



# קרגל בע"מ

## מעקב | נובמבר 2013

1

### מחבר:

עמית ברון, אנליסט  
[amitb@midroog.co.il](mailto:amitb@midroog.co.il)

### אנשי קשר:

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## קרגל בע"מ

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

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Baa1 לאגרות החוב (סדרה 1) שהנפיקה קרגל בע"מ ("קרגל" או "החברה"), תוך שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב.

הדירוג חל על אגרות החוב שהנפיקה החברה, כדלקמן:

סדרת אג"ח	מספר נייר ערך	מועד ההנפקה	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.13 (במיליוני ש"ח)	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 1	2170041	7/2007	5.5%	מדד	28	2014

### השיקולים העיקריים לדירוג

שינוי אופק הדירוג משלילי ליציב נובע משיפור בפרמטרים הפיננסיים של החברה, הן במגזר הקרטון הגלי והן במגזר האריזות הגמישות. החברה מציגה שיפור ברווחיות התפעולית הן כתוצאה מעלייה במרווחים והן כתוצאה מהתייעלות בהוצאות השכר. להערכתנו, תוצאות 2013 תומכות בשיפור זה. השיפור בתוצאותיה התפעוליות של החברה הוביל לשיפור ביחסי הכיסוי. בתרחיש הבסיס שלנו, אנו מניחים כי בטווח אופק הדירוג, החברה תשמור על יחס חוב ל-EBITDA בטווח של 4-5 וחוב ל-FFO בטווח של 6-7. נזילות החברה סולו הינה, להערכת מידרוג, חלשה ביחס לצורכי שירות החוב, אם כי במגמת שיפור, נוכח מספר מהלכים ברבעון האחרון, הכוללים הנפקת אג"ח בחברת הבת (פלסטו-שק) והגדלת מסגרות אשראי לא מנוצלות מהמערכת הבנקאית.

הדירוג נסמך על מעמדה העסקי החזק והוותיק של החברה, המתבטא בנתח שוק משמעותי ויציב בתחומי הפעילות, סל מוצרים מגוון ונרחב ופיזור לקוחות רחב. החברה נשענת על שני מגזרי פעילות: אריזות הקרטון ואריזות גמישות. עם זאת, תעשיית הנייר ותעשיית הפלסטיק מאופיינות שתיהן ברווחיות נמוכה ותנודתיות. חברת הבת פלסטו-שק (Baa1) הינה בעלת מעמד עסקי יציב ובסיס לקוחות ותיק ומפוזר, ממגוון רחב של ענפי משק, אשר עיקר חשיפתה לפעילות בחו"ל. החברה ממשיכה להתמודד עם אתגרי המיתון הכלכלי באירופה (במגזר האריזות הגמישות) והתחרות בישראל, כאשר במקביל מיישמת מדיניות איחוד אתרי פעילות במגזר האריזות הגמישות והתייעלות ושינויים ארגוניים במגזר הקרטון.

בשנת 2011 אישר דירקטוריון החברה תוכנית רה ארגון, הכוללת פיטורי עובדים ובשנת 2013 אושרה אף העתקת מפעל ייצור הקרטון ללהבים. בשנתיים האחרונות מאז ההחלטה האמורה, החלה החברה ביישום תוכנית הרה-ארגון בהיבט התייעלות העובדים. נכון למועד דו"ח זה החברה חתמה על הסכמי פיתוח לאתר החדש בלהבים מול ממ" ומשרד התמ"ת ומעריכה כי תכנון האתר יחל ברבעון הקרוב. הערכת החברה הינה כי העתקת המפעל תתבצע בהדרגה במהלך שנת 2016.

בחודש מאי 2013 התרחשה שריפה במפעל הקרטון של החברה בלוד, אשר שיבשה משמעותית את פעילות היצור למשך שישה ימים. כתוצאה מכך מציגה החברה אובדן מכירות לרבעון השני והשלישי של השנה. לחברה כיסוי ביטוחי



אשר כולל פיצוי בגין נזקים ישירים למפעל ונזקים עקיפים (בגין אובדן מכירות ורווח גולמי עתידיים). עיקר התקבול בגין השיפוי הביטוחי התקבל ברבעון השלישי 2013. החברה צופה לקבל תקבול נוסף במהלך החודשים הקרובים.

### קרגל (מאוחד) נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	H1 2012	H1 2013	
675	775	792	786	394	386	הכנסות
104	105	86	93	45	56	רווח גולמי*
15.4%	13.6%	10.8%	11.9%	11.5%	14.4%	אחוז רווח גולמי
29	26	7	15	6	18	רווח תפעולי
4.3%	3.3%	0.8%	1.9%	1.5%	4.5%	אחוז רווח תפעולי
20	4	(51)	(9)	(6)	4	רווח (הפסד) לתקופה**
72	71	55	64	30	41	EBITDA
47	53	35	19	7	25	FFO
(38)	(61)	(32)	(33)	(16)	(17)	CapEx
(4)	(13)	(14)	0	0	0	דיבידנדים ששולמו
0.9	1.0	0.2	0.6	0.4	1.2	EBIT / הוצאות מימון
42	32	33	42	35	21	חזומנים ושווי חזומנים
310	359	333	352	373	335	חוב פיננסי ברוטו
333	322	278	263	268	264	הון עצמי
37.0%	33.0%	29.9%	28.9%	28.4%	28.7%	הון עצמי/ מאזן
44.1%	49.1%	51.2%	54.1%	55.0%	52.7%	חוב פיננסי ברוטו / CAP
4.5	5.1	6.0	5.6	6.8	4.6	חוב ברוטו/ EBITDA (LTM)
6.9	7.0	9.3	15.7	16.1	6.1	חוב ברוטו/ FFO (LTM)
2%	0%	-6%	-1%	-5%	0%	ROA

\* רווח לשנת 2013 כולל פיצוי בסך 4.6 מיליון ₪ מחברת הביטוח בעקבות אירוע שריפה במפעל הקרטון של החברה בלוד.  
\*\* הפסד לשנת 2011 כולל הוצאות בסך של 42 מיליוני ₪ לטובת פיצויים עתידיים במסגרת תכנית הרה-ארגון.

2009	2010	2011	2012	H1 2012	H1 2013		
350.2	399.8	384	392.9	193.8	187.8	הכנסות	מגזר הקרטון הגלי
15.6	9.0	-11.5	7.2	1.1	11.1	רווח תפעולי	
4.4%	2.3%	-3.0%	1.8%	0.6%	5.9%	%	
324.9	375.5	408.3	393.0	200.1	198.2	הכנסות	מגזר האריזות הגמישות
13.6	16.6	18.1	8.0	4.6	6.5	רווח תפעולי	
4.2%	4.4%	4.4%	2.0%	2.3%	3.3%	%	

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

שיפור ברווחיות התפעולית הן במגזר הקרטון הגלי והן במגזר האריזות הגמישות

מגזרי הקרטון הגלי והאריזות הגמישות מהווים כל אחד כמחצית מהכנסות החברה. במחצית שנת 2013 חל שיפור במרווח הגולמי והתפעולי לעומת התקופה המקבילה אשתקד. השיפור נבע ממספר גורמים, ביניהם: התייעלות בצריכת ח"ג, שיפור במחירי המכירה, שינוי בתמהיל הלקוחות כולל פנייה ללקוחות בשיווק ישיר, חיסכון בעלויות כוח אדם אשר נבעה מהתייעלות והעלאת תפוקה במגזר הקרטון. ככלל, מגזרי הפעילות של החברה חשופים לתנודתיות במחירי



חומרי הגלם שהינם קומודיטיס ועלויות האנרגיה, אשר משפיעים על שיעורי הרווחיות הגולמית של החברה. עלויות חומרי הגלם העיקריים (תאית ו - פוליאיתילן) מהוות כ-70% מסך עלות המכר של החברה (במאחד) וכ- 60% מסך המכירות של החברה (במאחד).

החברה הציגה רווח תפעולי של כ- 18 מיליון ₪ (4.5% מההכנסות) ו- 6 מיליון ₪ (1.5% מההכנסות) לחציון הראשון של שנת 2013 ולחציון הראשון של שנת 2012, בהתאמה. יש לציין כי תוצאות החברה לשנת 2012 מושפעות מתוצאות חזקות ברבעון הרביעי ומתוצאות חלשות יותר לתשעת החודשים הראשונים לשנה זו. החברה מציגה תשואה שלילית על נכסים (ROA), בממוצע בשלוש השנים האחרונות, העומדת על כ-2% ואשר הינה חלשה יחסית לענף. נתון זה נובע מייעולות תפעוליות חלשה ויכולת ייצור הכנסות נמוכה אשר נרשמו בשנים האחרונות.

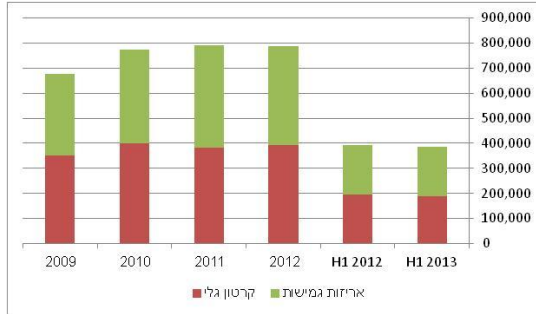
במהלך השנים 2010-2012 נראה כי רווחיות מגזר הקרטון הגלי נמצאת בירידה, בעיקר נוכח עליית מחיר ח"ג, התגברות התחרות ושחיקה ביעילות התפעולית, אשר הייתה פועל יוצא של המעבר ביישום תכנית הרה-ארגון. בשנת 2011 נשחקו המרווחים הגולמיים במגזר וזאת כפועל יוצא מעליית מחיר חומרי הגלם. שחיקה זו, אשר נרשמה במספר חברות בענף הקרטון/נייר בישראל גרמה לחברה לנקוט במדיניות של התאמת מחירי המכירה בשנת 2012 במקביל להתיעלות בצריכת ח"ג והתייעלות תפעולית וזאת- במטרה לפצות על השחיקה לעיל. להערכת מידרוג, קיים פוטנציאל שיפור נוסף בביצועי מגזר הקרטון, בעיקר על רקע המשך יישום תכנית הרה-ארגון וניצול אופטימאלי יותר של כושר הייצור הקיים וזאת- תחת ההנחה כי לא תהיה עליה משמעותית במחיר חומר הגלם - התאית.

לאור האמור לעיל, שיעור הרווחיות התפעולית של מגזר הקרטון נשחק, מרמה של כ- 9 מיליון ₪ (2.3% מההכנסות) בשנת 2010 להפסד של כ- 11.5 מיליון ₪ (-3% מההכנסות) בשנת 2011. בחציון הראשון של שנת 2013 נרשם רווח תפעולי בסך 11.1 מיליון ₪ לעומת רווח של 1.1 מיליון ₪ בלבד בתקופה המקבילה אשתקד. יש לציין כי הרווח במחצית הראשונה של 2013 כולל סך של 4.6 מיליון ₪, אשר החברה קיבלה כפיצוי מחברת הביטוח בגין אובדן רווח גולמי בעקבות השריפה אשר התרחשה בחברה בחודש מאי 2013 ושיבשה משמעותית את פעילות הייצור למשך שישה ימים. אנו מעריכים כי לאירוע השריפה אין השפעה מהותית על ביצועי החברה וזאת- לאור הכיסוי הביטוחי הקיים, אשר כולל פיצוי בגין נזקים ישירים למפעל ונזקים עקיפים (בגין אובדן מכירות ורווח גולמי עתידיים). השיפור אשר נרשם במגזר הקרטון במחצית הראשונה של שנת 2013 נבע, להערכתנו, מיישום בפועל של תכנית ההתייעלות והרה-ארגון. בשנים 2011-2012, המו"מ עם העובדים והיישום בפועל של תכנית ההתייעלות והרה-ארגון גרמו לתת ניצול של כושר ייצור, עקב הצורך להכשיר עובדים חדשים. לעומת זאת, בשנת 2013 ניכר כי החברה חסכה בהוצאות השכר.

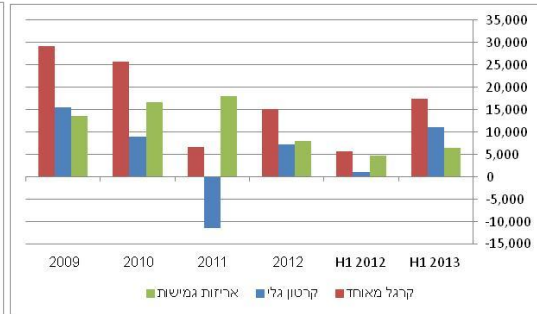
בשנים האחרונות חלה עלייה ברמת הסיכון של חברות בענף האריזות בישראל עקב רמת תחרות גבוהה בשוק המקומי ובשוקים מחוץ לישראל וזאת - לאור השקעות גבוהות וגידול בכושר הייצור. במקביל, סבל הענף מצמצום בביקושים לאור מצב הכלכלה העולמית. בשנת 2012, אחת מהיצרניות הבולטות בישראל בתחום האריזות הגמישות - אקסטרא פלסטיק בע"מ - נכנסה לקשיים, מצב שהשליך על השוק ותמך בהורדת מחירים ובפגיעה במרווח הגולמי.

במחצית הראשונה של שנת 2013 רשם מגזר האריזות הגמישות רווח תפעולי של כ- 6.5 מיליון ₪ (כ- 3.3% מההכנסות) לעומת רווח תפעולי של כ- 4.6 מיליון ₪ (כ- 2.3% מההכנסות) בתקופה המקבילה. השיפור בתוצאות המגזר במחצית הראשונה לשנת 2013, הינו עקב עלייה ברמת המרווחים בשוק הישראלי, בעקבות היחלשות בעוצמת התחרות בשוק הישראלי.

**התפתחות מכירות לפי מגזרי פעילות (אלפי ₪)**



**רווח תפעולי לפי מגזרי פעילות (אלפי ₪)**



בתרחיש הבסיס של מידרוג, אנו מניחים שיפור קל במכירות, תוך שמירה על יציבות ברמות הרווחיות הגולמית והתפעולית וזאת נוכח ביקושים יציבים בארץ והתמתנות התחרות בארץ, חולשה מסוימת באירופה, ושמירה על יציבות במחיר חומר הגלם. להערכתנו, החברה תמשיך במאמצי התייעלות בתחום שרשרת האספקה ושכר העובדים. יש לציין כי שיעורי הרווחיות אשר מציגה החברה אינם בולטים לחיוב יחסית לרמת הדירוג.

**הורדת מינוף וצפי לשיפור יחסי הכיסוי בטווח הקצר-בינוני**

נכון ליום 30.06.2013 לחברה חוב פיננסי ברוטו בהיקף של כ- 335 מיליון ₪ וזאת- בדומה להיקף החוב בשנתיים האחרונות. מרבית החוב הינו חוב לזמן קצר כנגד הון חוזר. רובו של החוב (60%) הינו חוב בנקאי והיתרה הינה אג"ח. בהקשר זה, יש לציין כי במאי 2013 הנפיקה חברת הבת פלסטו-שק אג"ח בהיקף של 82 מיליון ₪, חלף פירעון אשראי לז"ק.

השיפור ברווח התפעולי הוביל את החברה להציג שיפור ביחס הכיסוי של חוב ל- EBITDA אשר עמד, נכון ליום 30.06.2013 על 4.6, (כולל השיפוי הביטוחי), בהשוואה ליחס של 6.8 בתקופה המקבילה אשתקד. יחסי הכיסוי שמציגה החברה הולמים את הדירוג ואינם צפויים להשתנות בשנת 2014. להערכתנו, בטווח אופק הדירוג, החברה צפויה להציג יחס כיסוי חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO בטווח של 4-5 ו 6-7 בהתאמה.

לחברה רמת מינוף וכריות הוניות סבירות, כפי שנגזר מיחס הון למאזן אשר עמד על כ- 29% ליום 30.06.2013 יחס ה EBIT למימון ליום ה 30.06.2013 הינו 1.2 ומהווה שיפור ליחס המקביל אשתקד אשר עמד על 0.4 בלבד והעיב על יכולתה של החברה לשרת את הוצאות המימון לאורך זמן.

**נזילות חלשה במגמת שיפור**

נזילות החברה ביחס לצורכי החוב חלשה ונשענת לרוב על מיחזור חוב ומסגרות אשראי בלתי חתומות. במהלך השנה האחרונה החברה שיפרה את נזילותה נוכח מספר מהלכים, הכוללים הנפקת אג"ח בחברת הבת (פלסטו-שק) ויישום מדיניות של הגדלת מסגרות האשראי הלא מנוצלות מהמערכת הבנקאית. היתרות הנזילות החופשיות בחברה (סולו) מסתכמות לסך של כ- 3 מיליון ₪ ליום 30.6.2013. צרכי פירעון קרן החוב לז"א לשנתיים הקרובות מסתכמים בעיקר ב- 28 מיליון ₪ בגין פירעון קרן אג"ח בשנת 2014. לעומת זאת, תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה (סולו), לחצי שנה שנשתיימה ביום 30.06.13, הינו חיובי, בסך 16 מיליון ₪, לעומת תזרים שלילי בסך 2 מיליון ₪ בתקופה

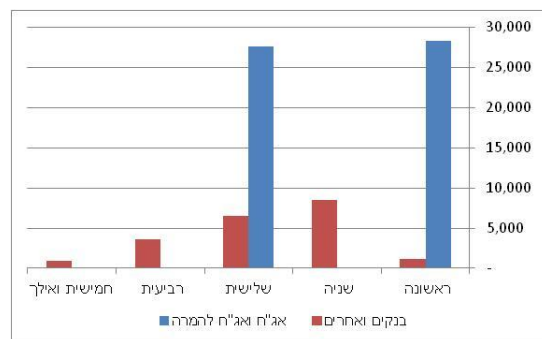


המקבילה אשתקד. יש לציין כי צרכי ההון החוזר מצויים במתאם גבוה עם מחירי התאית, גורם סיכון אינהרנטי, אשר עלול, לאור תנודתיותו, להחליש את הנזילות.

נכון ליום הדו"ח, לחברה (סולו) מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ובלתי חתומות בסך של כ-40 מיליון ₪ כאשר להערכת החברה לאור הסכמות עקרוניות אשר התקבלו מאת הבנקים המממנים יגדלו מסגרות אלו ב-45 מיליון ₪ נוספים כבר בחודשים הקרובים. החברה נדרשת לעמוד באמות מידה פיננסיות מול הבנקים המממנים וקרן המנוף בראשית וכלל תעשיות, הקובעות כי על החברה לעמוד ביחסים מינימאליים, כגון (בין היתר) הון עצמי למאזן, חוב ל EBITDA וחוב לז"ק/הון חוזר. נכון ליום 30.6.2013, החברה עומדת בכל אמות המידה הפיננסיות במרווח מספק. ביום 12.09.13 דיווחה החברה כי היא איננה נדרשת עוד לעמוד ביחס הלימה בין חוב לז"ק והון חוזר ע"ב דו"חות סולו, דבר אשר מגדיל את גמישותה הפיננסית.

בשנים 2010-2011 נרשמה חלוקת דיבידנדים מקרגל, בהיקף מצטבר של כ-28 מיליון ₪. להערכת מידרוג, דיבידנדים אלו שימשו לטובת שירות החוב של בעלת השליטה בחברה - סי. אי. תעשיות קרטון בע"מ על פי חלקה היחסי. מדיניות חלוקת הדיבידנדים של החברה מציינת יעד חלוקה של לפחות 30% מהרווח הנקי השנתי וזאת- בכפוף להגבלות מאת גופים מממנים ורגולטורים וכן מצרכיה התזרימיים של החברה. הדירוג מתבסס, בין השאר, על ההנחה כי החברה תימנע מחלוקת דיבידנדים לבעלי המניות בשנים 2013-2014. יצוין כי בשנים 2012-2013 לא חילקה החברה דיבידנד.

קרגל סולו - לוח סילוקין התחייבויות לזמן ארוך ליום 30/06/2013, באלפי ₪\*



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לזמן קצר ואון-קולים בסך של כ-83 מיליון ₪ ליום 30/06/2013.

## אופק הדירוג

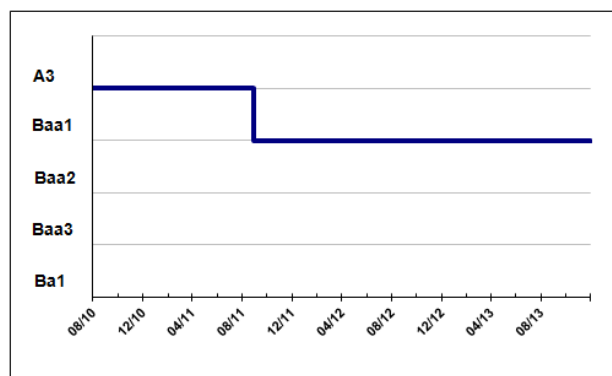
### גורמים העשויים לשפר את אופק הדירוג

- שיפור ברמת הנזילות מול צרכי שירות החוב
- הורדת רמת המינוף

## גורמים אשר עשויים להוביל להורדת הדירוג

- חריגה מתמשכת מיחס כיסוי חוב פיננסי ל-EBITDA LTM מעל ל-6 שנים. כפי שנמדד בדוחות הכספיים המאוחדים של קרגל, על בסיס ארבעת הרבעונים האחרונים
- חלוקת דיבידנד בתקופת המעבר, בשנים 2013-2014, במידה שתשפיע על איתנותה הפיננסית של החברה

## היסטוריית הדירוג



## אודות החברה

קרגל עוסקת בשני תחומים עיקריים: ייצור ושיווק של אריזות ולוחות מקרטון גלי, המשמשים לאריזה ולהובלה של מוצרי תעשייה, מוצרי מזון ותוצרת חקלאית וכן, החל מחודש מאי 2008, ייצור, עיבוד ושיווק אריזות מקרטון עץ וספוגים. תחום פעילות שני כולל ייצור ושיווק של שרוולים ויריעות פוליאיתילן, המשמשים, בין היתר, כחומר גלם לאריזות הגמישות ולשימושים תעשייתיים וכן ייצור ושיווק של שקים, שקיות ואריזות גמישות אחרות, המשווקות בעיקר למגזר התעשייתי וללקוחות אחרים. תחום זה התפתח בחברה בעיקר על רקע פעילות רכישות ומיזוגים עם חברות ותיקות בתחום זה: פלסטו-שק בע"מ (81.16% מהון המניות) ביולי 2007, תמורת כ-120 מיליון ש"ח, א. גליס ובניו בע"מ ביולי 2006 תמורת כ-111 מיליון ש"ח ו-ינה (א.ל.) תעשיות בע"מ בחודש יוני 2005, תמורת כ-26 מיליון ש"ח. גם בתחום הקרטון הגלי נעשתה פעילות רכישות: מיכלי טריפלֶקס (2003) בע"מ נרכשה בפברואר 2008 תמורת כ-25 מיליון ש"ח. הקבוצה מעסיקה כ-700 עובדים, מרביתם עובדי ייצור במפעלי החברה בתחום הקרטון הגלי, הממוקמים בלוד (קרגל) וחבל יבנה (טריפלֶקס) וכן במפעלי תחום האריזות הגמישות במשמר השרון (ינה וגליס), יבנה (פלסטו שק) ושדרות (מור). החברה הינה חברה פרטית ותאגיד מדווח, לאחר מחיקת מנייתיה ממסחר בעקבות הצעת רכש בשנת 2005. בעלת השליטה בחברה הינה סי. אי. תעשיות קרטון בע"מ (50.5% מהון המניות) - שעל בעלי מנייתה נמנים יו"ר הדירקטוריון מר ניר דור ומנכ"ל החברה מר גבריאל נגר. יתר מניות החברה מוחזקות ע"י כלל תעשיות והשקעות בע"מ (26.3%), סה. סקיי שירותי ניהול בע"מ (11.9%) וקרן בראשית (7.8% מהון המניות).



## דוחות קשורים

---

[דו"ח מעקב אוקטובר 2012 - קרגל בע"מ](#)  
[דו"ח דירוג ראשוני מאי 2013 - פלסטו-שק בע"מ](#)

תאריך הדו"ח: 12.11.2013

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)



## 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 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)

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<b>Aaa</b>	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	<b>Aa</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<b>A</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<b>Baa</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<b>Ba</b>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<b>B</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	<b>Caa</b>	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	<b>Ca</b>	
התחייבויות המדרגות 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") 2013.

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 במישורן 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.