



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

מעקב ודצמבר 2012

1

מחברים:

אוהד שריד - אנליסט
ohads@midroog.co.il

שי מרום - אנליסט בכיר
shaym@midroog.co.il

אנשי קשר:

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל - ראש תחום מימון מובנה ופרוייקטים
meravb@midroog.co.il

מנורה מבטחים החזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג
------------------	-----	-------

מידרוג מותירה את דירוג האג"ח (סדרות א' ו- ב') של מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "החברה"), בדירוג Aa3, באופק יציב, על כנו. אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה ומדורגות על ידי מידרוג:

שנות פירעון	יתרה בספרים 30/09/2012 (במיליוני ש"ח) ¹	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מס ני"ע	סדרה
2011-2019	676	מדד	4.28%	5660048	א'
2018-2022	268	מדד	4.5%	5660055	ב'

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בחברות אחזקה בביטוח. על פי המתודולוגיה זו, דירוג החוב של חברת האחזקות נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של מנורה מבטחים ביטוח בע"מ (להלן: "המבטח" או "מנורה ביטוח")², ולהערכת האיתנות של מנורה מבטחים פנסיה בע"מ (להלן: "מנורה פנסיה") וליכולתה לחלק דיבידנדים. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיתות המבנית. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת נזילות, מידת הגמישות הפיננסית ופעילות נוספת מלבד המבטח.

האיתנות הפיננסית של מנורה ביטוח מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה, בהתבסס על המאפיינים הבאים: מנורה ביטוח הינה אחת מחברות הביטוח המובילות בישראל. השינוי המבני שבוצעה החברה, אשר במהלכו העבירה את מנורה פנסיה לבעלות הישירה של החברה, גרר שינוי בתמהיל העסקים של המבטח למוטה ביטוח כללי, המאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון. בביטוח הכללי, למבטח נתח שוק במונחי פרמיות, בשיעור כ- 13%. רווחיות החברה דומה למוצע הענף בשנים האחרונות ואף טובה במעט מהמוצע בענף רכב חובה. בתחום החיסכון לטווח ארוך, למבטח פעילות בתחום ביטוחי החיים בלבד, עם נתח שוק של כ- 3% מהיקף נכסי החיסכון³. בנוסף, למבטח פעילות צומחת בתחום ביטוחי הבריאות המהווה כ- 6% מהענף (במונחי פרמיות). חשוב לציין כי, למבטח יכולת גיוס הון רגולטורי מהגבוהים בענף.

בהערכת האיתנות של מנורה פנסיה, מתבססת מידרוג על מעמד החברה בתחום החיסכון הפנסיוני, עם היקף נכסים מנוהל בסך כ- 45 מיליארד ש"ח, נכון ל- 31.10.2012 ונתח שוק של כ- 36% מסך קרנות הפנסיה החדשות. פעילות הפנסיה מהווה מקור רווח משמעותי ויציב יחסית לאורך זמן, המאופיין ברמת סיכון עסקי נמוכה ביחס לענפי הביטוח השונים בכלל ולענף חיסכון לטווח ארוך בפרט. יש לציין כי למנורה פנסיה לא קיים חוב פיננסי.

להערכת מידרוג, חלוקת חברות מניבות, כגון הפנסיה, "כדיבידנד בעין" מעלה את הגמישות הפיננסית של החברה מצד אחד, ומצד שני מקטינה את תמהיל הענפים, היקף הפעילות והרווחיות של המבטח. בקביעת דירוג החוב של החברה ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

¹ כולל חלויות שוטפות.

² קישור - מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - דוח מעקב דצמבר 2012.

³ נתח השוק של החברה (כ- 13 מיליארד ש"ח בביטוח חיים) ביחס לסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (452 מיליארד ש"ח) - סך נכסי הפנסיה כ- 123 מיליארד ש"ח, סך נכסי הגמל כ- 168 מיליארד ש"ח, סך נכסי ביטוח החיים כ- 161 מיליארד ש"ח.

- נחיתות מבנית של החוב בחברת האחזקות, ביחס להתחייבויות חברת הביטוח לבעלי הפוליסות ולנושים נוספים.
- יכולת חלוקת הדיבידנדים של המבטח מוגבלת מכוח הרגולציה על חברות הביטוח בישראל. המבטח פועל תחת תקנות הון, הקובעות דרישות הון מינימאלי, שהיקפן עומד ביחס ישר עם היקף פעילותה. עם זאת, למבטח קיימים שיעורי עודפי הון גבוהים ויכולת הגיוס גבוהה ביחס לענף.
- הצהרת החברה לשמירה על יתרות נזילות ומקורות תזרימיים נוספים.
- תיק הביטוח של החברה (חיים ואלמנטארי) הינו נכס בעל סחירות בשוק ההון, התורם לגמישות הפיננסית.
- מעמד מנורה פנסיה בענף החיסכון לטווח ארוך, רווחיות יציבה יחסית לאורך זמן ונתח שוק משמעותי.

מנורה מבטחים החזקות (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/09/2012	
1,272	1,814	2,316	2,189	1833	מנורה ביטוח
-	-	-	-	658	מנורה פנסיה
85	240	230	229	239	מנורה פיננסים
165	169	219	233	232	מנורה נדל"ן
1,522	2,223	2,765	2,652	2,962	סך השקעה במוחזקות*
177	225	280	359	254	השקעות בני"ע
112	47	9	17	18	מזומנים ושווי מזומנים
1,897	2,607	3,182	3,179	3,392	סך נכסים במאזן
588	610	883	932	866	אגרות חוב
1,272	1,950	2,253	2,200	2,475	הון עצמי
(232)	403	282	38	195	רווח נקי (הפסד)
(400)	672	301	(54)	275	סה"כ רווח (הפסד) כולל
56	54	55	67	60	הוצאות ריבית ומטה
-	-	-	100	-	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
-	-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות

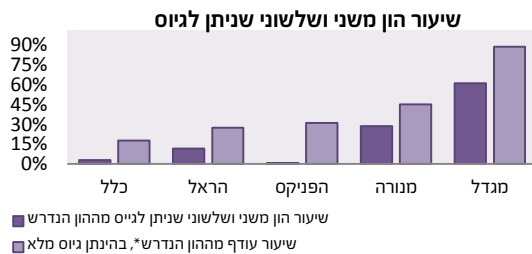
* כולל השקעה בחברות שאינן פעילות בסך כ- 1 מיליון ₪ בשנת 2011 החברה הציגה ירידה ברווח הנקי ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, הנובעת מירידה ברווחים מחברות מוחזקות בסך כ- 200 מיליון ₪, ובעיקר בגין הפסדים מהשקעות.

התפתחויות עיקריות

מנורה פנסיה

בפברואר 2012, חולקו מניות מנורה פנסיה "כדיבידנד בעין" לחברה. מנורה פנסיה פועלת כחברה מנהלת של קרנות פנסיה ומנהלת את קרנות הפנסיה "מבטחים החדשה" (היקף נכסים בסך כ-44.6 מיליארד ₪, נכון ל- 31.10.2012) ו"מבטחים החדשה פלוס" (היקף נכסים בסך כ- 0.4 מיליארד ₪, נכון ל- 31.10.2012) אשר מעניקות כיסויים למקרי מוות (פנסיית שאירים), אובדן כושר עבודה (פנסיית נכות) ופרישה (פנסיית זקנה). קרן הפנסיה "מבטחים החדשה", הינה קרן פנסיה חדשה מקיפה, המנהלת את היקף הנכסים הגדול ביותר בענף ובעלת נתח שוק של כ- 36% מסך קרנות הפנסיה. בקרן מבטחים עובדים שכירים ועצמאים מכ- 18,000 ארגונים שונים, שהחלו להיות מבטחים בקרן פנסיה משנת 1995 ואילך. הכנסות מנורה פנסיה מדמי ניהול, בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, עמדו על כ- 258 מיליוני ₪ וזאת, ביחס להכנסות בסך כ- 235 מיליוני ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. המבטח מעניק למנורה פנסיה שירותי גביה ותפעול שבגינם מנורה פנסיה משלמת דמי ניהול.

עודפי ההון במבטח



ההון העצמי הנדרש מהמבטח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2011 חל קיטון בהון המוכר של המבטח בסך כ- 34 מיליון ש"ח, כתוצאה מהפסד כולל שנרשם במהלך התקופה, חלוקת דיבידנד בסך כ- 100 מיליון ש"ח וקיטון בכתבי התחייבויות נדחים מוכרים⁴ אשר קוזז בחלקו ע"י גיוס כתבי התחייבות נדחים (סדרה ב') בסך כ- 200

מיליון ש"ח. במקביל, גדל ההון הנדרש מהמבטח, בדומה לכלל הענף, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר הסתיים בסוף שנת 2011. על אף הגידול בדרישות ההון, חלוקת מנורה פנסיה לחברה הקטינה את דרישת ההון של המבטח, כך שסך דרישת ההון קטנה. במהלך שלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, קטן ההון המוכר של המבטח בכ- 452 מיליון ש"ח, בעיקר כתוצאה מחלוקת מנורה פנסיה "כדיבידנד בעין" אשר קוזז בחלקו ע"י רווח כולל שנרשם בתקופה. נכון ל- 30.09.2012, למבטח עודף הון בסך כ- 343 מיליון ש"ח. בהקשר זה יש לציין כי, נכון למועד דוח זה, למבטח יכולת גיוס נוספת, הון משני ו/או שלישוני בסך של כ- 602 מיליון ש"ח. סכום זה ושיעורו מסך ההון הנדרש, גבוה ביחס לענף.

המבטח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ש"ח

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/09/2012	
1,792	1,821	-	-	הון נדרש לפי תקנות קודמות
1,980	2,245	1,835	2,093	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
1,805	2,313	2,180	1,823	הון ראשוני קיים
706	610	708	613	הון משני מוכר
2,511	2,922	2,888	2,436	ההון המחושב (הון ראשוני + הון משני)
531	678	373	343	עודף הון ליום הדוח הכספי
27%	30%	9%	16%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
39%	26%	33%	34%	הון משני / הון ראשוני
24%	53%	38%	45%	שיעור עודף בהיתן גיוס מלא

קישור: דוח מעקב - מנורה מבטחים ביטוח בע"מ - דצמבר 2012

מנורה מבטחים פיננסיים

עיקר פעילותה של מנורה מבטחים פיננסיים בע"מ (להלן: "פיננסיים") הינו ניהול נכסים בקרנות נאמנות וקופות גמל. מרבית הרווח של פיננסיים נובע מניהול קופות הגמל, קרנות השתלמות וקרנות נאמנות. נכון ל- 31.10.2012 מנהלת פיננסיים קופות גמל (תגמולים ואישית לפיצויים) עם היקף נכסים של כ- 8.8 מיליארד ש"ח (כ- 5% מהענף), וקרנות השתלמות בהיקף כ- 4 מיליארד ש"ח (כ- 4% מהענף). בנוסף, פיננסיים מנהלת קרנות נאמנות בהיקף כ- 6.6 מיליארד ש"ח. ההכנסות מהשקעות (ראה טבלה), נובעות בעיקר מפעילות ניהול מסלולי קופות גמל מבטיחות תשואה, שהינה פעילות מאוזנת לאורך זמן.

להערכת מידרוג, התבססו פיננסיים על תמהיל עסקים, המוטה ניהול נכסים לטווח בינוני עד ארוך והתבססו על מרכיב גבוה ויציב של הכנסות מדמי ניהול, מהווה מקור תזרימי יציב לאורך זמן. בשל תמהיל עסקים זה, לטעמי הלקוח לסיכון ולתנודות שוק ההון, אין השפעה משמעותית על תוצאות פיננסיים ביחס לענף בתי ההשקעות. עם זאת, ענף בתי ההשקעות מאופיין בתחרות חריפה, המאיימת על השחקנים הקטנים יותר ויוצרת יתרון מובהק לגודל.

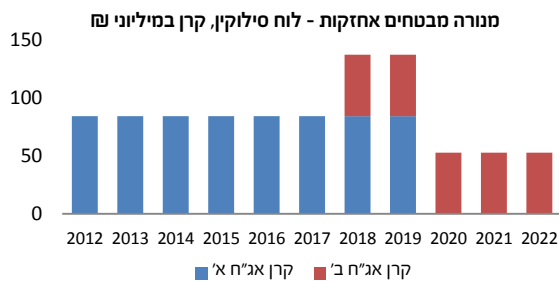
⁴ עפ"י הנחיות הרגולטור, לא יוכרו לצורך חישוב ההון המוכר, כתבי התחייבות נדחים המהווים הון משני נחות שמועד פירעונם הינו בשנתיים הקרובות.

מנורה מבטחים פיננסים בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

2009	2010	2011	Q1-3/11	Q1-3/12	
61	84	78	64	42	ניהול קרנות נאמנות
63	76	85	62	68	ניהול קופות גמל
10	13	9	4	4	עמלות חיתום
2	3	3	3	3	ניהול תיקי השקעות
418	333	302	258	261	השקעות
555	509	477	391	378	סך הכנסות
40	53	51	42	29	עמלות הפצה, תפעול ודמי ניהול
74	91	96	74	83	מכירה, שיווק, הנהלה וכלליות ואחרות
347	293	316	273	253	רווחים שנזקפו לעמיתי קופ"ג מבטיחות תשואה
461	437	463	389	365	סך הוצאות
79	59	2	(4)	6	רווח (הפסד) לפני מסים על הכנסה
59	41	4	1	*(2)	רווח נקי (הפסד)

* בתקופה זו בוצעה הפחתה חד פעמית בגין ירידת ערך מוניטין בסך של כ- 12 מיליון ₪.

איתנות פיננסית - מנורה מבטחים החזקות



לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2012 הינה כ- 866 מיליון ₪. בשנת 2012-2017, החברה תידרש לפרוע כ- 85 מיליון ₪ קרן כל שנה. תחזית החזר החוב של החברה מתבססת על יכולת ייצור המזומנים ו/או הדיבידנדים של החברות המוחזקות (ביטוח, פנסיה, פיננסים, נדל"ן) ועל תיק ני"ע של החברה, כמפורט להלן.

המבטח כפוף לתקנות והנחיות המפקח על הביטוח בקשר עם יכולתו לחלק דיבידנדים. לאחר שבשנים 2002-2007 חילק המבטח דיבידנדים משמעותיים מדי שנה, בשנים 2008-2010 לא חילק המבטח דיבידנדים. במאי 2011 חילק המבטח דיבידנד של 100 מיליון ₪.

מנורה החזקות סולו, יחסים פיננסיים במיליוני ₪

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/09/2012	
599	618	887	932	866	חוב פיננסי
1,272	1,950	2,253	2,200	2,495	הון עצמי
32.0%	24.1%	28.2%	29.8%	25.9%	חוב ל- CAP
39.3%	27.8%	32.0%	35.1%	31.9%	חוב לסך השקעה במוחזקות*
31.6%	23.7%	27.9%	29.3%	25.5%	חוב למאזן

* לרבות הלוואות ושטרי הון לחברות מוחזקות.

בשיקולי הדירוג של החברה נלקחו בחשבון, בין היתר, רמת המינוף ורמת הנזילות. יחס החוב הפיננסי ברוטו למאזן, ליום 30.09.2012, הינו כ- 27.8%. יחס חוב נטו למאזן הינו 18%. להערכת מידרוג, יחס זה הולם את רמת הדירוג הנוכחית,



בהתחשב, בין היתר, בכך שהינו מבוסס, על העלות בספרים של המבטח ומנורה פנסיה. מידת הגמישות הפיננסית של החברה מוערכת כגבוהה, בין היתר, בשל הגמישות הפיננסית כתוצאה מאחזקה ישירה במנורה פנסיה.

לחברה אין שעבודים או חוב משמעותי נוסף, מעבר לאג"ח. החברה הצהירה על כוונתה לשמור לאורך זמן, על מסגרות אשראי חתומות ויתרות נזילות (מזומנים וני"ע סחירים), בהיקף של לפחות 125% מצורכי שירות החוב (קרן וריבית) לשנה אחת קדימה. ליום 30.09.2012 לחברה מזומנים ושווי מזומנים בגובה של כ- 18 מיליון ₪, תיק השקעות סחיר, בשווי הוגן של כ- 254 מיליון ₪, המורכב ברובו מאגרות חוב קונצרניות בישראל, (כ- 76% מתיק האג"ח הקונצרני מדורג בדירוג השקעה), לצד פיזור גבוה ונדל"ן להשקעה בשווי של כ- 119 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מסגרת אשראי חתומה בלתי מנוצלת של 40 מיליון ₪.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי ופרמננטי ברמת הנזילות של החברה, ביחס לצרכי שירות החוב.
- שיפור בפרופיל סיכון האשראי של הנכסים המוחזקים על ידי החברה.

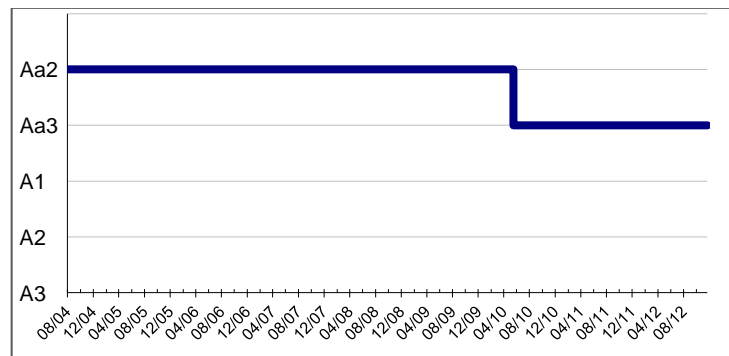
גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- פגיעה ברמת הנזילות של החברה.
- הרעה מתמשכת בתוצאותיה הכספיות של מנורה ביטוח, תוך פגיעה בעודפי ההון שלה, באופן שיש בו לסכן את יכולת חלוקת הדיבידנדים שלה בטווח הארוך ואת שוויה הנכסי, וכן, צורך תכוף בהזרמת הון למבטח.
- הרעה מתמשכת בתוצאותיה הכספיות של מנורה פנסיה.
- שינויים רגולטורים שיש בהם להעיב במידה ניכרת על יכולת קבלת הדיבידנדים ממנורה ביטוח.
- מדיניות דיבידנד אשר תפגע באיתנות הפיננסית של החברה.

אודות החברה

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמניוטיה נסחרות בבורסה של תל אביב. עיקר פעילותה הינה החזקה במניות מנורה ביטוח ומנורה פנסיה, בשיעור של 100% בזכויות ההון והצבעה. מנורה החזקות מוחזקת בשיעור כולל של 61.86% על ידי פלמס אסטבלישמנט וניידן אסטבלישמנט, שתי חברות זרות המוחזקות בנאמנות עבור מר מנחם גורביץ כנהנה יחיד. מר גורביץ מכהן כיו"ר מועצת המנהלים של החברה. מנכ"ל החברה, מר ארי קלמן, המכהן גם כיו"ר הדירקטוריון של המבטח מחזיק בכ- 2.7% ממניות החברה והיתר בידי הציבור.

היסטוריית דירוג





חומר מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון - אוקטובר 2011

[חברות הביטוח וענף החיסכון ארוך הטווח - הוצאה מרשימת מעקב - ספטמבר 2012](#)

[חשיפת חברות הביטוח לנזקים בשווקי העולם - אפריל 2011](#)

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

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות 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.

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") 2012.

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. 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.