

מנורה החזקות בע"מ

אופק: יציב	Aa2	Issuer
-------------------	------------	---------------

התפתחויות עסקיות עיקריות

חיזוק מעמד הקבוצה בתחום ניהול נכסי חסכון לטווח הארוך

בחודש ספטמבר 2004 זכתה מנורה חברה לביטוח בע"מ ("מנורה ביטוח") במכרז לרכישת מלוא הון המניות המונפק של מבטחים קרנות פנסיה בע"מ ("מבטחים החדשה" או "מבטחים") בתמורה לסך של 710 מיליון ש"ח. רכישת המניות מומנה מגיוס כתבי התחייבות נדחים בהיקף של 290 מיליון ש"ח שהונפקו במהלך שנת 2004, וממקורות שהזרימה מנורה החזקות בהיקף של 150 מיליון ש"ח, כנגד הנפקת שטר הון צמית למנורה ביטוח. שטר ההון צפוי להיפרע ברבעון השני של שנת 2006, כנגד הנפקת מניות למנורה החזקות, בסכום זהה. יתר המימון נבע ממקורות מקורות עצמיים של מנורה ביטוח. רכישת מבטחים הפכה את מנורה ביטוח לשחקנית הגדולה ביותר כיום בשוק הפנסיה, ולאחת מהגדולות בתחום ניהול נכסי החסכון לטווח ארוך, הכולל את עתודות ביטוח החיים, קרנות הפנסיה, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות. על פי נתוני משרד האוצר הסתכמו נכסים אלו בכ-326 מיליארד ש"ח ליום 30.9.2005. על פי הערכות מידרוג, עם השלמת עסקאות מכירת הנכסים על ידי הבנקים, יחזיקו חברות הביטוח הגדולות (ישירות) - לא כולל נכסים המוחזקים באמצעות חברות האם) נכסים מנוהלים בסך של כ-122 מיליארד ש"ח, המהווים כ-37% מהשוק. בתוך כך עומד חלקה של מנורה על כ-18.5 מיליארד ש"ח שהם כ-6% משוק החסכון לטווח ארוך בישראל.

הרחבת הפעילות בשוק ההון והפיננסים

במהלך שנת 2005 הוקמה מנורה פיננסים בע"מ ("מנורה פיננסים"), חברה בת בבעלות מלאה של מנורה החזקות, באמצעותה מתכננת מנורה החזקות להרחיב את פעילותה בשוק ההון והפיננסים. בחודש נובמבר 2005 חתמו מנורה פיננסים ואפריקה ישראל השקעות בע"מ ("אפריקה ישראל") על עסקה עם בנק המזרחי טפחות בע"מ, לפיה ירכשו השתיים את פעילות קרנות הנאמנות של הבנק בתמורה לסך של כ-239 מיליון ש"ח. העסקה תכלול 41 קרנות נאמנות בהיקף נכסים של כ-5.9 מיליארד ש"ח. שיעורי ההשתתפות בין מנורה החזקות לבין אפריקה ישראל טרם נקבעו. בהמשך, חתמה מנורה פיננסים בחודש דצמבר 2005 על הסכם עם בנק איגוד לישראל בע"מ על רכישת פעילות ניהול קרנות הנאמנות של הבנק בתמורה לסך של 36 מיליון ש"ח. פעילות קרנות הנאמנות של הבנק כולל 34 קרנות המנהלות נכסים בהיקף של 0.9 מיליארד ש"ח ליום 30.9.2005.

כניסת קבוצת דלק והזרמת הון עצמי

בחודש מרץ 2005 הושלמה עסקה בין דלק השקעות ונכסים בע"מ (דלק השקעות), חברה בת בבעלות מלאה של קבוצת דלק בע"מ, לבין מנורה החזקות, על פיה רכשה דלק השקעות 9.99% מהון המניות של מנורה החזקות בדרך של הקצאה פרטית של מניות בתמורה לסך של 44 מיליון דולר. בנוסף, קיבלה דלק השקעות אופציה לרכוש עד 5% נוספים מהון המניות כפוף לתנאים מסוימים. תקופת האופציה היא 19 וחצי חודשים מיום 15 בדצמבר 2005. ההשקעה של דלק השקעות בחברה סיפקה את מקורות ההון לתמיכת החברה ברכישת מבטחים על ידי מנורה ביטוח.

מחברת:
סיגל יששכר
אנליסטית בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אשת קשר:
אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידיים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

התפתחות התוצאות הכספיות

רמת מינוף נמוכה מאפיינת את החברה לאורך השנים. יתרת המזומנים הגבוהה בקופה תממן בין השאר את השקעה בחברות ניהול הנכסים

בשנת 2005 שבה החברה לרמת החוב הנמוכה שאפיינה אותה בעבר, לאחר עלייה ברמת החוב בסוף שנת 2004 שנועדה לממן את רכישת מבטחים. הנפקת ההון במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 שימשה לפרעון החוב לבנקים, להשקעה במנורה פיננסים ולחיזוק יתרת המזומנים וההשקעה בני"ע. להערכת מידרוג, יתרת המזומנים וני"ע ליום 30.9.2005 תשמש למימון ההשקעות המתוכננות של מנורה פיננסים בחברות הנכסים במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2005 והרבעון הראשון של שנת 2006.

מנורה החזקות - נתונים כספיים עיקריים (במיליוני ש"ח)					
FY 01	FY 02	FY 03	FY 04	Q1-3/05	
125	92	230	224	240	רווח נקי
11	7	39	10	99	מזומנים והשקעות בני"ע
34	30	27	112	24	חוב פיננסי
408	439	589	787	1,147	הון עצמי לסוף התקופה
443	475	625	902	1,179	סך הנכסים
92%	92%	94%	87%	97%	הון עצמי / סך הנכסים

תזרימי המזומנים נשענים על דיבידנדים ממנורה ביטוח ומשמישים לתשלום דיבידנד לבעלי המניות

מנורה החזקות נסמכת על דיבידנדים שמשלמת מנורה ביטוח ומשתמשת בהם בעיקר לתשלומים מקבילים של דיבידנד לבעלי המניות בחברה. בין השנים 2001-2003 הכריזה מנורה ביטוח על דיבידנד בשיעור של 45% מהרווח הנקי שלה. בשנת 2004 לא הוכרז על דיבידנד (במהלך הרבעון הראשון של 2004 שולם חלק מהדיבידנד שהוכרז בשנת 2003), ואילו בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 הוכרז ושלם דיבידנד בשיעור של 32% מהרווח הנקי. במהלך שנת 2004 נטלה החברה הלוואה בנקאית לטווח קצר כדי לממן את תמיכתה ברכישת מבטחים על ידי מנורה ביטוח. לכך סייעה גם התמורה ממכירת אחזקותיה של החברה (65%) במנורה גאון חברה להשקעות בע"מ בחודש דצמבר 2004 בסך 46 מיליון ש"ח.

מנורה החזקות - תמצית מקורות ושימושים (סולו)					
במיליוני ש"ח					
FY 01	FY 02	FY 03	FY 04	Q1-3/05	
43	60	81	26	75	דיבידנד ממנורה ביטוח
-	-	-	84	-	הלוואות מבנקים
-	-	-	-	189	הקצאה פרטית של מניות
			46		תמורה ממימוש השקעה בחברה מאוחדת
	10	41	18	5	אחר
14			11	-	ירידה ביתרת מזומנים
57	70	122	185	269	סך מקורות
-	-	-	150	-	השקעה במנורה ביטוח
-	3	3	-	88	פרעון הלוואות מבנקים
54	60	81	26	75	דיבידנדים לבעלי המניות
3	7	28	9	17	אחר
-	-	10	-	89	עלייה ביתרת המזומנים וני"ע
57	70	122	185	269	סך השימושים

המגמות החיוביות של שוק ההון הוסיפו לתרום לגידול ברווחי מנורה ביטוח לרמת שיא בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005

נתח השוק של מנורה ביטוח בענף ביטוח כללי גדל בעקביות מתחילת העשור הנוכחי. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 נרשם גידול נוסף בנתח השוק, שהסתכם ב-9.6%, בהשוואה ל-8.9% בשנת 2004. שיעורי גידול משמעותיים נרשמו בענפי רכב רכוש, מקיף דירות וענף מחלות ואשפוז. נתח השוק בביטוח החיים עמד בתשעת החודשים הראשונים של השנה על שיעור של 9.7% בהשוואה לנתח של 9.2% בתקופה המקבילה.

פעילות ביטוח החיים בחברה נהנתה מגידול כתוצאה מעלייה במכירות חדשות וירידה במגמת הפדיונות המוקדמים. עלייה חדה בדמי הניהול על תיק ההשקעות המשתתפות ברווחים הובילה את עסקי ביטוח החיים לרווחי שיא בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005. בשנת 2004 לעומת זאת נרשמה ירידה חדה בדמי הניהול כתוצאה מירידה בתשואות ההשקעה. מנורה הוסיפה לרשום שיעורי רווחיות בולטים לטובה בביטוח חיים.

גם עסקי ביטוח כללי נהנו מעליית התשואות בשוק ההון שהובילו לרווחים גבוהים, בעיקר בענפי הרכב והחבובות. בלט לטובה ענף מחלות ואשפוז, אשר לאחר מספר שנים של רווח נמוך או הפסד, רשם בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2004 גידול חד ברווח כתוצאה משחרור עתודות ומרישום הוצאות רכישה נדחות.

רכישת מבטחים תרמה לגידול ברווחי מנורה ביטוח, אולם הגידול קוּזַז בחלקו על ידי גידול בהוצאות המימון והפחתת הפרש מקורי

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 רשמה מבטחים רווח לפני מס של 54.6 מיליון ש"ח, בהשוואה ל-56.4 מיליון ש"ח בשנת 2004 כולה. תוצאות מבטחים אוחדו עם תוצאות מנורה ביטוח לראשונה ברבעון הרביעי של שנת 2004 והתרומה הישירה נטו של מבטחים למנורה הסתכמה בכ-23 מיליון ש"ח בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 בהשוואה לכ-7 מיליון ש"ח בשנת 2004. במקביל להשפעה חיובית זו, נרשם גידול ניכר בהוצאות המימון, בגין גידול בהתחייבויות שנועד לממן את רכישת מבטחים. הוצאות המימון של לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 הסתכמו ב-27 מיליון ש"ח, בהשוואה להוצאות של 22 מיליון ש"ח בשנת 2004 כולה. בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2005 רשמה מנורה ביטוח הוצאה חשבונאית להפחתת הפרש מקורי בגין רכישת מבטחים בסך של 15.4 מיליון ש"ח (הנכללים במסגרת דוחות עסקי ביטוח חיים).

להערכת מידרוג, מאז רכישתה על ידי מנורה ביטוח במידה משמעותית, הגדילה מבטחים במידה משמעותית את היקף הנכסים המנוהלים על ידה. במהלך שנת 2005 דורגה מבטחים על ידי מידרוג בדירוג איכות חברה מנהלת (Management Quality Rating) הגבוה ביותר על סקלת הדירוג של חברות מנהלות במידרוג - MQ1 ובדירוג קרנות הפנסיה של מידרוג (Pension Fund Rating) אף הוא ברמה הגבוהה ביותר FRI. להערכת מידרוג, תיק הפנסיה של מבטחים, בשל היותו הגדול בישראל עם נתח שוק של כ-47%, נהנה מפזור ומפריסה רחבים המפחיתים את הסיכונים הדמוגרפיים. גודלו של התיק מקנה לו יתרונות גם ברמת הניהול הכללי, השיווק ויכולת ניהול ההשקעות. מבטחים ביצעה בשנה האחרונה השקעות ניכרות בתחום כוח אדם ומערכות המחשוב.

עודף ההון המחושב על ההון המינימלי הנדרש נמוך יחסית

ההון העצמי המינימלי הנדרש ממנורה ביטוח עמד ביום 30.9.2005 על סך של 1.3 מיליארד ש"ח. היקף ההון הנדרש מהחברה עלה משמעותית החל מרבעון האחרון של שנת 2004, בעיקר בשל הדרישה להעמיד הון עצמי נוסף כנגד הרכישה של מבטחים - בהיקף עלות הרכישה. העמדת ההון הנוסף מומנה מגיוס כתבי התחייבות נדחים, המהווים הון משני לצורך חישוב העמידה בדרישת ההון, וכן מהשקעת הון עצמי של החברה האם. ההון המחושב על פי תקנות הפיקוח על הביטוח עמד באותה עת על סך של 1.4 מיליארד ש"ח, המשקפים עודף הון של כ-10% מעבר למינימום הנדרש. זהו שיעור עודף נמוך יחסית לחברות ביטוח אחרות, המשקף את ממוצע החברה בשנים האחרונות (שיעור העודף בשנים האחרונות נע בין 3% לבין 20%). עודף ההון הנמוך בחברה נובע בין השאר מהיקף הדיבידנדים.

שיקולים עיקריים לדירוג

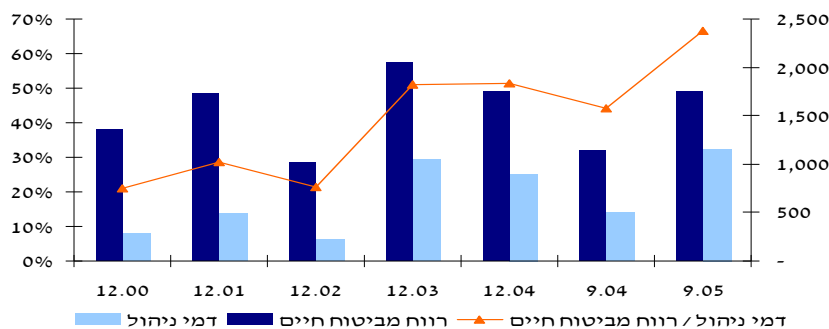
מנורה החזקות נהנית מתזרימי מזומנים גבוהים ועקביים הנובעים ממנורה ביטוח, המדורגת Aa2 על ידי מידרוג¹. מנורה ביטוח בעלת מיצוב עסקי גבוה המבוסס על ניהול איכותי ועל רווחיות גבוהה לאורך שנים; למנורה החזקות מינוף נמוך ויחסי כיסוי טובים; מנורה החזקות פועלת לחיזוק מעמדה בתחום ניהול הכספים, הסינרגטי לאחזקתה במנורה ביטוח, ועשוי לתרום תרומה חיובית לשתי החברות; מנורה החזקות מחלקת את מרבית התזרימים שמתקבלים במנורה ביטוח כדיבידנד לבעלי המניות.

סיכונים עסקיים

התלות הגבוהה במגמות החיוביות של שוק ההון, שהשפעתה על רווחי החברה בשנים האחרונות הייתה מצוינת, עלולה לפעול גם בכיוון ההפוך במקרה של תשואות שליליות

ההשפעה של מגמות שוק ההון החיוביות בשלוש השנים האחרונות על רווחי חברות הביטוח ניכרת בעיקר בענף ביטוח חיים, אולם גם בעסקי ביטוח כללי, ובעיקר בענפים בעלי זנב ארוך, דוגמת ענף רכב חובה. בביטוח חיים נובעת ההשפעה של שוק ההון מדמי הניהול שגובות חברות הביטוח על הפוליסות המשתתפות ברווחים. בפוליסות ששווקו עד לסוף שנת 2003 נקבעו דמי הניהול שנתיים בשיעור של 0.6% מסך הנכסים בתוספת 15% מהתשואה הריאלית על הנכסים. בפוליסות המשווקות החל משנת 2004 חלו מספר שינויים מבניים, הכוללים בין השאר דמי הניהול קבועים בשיעור של עד 1.0% לשנה מסך הנכסים (ועד 2% בתנאים מיוחדים). שינוי זה יקטין במידה מסוימת את תלות דמי הניהול בביצועי שוק ההון, בשל היעדר מרכיב משתנה. שינויים מבניים נוספים אשר צפויים לשפר את יציבות הרווח בפוליסות המשתתפות ברווחים הינו הגבלת שיעור ההוצאות המותר לגבייה ביחס לפרמיה, ופריסת העמלות לסוכנים באופן שווה על פני חיי הפוליסה.

חמש חברות הביטוח הגדולות: רווח מעסקי ביטוח חיים ודמי ניהול (במיליוני ש"ח) ושיעור דמי ניהול מהרווח



עלייה ברמת התחרות בין חברות הביטוח בעקבות מסע ההשקעות בענף - גידול בהוצאות מיתוג, שיווק ושירות

ההשקעות של חברות הביטוח ברכישת קרנות פנסיה, קופות גמל וקרנות נאמנות בעקבות הרפורמות שחלו בשוק ההון בשנים 2004 ו-2005 חיזקו באופן ניכר את מעמדן בשוק ההון, ובתחום החסכון לטווח הארוך בפרט. יחד עם זאת, להערכת מידרוג, ההשקעות בוצעו במחירים המגלמים, לצד ערך אסטרטגי גבוה, גם תחרות עזה בין החברות על מעמד ונתחי שוק. מצב זה, להערכת מידרוג, צפוי להוביל לתחרות חריפה על שימור עמיתים ועל רכישת עמיתים חדשים, במטרה להגן על ההשקעות הגבוהות, והיא עלולה לשחוק את הרווחיות בענף הפנסיה, בענף ביטוח החיים ובאפיקים נוספים של ניהול כספים (קרנות נאמנות וקופות גמל).

¹ ראה דוח אנליטי "מנורה חברה לביטוח בע"מ – דירוג כתבי התחייבות נדחים", מאי 2004.

אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- התפתחויות שיובילו להורדה בדירוג של מנורה ביטוח או לאיום על דירוג זה
- הרעה ברמת האיתנות הפיננסית

אודות המנפיק

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה של תל אביב. עיקר פעילותה היא החזקה במניות מנורה ביטוח, בשיעור של 96% בזכויות ההון והצבעה. לאחרונה הודיעה מנורה על חיזוק פעילותה בתחום שוק ההון והפיננסים ולשם כך הקימה את מנורה פיננסים בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה. בעל העניין העיקרי במנורה החזקות הוא מר מנחם גורביץ' המחזיק כ-69% בזכויות ההון וההצבעה ומכהן כיו"ר מועצת המנהלים של החברה ומנהלה הכללי. בעלי עניין נוספים הם קבוצת דלק המחזיקה 9.93% מזכויות ההון וההצבעה בחברה, הראל השקעות בביטוח בע"מ (5.7% בהון ובהצבעה) וקבוצת בנק הפועלים בע"מ (קופות גמל וקרנות) (6.2% בהון ובהצבעה). מר גורביץ' מכהן כיו"ר מועצת המנהלים של החברה. מנכ"ל החברה בחמש השנים האחרונות הוא מר ארי קלמן.

סולם הדירוג מנפיק (ISSUER)

דרגת השקעה	Aaa	למנפיקה מיוחסת האיכות הטובה ביותר ורמת הסיכון בהשקעה היא הקטנה ביותר. למרות שהגורמים המגנים על המנפיקה יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.
	Aa	המנפיקה איכותית על פי כל אמת מידה. דירוגה נמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון נמוכה במידת מה בהשוואה למנפיקה המדורגות Aaa. מנפיקה המדורגות בדירוג זה, יחד עם מנפיקות המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל בעלי דרגה גבוהה (high investment grade). קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך במנפיקה המדורגות Aa גדול במידת מה מאשר במנפיקה המדורגות Aaa.
	A	למנפיקה יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותה כשייכת לחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון למנפיקה כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.
	Baa	המנפיקה נחשבות כבעלת איכות בינונית. המנפיקה נראית מוגנת לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים, בכל פרק זמן ארוך. למנפיקה זו חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש לה גם מאפיינים ספקולטיביים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	למנפיקה מאפיינים ספקולטיביים ומשום כך אי אפשר לומר שעתידה מובטח. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.
	B	למנפיקה חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של עמידה בהתחייבויות ובקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.
	Caa	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידה בהתחייבויותיה. סיכויי המנפיקה להשיג מעמד של השקעה אמיתית נמוכים.
	Ca	למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידתה בהתחייבויותיה בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות מנפיקות המדורגות בדירוג זה אינן עומדות בהתחייבויותיהן. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים מאוד.
	C	מנפיקה המדורגת בדירוג C מדורגת בדרגה הנמוכה ביותר ומכאן שהסיכוי כי המנפיקה תעמוד בהתחייבויותיה נמוכה ביותר. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.

מידרוג משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CMH01020600M

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"). 2006

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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.