



# מנורה מבטחים החזקות בע"מ

פעולת דירוג | נובמבר 2008

1

## מחבר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 30/11/2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

## מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Aa2	דירוג סדרה (Issue)
-------------------	-----	--------------------

מידרוג מעניקה דירוג Aa2 תוך הצבת אופק שלילי לאג"ח שתנפיק מנורה מבטחים החזקות בע"מ ("מנורה החזקות" או "החברה"), בסך של עד 200 מיליון ש"ח ע.ג., במסגרת הרחבת סדרה א' שהונפקה על ידי החברה בשנת 2007 ונרשמה למסחר בחודש מרץ 2008, או במסגרת סדרה חדשה, פרטית או ציבורית. אגרות החוב (סדרה א') צמודות מדד ונושאות ריבית נקובה של 4.28% עומדות לפרעון בתשעה תשלומים שנתיים שווים בכל אחת מהשנים 2011-2019. תמורת הגיוס מיועדת להשקעה בתחומי פעילות קיימים, לרבות השקעה במנורה מבטחים ביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח"), חברה בת בבעלות מלאה.

אופק הדירוג השלילי חל על כל האג"ח סדרה א'.

בארבעת הרבעונים האחרונים חלה הרעה בתוצאותיה הכספיות של מנורה ביטוח - אחזקת הליבה וזרוע הפעילות העיקרית של מנורה החזקות, כתוצאה מהמגמות השליליות בשוק ההון אשר הובילו לירידה חדה בהכנסותיה מדמי ניהול בתיק המשתתף ברווחים ובהכנסות ההשקעה מתיק הנוסטרו. השפעות אלו אפיינו את כל ענף הביטוח בישראל. החרפת המגמות השליליות בשוק ההון ברבעון השלישי של השנה, ועד כה גם במחצית הראשונה של הרבעון הרביעי - מצביעה על העמקת ההפסדים. הירידה ברווחים מובילה להיחלשות עודפי ההון של חברות הביטוח, ומנורה בניהם.

הצבת אופק הדירוג השלילי מבטאת את העלייה בצפי צורכי הזרמת ההון ממנורה החזקות למנורה ביטוח ברבעונים הקרובים, תוך היחלשות יכולת קבלת הדיבידנדים ממנורה ביטוח, לפחות בטווח הזמן הקרוב. במידרוג ייבחנו את אופק הדירוג בין השאר נוכח התפתחות ההשקעות של החברה למימון השלמת דרישות ההון של מנורה ביטוח, ככל שתהיינה. להערכת מידרוג, הזרמת הון ראשוני למנורה ביטוח בסכום מצטבר של מעל 200 מיליון ש"ח בגין הרבעון השלישי והרבעון הרביעי של שנת 2008 - תוביל לצמצום מהותי במקורות התזרים הפנייים של מנורה החזקות, בהנחה כי לא יתקבלו דיבידנדים ממנורה ביטוח, ולהורדת הדירוג.

בשיקולי הדירוג החיוביים מציינים במידרוג את מידת האיתנות הפיננסית הגבוהה של החברה, בהתחשב גם בהרחבת הסדרה, נוכח שווי הנכס העיקרי ואיכותו הגבוהה; את נזילותה הגבוהה של החברה נוכח היתרות הנזילות בחברה, לרבות יתרת ההלוואה שהעמידה למנורה ביטוח ואת גמישותה הפיננסית של החברה נוכח מרכיב האחזקה הגבוה במנורה ביטוח ואת עומס הפרעונות הנמוך בשנים הקרובות; בסיכונים העיקריים יש לציין את מבנה ההתחייבויות בקבוצת מנורה, המציב את ההתחייבות של מנורה החזקות בדרגת נחיתות לכתבי ההתחייבות הנדחים של מנורה ביטוח; את התבססות חברת האחזקות על נכס עיקרי אחד ואת הדרישות העתידיות להרחבת הלימות ההון בענף הביטוח בישראל אשר יוצרות אי וודאות באשר להיקף הדיבידנדים בטווח הבינוני.

## התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

### עיקר הגיוס הקודם שימש את החברה להשקעה במנורה ביטוח - האחזקה העיקרית

בחודש יולי 2007 גייסה החברה אג"ח בסך 550 מיליון ש"ח באמצעות הנפקה פרטית לגופים מוסדיים. בחודש מרס 2008 נרשמו האג"ח למסחר בבורסה. החלק הארי מתמורת האג"ח, סך של כ-400 מיליון ש"ח, הועמד כהלוואת בעלים למנורה ביטוח. הלוואה זו צמודה ונושאת ריבית (צוברת) בשיעור זהה לריבית האג"ח שהנפיקה מנורה החזקות. הלוואה לא נקבע מועד פרעון ומנורה ביטוח רשאית להעמידה לפרעון מלא או חלקי בכל עת ועל פי שיקול דעתה. סכום הלוואת הבעלים מושקע על ידי מנורה ביטוח בתיק הנוסטרו ביחד עם יתר האמצעים הנזילים של מנורה ביטוח, ובכפוף לאותם שיקולי מדיניות. יתר תמורת האג"ח שימשה בעיקר להשקעות בתחום הנדל"ן. במהלך המחצית הראשונה של שנת 2008 פרעה מנורה ביטוח כ-60 מיליון ש"ח מיתרת הלוואת הבעלים על חשבון הקרן והריבית שנצברה, ויתרתה ליום 30/6/2008 הינה כ-375 מיליון ש"ח. תמורת פרעון הלוואה לביטוח שימשה את החברה בעיקר להשקעות בתחום הנדל"ן (ראה להלן). הלוואה זו עשויה לשמש את החברה בתקופה הקרובה כמקור להזרמת הון למנורה ביטוח, כמפורט לעיל.

### מנורה החזקות מעוניינת לחזק את יתרונות המזומנים שלה, בין השאר לצורך תמיכה במנורה ביטוח אם וככל שתידרש

למנורה ביטוח עודף הון גבוה יחסית להון הנדרש ליום 30/6/2008, בסך של כ-450 מיליון ש"ח. ואולם, בבחינת עודף זה יש להתחשב בשני פרמטרים, ראשית - מנורה ביטוח נדרשת על ידי המפקח על הביטוח לשמור על עודף הון גבוה ב-20% לפחות מההון הנדרש על פי התקנות. דרישה זו תפוג עם כניסתן לתוקף של תקנות ההון החדשות. לצורך הזרמת עודף ההון הנדרש ממנה, הנפיקה מנורה ביטוח לחברה האם שטר הון צמית הניתן להמרה למניות תמורת הזרמה של 136 מיליון ש"ח ברבעון הרביעי של שנת 2007<sup>2</sup> וכן גייסה כתבי התחייבות נדחים בסך 200 מיליון ש"ח בחודש מאי 2008. בהתחשב בדרישה העודפת כאמור לעיל, עודף ההון של מנורה ביטוח נמוך יחסית ועומד על כ-81 מיליון ש"ח בלבד, או כ-3.7% מדרישת ההון. שנית - במידרוג מעריכים כי חחרפת המגמות השליליות בשוק ההון ברבעון השלישי של שנת 2008 צפויה לפגוע ברווחים של כל חברות הביטוח, ומנורה בכללן, ולשחוק את עודפי ההון. לאור כל זאת, במידרוג מעריכים כי הגיוס הנוכחי של מנורה החזקות נועד לשמש ככרית ביטחון לצורכי ההון של מנורה ביטוח, ככל שזו תידרש להשלמת הון נוספת, או לחילופין, לשמש ככרית מזומנים לחברה עצמה, ובפרט לרבעונים הקרובים בהם היא עלולה להתקשות בקבלת דיבידנדים מהחברה הבת.

### הרחבת פעילות הגמל באמצעות מנורה פיננסים המהווה אחזקה קטנה, אף כי יציבה ותזרימית

נכון ליום 30/6/2008 ניהלה מנורה פיננסים נכסים בהיקף של כ-14.0 מיליארד ש"ח, הכוללים כ-7.8 מיליארד נכסי גמל, כ-5.1 מיליארד ש"ח קרנות נאמנות (רק מיעוטן כספיות) והיתר ניהול תיקים. בחודש מרץ 2008 רכשה מנורה מבטחים פיננסים בע"מ ("מנורה פיננסים"), חברה בת בבעלות מלאה של החברה, את פעילות קופות הגמל "יתר" מבנק

<sup>1</sup> הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח הדירוג הראשוני שנעשה באוגוסט 2007.

<sup>2</sup> שטר ההון הומר למניות בחודש אוקטובר 2008.

הפועלים תמורת סך של כ-33 מיליון ש"ח. "יתר" מנהלת נכסים בהיקף של כ-4.2 מיליארד ש"ח. בחודש יוני 2008 הודיעה מנורה פיננסים על רכישת 60% ממניות חברת הניהול של קרן ההשתלמות למהנדסים, המנהלת נכסי גמל בהיקף של כ-2.0 מיליארד ש"ח, בתמורה לסך של כ-23 מיליון ש"ח. למנורה פיננסים חוב פיננסי של כ-278 מיליון ש"ח ליום 30/6/2008, הנובע מהלוואות מבנקים לז"ק, הלוואה לז"א והלוואות בעלים צמודה ונושאת ריבית (עומדת לפרעון בכל עת) בסך של כ-82 מיליון ש"ח. הלוואות אלו מימנו את רכישות הנכסים והרחבת המערך התפעולי בעיקר בשנים 2006-2008. במהלך המחצית השנייה של 2007 פרעה מנורה פיננסים לחברה האם סך של כ-96 מיליון ש"ח על חשבון קרן וריבית הלוואות הבעלים, פרעון שמומן מתזרימים שוטפים ומהלוואה בנקאית בסך כ-50 מיליון ש"ח. במחצית הראשונה של שנת 2008 ייצרה מנורה פיננסים תזרים תפעולי שוטף (FFO) של כ-14 מיליון ש"ח, הכולל גם מרכיב הכנסות מעמלות חיתום. להערכת מידרוג, תזרים זה רגיש לפגיעה בהכנסות מחיתום, בהיקף נכסי הגמל והקרנות ובשיעור דמי הניהול.

**החברה הגדילה באופן משמעותי את פעילות הנדל"ן בשנה החולפת, תוך הרחבת מסגרת ההשקעה כוללת עד לסך של 60 מיליון דולר**

יתרת ההשקעה של מנורה החזקות בפעילות נדל"ן ליום 30/6/2008, באמצעות מנורה מבטחים נדל"ן בע"מ ("מנורה נדל"ן" - חברה בת בבעלות מלאה), מסתכמת בכ-148 מיליון ש"ח השקעות הון והלוואות בעלים. במהלך 2008 הגדילה מנורה החזקות את מסגרת ההשקעות במנורה נדל"ן מסך של עד 40 מיליון דולר לסך של עד 60 מיליון דולר (כ-228 מיליון ש"ח). בהמשך להגדלת מסגרת קודמת באוגוסט 2007. עיקר יתרת ההשקעות כיום הן בסנט פטרסבורג ברוסיה. ההשקעות מתבצעות עם שותפים, באמצעות חברות מטרה, כאשר חלקה של מנורה נדל"ן לא עולה על 50%. ההשקעות הן בעיקר באוריינטציה של ייזום נדל"ן מניב ולמגורים. להערכת מידרוג, בעקבות אי הוודאות בשווקים הפיננסיים, התחלת הביצוע של הפרויקטים המתוכננים אינה צפויה בעתיד הקרוב. להערכת מידרוג, מסגרת ההשקעה שהחלט עליה עדיין אינה מהותית יחסית לסך הנכסים בחברה, אם כי להערכת מידרוג, היא מאופיינת ברמת סיכון עסקי גבוהה ביחס לפעילות הליבה ואינה סינרגטית לה.

להלן פירוט ההשקעות העיקריות בתחום הנדל"ן ליום 30/6/2008: "עסקת הנהר", סנט פטרסבורג (שיעור אחזקה משורשר של 19%) - בחודש יוני 2008 השלימה החברה עסקה לרכישת קרקע בהיקף 43 דונם במרכז סנט פטרסבורג המיועדת לפיתוח מבני משרדים בשטח בנוי כולל של כ-110 אלף מ"ר. עלות העסקה הינה כ-260 מיליון ש"ח וחלק החברה בעסקה הינו כ-62 מיליון ש"ח. השותפה הינה קבוצת GTC. מימון הבנייה צפוי להתבצע באמצעות הלוואות בנייה; "עסקת השוקולד", סנט פטרסבורג (32%) - השקעה במניות חברה תעשייתית המחזיקה מקרקעין בשטח 35 אלף מ"ר בסנט פטרסבורג לשימוש תעשייה, מחסנים ומשרדים, ומיועד לפיתוח נדל"ן מניב. עסקה זו הושלמה בחודש אוקטובר 2007. יתרת השקעת החברה בנכס זה ליום 30/6/2008 מסתכמת בכ-44 מיליון ש"ח; עסקת הודו - השקעה בחברה העוסקת בפיתוח קרקעות להקמת בתי מלון בהודו. כיום בבעלות החברה בהודו חמש קרקעות המיועדות לפיתוח. יתרת השקעה החברה בחברה בהודו ליום 30/6/2008 הינה כ-30 מיליון ש"ח.

## איתנות פיננסית ויחסי כיסוי

### יחס כיסוי הנכסים לחוב נותר גבוה גם לאחר גיוס נוסף

סך הנכסים של החברה ליום 30/6/2008 הסתכם לכ-2,289 מיליוני ש"ח, גידול קל לעומת סוף 2007. עיקר השינוי נרשם בשנת 2007, במהלכה גייסה החברה כ-550 מיליון ש"ח אג"ח (סדרה א') ששימשו מאז בעיקר להשקעה במנורה ביטוח באמצעות הלוואת בעלים ושטר הון, וכן להשקעות בתחום הנדל"ן בעיקר במחצית הראשונה של 2008. הירידה בחשבון ההשקעה במנורה ביטוח ליום 30/6/2008 לעומת 31/12/2007 נבעה מפרעון חלק מהלוואת הבעלים כאמור לעיל. העלייה ביתרת נדל"ן להשקעה נבעה ברובה משערור נכס נדל"ן בבעלות החברה בשנת 2007. יתרת הזכאים כוללת ריבית לשלם בסך של כ-23 מיליון ש"ח (אשר שולמה ביולי) שנכללה בחישוב החוב הפיננסי.

יתרת החוב הפיננסי של החברה ליום 30/6/2008 עומדת על כ-620 מיליון ש"ח הכוללים בעיקר את יתרת האג"ח לרבות הצמדה וריבית לשלם. יחס כיסוי הנכסים לחוב על בסיס מאזני לאותו מועד עומד על כ-3.5 לפני הרחבת הסדרה, ועל כ-3.0 בהנחת הרחבת הסדרה (והכללת תמורת ההנפקה ביתרת הנכסים). אלו יחסים גבוהים התומכים ברמת הדירוג.

בחודש אוגוסט 2008 הומרו מניות מנורה ביטוח שהוחזקו על ידי מנכ"ל מנורה ביטוח למניות מנורה החזקות. זכויות המיעוט בסך 43 מיליון ש"ח בוטלו והפכו להון עצמי במנורה החזקות.

### מנורה החזקות: תמצית מאזן סולו במיליוני ש"ח

31/12/2006	31/12/2007	30/06/2008	
IGAAP	IGAAP	IGAAP	
1,162	1,918	1,883	השקעה במנורה ביטוח
223	195	257	השקעה בחברות אחרות
27	64	64	נדל"ן להשקעה
16	15	42	השקעה בני"ע
7	11	12	חייבים ויתרות חובה
41	43	30	מזומנים ושוי מזומנים
1,475	2,245	2,289	סך נכסים
1,453	1,644	1,660	הון עצמי
-	562	578	אגרות חוב
14	11	11	הלוואות לז"א מבנקים
1	11	9	מסים נדחים
3	4	4	אשראי ז"ק מבנקים
3	14	27	זכאים ויתרות זכות
1,475	2,245	2,289	סך התחייבויות והון עצמי
21	590	620	סך חוב פיננסי
1%	26%	27%	חוב פיננסי / קאפ
99%	73%	73%	הון עצמי / סך נכסים

הערה: החברה עברה לדייווח בהתאם לתקני החשבונאות הבינלאומיים החל ב-1.1.2008. לפי תקנים אלו היא אינה עורכת עוד דוחות כספיים סולו אחת לרבעון, אלא על בסיס שנתי בלבד. המאזן המוצג לעיל הוכן על ידי החברה לדרישת מידרוג, ואינו מבוקר או מסוקר. החברות הבנות מוצגות על בסיס שווי מאזני.

### יכולת שירות החוב בתקופה הקרובה נסמכת על הכנסות מימון מהחברות הבנות שקיבלו הלוואות

להערכת מידרוג, לחברה יכולת סבירה לשרת את החוב על בסיס הכנסות המימון מההלוואות לחברות הבנות, או פרעון הלוואות בעלים על ידי החברות הבנות, וכל זאת בהנחה הסבירה כי לא יתקבלו דיבידנדים ממנורה ביטוח ברבעונים

הקרובים. יש לציין כי הערכה זו מניחה שהחברה לא תרתק מעל ל-200 מיליון ש"ח ממקורותיה הפנויים (תמורת הגיוס הנוכחי וכן יתרת ההלוואות לחברות הבנות) לצורך השלמת הון למנורה ביטוח כאמור לעיל.

## שיקולים עיקריים לדירוג

מנורה החזקות נהנית לאורך זמן מתזרימי מזומנים גבוהים ועקביים הנובעים ממנורה ביטוח, המדורגת Aa2 על ידי מידרוג. בשני הרבעונים האחרונים חלה היחלשות ניכרת ברווחיה של מנורה ביטוח, כתוצאה מהמגמות השליליות בשוק ההון, וכחלק מהמחזוריות העסקית האופיינית לענף הביטוח בישראל, אם כי בעוצמה חריפה מבעבר. היחלשות זו, כמו גם המשך המגמות השליליות לתוך הרבעון השלישי והרביעי של השנה, מצמצמות את יכולת חלוקת הדיבידנדים של מנורה ביטוח. לצד זאת, במידרוג מעריכים כי לחברה מקורות שוטפים למימון חובה, לצד גמישות פיננסית גבוהה המתבטאת בנגישות טובה לשוק ההון ועומס פרעונות נמוך בשנים הקרובות; מנורה ביטוח בעלת מיצוב עסקי גבוה המבוסס על ניהול איכותי ועל רווחיות גבוהה ובולטת לטובה לאורך שנים; לקבוצת מנורה מבטחים מעמד ואחיזה מצוינים בשוק ניהול הנכסים לטווח ארוך, באמצעות הפעילות בביטוח החיים ובפנסיה; למנורה החזקות מינוף נמוך ויחסי כיסוי גבוהים גם לאחר הגיוס המתוכנן; התחייבויותיה הפיננסיות של החברה נדחות בפני התחייבויותיה של מנורה ביטוח.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את אופק הדירוג

- שיפור בתוצאותיה הכספיות של מנורה ביטוח תוך שמירה על עודפי הון נאותים
- שיפור ביחסי הכיסוי התזרימיים של מנורה החזקות תוך הגדלה משמעותית ופרמננטית ברמת הנזילות

### גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג

- פגיעה ברמת הנזילות של החברה
- הרעה מתמשכת בתוצאותיה הכספיות של מנורה ביטוח תוך פגיעה בעודפי הון שלה, באופן שיש בו לסכן את יכולת חלוקת הדיבידנדים שלה בזמן הארוך ואת שוויה הנכסי
- שינויים רגולטוריים שיש בהם להעיב במידה ניכרת על יכולת קבלת הדיבידנדים ממנורה ביטוח
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה

## אודות החברה

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמנייתה נסחרת בבורסה של תל אביב. עיקר פעילותה היא החזקה במניות מנורה ביטוח, בשיעור של 100% בזכויות ההון והצבעה. מנורה החזקות מוחזקות בשיעור כולל של 61.86% בהון ו-61.86% בהצבעה על ידי פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט, שתי חברות זרות המוחזקות באמנות עבור מר מנחם גורביץ כנהנה יחיד. מר גורביץ מכהן כמנכ"ל ויו"ר מועצת המנהלים של החברה. מנכ"ל מנורה ביטוח בחמש השנים האחרונות הוא מר ארי קלמן המשמש כיום גם כמנכ"ל מנורה החזקות..

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת	EBITDA	EBIT + פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושוי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

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



דו"ח מספר: CFMH011108200M

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") 2008.

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 בעינייה 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (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.