



רפק תקשורת ותשתיות בע"מ

מעקב | אוגוסט 2013

מחבר:

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

איש קשר:

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

רפק תקשורת ותשתיות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa3	דירוג סדרה
------------------	------	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa3 באופק יציב לאג"ח (סדרה 3) שהנפיקה רפק תקשורת ותשתיות בע"מ ("רפק" או "החברה").

סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג*:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.03.13 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
3	7690084	נוב-07	5.20%	מדד	21.8	2014

* בחודש יוני 2013 הנפיקה החברה סדרת אג"ח חדשה (סדרה ד) בסכום של כ-75.6 מיליון ש"ח. ריבית האג"ח 6.15% צמודה למדד. קרן האג"ח תיפרע ביום 31 בדצמבר, בשנים 2015-2019, בתשלומים שנתיים שווים. הסדרה אינה מדורגת. האג"ח מובטחות בשעבוד של חלק ממניות אראר.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

דירוגה של רפק כחברת החזקות מושפע ממבנה תיק הנכסים שלה, המאופיין בהישענות על אחזקה מרכזית אחת - RRsat Global Communication Network Ltd ("אראר"), לצד מספר אחזקות נוספות בתחומי התשתיות, ייצוג וייעוץ ומחשבים ותקשורת, שהינן קטנות יחסית ומרביתן אינן מציגות רווחיות מהותית ואינן מייצרות לה תזרימי מזומנים משמעותיים. בשנים 2010-2011 רשמה החברה הפחתות ערך בסכומים מהותיים בחלק מהחזקות אלו.

לפיכך, להערכתנו לחברה תלות גבוהה באחזקה בספקית שירותי התקשורת הלוויינית אראר, בשיעור של 39.3% מהון המניות. רפק נשענת במידה גבוהה על שווי המניות של אראר ועל הדיבידנדים ממנה לצורך שירות התחייבויותיה.

בשנים האחרונות הציגה אראר רווחיות תפעולית טובה ויציבה יחסית ויכולת ייצור מזומנים טובה. לאראר פרופיל פיננסי טוב, והיא כלל אינה ממונפת ומחזיקה יתרות נזילות לאורך זמן. ואולם הפרופיל העסקי שלה מוגבל, עם היקף פעילות קטן יחסית בענף שירותי הפצה וניהול שידורים, תלות גבוהה במפעלי הלוויינים ובמחירי החכירה ותחרות אופקית ואנכית גבוהה. לאראר מדיניות להגדיל נוכחותה בצפון אמריקה, תהליך הכרוך בהשקעות הוניות משמעותיות.

בחודש אפריל 2013 הושלמה התקשרותה של רפק עם קרן ויולה בהסכם בעלי מניות לשליטה משותפת באראר. הסכם זה נחתם בעקבות מכירה של כ-20% מהון המניות המונפק של אראר, על ידי מר דוד ריבל וקרדן תקשורת בע"מ, לקרן ויולה. על פי ההסכם, תחזיק קרן ויולה בכ-36% מזכויות ההצבעה באראר (דרך יפוי כוח לזכויות הצבעה בהיקף של 16% נוספים מזכויות ההצבעה באראר). כמו כן, הושגה הסכמה בין הצדדים בדבר אימוץ מדיניות חלוקת דיבידנד בשיעור של 50% מהרווח הנקי של אראר, בכל רבעון (בשונה ממדיניות חלוקה של עד 50% מהרווח הצבור). בשנים האחרונות חילקה אראר מעל ל-100% מהרווח הנקי בממוצע. בעקבות הסכם זה, החברה צפויה לחדול מלאחד את תוצאותיה הכספיות של אראר בדוחותיה הכספיים ולרשום רווח הון, המוערך על ידי החברה בין 40-45 מיליון ש"ח.

בשנים 2012-2013 רפק נהנתה מחלוקת דיבידנד נרחבת מאראר ומחברות מוחזקות נוספות והציגה יחסי כיסוי ריבית ומטה, על בסיס דיבידנד ודמי ניהול גבוהים של מעל ל-2.0. להערכתנו, לאור שינוי במדיניות הדיבידנד באראר, החברה תציג יחסים נמוכים יותר בשנים הקרובות, קרוב ליחס כיסוי של 1.0.



דירוג החברה נתמך בשיפור בגמישות הפיננסית בשנה האחרונה, כתוצאה מעליית שווי אראר ומשיפור מהותי בנזילות החברה, וזאת לאחר גיוס סדרת אג"ח חדשה (סדרה ד') בחודש יוני 2013, בתמורה של כ-75.6 מיליון ש"ח, אשר מובטחת במניות של החזקת הליבה.

מדיניות ההשקעות של רפק מתמקדת כיום בייזום פרויקטים בתחום של אנרגיה מתחדשת, ביחד עם שותפים אסטרטגיים. מדיניות זו מושתתת, בין השאר, על יכולות החברה למכור לפרויקטים ציוד, מכוח היותה משווקת בלעדית בישראל של ציוד לתחנות כוח מתוצרת ג'נרל אלקטריק. בין היתר, השקיעה החברה בפרויקטים של אנרגיה סולארית ותחנות כוח בסכומים מהותיים. במסגרת מדיניות השקעות זו החברה בעלת מניות (7.5%) בחברה אשר הוקמה לצורך ייזום, מימון והקמה של מיזם הסיבים האופטיים, בשותפות עם חברת חשמל. החברה השקיעה במיזם זה סכום של כ-37.5 מיליון ש"ח, כהון עצמי וערבויות. המיזם הינו בתחילת דרכו ולא ניתן להעריך כיום את סיכוני ההקמה והשוק. להערכתנו, השקעות אלו לא יתרמו תזרימים מהותיים לחברה באופן הדירוג, עקב מורכבותם ואורך החיים של הפרויקטים ואנו לא שוללים השקעות מהותיות נוספות בפרויקטים בעתיד.

לאור מבנה הבעלות החדש באראר ומדיניות החברה להשקעות חדשות, אנו לוקחים בחשבון מכירה של חלק מההחזקה במניות אראר על ידי החברה, תוך ניצול עליות המחיר האחרונות, ולצורך התמקדות בפרויקטים החדשים. להערכתנו, מדיניות זו, ככל שתתמש, יש בה להגדיל את חשיפת החברה לפעילות יזמית בשלבים ראשוניים, על חשבון פעילות בשלה ומניבה. אופק הדירוג היציב נתמך בגמישות הפיננסית של רפק, הנשענת על יחס מינוף סביר ונזילות טובה, המתבססת על יתרת המזומנים מהגיוס האחרון וצפי לחלוקת דיבידנד רבעונית קבועה מאראר (על פי ההבנות שהוסכמו מול קרן ויולה).

רפק - נתונים כספיים עיקריים (סולו), במיליוני ש"ח:

FY 2008	FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	31.03.12	31.03.13	
7	9	7	6	6	1	1	הכנסות
(1)	0	(1)	1	0	(0)	(0)	רווח (הפסד) תפעולי*
20	3	(3)	(11)	18	4	5	רווח (הפסד) מחברות מוחזקות
12	(0)	(9)	(16)	14	3	3	רווח (הפסד) נקי**
5	13	11	20	33	-	-	דיבידנדים שהתקבל ממוחזקות
6	6	6	5	6	2	2	ריבית ששולמה
8	7	20	-	-	-	-	דיבידנד שחולק לבעלים
(4)	(3)	(8)	(3)	(4)	(2)	(1)	מקורות מפעילות - FFO
38	0	22	(2)	9	(3)	4	CFO
42	37	29	2	1	2	5	נכסים נזילים
97	107	102	83	81	86	70	חוב פיננסי ברוטו
180	182	192	174	167	187	160	חוב פיננסי ברוטו מאוחד
157	178	178	164	142	161	128	יתרת השקעה בחברות מוחזקות
32	46	33	33	56	34	60	יתרת הלוואות ושטרי הון למוחזקות
132	141	105	98	103	96	104	הון עצמי
54.1%	53.1%	42.4%	47.0%	46.8%	45.9%	50.4%	הון עצמי לסך מאזן
42.3%	43.2%	49.3%	45.8%	44.1%	47.3%	40.3%	חוב פיננסי ל-Cap

* נתוני רווח (הפסד) תפעולי מוצגים לפני הכנסות/הוצאות תפעוליות אחרות
 ** נתוני רווח (הפסד) נקי בשנים 2010-2011 כוללים, בין היתר, הפסדים מירידת ערך מוניטין ונכסים בלתי מוחשיים אחרים
 בגין השקעה בחברות מוחזקות בסך של כ-21 מיליון ש"ח וכוללים גם, בין היתר, רווח נטו ממכירת רכוש קבוע ונדל"ן להשקעה בשנת 2010 בסך של כ-12.3 מיליון ש"ח.

פירוט השיקולים העיקריים לדירוג

תיק האחזקות מאופיין בריכוזיות גבוהה וחשיפה למחיר מניית אראר ובהשקעות חדשות לטווח ארוך. האחזקה בכ-39.3% מהון המניות של אראר מוסיפה להוות את הנכס המרכזי בתיק האחזקות, כ-71% מסך חשבון ההשקעה, פרופורמה לחודש יולי 2013. שווי השוק של האחזקה באראר, בסמוך למועד דוח זה, עמד על כ-200 מיליון ש"ח. אחזקה זו הינה התזרימית ביותר בשנים האחרונות. בעקבות עסקת ויולה, החברה תחדל מלאחד את תוצאותיה הכספיות של אראר בדוחותיה הכספיים, ולטפל בהשקעה בשיטת השווי המאזני ותרשום רווח הון מירידה משליטה באראר המוערך בין 40-45 מיליון ש"ח.

תקציר דוח רווח והפסד אראר, במיליוני דולר:

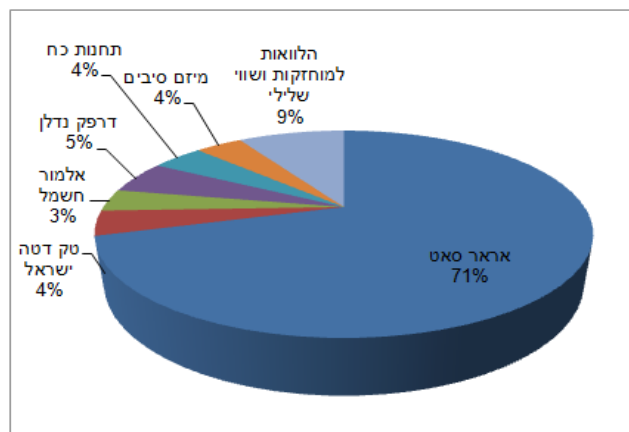
	2010	2011	2012	1-3 2012	1-3 2013
הכנסות	102.0	112.9	113.4	27.5	29.3
שיעור צמיחה	8.9%	10.7%	0.4%	2.0%	6.5%
רווח גולמי	26.1	26.0	27.1	6.1	7.1
אחוז רווח גולמי	25.5%	23.0%	23.9%	22.3%	24.1%
רווח תפעולי	10.5	8.8	9.7	2.0	2.3
אחוז רווח תפעולי	10.3%	7.8%	8.5%	7.1%	7.9%
EBITDA	17.0	17.3	18.5	4.2	4.5
אחוז EBITDA	16.7%	15.3%	16.3%	15.1%	15.2%
רווח נקי	8.7	4.3	8.3	2.3	1.6

אראר הציגה שיפור מסוים בפעילות בשנת 2012, לאחר שבשנת 2011 נפגעה רווחיותה כתוצאה מכפילות בהוצאות בגין מעבר למתחם עמק האלה וגידול בהוצאות הפחת, הנובעות מההשקעות במתחם. בנוסף, תחום הפעילות של אראר התאפיין בשנים האחרונות בהתחזקות תנאי התחרות בתחום שירותי הלוויין והרעה בתנאי המסחר מול הספקים המובילים של תשתיות הלוויין. אראר הציגה שיפור בשיעור הרווחיות הגולמית בשנת 2012, אשר מאפיין גם את הפעילות בשנת 2013. השיפור בשיעור הרווחיות הגולמית מיוחס לשינוי בתמהיל שירותי המדיה והשיפור באיכות התשתיות של אראר.

בנוסף, לאחר שבשנת 2012 אראר סבלה מקיפאון בפעילותה והציגה שיעורי צמיחה נמוכים, אראר מציגה כיום צבר הזמנות הולך וגדל, של כ-200 מיליון דולר, עם תמהיל גדול של שידורי ספורט ושידורים חיים, וזאת, בין היתר, בזכות רכישת חברת SM2 במהלך 2012. אראר צופה בדוחותיה הכספיים חזרה לשיעורי צמיחה של 8%-10% בשנת 2013. אראר מאופיינת ברמת מינוף נמוכה מאוד והחזקת תיק נזיל מהותי של כ-27 מיליון דולר נכון ליום 31.03.13.

כאמור, אחזקותיה האחרות של רפק הינן קטנות ומרביתן אינן מציגות רווחיות מהותית ואינן מייצרות לה תזרימי מזומנים משמעותיים. זאת ועוד, בשנים 2010-2011 רשמה החברה הפחתות ערך בסכומים מהותיים בחלק מהחזקות אלו והחברה אף ערבה לרוב החוב הפיננסי של חברות אלו, בסכום של כ-76 מיליון ש"ח (נכון למועד פרסום הדוח הכספי השנתי).

התפלגות שווי הנכסים של החברה, פרופורמה יולי 2013:



בין אחזקות החברה הנוספות, ניתן לציין את טק דטה - חברה בתחום מוצרי מיחשוב, אשר עמדה למכירה במהלך השנה, תמורת סכום של כ-23 מיליון ש"ח, אך העסקה בוטלה עקב אי הסכמת הממונה על ההגבלים, אלמור חשמל, המבצעת פרויקטים בתחומי החשמל ודרפק נדלן. בנוסף, החברה מחזיקה בג'נרל מהנדסים, מיניפריים וסולגוד, שבגינן רשמה רפק הפחתות של מעל ל-20 מיליון ש"ח בשנים 2010-2011; אחזקות אחרות כוללות שותפות חדשה במיזם הסיבים האופטיים ושותפויות בתחום האנרגיה המתחדשת.

תהליך הגדלת פיזור התיק כרוך בהשקעות מהותיות בשנים הקרובות, להערכתנו ללא תרומה תזרימית בטווח הבינוני

בשנים האחרונות החלה רפק להתמקד בתחום האנרגיה המתחדשת, ביחד עם שותפים אסטרטגיים. בין היתר, השקיעה החברה בפרויקטים של אנרגיה סולארית, בשיתוף פעולה עם חברת דוראל, להקמת שלושה פרויקטים בתחום (בהספק כולל של 4.1 מגה וואט), אשר צפויים להתחיל בהפעלה מסחרית עד לסוף השנה הנוכחית. כמו כן, השקיעה רפק בפרויקטים של תחנות כוח, תחת חברה בת בבעלותה המלאה - רפק אנרגיה (לשעבר ראקום), אשר יזמה הקמה של תחנת כוח (ביחד עם חברת דלקיה ישראל) ורכשה זכויות בשלושה מיזמים נוספים, אשר נרכשו כולם מדלק תשתיות. לרפק אנרגיה שותפה אסטרטגית במיזמים אלו - חברת דנהאם, אשר הינה תאגיד זר בשליטת קרן השקעות בינלאומית.

בחודש יוני 2013 הודיעה רפק על זכייתה של הצעה משותפת של החברה, ביחד עם גורמים נוספים, בהובלת חברת ויה אירופה (חלקה של החברה בקבוצת ויה אירופה עומד על 12.5% ובכל הפרויקט 7.5%), במסגרת הליך לבחירתו של גורם שיהיה בעל שליטה בחברה משותפת, שהוקמה ביחד עם חברת החשמל לישראל בע"מ (60% קבוצת ויה אירופה ו-40% חח"י), לשם פריסה והפעלה של רשת תקשורת מבוססת סיבים אופטיים, שתוקם בפריסה ארצית על בסיס תשתיות החשמל של חח"י. פרויקט זה כולל הסכמים של חברות מוחזקות של רפק להספקת ציוד תקשורת, לביצוע עבודות הספקה והתקנה של תשתיות תקשורת ולביצוע עבודות תכנון והתקנה של רשת חשמל למרכזי התקשורת. החברה השקיעה במיזם זה סכום של כ-37.5 מיליון ש"ח, כהון עצמי וערבויות. המיזם הינו בתחילת דרכו ולהערכתנו מאופיין בסיכונים הקמה וסיכונים שוק גבוהים.

שיפור בגמישות פיננסית לאור עליית שווי מניות אראר, מול עלייה במינוף ושעבוד רוב המניות

מחיר מניית אראר סאט, דולר למניה



הגמישות הפיננסית של רפק נשענת על יחס מינוף סביר יחסית לרמת הדירוג ועל נגישות לשוק ההון. לצד זאת, התלות הגבוהה בשווי מניית אראר והתנדבותיות שהציגה המנייה בשנים האחרונות מהווים סיכון אשראי משמעותי. במהלך השנה האחרונה רשמה מניית אראר סאט עליות מהותיות, אשר הביאו להכפלת שווי החברה לעומת מחירי השפל של דצמבר 2011, וזאת, להערכתנו, לאור מגמת שיפור בפעילות החברה בשנת 2012 ותחזית החברה לשיפור נוסף וחזרה לשיעורי צמיחה גבוהים בשנת 2013.

סך החוב הפיננסי המאוחד של רפק ליום 31.03.13 הסתכם בכ-160 מיליון ש"ח, מכך כ-70 מיליון ש"ח חוב סולו של רפק, לרבות יתרת אגרות החוב והיתר - חוב של חברות בנות בבעלות מלאה, אשר החברה ערבה למרביתו (כ-76 מיליון ש"ח נכון למועד פרסום הדוח הכספי השנתי, לעומת כ-57 מיליון ש"ח אשתקד). היחס שבין החוב הפיננסי סולו לבין השווי המותאם¹ של החברות המוחזקות, פרפורמה לחודש יולי 2013, עומד על כ-40%, לעומת יחס של כ-45%, נכון ליום 31.03.12. רמת המינוף, בהתחשב גם בערבויות לחוב הפיננסי של החברות הבנות, נאמדת בכ-70%, לעומת יחס של כ-58% במועד המעקב הקודם. לחברה מספר אמות מידה פיננסיות, המתייחסות בעיקר לסכום ההון העצמי, סך הון ממאזן וחוב ל-Cap. החברה עומדת כיום באמות המידה בצורה טובה.

רפק מחזיקה כ-6.8 מיליון מניות של אראר, מתוכן כ-3.3 מיליון מניות משועבדות לבנקים, כ-700 אלף מניות משועבדות לגורם מוסדי וכ-2.8 מיליון מניות משועבדות למחזיקי אג"ח סדרה ד'. החברה צפויה לפרוע אשראים למערכת הבנקאית, וכתוצאה מכך למשוך את יתרת כספי הגיוס כנגד שעבוד המניות המשתחררות, כך בשסוף התהליך, לאחר השלמת שעבוד המניות

¹ שווי מותאם - שווי שוק של אראר בסמוך למועד דוח זה ושווי ההשקעות וההלוואות בספרים של יתר המוחזקות הפרטיות ליום 31.03.2013.



לנאמן סדרת האג"ח החדשה, לחברה יוותרו כ-140 אלף מניות אראר חופשיות משעבוד (כ-2% מסך המניות המוחזקות על ידי רפק), בשווי של כ-4 מיליון ש"ח בלבד.

שיפור מסוים בנזילות החברה לאור קבלת דיבידנדים מהותיים ממוחזקות וגיוס סדרת אג"ח חדשה, אך אנו צופים הקטנת חלוקת הדיבידנד ממוחזקות בעתיד

הדיבידנדים השוטפים מאראר ודמי הניהול מהמוחזקות מכסים כיום את הוצאות המטה והמימון של החברה. במהלך השנים 2009-2012 חילקה אראר דיבידנדים בשיעור של מעל ל-100% מהרווח הנקי. בעקבות עסקת ויולה, הושגו הבנות לשינוי מדיניות הדיבידנד ושיעור החלוקה צפוי לעמוד על 50% מהרווח הנקי בכל רבעון, לעומת מדיניות חלוקה של עד 50% מהרווח הצבור. יתרת הרווח הצבור ליום 31.03.13 באראר עומדת על כ-26 מיליון דולר. מידרוג צופה כי שינוי זה יקטין את יחס כיסוי הריבית והוצאות הניהול בשנים הקרובות ל-1.0. וזאת לאחר חלוקת דיבידנד נרחבת יחסית מאראר ומוחזקות נוספות בשנים 2012-2013, אשר העמידה יחס זה על 2.0 ומעלה.

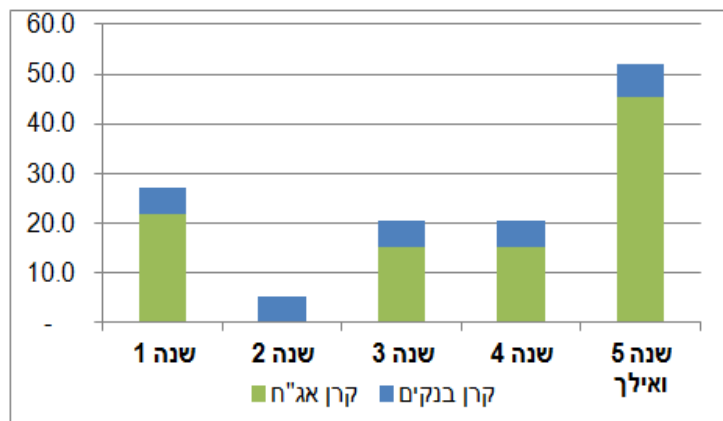
החברה סבלה מנזילות חלשה בשנתיים האחרונות והחזיקה יתרות מזומן נמוכות בקופה. יתרות הנזילות של החברה (סולו) ליום 31.03.13 עמדו על כ-5 מיליון ש"ח. תשלום קרן האג"ח שבוצע בינואר 2013 מומן על ידי קבלת דיבידנד מאראר וקבלת מימון בנקאי לזמן קצר של כ-10 מיליון ש"ח. הלואה זו הומרה לאחר תקופה קצרה להלוואה פרטית מגורם מוסדי, במסגרתה שיעבדה החברה חלק ממניות אראר.

בחודש יוני 2013 הנפיקה החברה סדרת אג"ח חדשה (סדרה ד') בסכום של כ-75.6 מיליון ש"ח. ריבית האג"ח 6.15% צמוד למדד. קרן האג"ח תיפרע ביום 31 בדצמבר 2019-2015, בתשלומים שנתיים שווים. הסדרה אינה מדורגת. האג"ח מובטחות בשעבוד של חלק ממניות אראר.

להערכתנו, לאחר גיוס אג"ח בסכום זה והשקעות של כ-37.5 מיליון ש"ח במיזם הסיבים, ולפני השקעות נוספות בתחנות כוח, צפויה הנזילות של החברה להשתפר במידה משמעותית. להערכתנו, יתרות הנזילות ישמשו לפעילות שוטפת ופעילות ההשקעה והמימון, אשר יכללו, בין היתר, תשלום אחרון של קרן האג"ח (סדרה 3 - קרן וריבית) בינואר 2014 של כ-23 מיליון ש"ח והשקעות נוספות בתחנות הכוח.

רפק (סולו) - לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לזמן ארוך ליום 31.03.13, פרופורמה להנפקת סדרת האג"ח החדשה

(סדרה ד') במיליוני ש"ח*:



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי מתגלגל לזמן קצר בסך של כ-15 מיליון ש"ח ליום 31.03.13. לוח הסילוקין כולל את אג"ח (סדרה ד') שהונפקו לאחר תאריך המאזן האחרון.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שיפור באיכות החברות המוחזקות ובפיזור תזרימי המזומנים הנובעים מהן תוך הקטנת התלות באראר

גורמים אשר עלולים להוביל לפגיעה בדירוג:

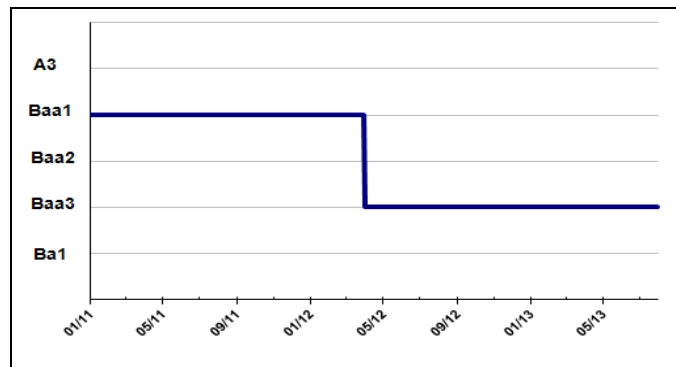
- הרעה בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של אראר
- ירידה בשיעורי האחזקה באראר באופן שיביא לאיבוד ההשפעה המהותית

אודות החברה

רפק תקשורת ותשתיות בע"מ הינה חברה ציבורית המחזיקה, ישירות ובאמצעות חברות בנות בבעלותה, בחברות הפועלות בארבעה מגזרים: שירותי שידור, תשתיות, מחשבים ותקשורת וייצוג וייעוץ. החברה שולטת ברוב אחזקותיה המהותיות, רובן פרטיות, פרט לאחזקה העיקרית אראר (39.3% מהון המניות), העוסקת במתן שירותי הפצה וניהול תכנים לתחנות ולרשתות טלוויזיה זרות, וכן לרשתות מקומיות ובמתן שירותי תקשורת לוויינית ניידת. האחזקות בתחום התשתיות כוללות, בין היתר, את ג'נרל מהנדסים בע"מ (100%), העוסקת בעיקר בייצוג בישראל של ג'נרל אלקטריק ובסחר בחלפים מתוצרתה ובציוד אלקטרוני אחר; דלתה אלקון בע"מ (50%), המייבאת לישראל מיסבים ומוצרים מכניים, בעיקר לתעשייה. בתחום המחשבים והתקשורת ניתן לציין את טק דטה ישראל בע"מ (100%), העוסקת בהפצה ואספקה של מוצרים בכל תחומי המחשוב, לרבות רכבים, אביזרים היקפיים ותוכנה; סולגוד תקשורת בע"מ (100%), המפיצה בישראל מוצרי טלפוניה ומרכזיות מתוצרת AVAYA; תיאן.אן טלקום בע"מ (100%), שהינה חברת אינטגרציה בתחום התקשורת. בעלת השליטה ברפק, המחזיקה בכ- 56.4% ממניותיה, הינה אינטרגאמא חברה להשקעות בע"מ, שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. בעל השליטה באינטרגאמא הוא מר תנחום אורן.

7

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

[רפק תקשורת ותשתיות בע"מ - דוח מעקב, אפריל 2012](#)

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

מועד הדוח: 04.08.2013

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 פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי 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 בצידוד, 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 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 מאד.	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 מאד.	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.

דו"ח מספר: CFR050813000M

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 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.