



# רפק תקשורת ותשתיות בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוגוסט 2009

**מחברת:**

עינת ירחי, אנליסטית בכירה  
[einat.yarhi@midroog.co.il](mailto:einat.yarhi@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## רפק תקשורת ותשתיות בע"מ

אופק דירוג: שלילי	A2	דירוג סדרה
-------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 לאג"ח (סדרה 3) שהנפיקה רפק תקשורת ותשתיות בע"מ (להלן: "רפק" או "החברה"). תוך הצבת אופק דירוג שלילי. הצבת אופק דירוג שלילי נובעת מתוצאות כספיות חלשות של החברות הבנות לג'נרל מהנדסים בע"מ ("ג'נרל") ו- טק דטה ישראל בע"מ ("טק דטה") ובנוסף, מהערכת מידרוג, כי הירידה החדה בשווי השוק של אראר סאט גלובל קומיוניקיישנס נטוורק בע"מ ("אראר סאט") בשנה החולפת פגעה במידה מסוימת בגמישות הפיננסית של החברה. בתוך כך, ניכרת עלייה ברמת הסיכון העסקי של אראר סאט נוכח המיתון הכלכלי והשפעתו על תעשיית הטלוויזיה בעולם. במודיס מציינים ירידה בהיקפי ההשקעות בתחום תעשיית שידורי הטלוויזיה וירידה בהכנסות מפרסום ומערכים כי התאוששות המרווחים בתעשיית שידורי הטלוויזיה בארה"ב אינה צפויה לפני שלהי 2010.

הורדת דירוג עלולה לנבוע מהמשך הרעה בפרמטרים הפיננסיים של החברות המוחזקות הפרטיות ו/או מהרעה בתוצאות הכספיות של אראר סאט. לצד זאת, לחברה רמת נזילות גבוהה הנובעת מיתרות המזומנים מגיוס האג"ח וההון העצמי בעבר. אי שמירה על יתרות מזומנים בהיקף מהותי לאורך הזמן עלולה אף היא להוביל להורדת הדירוג.

**הדירוג נתמך** באיתנותה הפיננסית של החברה, המתבטאת ביחס החוב נטו לתיק האחזקות, אשר תואם את רמת הדירוג וביתרות נזילות בהיקף מהותי ובגידול בתזרימי דיבידנדים הנובעים לחברה מאראר סאט, בנוסף לתזרימים מהסכמי ייצוג המתחדשים מדי שנה. כמו כן, נתמך הדירוג בסיכון האשראי הנמוך של הנכס המרכזי בתיק ההשקעות, אראר סאט, בעלת בסיס לקוחות מפוזר, הקשור עימה בהסכמים ארוכי טווח. איתנותה הפיננסית של אראר סאט נתמכת ביתרות נזילות בהיקף מהותי וכן בגידול מתמשך בתזרימים מפעילות (FFO) בשנים האחרונות. **גורמי הסיכון העיקריים בפעילות החברה:** ריכוזיות תיק ההשקעות המתבטאת באחזקה מרכזית אחת אשר שוויה חשוף לתנודתיות שוק ההון ושע"ח של הדולר; הסתמכות על דיבידנדים הנובעים מאראר סאט כמקור עיקרי לתזרים לחברה; אי וודאות לגבי השקעות נוספות שיבצעו החברה ואראר סאט ועיתוי התממשות;

גורמי הסיכון העיקריים בפעילות אראר סאט כוללים: קשרים הדוקים עם ענף מפעילי הלוויינים המאופיין בסיכון עסקי גבוה מהמוצע, המתבטא בדירוגים נמוכים מאוד (B); התחייבויות ארוכות טווח כלפי מפעילי לוויינים;

### סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:

שנות פירעון	יתרה בספרים ליום 30/6/09 (מיליוני ש"ח)	בסיס הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד ההנפקה	מס' ני"ע
2010-2014	98	מדד	5.2%	11/2007	7690084

### התפתחויות עיקריות<sup>1</sup>

**תיק האחזקות ורמת המינוף ללא שינוי מהותי. ריכוזיות הנכסים ממשיכה להיות גבוהה ולהוות גורם סיכון** האחזקה בכ-37.9% מהון המניות של אראר סאט מוסיפה להוות את הנכס המרכזי בתיק האחזקות. שיעור האחזקה המצרפי של החברה ביחד עם דוד ריבל, מייסד ומנכ"ל אראר סאט, הינו 49.6% כך שההסכם בין הצדדים בנוגע לאמצעי שליטה באראר סאט, נמשך. תוקף ההסכם יפוג בנובמבר 2011 או בהתקיים תנאים שונים כגון: אם שיעור האחזקה

<sup>1</sup> התפתחויות עיקריות מאז פרסום דוח מעקב באוקטובר 2008. הדוח ניתן לצפייה באתר מידרוג [www.midrog.co.il](http://www.midrog.co.il)



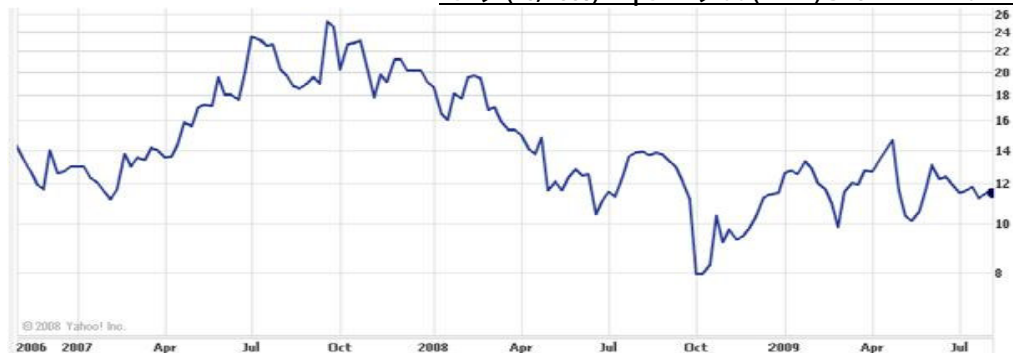
## מידרוג

המצרפי של רפק ביחד עם דוד ריבל ירד מתחת ל-47% או אם יחלפו שנתיים מתום כהונתו של דוד ריבל כמנכ"ל אראר סאט. רפק ממשיכה להחזיק בבעלות מלאה על שני נכסי נדלן מניבים, וכן בחברות ג'נרל וטק דטה. בתום הרבעון השני של שנת 2009 הושלמה רכישת פעילות סולגוד תקשורת בע"מ ("סולגוד") העוסקת בעיקר בהפצת מרכזיות ומוצרי טלפוניה לעסקים קטנים וגדולים ולמגזר הפרטי וכן בתיקון והפצת מכשירי סלולאר ומוצרים נלווים. כמו כן לאחרונה נחתם הסכם עקרונות לרכישת כ-25% מהון המניות של אל-מור חשמל התקנות ושירותים (1986) בע"מ ("אל מור") תמורת כ-12 מיליון ₪. אל מור הינה חברה פרטית, שעיסוקה העיקרי הינו ביצוע פרויקטים ומתן שירותי אחזקה בתחום החשמל לרבות ייצור לוחות חשמל והכנסותיה בשנת 2008 הסתכמו בכ-190 מיליון ₪.

ג'נרל רשמה בשנה החולפת ירידה בשיעורי הרווחיות וירידה בסך התזרים עקב מגמות בסביבתה העסקית. פעילות טק דטה אשר נרכשה במהלך שנת 2007 טרם עברה לרווחיות. הנהלת החברה מסרה למידרוג כי היא שוקדת על שיפור הרווחיות והאיתנות בשתי החברות כמו גם בנרכשת החדשה, סולגוד.

בבחינת רמת המינוף על בסיס סולו מורחב מידרוג מתבססת בעיקר על יחס החוב הפיננסי נטו לשווי תיק האחזקות. שווי תיק האחזקות המותאם נובע משווי השוק הנוכחי של אראר סאט ומשווי הספרים של יתר האחזקות, ונאמד על ידינו בכ-362 מיליון ₪. יחס החוב הפיננסי נטו ליום 31/3/09 לשווי תיק האחזקות המותאם עומד על כ-13%. יחס זה מושפע לטובה מתיק נזיל בהיקף מהותי, בסך כ-52 מיליון ש"ח ליום 31/3/09. יחס המינוף עשוי לעלות עד כדי 24% אם תשקיע החברה את כל היתרות הנזילות בהגדלת תיק האחזקות, כשיתר התנאים זהים. ריכוזיות הנכסים בתיק ממשיכה להיות גבוהה ומהווה גורם סיכון: אראר סאט מוסיפה להוות את עיקר השווי המותאם של תיק האחזקות: כ-81% (כ-294 מיליון ₪). ריכוזיות זו יוצרת חשיפה גבוהה של שווי התיק המותאם ושל יחס המינוף לתנודות חדות בשווי השוק של אראר סאט ולשינויים בשער החליפין של הדולר.

**מחיר מניית אראר סאט (בדולר) ממועד הנפקתה (10/2006) ועד כה**





**רפק (סולו מורחב) יחסי איתנות מאזניים, באלפי ש"ח**

12.05	12.06	12.07	12.08	3.09	
17,045	13,247	64,366	52,446	52,105	מזומנים ושווי מזומנים
0	7	97,141	100,025	100,391	חוב פיננסי
3,515	(4,712)	32,775	47,579	48,286	חוב פיננסי נטו (עודף מזומנים)
72,986	144,233	153,708	148,621	160,691	הון עצמי
97,514	156,195	263,541	266,141	281,805	סך נכסים במאזן
.7	.7	39%	40%	38%	חוב פיננסי / קאפ
75%	92%	58%	56%	57%	הון עצמי / סך נכסים במאזן

מקור הנתונים: החברה

**תקבולים מחברות הבת כיסו את הוצאות המטה וכן תשלומי דיבידנדים לבעלי המניות ודמי ניהול לאינטראקט**

יחס הכיסוי השוטף (הכנסות מדיבידנדים ודמי ניהול מהחברות המוחזקות ביחס להוצאות מטה והוצאות מימון) עמד בשנת 2008 וברבעון הראשון של שנת 2009 על 1.5-1.0. אראר סאט אחראית לעיקר ההכנסות רפק. להערכת מידרוג, תמשיך אראר סאט לחלק דיבידנד בשיעור של כמחצית מהרווח הנקי. נציין כי אראר סאט אימצה בראשית 2008 מדיניות דיבידנד המאפשרת חלוקת עד מחצית מהעודפים הניתנים לחלוקה.

להערכת מידרוג, תקבולי הדיבידנד של החברה מאראר סאט לתקופה 1/2008-6/2009 הינם בסך 21.5 מיליון \$ בנוסף לדמי ניהול בסך 1.5 מיליון \$. חלקה של ג'נרל מהנדסים בהכנסות החברה בתקופה 1/2008-6/2009 היה כ-3.5 מיליון \$ ולהערכת מידרוג הוא צפוי לקטון בעתיד הקרוב. נמשך ההסכם עם החברה האם, אינטראקט, לתשלום דמי ניהול שנתיים בסך של כ-2.8 מיליון \$. לרפק אין מדיניות לחלוקת דיבידנד. בשנת 2007 חילקה רפק דיבידנד בסך כ-39 מיליון \$. בשנת 2008 כ-9.0 מיליון \$, ובמהלך מחצית הראשונה של שנת 2009 כ-6.6 מיליון \$. יתרת העודפים לחלוקה ליום 31/3/09, עומדת על כ-67.4 מיליון \$.

**רמת נזילות סבירה נוכח צרכי שירות החוב בטווח אופק הדירוג**

היתרות הנזילות של החברה, ביחד עם חברת המטה דלתה, ליום 31/3/09 הינן בסך כ-52 מיליון \$. מרביתן מושקעות בתיק נ"ע, הכולל בעיקר אג"ח ממשלתיות וקונצרניות בעלות דירוג גבוה מ-A3 וזאת בהתאם להחלטות השקעה של ועדת ההשקעות של הדירקטוריון. להערכת מידרוג, רמת הנזילות של החברה הינה סבירה נוכח עומס פירעונות בסך כ-23-28 מיליון \$ (קרן וריבית) בשנות פירעון הקרן (ינואר 2010 ואילך). בהתחשב בתלות הגבוהה בדיבידנדים מאראר סאט מידרוג מצפה כי החברה תוסיף לשמור על יתרות נזילות בהיקף משמעותי.

**גמישות פיננסית נמוכה הנובעת משעבודים של נכסי חברות הבת להבטחת חובות בנקאיים וממבנה השליטה באראר**

**סאט**

סך התחייבויות הקבוצה כלפי בנקים ליום 31/3/2009 הינן כ-90 מיליון \$. התחייבויות אלה מובטחות בשעבודים שוטפים על נכסי מרבית החברות המאוחדות. גם נכסי חברת המטה דלתה, אשר באמצעותה מחזיקה החברה באראר סאט, משועבדים בשעבוד שוטף כלפי בנקים יחד עם זאת החוב הפיננסי של דלתה כלפי בנקים ליום 31/3/2009 הינו בהיקף נמוך (כ-5 מיליון \$ ליום 31/3/09). לא קיימים שעבודים שוטפים על נכסי אראר סאט. מסגרות האשראי הבנקאיות המאושרות לחברה וחברות המטה הינן בסך כולל של כ-15.0 מיליון \$. להערכת מידרוג, הגמישות הפיננסית של החברה ביחס למימוש אחזקתה באראר סאט נמוכה גם משום שהדבר עשוי להוביל לירידה בהשפעה המהותית הנובעת מההסכם עם דוד ריבל. לחברה נכס נדל"ן לא משועבדים אשר שווים בספרים ליום 31/3/09 הינו כ-

15 מיליון ₪. הערכת שמאי לנכסים אלה מחודש פברואר 2009 מצביעה על שווי של כ-27 מיליון ₪.

#### **נמשכת חשיפה לשינויים במדד ובשער החליפין ₪/דולר**

החברה חשופה לשינויים במדד כתוצאה מבסיס ההצמדה של אגרות חוב (סדרה 3). החברה לא ביצעה עסקאות גידור ואין בכונתה לעשות זאת. לחברה חשיפה מטבעית בין החוב הפיננסי בש"ח לבין ההשקעה העיקרית שהינה דולרית. תנודות בשע"ח של הדולר עשויות להשפיע הן על יחס המינוף הנמדד בש"ח והן על היקף התזרימים הנובעים לחברה מאראר סאט.

#### **התפתחויות עיקריות בפעילות אראר סאט**

##### **עלייה בתזרים מפעולות תוך יציבות בהכנסות ברבעונים האחרונים**

בשלושת הרבעונים האחרונים ניכרת התייצבות בהכנסות סביב כ-22.0 מיליון דולר לרבעון. במחצית הראשונה של 2009 גדלו ההכנסות בשיעור של כ-21% ביחס לתקופה המקבילה בהמשך לגידול בשיעור 33% בשנת 2008. שיעור ה-EBITDA הממוצע בארבע הרבעונים האחרונים הינו כ-25.5% לעומת כ-24.0% בשנת 2008, 25.3% בשנת 2007, ו-27.0% בשנת 2006. התזרים מפעולות (FFO) גדל לכ-18.0 מיליון דולר בארבע הרבעונים האחרונים. לעומת כ-16.7 בשנת 2008, כ-14.8 מיליון דולר בשנת 2007 וכ-10.1 מיליון דולר בשנת 2006.

##### **הצלחת אראר סאט ממשיכה להיות מותנית ביכולתה לאזן בין התחייבויותיה לספקים לבין התחייבויות לקוחות כלפיה**

סך התחייבויות אראר סאט כלפי מפעילי לוויינים ליום 31/12/08 הינו כ-148 מיליון דולר. סך צבר ההזמנות מלקוחות לאותו מועד היה כ-186 מיליון דולר וליום 30/6/09 הינו כ-170 מיליון דולר. לפי נתונים שפרסמה אראר סאט, ליום 31/12/08 שיעור הכיסוי של סך ההתחייבויות למפעילי לוויינים לשנים 2010-2011 באמצעות סך הצבר מלקוחות לאותה תקופה הינו כ-150%.

יש לציין כי כ-80% מההתחייבויות אינן מאפשרות סיום מוקדם או שביטולן כרוך בקנס משמעותי כשבמקביל על פי ההסכמות של אראר סאט עם לקוחות כ-85% מהצבר אינו מאפשר ביטול. להערכתנו חלק משמעותי מהתחייבויות אראר סאט לחכירת תשתית תקשורת מכוסות בהסכמים מול לקוחותיה, אם כי ללא חפיפה מלאה במועד ובמיקום. להערכתנו, קיימות מספר אינדיקציות להחלשה מסוימת בפרמטרים המשמשים אותנו לקביעת מידת ההקבלה התחייבויות אראר סאט כלפי מפעילי הלוויינים לבין התחייבויות הלקוחות כלפיה, כגון: צמצום בשיעור כיסוי של הסך הכולל של ההתחייבויות באמצעות הסך הכולל של הצבר לכ-124% ליום 31/12/08 לעומת כ-152% ליום 31/12/07, האטת כיסוי התחייבויות למפעילי הלוויינים באמצעות ה-FFO לכ-9.0 שנים לעומת כ-6-8 שנים בעבר, התקצרות משך החוזים הממוצע בין אראר סאט לבין לקוחותיה בשנה החולפת והתמתנות קצבי הגידול בצבר ההזמנות עד כדי ירידה, לא מהותית, בסך צבר ההזמנות ליום 30/6/09 לעומת הצבר ליום 31/3/09. איתנות אראר סאט נתמכת בשיעור הון עצמי העולה על 70%, ובתיק נזיל בסך כולל של כ-42.8 מיליון דולר ליום 30/6/09, מזה כ-13.8 מיליון דולר מסווגים כנכסים לז"א.



### ארזר סאט, נתונים עקריים, באלפי דולר

FY 2006	FY 2007	FY 2008	H1 2008	H1 2009	
43,284	59,221	78,993	36,964	44,794	הכנסות
9,414	12,018	15,020	6,548	8,850	רווח תפעולי
7,305	11,404	13,432	5,892	5,979	רווח נקי
11,688	14,989	18,991	8,328	11,507	EBITDA
66,681	80,424	104,487	76,923	106,567	סך נכסים במאזן*
76,365	98,024	148,315	NA	NA	התחייבויות חוץ מאזניות למפעילי לווינים*
52,847	63,422	46,594	56,037	42,803	סך נכסים פיננסיים *

\*נתוני התחייבויות ונתוני מאזן נכונים לתום תקופה

### אופק הדירוג

#### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

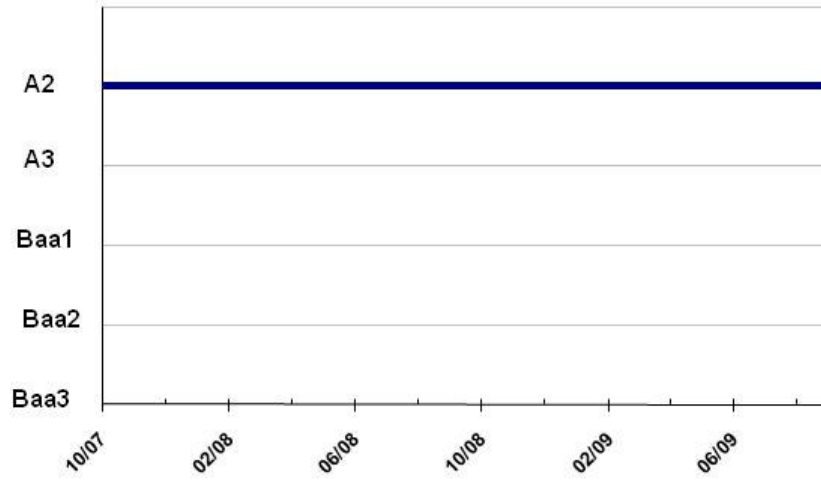
- הרחבה משמעותית ופיזור של תיק האחזקות, תוך צמצום התלות בארזר סאט
- השקעות בחברות מבוססות, המאופיינות בסיכון עסקי נמוך, איתנות, רווחיות ובעלות יכולת מוכחת של ייצור דיבידנדים עקביים, כך שיתרמו במידה משמעותית לחיזוק המיצוב העסקי והפיננסי של תיק האחזקות

#### גורמים אשר עלולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- הרעה ניכרת בתוצאות הכספיות ובאיתנות הפיננסית של ארזר סאט
- פגיעה ברמת הנזילות של החברה
- גידול ביחס המינוף מעל לטווח של 20%-25%
- השקעות חדשות, שיש בהן להגדיל במידה ניכרת את רמת הסיכון העסקי ו/או הפיננסי של הפרטפוליו
- ירידה בשיעורי האחזקה בארזר סאט באופן שיביא לאיבוד ההשפעה המהותית

### אודות החברה

רפק תקשורת ותשתיות בע"מ היא חברה ציבורית, המחזיקה ישירות ובאמצעות חברות בת בבעלותה, בחברות הפועלות בארבעה מגזרים: תקשורת, תשתיות, מחשבים וייצוג וייעוץ. החברה שולטת באחזקותיה, רובן פרטיות, פרט לאחזקה העיקרית, ארזר סאט גלובל קומוניקיישנס נטוורק בע"מ (37.89% מהון המניות), המספקת שירותי הפצת שידורים וניהול תכני שידור לרשתות טלוויזיה ורדיו. יתרת מניות ארזר סאט מוחזקות על ידי דוד ריבל (11.8%) קרדן תקשורת בע"מ (24.5%) ועל ידי הציבור (25.8%). אחזקות גדולות נוספות הן גנרל מהנדסים בע"מ (100%), העוסקת בעיקר בייצוג בישראל של גנרל אלקטריק ובסחר בחלפים מתוצרתה ובציוד אלקטרוני אחר; טק דטה ישראל בע"מ (100%), העוסקת בהפצה ואספקה של מוצרים בכל תחומי המחשוב, לרבות רכיבים, אביזרים היקפיים ותוכנה, על ידי התקשורת בהסכמי הפצה עם יצרני המוצרים; סולגוד תקשורת בע"מ (100%), המפיצה בישראל מוצרי טלפוניה ומרכזיות מתוצרת AVAYA ו-SIEMENS וכן בסחר הפצה ותיקון של מכשירי סלולאר ומוצרים נלווים. כמו כן, לרפק הכנסות משני נכסי נדל"ן מניבים. בעלת השליטה ברפק, המחזיקה בכ-74.34% ממניותיה, היא אינטרגאמא חברה להשקעות בע"מ, שמניותיה נסחרות בבורסה בתל אביב. בעל השליטה באינטרגאמא הוא מר תנחום אורן.



## 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 + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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:

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות 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.



דו"ח מספר: CHR040809000M

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") 2009.

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 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 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.