחת חברה בת הנקראת ATC), דבר אשר מקנה לחברה יתרונות לגודל ומבנה הוצאות קבועות, המשותף עם חברות הקבוצה, בין היתר, מרלוג ומטה הזמנות היושבים בהודו. לחברה היקף פעילות רחב ומגוון, עם הכנסות של מעל ל-1.3 מיליארד ש"ח בתחום ייצור ושיווק צמיגים, בעיקר לאירופה וארה"ב. החברה הינה שחקנית נישה, קטנה בסדר גודל עולמי, המתמחה בתחום פיתוח וייצור צמיגים ייחודיים למגזר החקלאי, המאופיין ברווחיות גבוהה יחסית.

רווחיות החברה טובה יחסית - החברה מציגה שיעור רווח תפעולי של בין 7%-9% מסך המחזור, אולם היא גם חשופה למחירי חומרי הגלם (מעל ל-60% מהכנסות החברה במאוחד) ולשינויים בשערי חליפין. פעילות החברה נחלקת בין פעילות ייצור ופיתוח צמיגים בישראל, אשר תוצריה נמכרים בעיקר לאירופה ומאופיינת ברווחיות גולמית של כ-30%, לבין פעילות שיווק וסחר בארה"ב דרך חברה בת, אשר מאופיינת בנפח מכירות גבוה יותר, אך בעלת שולי רווח גולמי בממוצע נמוכים משמעותית. להערכתנו, הפעילות בארה"ב בעלת פוטנציאל צמיחה גבוה.

החברה ממשיכה במעבר לתמהיל מוצרים רווחי יותר - אחוז ההכנסות מצמיגים טכניים בפעילות הסולו בחציון הראשון של 2014 עלה לכ-90%, לעומת כ-79% בשנת 2011 וכ-68% בשנת 2010. תהליך זה בא לידי ביטוי בעלייה בשיעור הרווח הגולמי של החברה בשנים האחרונות וגם בשנת 2014. החברה מבצעת תהליך עקבי ומתמשך של התייעלות בייצור במפעל המקומי, על בסיס ידע שנצבר בקבוצה על ידי בעלי המניות הוודים. החברה ביצעה העברה של כל ייצור הצמיגים הפשוטים להודו, הקטנת עלויות חומרי גלם, שיפור וייעול תהליכי הייצור והקטנת פחמים, הקטנת שטחי הייצור, ביצוע השקעות בפרויקט גז טבעי, הקטנה מהותית של מספר העובדים הקבועים ועוד.

הורדת רמת המינוף, לצד שיפור הרווחיות, סייעו לחברה לשמור על יחסי כיסוי קצרים, כולל חוב ל-EBITDA קטן מ-3.0 ויחס EBIT למימון גבוה מ-3.5, החל מרבעון שלישי 2012.

בחציון הראשון של שנת 2014 נרשמה צמיחה בהכנסות החברה מאירופה, לאחר שנת שפל בהכנסות מהיבשת, אשר קיבלה ביטוי בעיקר בירידה בכמויות המכירה, נוכח הקטנת מלאים של המפיצים הגדולים, אשר הינם הלקוחות העיקריים של החברה. אנו צופים כי החברה תציג בשנת 2014 EBITDA מאוחד הנע בין 35-40 מיליון דולר, שיפור לעומת תוצאות שנת 2013, הנובע מרמת מכירות משופרת בארה"ב ובאירופה ומרווחיות גולמית גבוהה יחסית, אשר, להערכתנו, איננה מייצגת. בין השאר הושפעה הרווחיות השנה מתנאי סחר נוחים במחירי הגומי ושערי החליפין. בשנת 2015 אנו צופים כי החברה תציג צמיחה של בין 2-3% ו-EBITDA דומה, לאור ירידה צפויה בשיעור הרווחיות הגולמית. רמת הנזילות של החברה הינה סבירה. לחברה מסגרות אשראי חתומות ובלתי מנוצלות בסכומים מהותיים. לחברה אמות מידה מעודכנות מול הבנקים הישראליים, בהם היא עומדת במרווח טוב. מנגד, החברה מציגה תזרים פנוי שלילי, בעיקר נוכח מדיניות חלוקת דיבידנד אגרסיבית (מעל ל-75% מהרווח הנקי בשנתיים האחרונות). להערכתנו, מדיניות חלוקת הדיבידנד תמשיך להיות נרחבת יחסית, עקב המינוף שנלקח על ידי בעלי המניות לצורך מימון הרכישה. בחודש יוני 2013 הפכה קרן ההשקעות KKR ("KKR") לבעלת השליטה בחברה, חלף קרן ורבורג פינקוס. כחלק מעסקת הרכישה, העמידה החברה ערבות בלתי חוזרת לחוב החברה האם ATG, בסכום של עד 20 מיליון דולר. על פי הסכם הערבות, התחייבויות החברה על פי הערבות כפופות ונחותות באופן מלא לפירעון התחייבויותיה של החברה לתשלום הקרן והריבית למחזיקי אגרות החוב (סדרה ב') של החברה ולהתחייבויות למוסדות בנקאיים, כפי שהיו במועד השלמת עסקת מכירת השליטה. על פי כתב הערבות, החברה לא תבצע כל תשלום מכוח הערבות קודם למועד פירעונו המלא של החוב הבכיר.

אליאנס (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר:

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	H1 2013	H1 2014	
169	305	402	428	368	191	214	הכנסות
39	53	83	90	78	42	53	רווח גולמי
23.1%	17.5%	20.7%	21.1%	21.3%	22.1%	25.0%	שיעור רווח גולמי
11	(1)	28	36	25	16	21	רווח תפעולי לפני אחרות
6.6%	0%	6.9%	8.5%	6.9%	8.5%	9.7%	שיעור רווח תפעולי
19	8	35	44	33	20	24	EBITDA
(8)	1	9	(3)	9	9	-	הכנסות (הוצאות) אחרות
0	(1)	18	23	25	21	16	רווח (הפסד) נקי
11	11	27	35	26	16	22	FFO
1	4	12	17	6	21	6	יתרות נזילות
120	133	138	82	74	80	78	חוב פיננסי
228	261	291	245	234	250	248	סך מאזן
27.9%	24.5%	29.3%	39.9%	40.2%	42.0%	40.0%	הון למאזן
68.8%	71.2%	62.2%	45.5%	43.2%	43.0%	43.4%	חוב ל-CAP
6.2	14.6	4.0	2.0	3.0	3.0	2.8	חוב ל-EBITDAR
10.2	11.4	5.4	2.5	3.8	4.1	3.3	חוב ל-FFOR
1.8	(0.1)	2.3	4.5	3.5	3.6	5.5	EBIT למימון

אליאנס (מאוחד) - נתונים מגזרים עיקריים, במיליוני דולר:

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	H1 2013	H1 2014	
הכנסות לפי אזורים גיאוגרפיים							
95	109	154	156	129	70	78	אירופה
30	146	198	232	222	112	128	צפון אמריקה
45	50	49	40	17	10	9	אחר
רווח תפעולי לפני אחרות							
7.4	(2.5)	16.4	18.4	12.0	8.2	12.3	אירופה
1.0	0.1	11.1	14.5	9.3	6.0	7.8	צפון אמריקה
2.7	1.6	0.1	3.1	3.9	2.0	0.8	אחר והתאמות
שיעור רווח תפעולי							
7.8%	2.3%-	10.6%	11.8%	9.3%	11.8%	15.9%	אירופה
3.3%	0.1%	5.6%	6.3%	4.2%	5.4%	6.1%	צפון אמריקה
6.0%	3.2%	0.2%	7.8%	22.4%	21.1%	9.2%	אחר

פירוט גורמי מפתח בדירוג

מעמד עסקי טוב, פעילות נישה בתחום של מוצרים ייחודיים ורווחיים יחסית, לצד מגזר סחר צומח

פעילות החברה נחלקת בין פעילות ייצור צמיגים לחקלאות, המשווקים בעיקר לאירופה ובין היתר גם לצפון אמריקה, לבין פעילות הסחר בצפון אמריקה, הכוללת יבוא ושיווק של צמיגים לעבודות עפר ותעשייה. פעילות הייצור העצמי אחראית לבין 40%-45% ממכירות החברה במאוחד והיתר - משוייך לפעילות הסחר. מכירות החברה באירופה פזורות על פני מספר גדול יחסית של מדינות, בעיקר במערב אירופה, צרפת, גרמניה, ומדינות בגלוקס, עם מרכיב לא מהותי למדינות ה-PIIGS. הלקוח העיקרי (כ-8% מסך המכירות במאוחד וכ-22% מהמכירות לאירופה בממוצע) הינו מפיץ גרמני גדול, ועימו לחברה קשרים מסחריים ארוכי שנים.

אליאנס מתמחה בייצור מגוון רחב של צמיגים לענפי החקלאות, התעשייה ועבודות עפר, כאשר בעבר החברה מכרה גם צמיגי נוסעים בכמויות קטנות. צמיגי אליאנס נמכרים גם על ידי יצרניות עולמיות מובילות תחת מותגים שונים. מוצרי החברה לתחום החקלאות מהווים גורם ייצור קריטי בתהליכי העבודה אצל הלקוח הסופי. לאליאנס יכולת לייצר צמיגים איכותיים, במגוון רחב של מפרטים (מעל 1,300 מפרטי צמיגים שונים) ובשל כך, החברה מציגה רווחיות גבוהה במגזר זה. בכל שנה החברה מוסיפה עשרות מוצרים חדשים למגוון הצמיגים הקיים. יכולת ההתמודדות של החברה השתפרה מאוד, נוכח שינוי בתמהיל המוצרים והתמקדות בצמיגים הטכניים, שהינם רווחיים יותר, פיזור הלקוחות וצעדי התייעלות בתהליכי הייצור.

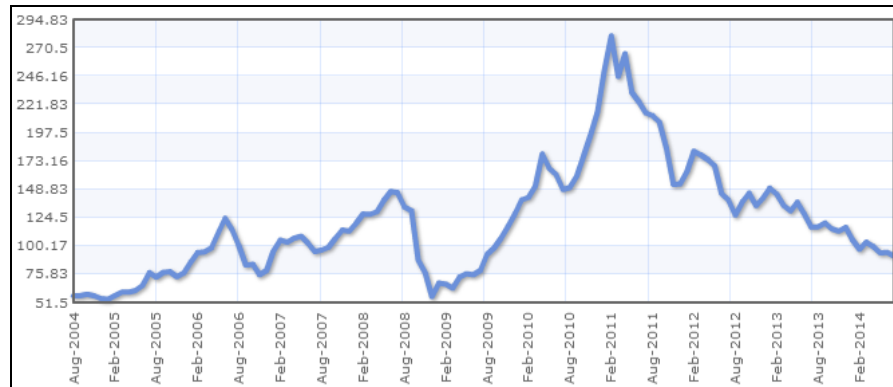
פעילות הסחר בארה"ב מבוססת על קשרי לקוחות נרחבים (כ-1,300 לקוחות שונים) ומותגים, שנרכשו מחברת GPX בשנת 2009. פעילות הסחר מאופיינת במחזורים גבוהים ורווחיות נמוכה יחסית. לחברה פיזור בין פעילות ייצור לבין פעילות סחר - כל אחת מהן מושפעת באופן שונה משינויים בתנאי הסחר, לרבות מחירי חומרי הגלם, פיזור רחב של לקוחות בארה"ב ובאירופה, מרביתם מפיצים ומשווקים של צמיגים. לחברה מספר ספקי צמיגים ואין לה תלות באחד מהם.

חשיפה מהותית למחירי הגומי

עלות חומרי הגלם מהווה בין 40%-35% מסך ההכנסות בפעילות הייצור של החברה (בחברה סולו). חומרי הגלם העיקריים הם גומי טבעי וסנתטי, אשר מחירם נקבע בשווקים העולמיים, תוך קורלציה גבוהה למחירי הנפט, סוגים

שונים של טקסטיל פיה, כימיקלים וחוטי פלדה. שינויים חדים במחירי חומרי הגלם גוזרים הרעה בתוצאות הכספיות בטווח הזמן הקצר, נוכח קושי בהתאמה מיידית של מחירי המכירה. מצד שני, מגמה מתמשכת של ירידת מחירי חומרי הגלם יכולה לתרום לרווחיות החברה. החל משנת 2011, החלה מגמה ירידת מחירי חומרי הגלם, אשר, להערכתנו, תימשך לפחות עד לסוף שנת 2014.

מחירי גומי טבעי 2004-2014, בסנט דולר לפאונד¹:



כאמור, אחוז ההכנסות מצמיגים טכניים בפעילות הסולו בחציון הראשון של 2014 עלה לכ-90%, לעומת כ-68% בשנת 2010. תהליך זה בא לידי ביטוי בעלייה בשיעור הרווח הגולמי של החברה בשנים האחרונות וגם בשנת 2014. בשנת 2013 החברה חוותה ירידה בביקושים למוצריה באירופה במהלך הרבעון השני והשלישי של השנה, בעיקר עקב הקטנת מלאים של מפיצים גדולים. בשנה זו ירדה תפוקת הצמיגים במפעל בישראל בכ-10%. החברה במאוחד מציגה רווחיות תפעולי של 7%-9% מההכנסות בשנים 2010-2014. רווחיות זו הינה תנודתית, עקב חשיפה למחירי חומרי גלם, שערי חליפין ומרכיב מהותי של הוצאות קבועות. הפגיעה ברווחיות בשנת 2013 קוזזה על ידי שיפור במרווח הגולמי, עקב ירידת מחירי חומרי גלם, השפעה חיובית של שערי חליפין והמשך תהליכי התייעלות בייצור, כולל הקטנת מצבת העובדים והמשך התהליך של שינוי התמהיל. להערכתנו, החל מהרבעון הרביעי של 2013 הביקושים מצויים במגמת עלייה וחזרה לנפח פעילות של שנים קודמות. בנוסף, החברה ממשיכה להציג שיפור ברווחיות הגולמית בפעילות הייצור בישראל. שיפור זה הביא לשיעור רווחיות תפעולית גבוה בחציון הראשון של 2014. אנו צופים כי החברה תציג בשנת 2014 EBITDA מאוחד סביב 40 מיליון דולר, שיפור מהותי לעומת תוצאות שנת 2013, הנובע מרמת מכירות משופרת בארה"ב ובאירופה ומרווחיות גולמית גבוהה יחסית, אשר, להערכתנו, איננה מייצגת. בשנת 2015 אנו צופים כי החברה תציג צמיחה נמוכה לעומת 2014 ורמת EBITDA דומה.

רמת מינוף נמוכה יחסית התואמת את הדירוג הנוכחי

החברה ביצעה בשנים האחרונות תהליך מהותי של הקטנת רמת המינוף. צמצום החוב הפיננסי נבע, בין היתר, ממכירות של מקרקעין ושל חברת השיווק בישראל. נכון ליום 30.06.2014 החוב הפיננסי של החברה עומד על כ-78 מיליון דולר. יחס חוב ל-Cap ליום זה עומד על כ-43.4%, לעומת כ-62% ליום 31.12.2011 וסך חוב פיננסי של כ-138 מיליון דולר. יחס חוב המותאם (כולל הערבות לחוב החברה האם) ל-Cap עומד ליום זה על כ-49.1%. בנוסף, החברה מציגה יחס הון למאזן גבוה יחסית של כ-40%.

¹ מקור הנתונים: www.indexmundi.com/commodities

נכון ליום 30.06.2014 יחס כיסוי של חוב פיננסי ברוטו מתואם (כולל ערבות לחוב הבעלים החברה האם) ל-EBITDAR עומד על 2.8x. החברה הציגה יחס כיסוי חוב נמוך מ-3.0 בכל הרבעונים מאז רבעון שני 2012, מלבד במהלך הרבעון הראשון של 2014. יחס כיסוי מאוחד של חוב פיננסי ברוטו מתואם ל-FFOR עומד נכון ליום זה על 3.3x. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי יישארו מהירים יחסית בתקופת אופק הדירוג, בין 3.0-3.5, גם בתרחיש של הרעה מסוימת בפעילות החברה.

מדיניות חלוקת דיבידנד אגרסיבית יוצרת לחץ על התזרימים הפנימיים ופוגעת בנזילות

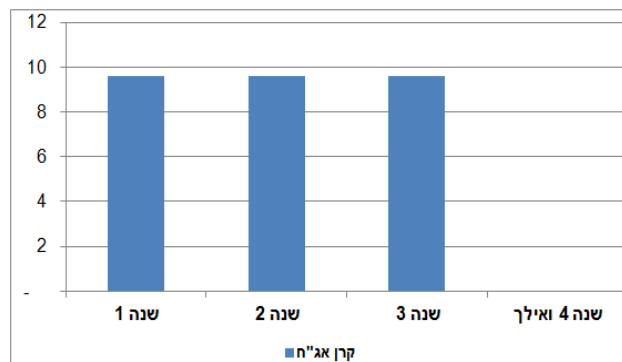
נכון ליום 30.06.2014 לחברה יתרות נזילות בסך של כ-6 מיליון דולר, רובם בפעילות החברה בארץ (סולו). כמו כן, למועד זה, לחברה מסגרות אשראי של כ-99 מיליון דולר, המנוצלות בכ-53%, מתוכן מסגרות חתומות ולא מנוצלות של כ-30 מיליון דולר בפעילות סולו. לאור הירידה ברמת המינוף בשנתיים האחרונות, החברה ביצעה שינוי באמות המידה שלה מול הבנקים הישראליים במהלך שנת 2013. כיום החברה עומדת במרווח טוב באמות המידה העדכניות. לחברה שעבוד קבוע ושוטף על כל נכסיה לטובת הבנקים.

החברה מאופיינת בעונתיות גבוהה ושינויים מהותיים בצרכי הון חוזר, אשר באה לידי ביטוי בדרך כלל בגידול בהון החוזר במהלך רבעון ראשון של כל שנה וקטון מהותי במהלך הרבעון האחרון. שינויים אלו מביאים להגדלת ניצול מסגרות בנקאיות לזמן קצר ולתנודתיות של יחסי הכיסוי.

בשנת 2013 רשמה החברה תזרים FFO-CapEx של כ-20 מיליון דולר. החברה הציגה בשנת 2013 תזרים חופשי (FCF) שלילי של כ-12 מיליון דולר, בעיקר עקב חלוקת דיבידנד נרחבת של כ-28 מיליון דולר, כאשר רוב התזרים החיובי נבע מפעילות החברה סולו. אנו לא מניחים שיתבצעו הזרמות כספים מהותיות (דיבידנד, החזר הלוואות בעלים) מהחברה הבת - ATA למעלה או בכיוון המנוגד, בטווח הקצר והבינוני. לחברה עומס פירעונות סביר לתשלום קרן האג"ח לשנים הקרובות, העומד על כ-9.5 מיליון דולר לשנה.

החברה מייצרת תזרים חופשי גבוה, המושפע לשלילה ממדיניות חלוקת דיבידנדים אגרסיבית, בעיקר מאז החלפת בעלי השליטה. החל מרבעון שלישי 2012 החברה חילקה דיבידנדים בסכום כולל של כ-46 מיליון דולר, חלקם גם לבעלי המניות הקודמים. לאור המינוף שנלקח לצורך רכישת הקבוצה על ידי בעלי השליטה, אנו צופים כי מדיניות חלוקת הדיבידנד האגרסיבית תימשך בשנים הקרובות. על פי שטר הנאמנות של האג"ח, החברה מוגבלת בחלוקה של עד 25% מסך יתרת הרווח הראוי לחלוקה במועד חלוקת הדיבידנד, אך לא יותר מ-100% מהרווח הנקי לשנה הקלנדרית בה יחולק הדיבידנד. יתרת הרווחים הניתנים לחלוקה, נכון ליום 30.06.2014, הינה כ-30 מיליון דולר. מידרוג הניחה חלוקת דיבידנדים של כ-100% מהרווח הנקי בשנים הקרובות.

אליאנס (מאוחד): לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 30.06.2014, במיליוני דולר*:



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי מתגלגל לזמן קצר בסך של כ-48 מיליון דולר ליום 30.06.2014

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור הדירוג:

- הגדלה מהותית של היקפי הפעילות ושמירה על שיעור רווחיות תפעולית גבוה
- מדיניות חלוקה דיבידנד מתונה של עד 50% מהרווח הנקי

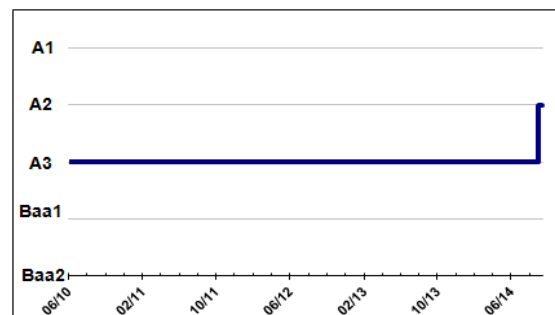
גורמים אשר עלולים להוביל להרעה בדירוג:

- חריגה לאורך זמן מיחס כיסוי חוב פיננסי מתואם (מאוחד) ל-EBITDA בטווח של 3.5-4.0
- חריגה מיחס חוב ל-Cap של 55%

פרופיל החברה

אליאנס חברה לצמיגים בע"מ עוסקת בייצור, יבוא, יצוא ושיווק של צמיגים לענפי החקלאות, התעשייה ועבודות עפר, בעיקר למפיצים באירופה וצפון אמריקה. לחברה מפעל בחדרה, המעסיק כיום כ-700 עובדים, מרביתם עובדי ייצור. החברה הינה חלק מקבוצה, הכוללת שלוש זרועות עיקריות: החברה בישראל; חברה אחת בהודו - ATC, הנשלטת על-ידי החברה האם ATG; חברה בת בצפון אמריקה - ATA, אשר הינה אחד המפיצים העצמאיים הגדולים בארה"ב (כ-1,300 לקוחות) ומשווקת גם ליצרני ציוד מכני מהגדולים בעולם (CNH, AGCO, John Deere). החברה הינה חברה מדווחת. בעלי השליטה בחברה האם ATG הינם קרן KKR (כ-87.5%); יוגש ואשוק מאהאנסריה (כ-10% דרך חברה פרטית), הפועלים מזה כ-20 שנה בתחום תעשיית הצמיגים בהודו; קרן המטבע העולמית (כ-2.25%). מנכ"ל החברה הינו מר אוזקן דמירבס. יו"ר הדירקטוריון הינו מר ישראל (איזיה) צ'צ'יק.

היסטוריית הדירוג



דוחות קשורים

[אליאנס חברה לצמיגים בע"מ - דוח מעקב, מרץ 2013](#)

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

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

www.midroog.co.il הדוחות מפורסמים באתר מידרוג

תאריך הדוח: 16.09.2014

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 ושווי 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 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

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

מידרוג משתמשת במשתנים המספריים 1, 2 ו-3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa ועד Caa. המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

מסמך זה, לרבות 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 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 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.