



# כרמל אולפינים בע"מ

דוח מעקב שנתי | דצמבר 2010

1

## מחבר:

מתן אייל, רו"ח, אנליסט  
[matane@midroog.co.il](mailto:matane@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)

## כרמל אולפינים בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 ואופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה א') של כרמל אולפינים בע"מ ("כאו"ל או "החברה").

### סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:

שנות פירעון קרן	יתרה בספרים ליום 30.06.2010	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב ליום 30.06.2010	מועד ההנפקה	סדרה	מס' ני"ע
2013-2020	246,249 אלפי דולר (954,215 אלפי ₪)	מדד	4.69%	850,000 אלפי ₪	מרץ 2007	א'	1113091

### שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה נתמך בגורמים הבאים: מעמד דומיננטי ויציב בשוק המקומי; פיזור הפעילות אל מחוץ לישראל בשיעור משמעותי ולשווקים בעלי ביקוש גבוה; השלמת הקמתו של מתקן ייצור בעל קיבולת גבוהה המאופיין בגמישות תפעולית, הנובעת מכושר ייצור עצמי של מונומרים; ייצור פוליפרופילן ("פ.פ.") אשר הינו מוצר צומח ועל פי תחזיות בענף, ייהנה מהמשך גידול בביקושים בשנים הקרובות; הנהלה מקצועית המשולבת עם הנהלת החברה האם, בתי זיקוק לנפט ("בז"ן), אשר הינן בעלות ניסיון וידע רב ובעלות אסטרטגיה ארוכת טווח למיצוי השקעות בשרדוג תהליכי הייצור וחסכון בעלויות; אופק דירוג יציב לענף הכימיקלים באזור-EMEA, כפי שקובעת Moody's, בעיקר על בסיס הציפיות להמשך ההתאוששות הכלכלית בעולם ובפרט בשווקים המתעוררים, עלייה ברווחיות ונגישות טובה יותר למקורות מימון.

2

גורמי הסיכון בפעילות החברה כוללים: חשיפה גבוהה למחזורי העסקים בענף הפטרוכימיה אשר גורמים לתנודות מהותיות בתזרימי המזומנים, כתלות במחירי חומרי הגלם (נגזרי נפט וגז טבעי), בביקושים למוצרי פלסטיק ובקיבולת ייצור הפולימרים בעולם. בהקשר זה יש לציין את הגידול בכושר הייצור הצפוי בחצי האי ערב, בעקבות מתקנים חדשים שהוקמו והשקתם התעכבה בשנה החולפת; חשיפה לתקלות ייצור וגורמים אקסוגניים אחרים, העלולים להשבית את תהליך הייצור הרציף. יש לציין כי הקשר הרציף למתקני בז"ן גוזר מרכיב נוסף של סיכון תפעולי, הנובע מתקלות במתקני הייצור של האחרונה; מרכיב גבוה של הוצאות ייצור קבועות, המקשות על גמישות תפעולית בתקופות של מחזוריים שליליים; צורך בהשקעות מהותיות בקשר עם הגנה על איכות הסביבה וחשיפה לתביעות בהקשר זה; צרכי השקעה גבוהים יחסית בתחזוקה ושיפור של מתקני הייצור; גמישות פיננסית מוגבלת נוכח שעבוד של מרבית הנכסים וריבוי אמות מידה פיננסיות מול הגורמים המממנים. השיפור במרווחים ובתוצאות הכספיות בשנת 2010 שיפרו את היחסים הפיננסיים ואת עמידת החברה באמות המידה הפיננסיות מול הגורמים המממנים. תהליך השיפור צפוי להימשך ברבעונים הקרובים.

אופק הדירוג היציב נתמך בצפי להמשך תוצאות תפעוליות טובות יחסית על רקע מרווח פולימרים גבוה, הצפוי להימשך, אם כי ברמה מתונה יותר, גם ברבעונים הקרובים. המרווח הגבוה נובע מהתאוששות בביקושים לפולימרים ומקיטון בכושר הייצור העולמי על רקע המשבר. כמו כן, החברה צפויה להציג תהליכות בהוצאות הייצור על רקע כניסת הגז הטבעי בשנת 2011 והפעלת מתקן המחליף נפטא בגז, להפקת מונומרים משנת 2012. נזילות החברה נמוכה, אך עומס פירעונות מתון יחסית בשנתיים הקרובות ועמידה בתחזיות יאפשרו לה גמישות מסוימת בביצוע אסטרטגית השקעות.



הרווחיות התגודתית שאפיינה את תקופת המשבר מהרבעון הרביעי של שנת 2008, לאור שינויים במרווח הפולימרים בענף, נמשכה גם ברבעון הראשון של 2010. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2010 גדלו הכנסות החברה בכ- 34%, יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. הרווח התפעולי גדל בשיעור חד בעיקר נוכח העלייה במרווחים שתרמה כ-54 מיליון דולר, עלייה שקוזזה בין היתר בקיטון בכמויות המכירה.

### נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר<sup>1</sup>

FY2007	FY2008	FY2009	YTD2009	YTD2010	Q12010	Q22010	Q32010	
685	950	828	578	772	261	274	237	הכנסות
97	(73)	71	54	100	20	42	38	רווח גולמי
59	(132)	16	15	57	5	25	27	רווח תפעולי
14.2%	(7.7%)	8.6%	9.3%	13.0%	7.75%	15.3%	16.2%	רווח גולמי/ הכנסות
8.6%	(13.9%)	2.0%	2.7%	7.4%	1.8%	9.1%	11.3%	רווח תפעולי/ הכנסות
101	(81)	71	56	91	17	37	37	EBITDA
13	(77)	22	26	57	2	24	31	רווח נקי
37	5	39	26	35				תיק נזיל
523	578	462	635	535				חוב פיננסי
1,083	1,089	1,102	1,150	1,218				סך מאזן
33.6%	25.9%	27.7%	26.9%	29.8%				הון עצמי/ מאזן
26	-	-	-	-				דיבידנד ששולם
54.7%	67.4%	64.2%	70.4%	58.4%				חוב/CAP
5.2	NEG.	6.5	NEG.	5.0				Debt/EBITDA LTM
6.2	NEG.	8.6	NEG.	6.4				Debt/FFO LTM

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

#### ענף בעל סיכון עסקי גבוה לאור תגודתיות במרווח הפולימרים

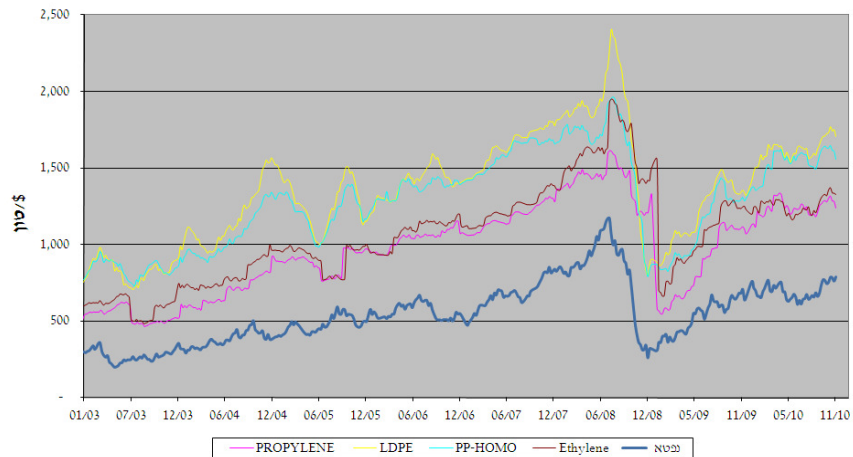
החל מהרבעון האחרון של שנת 2008 ולאורך המחצית הראשונה של 2009, חווה ענף הפטרוכימיה את השלכות המשבר העולמי, שבאו לידי ביטוי הן בפגיעה ברווחיות ובתזרים בטווח המיידי והקצר והן בפגיעה באיתנות הפיננסית של החברות, פגיעה שתלווה את הענף גם בטווח הבינוני. בבחינת מגמות בשוק בו פועלת החברה, הירידה החדה בביקושים העולמיים לפולימרים קוזזה בחלקה ע"י קיטון בהיצע, לאור סגירת מפעלים לא רווחיים באירופה ובארה"ב, תקלות טכניות ועיכוב בהפעלת מפעלים חדשים במפרץ הפרסי. בסוף שנת 2008 צנחו מחירי הנפט הגולמי ומחירי התזקיקים המופקים ממנו (נפטא, גפ"מ), המהווים חומרי זינה בענף הפטרוכימיה, וכך נפלו גם מחירי הפולימרים<sup>2</sup>, וגרמו למחיקות מלאים משמעותיות. אירוע זה, שהביא את המרווח בין מחיר הפולימר לבין עלות חומרי הזינה לשפל, הינו המרכיב המרכזי ביותר לרמת הרווחיות וגובה התזרים של החברות ובכך מהווה את גורם הסיכון העיקרי בענף. מידרוג רואה בשיפור במרווחים ומגמות חיוביות מצד הביקושים, מהרבעון השלישי של שנת 2009, עדות לתחילתו של שלב חיובי במחזור העסקי של הענף<sup>3</sup>. יש לציין כי המשך עלייה במחירי חומרי הזינה ובעיקר עלייה חדה במחיר הנפט הגולמי, תביא לפגיעה בחברות הפטרוכימיה, בהנחה שלא יוכלו להמשיך ולעלות את מחיר הפולימרים.

<sup>1</sup> LTM - מתייחס לתקופה של שנים עשר החודשים האחרונים. YTD - מתייחס בדוח זה לתשעת החודשים הראשונים של השנה.

<sup>2</sup> פוליאתילן בצפיפות נמוכה ("פ.א.") ופוליפרופילן ("פ.פ.").

<sup>3</sup> על פי תחזית חברת הייעוץ CMAI מאוגוסט 2009, הביקוש לפולימרים עומד על כ-62 מיליון טון בשנה וקצב הגידול השנתי בין השנים 2009-2014, יהיה בין 3.4%-5.3%. תחזית מודי'ס לצמיחת התפוקה התעשייתית באירופה הינה 2.3%-3.4% בשנים 2010 ו-2011, בהתאמה.

**מגמות במחירי חומרי הזינה והמוצרים, דולר לטון**



**מרווח בענף הפולימרים, דולר לטון (מקור: נתוני החברה)**

30.09.2008	31.12.2008	31.12.2009	30.09.2009	30.09.2010	
1,671	870	1,307	1,345	1,545	מחיר פ.פ.
754	300	664	613	717	מחיר נפטא
917	570	643	732	828	מרווח

**מעמד מונופוליסטי בשוק המקומי**

החברה הינה יצרן יחיד בישראל של פולימרים ומוגדרת כמונופול בייצור פ.פ. בישראל. חלקה בשוק בישראל הינו מעל 60%, כאשר התחרות המקומית הינה מול סוכנים של יצרנים מחו"ל ומפיצים. מכיוון שרוב מוצרי החברה מוגדרים קומודטי (סחורות) והינם בעלי מחירי ציטוט, התחרות מבוססת בעיקר על הנחות מחיר וגמישות תמחירית. עם זאת, לחברה יתרון בשוק המקומי בשל זמינות אספקה, שירות טכני צמוד וקירבה לצרכנים. מידרוג מציינת לטובה את העובדה כי התלות בשוק המקומי מצומצמת יחסית לאור שיעור ייצוא גבוה ויציב, העומד על כ-60%. כמו כן, שוקי היעד של מרבית המכירות לשוק המקומי הינם בחו"ל. עם זאת, הרווחיות במכירות החברה לחו"ל נמוכה יחסית למכירות בשוק המקומי לאור עלויות ההובלה ורמת התחרות הגבוהה.

יש לציין כי חלק מהותי ממכירות החברה מופנה לטורקיה. להערכתנו, השוק הטורקי מהווה עבור החברה שוק זמין וקרוב יחסית, שבו היא נהנית מיתרונות, יחסית למעמדה בשוק האירופאי כולו. יחד עם זאת, נוכח הרגישות הגיאופוליטית בין ישראל לבין טורקיה, עובדה זו כרוכה בסיכון ואי ודאות גבוהה יחסית. לדברי ההנהלה ולאור האמור לעיל, אותרו לקוחות חליפיים במספר מדינות אירופאיות ובסין והחלה הסטת המכירות ללקוחות אלו.

ברבעון השלישי של 2010 התקשרה החברה בהסכם לקבלת שליטה מלאה (100%) בהון המניות של חברת דומו<sup>4</sup>, חברה הולנדית, בעלת יכולת ייצור של כ-175 אלף טון פ.פ. ובהשקעה כוללת של כ-40 מיליון דולר. כיום תרומתה של פעילות דומו לתזרים המאוחד של החברה הינה שולית.

<sup>4</sup> ברבעון השלישי של 2010 שלמה החברה כ-13 מיליון דולר עבור 51% מהון המניות של חברת דומו (Domo Polypropylene BV). השלמת העסקה צפויה ב-29.02.2012.

## סיכון תפעולי

תהליך הייצור בחברה הינו רציף והמשכי ולפיכך, לתקלה באחד משלבי הייצור עלולה להיות השפעה מכרעת על כלל פעילות הייצור. לתקלות שונות עשויות להיות השפעה חריגה במונחי בטיחות או איכות סביבה. החברה משקיעה סכומים משמעותיים בתחזוקה שוטפת של מתקני הייצור ובשדרוגם. כמו כן, החברה חשופה לדרישות השקעה מצד הרגולטור בקשר עם הגנת הסביבה.

לכאול תלות גבוהה בבז"ן המספקת לה את חומרי הזינה וכן שירותים, הכוללים אספקת חשמל, טיהור השפכים והזרמתם לקישון. תמחור המוצרים והשירותים נקבע בהסכם אספקת חומרי זינה בין כאול לבז"ן. התלות הקיימת בבז"ן, כספק יחיד של חומרי הזינה העיקריים, מהווה גורם סיכון בדירוג, אם כי, תלות זו הופחתה בחלקה לאור בחינת שרשרת האספקה בין בז"ן לחברה כמקשה אחת ומיזוג האינטרסים.

## מיזוג תפעולי וניהולי מלא עם בז"ן

המיזוג המלא עם בז"ן בסוף שנת 2009 הביא להטמעת מערך אופטימיזציה בקו הייצור, לגבי הקצאות חומרי הזינה ורמות הייצור, ברמת הקבוצה כולה ולאורך כל שרשרת הייצור. שינוי זה נותן יתרון תחרותי לחברה ואף צפוי להוביל לחסכון מסוים בעלויות מטה. עדות לשיתוף הפעולה המלא בין החברות הינה ההדממה המשותפת ברבעון הרביעי של 2010 של כל מתקני הייצור, לצורך שיפוץ תקופתי מתוכנן<sup>5</sup> והכנת מלאים, לצורך המשך אספקה רציף ללקוחות החברה.

## השקעות הוניות משמעותיות

במהלך השנים האחרונות החברה השקיעה ומשקיעה סכומים מהותיים בהרחבת כושר הייצור שלה ובשדרוג מערך הייצור לטכנולוגיות מתקדמות יותר וזולות יותר. במהלך השנים 2004-2007 השקיעה החברה כ-350 מיליון דולר במתקן לייצור פ.פ. בטכנולוגיה מתקדמת ובכושר ייצור של כ-250 אלף טון בשנה (גידול של 125% בכושר הייצור בישראל). בשנים 2008-2009 התקשתה החברה לבטא את הגידול בכושר הייצור, נוכח המרווחים הנמוכים ועקומת למידה ממושכת של הטכנולוגיה החדשה. רק במהלך המחצית הראשונה של שנת 2010 השלימה החברה את הטמעת המתקן החדש, שעדיין פעל בתפוקה של כ-88% וצפוי להתייצב על כ-90% בעתיד. החברה משקיעה בימים אלה בהקמת מתקן חדש אשר יאפשר מיצוי אופטימאלי של זרמים קיימים בבית הזיקוק כחומר גלם לייצור פולימרים. כמו כן, החברה צופה כי כבר מאמצע שנת 2011 ייעשה שימוש בגז טבעי במקום מזוט במתקניה. להערכת החברה ההשקעות במתקן החדש ובתשתית הגז הטבעי, בהיקף כספי משמעותי, צפויות להוביל לחיסכון משמעותי בעלויות המשתנות של החברה במהלך שנת 2011.

## תזרימי מזומנים תנודתיים

המגמות בענף הפטרוכימיה והעלייה במרווחים הביאו לתזרים תפעולי (EBITDA) של כ-91 מיליון דולר בתשעת החודשים הראשונים של 2010, לעומת כ-56 מיליון דולר בתקופה המקבילה. לאור העלייה החדה בהיקפי המכירות בין התקופות וההשפעה הישירה על צרכי מימון ההון החוזר, רשמה החברה בתקופה הנ"ל תזרים שלילי מפעילות שוטפת בסך של כ-63 מיליון דולר לעומת כ-23 מיליון דולר בתקופה המקבילה אשתקד. תנודתיות גבוהה זו באה לידי ביטוי בהיקפי האשראי לז"ק. כפי שנאמר לעיל, החברה מצויה בתקופה של השקעות הוניות משמעותיות אשר תיצור עומס

<sup>5</sup> העלות של שיפוץ זה לחברה הינה בסך של כ-27 מיליון דולר. השיפוץ מתבצע כל חמש שנים.

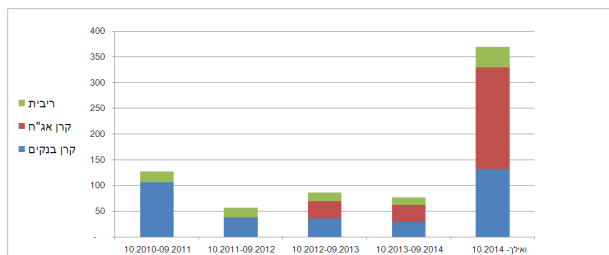
על התזרים החופשי. החברה ניצבת כיום ביחס חוב ל-EBITDA של 5.0, יחס המשקף חזרה לרמת כיסוי חוב של שנת 2007. שמירה על יחסי כיסוי בטווח זה נתמכת במגמות העולות מתחזיות המרווחים. יחד עם זאת, מידרוג מביאה בחשבון שהחברה פועלת בענף תנודתי, המשליך על הרווחיות ויחסי הכיסוי.

### נזילות וגמישות פיננסית מוגבלות לאור התניות פיננסיות מבנקים

סך החוב הפיננסי של החברה ליום 30.09.2010 הינו כ-535 מיליון דולר כאשר כמחציתו הינו אג"ח והיתר- בעיקר הלוואות לז"א מבנקים. הסדר המימון החדש<sup>6</sup> לגבי התחייבות בנקאיות קובע: הטלת שיעבוד קבוע וראשון בדרגה על הרכוש הקבוע לטובת הבנקים; מגבלות על חלוקת דיבידנד; השקעות בהיקף העולה על 10 מיליון דולר כפופות לאישור הבנקים<sup>7</sup>; התניות פיננסיות חדשות (החל מספטמבר 2009) הכוללות: יחס שוטף מינימאלי 0.8 (במקום 1.1 בהסכמים המקוריים); שיעור הון עצמי בניכוי רכוש אחר ("הון עצמי מוחשי"), לסך מאזן גבוה מ-22% (במקום 29%), הון עצמי מוחשי מעל ל-138 מיליון דולר (ללא שינוי), חוב בנקאי להון עצמי מוחשי נמוך מ-2.4 (במקום 1.8), ממוצע על פני 8 הרבעונים האחרונים<sup>8</sup> של יחס שירות החוב (קרן+ריבית), בתוספת תשלומי המס בפועל, ל-EBITDA, לא יפחת מ-1.1 (ללא שינוי). התניות פיננסיות מול מחזיקי האג"ח כוללות מגבלות לגבי רמת נזילות לאחר חלוקת דיבידנד, דירוג האג"ח בקבוצת A- ואי העמדה לפירעון מוקדם של חובות פיננסיים אחרים. ליום 30.09.10, החברה עומדת במרווח רחב בהתניות ההסדר החדש ובמרווח צר גם בהתניות המקוריות. אמות המידה החדשות יוותרו על כן עד אשר תעמוד החברה, במשך ארבעה רבעונים רצופים, באמות המידה הפיננסיות המקוריות ותציג לבנקים תוכנית פיננסית לפיה יש באפשרותה לשרת את חובותיה, לפי הסכמי האשראי עם הבנקים, עד לתום זמן הפירעון. המעבר להתניות המקוריות יאפשר לחברה גמישות פיננסית, מרחב פעילות בתחום ההשקעות וחלוקת דיבידנדים, אך כל אלו לא צפויים להתרחש לפני המחצית השנייה של 2011. על החברה חלות מגבלות לווה בודד וקבוצת לווים, בשל השתייכותה לקבוצות החברה לישראל ומפעלים פטרוכימיים, וחברות קשורות של כל אחת מקבוצות אלו. לדברי החברה, מצב זה טרם היווה מגבלה אפקטיבית על יכולת קבלת האשראי של החברה.

נכון ל- 30.09.10 לחברה יתרת מזומן בסך של 34 מיליון דולר כאשר כמחצית הינו פיקדון המשועבד לבנקים. לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ- 82 מיליון דולר. מסגרות אלו אינן חתומות.

### לוח סילוקין של הקרן והריבית על החוב הפיננסי לז"א ליום 30.09.2010, במיליוני דולר



<sup>6</sup> ב- 30.09.2009 החברה התקשרה במערכת הסכמים חדשה עם בנקים, המגדירה תקופת הקלות על אמות מידה פיננסיות שנקבעו ב- 1.1.2008, כל זאת לאחר שבסוף שנת 2008 החברה לא עמדה בהתניות המקוריות.  
<sup>7</sup> נכון להיום נראה כי לחברה אין מגבלה בפועל לבצע השקעות הוניות מצד הבנקים.  
<sup>8</sup> בהתעלם מרבעון 4 2008.

## אופק הדירוג

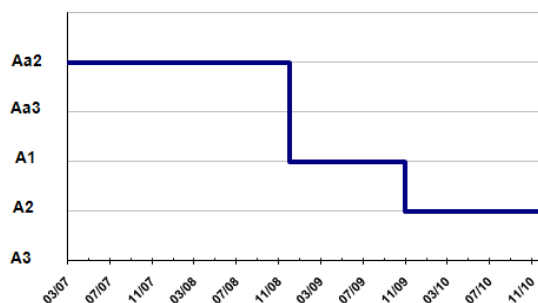
### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג

- ירידה מהותית ופרמננטית ברמת המינוף של החברה, תוך שיפור חד ומתמשך ביחסי הכיסוי.

### גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- חריגה מתמשכת ביחס כיסוי החוב הפיננסי ל-EBITDA מעל 6.0 שנים;
- הרעה במוצב הנזילות והגמישות הפיננסית ואי עמידה בדרישות ההתניות הפיננסיות המקוריות;
- חלוקת דיבידנד שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה;
- התממשות תביעות העומדות נגד החברה ו/או תביעות עתידיות, באופן שיש בו לפגוע במידה משמעותית באיתנות הפיננסית, לרבות תביעות בקשר עם ההגנה על איכות הסביבה.

## היסטוריית הדירוג



## אודות החברה

כרמל אולפינים בע"מ ("החברה") עוסקת בייצור ושיווק פולימרים מסוג פוליאטילן בצפיפות נמוכה ופוליפרופילן. תהליך הייצור כולל שימוש בחומרי זינה (נפטא וגפ"מ), מהם מיוצרים בשלב הראשון מונומרים (אתילן ופרופילן) ולבסוף פולימרים. הפולימרים משמשים כחומר גלם עיקרי בתעשיית הפלסטיקה. כושר ייצור הפוליפרופילן הוגדל במהלך יולי 2007 כתוצאה מהפעלת מתקנים חדשים שנבנו בהשקעה ישירה בסך 350 מיליון דולר במהלך השנים 2004-2007. מתקני החברה בישראל פועלים כתשלובת אחת, מחוברים ביניהם בצנרת ומקבלים שירותים ממערך מרכזי של בתי זיקוק לנפט בע"מ (בז"ן) - ספק עיקרי לחומרי זינה לחברה ובעלת השליטה (100%) בחברה. יתר חומרי גלם מסופק מבית הזיקוק באשדוד. עיקר המכירות נובע מיצוא, והיתר ממכירות לשוק המקומי.

## רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

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

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

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](http://www.midroog.co.il)

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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](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 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 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.