



הפניקס אחזקות בע"מ

פעולת דירוג וינאר 2013

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

הפניקס אחזקות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aa3	דירוג (סדרה א')
------------------	-----	-----------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Aa3 באופק יציב, לאגרות חוב בסך של עד 200 מיליון ש"ח שבכונת הפניקס אחזקות בע"מ (להלן: "החברה") לגייס. אגרות החוב צפויות להיפרע בין השנים 2014-2024. תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת לחיזוק יתרות נזילות, השלמת רכישת המניות הנוספות של אקסלנס (כמפורט להלן) ומחזור חוב עתידי. מידרוג מותירה את דירוג האג"ח, סדרה א' של החברה, בדירוג Aa3 באופק יציב, על כנו.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 30.01.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה ומדרגות על ידי מידרוג:

שנת פירעון	יתרה בספרים 30/09/2012 (במיליוני ש"ח)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מס ני"ע	סדרה
2014-2019	758	מדד	4.5%	7670102	א'

1. שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בחברות אחזקה בביטוח. על פי מתודולוגיה זו, דירוג החוב של חברת ההחזקות נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיתות המבנית. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת ההחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת נזילות ומידת הגמישות הפיננסית.

דירוג ההתחייבויות של החברה מבוסס, כאמור, על הערכת האיתנות הפיננסית של ההחזקות העיקריות - הפניקס חברה לביטוח בע"מ (להלן: "המבטח" או "הפניקס ביטוח"), המדרגת בדירוג Aa1 (IFSR)¹ ואקסלנס השקעות בע"מ (להלן: "אקסלנס" או "בית ההשקעות").

האיתנות הפיננסית של המבטח מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה, בהתבסס על המאפיינים הבאים: הפניקס ביטוח הינה אחת מחמש חברות הביטוח הגדולות בענף, רווחיות חיתומית במרבית תחומי הביטוח האלמנטארי ובביטוח בריאות על פני שנים, צמיחה משמעותית בצבירות בקרן הפנסיה, תמהיל עסקים מפוזר ביחס לענף הביטוח, רגולציה אינטנסיבית, החותרת לשיפור ניהול הסיכונים בחברות הביטוח ולשמירה על איתנות הפיננסית ועודפי ההון שלהן, לצד זאת, בדומה לכלל חברות הביטוח, רווחי הפניקס ביטוח בעלי תלות גבוהה במגמות שוק ההון. בקביעת דירוג החוב של החברה, ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- נחיתות מבנית של החוב בחברת ההחזקות, 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 להיקף פעילותו.
- תיק הביטוח של החברה (חיים ואלמנטארי) הינו נכס בעל ערך הניתן למימוש בעת הצורך, התורם לגמישות הפיננסית.

¹ קישור - הפניקס חברה לביטוח בע"מ - דוח מעקב נובמבר 2012

שווי החזקות עיקריות של החברה², במיליוני ₪

31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	
974	1,524	1,870	1,834	הפניקס חברה לביטוח
395	971	1,061	1,037	אקסלנס השקעות
140	155	177	168	מהדרין
157	163	160	144	עד 120

אקסלנס והפניקס ביטוח מהוות, נכון ל- 31.12.2012, כ- 90% מסך ההשקעה במוחזקות (שווי בספרים כפי שמוצג בדוחות הכספיים). החוב הפיננסי של החברה מורכב מאג"ח שהונפקה בשנת 2007 (הורחבה בשנת 2012), צמודת מדד, בריבית שנתית של 4.5%, הנפרעת בשישה תשלומים שווים החל משנת 2014.

ההחזקות העיקריות של החברה בפניקס ביטוח ואקסלנס מהוות למעשה אחזקה במכלול שירותי הביטוח והפיננסים: ביטוח אלמנטרי, ביטוחי חיים, ביטוח בריאות ופנסיה (הפניקס ביטוח); גמל, תעודות סל, שירותי בורסה (ברוקראז'), ניהול תיקים, קרנות נאמנות, מוצרים מובנים וחיתום (אקסלנס).

להערכת מידרוג, מגוון המוצרים יוצר תמהיל עסקים מפוזר, התורם לפיזור הסיכונים ויכולת טובה יותר להתמודדות עם משברים. נציין כי, לחברה החזקות נוספות שאינן בעסקי הליבה, המחלקות דיבידנד מידי שנה. הדיבידנדים המשולמים ע"י חברות בנות ומוחזקות (פרט למבטח) מתקבלים בהפניקס השקעות פיננסים בע"מ, חברה בבעלות מלאה של החברה.

במהלך שנת 2012 החברה לא חילקה דיבידנד; במהלך שנת 2011 חילקה החברה דיבידנד בסך 49 מיליון ₪, לאחר שבשנים 2008-2010 לא בוצעה חלוקת דיבידנדים.

החברה (סולו) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/09/2012	
2,663	3,188	3,183	3,476	סך השקעה במוחזקות*
244	130	43	41	השקעות בני"ע
12	19	54	25	מזומנים ושווי מזומנים
2	0	1	0	אחר ³
2,921	3,337	3,281	3,542	סך נכסים במאזן
670	686	704	758	חוב פיננסי
2,224	2,625	2,551	2,744	הון עצמי

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	1-9/2011	1-9/2012	
227	309	54	128	114	רווח נקי (הפסד)
414	408	(30)	14	198	סה"כ רווח (הפסד) כולל אחר
55	46	50	43	42	הוצאות מימון
4.2	3.4	2.6	1.7	2.5	הוצ' הנהלה וכלליות
47	6	80	80	42	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות**
0	0	49	49	0	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות

*לרבות הלוואות ושטרי הון לחברות מוחזקות
**לצורך חישוב דיבידנדים מחברות בנות ומוחזקות, החברה והפניקס השקעות נלקחו כמקשה אחת.

בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, החברה מציגה ירידה ברווח הנקי בסך כ- 14 מיליון ₪ ביחס לתקופה המקבילה בשנת 2011. הירידה נובעת בעיקר מירידה ברווחי מוחזקות בסך כ- 12 מיליון ₪. על אף הירידה ברווח הנקי,

² חברות ציבוריות בלבד. אקסלנס השקעות בע"מ ומהדרין בע"מ מוחזקות על ידי הפניקס השקעות ופיננסים בע"מ אשר מוחזקת במלואה על ידי החברה.
³ חייבים ויתרות חובה.



סה"כ הרווח הכולל של החברה גבוה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, שבמהלכה היו ירידות בשווקים, אשר השפיעו על תוצאות הנוסטרו של החברה.

2. התפתחויות עיקריות - הפניקס ביטוח

2.1. עודפי ההון במבטח

ההון העצמי הנדרש מהמבטח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2011 חל גידול בהון המוכר של המבטח, בסך של כ- 85 מיליון ש"ח, כתוצאה מרווח כולל שנרשם במהלך התקופה וגיוס הון משני אשר קוזזו בחלקם כתוצאה מחלוקת דיבידנד. במקביל, גדל ההון הנדרש מהמבטח, בדומה לכלל הענף, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר הסתיים בסוף שנת 2011. בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012 גדל ההון המוכר בסך כ- 259 מיליון ש"ח, בעיקר, כתוצאה מרווח כולל שנרשם בתקופה וגידול בהון המשני. נכון ל- 30.09.2012, למבטח עודף הון בסך כ- 771 מיליון ש"ח.

המבטח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ש"ח

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/09/2012	
1,430	1,516	-	-	הון נדרש לפי תקנות קודמות
1,652	1,982	2,441	2,527	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
1,489	1,847	1,823	1,990	הון ראשוני קיים
788	1,107	1,215	1,308	הון משני מוכר
2,277	2,954	3,039	3,298	ההון המוכר (הון ראשוני + הון משני)
624	972	597	771	עודף הון ליום הדוח הכספי
38%	49%	24%	30%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
53%	60%	67%	66%	הון משני / הון ראשוני

לשיקולים העיקריים לדירוג הפניקס ביטוח, ראה [דוח מעקב - נובמבר 2012](#).

3. התפתחויות עיקריות - אקסלנס

3.1. השלמת רכישת אקסלנס

ביום 1 במאי 2012 רכשה החברה (באמצעות הפניקס השקעות) כ- 5.11% נוספים מההון המונפק והנפרע של אקסלנס. שיעור ההחזקה לאחר הרכישה עומד על 84.72%. בשנת 2013 צפויה להתבצע הרכישה האחרונה ולאחר השלמתה, שיעור ההחזקה באקסלנס יעמוד על כ- 89.8%.

3.2. אקסלנס

בית ההשקעות פועל באמצעות החברות שבשליטתו, החל משנת 1993. אקסלנס הינו אחד מבתי ההשקעות המובילים בשוק ההון הישראלי ומנהל נכסים בסך כ- 69.7 מיליארד ש"ח (30.09.12). לבית ההשקעות מעמד תחרותי בעסקי הליבה, פיזור במגזרי פעילות ובעל תלות נמוכה בפעילות בודדת. בית ההשקעות חילק דיבידנדים בסך 100 מיליון ש"ח בשנת 2009 ולא חילק דיבידנד בשנים 2010-2011. ברבעון השלישי של שנת 2012, אישר דירקטוריון החברה חלוקת דיבידנד בסך 50 מיליון ש"ח.

אקסלנס מנהלת נכסים (נכון ל- 31.12.2012) בקופות גמל, המסווגות כתגמולים ואישית לפיצויים, בסך כ- 10 מיליארד ש"ח, המהוות כ- 6% מכלל קופות הגמל המסווגות כתגמולים ואישית לפיצויים; קרנות השתלמות בסך של כ- 8 מיליארד ש"ח, המהוות כ- 6% מכלל קרנות השתלמות; קרנות נאמנות בסך של כ- 17 מיליארד ש"ח, המהוות כ- 10% מסך קרנות

הנאמנות; תעודות סל בסך של כ- 22 מיליארד ₪, המהוות כ- 33% מסך נכסי תעודות הסל; וניהול תיקים בסך של כ- 8 מיליארד ₪ (נכון ל- 31.12.2011).

הכנסות בית ההשקעות בשנים 2008-2012 (במיליוני ₪)

2008	2009	2010	2011	1-9/11	1-9/12	
243	222	230	219	167	154	קופות גמל וקרנות פנסיה
88	137	200	171	134	114	ניהול השקעות ⁴
111	77	120	132	100	101	תעודות סל
100	111	87	62	47	49	אחר ⁵
542	547	637	584	448	418	סה"כ

3.3. קיטון בהכנסות בשנת 2011 ושלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012

בשנת 2011 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, אקסלנס הציגה ירידה בהכנסות ביחס לתקופות המקבילות אשר נבעו בעיקר מירידה בשיעור דמי הניהול בקופות הגמל וקיטון בהכנסות מקרנות נאמנות, בעיקר בשל שינוי טעמי הציבור, אשר גרר מעבר לקרנות המאופיינות בדמי ניהול נמוכים, כגון, קרנות כספיות. מגמה דומה נצפתה בכלל הענף.

תמצית נתונים כספיים של בית ההשקעות, מיליוני ₪:

2008	2009	2010	2011	1-9/11	1-9/12	
542	547	637	584	448	418	הכנסות
242	211	231	199	155	139	רווח תפעולי
36	45	51	40	32	20	הוצאות מימון (נטו)
70	42	47	50	37	43	מיסים על הכנסה
125	129	148	108	85	74	רווח נקי (הפסד)

תמצית נתונים מאזניים של בית ההשקעות, מיליוני ₪:

2008	2009	2010	2011	30.09.2012	
12,323	18,598	20,651	21,567	26,401	סך מאזן
1,433	1,912	1,724	1,585	1,524	סך מאזן מנוכה התחייבויות בגין תעודות סל מכירות בחסר ומוצרים
645	851	795	604	534	חוב פיננסי
445	767	639	426	346	חוב פיננסי מתואם*
478	560	702	804	830	הון עצמי
33.4%	28.3%	40.1%	50.7%	54.5%	הון עצמי לסך מאזן מנוכה התחייבויות בגין תעודות סל ומוצרים מובנים
48.2%	57.8%	47.7%	34.6%	29.4%	חוב פיננסי מתואם ל- CAP מתואם*

* ללא חוב לז"ק לפעילות שוטפת (תעודות סל ומתן אשראי כחלק מפעילות חבר הבורסה)

מנתוני המאזן ניתן לגזור את רמת המינוף, הנמוכה יחסית, של בית ההשקעות. הקיטון בחוב בשנת 2011 ובשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2012, נובע בעיקר מאשראי לזמן קצר, חשיפות תוך יומיות בתעודות סל ותעודות פיקדון

⁴ הכנסות מניהול קרנות נאמנות וניהול תיקים.

⁵ הכנסות מ"אחר" כוללות הכנסות מחיתום, מוצרים מובנים, פעילות מימון, ניהול תיקים, בנקאות להשקעות, נוסטרו ועוד.



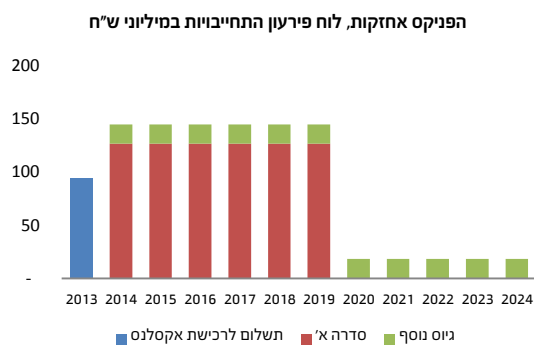
ואשראי לזמן קצר בגין, פעילות המימון דרך אקסלנס. לבית ההשקעות יתרות רווח ל- 30.09.2012 בסך כ- 758 מיליון ש"ח הניתנות לחלוקה כדיבידנד.

יחסים פיננסיים של בית ההשקעות:

2009	2010	2011	E2012	
232	255	215	201	EBITDA (מיליון ש"ח)
3.3	2.5	2	1.7	חוב פיננסי מתואם* ל-EBITDA
3.7	3.1	2.8	2.7	חוב ל-EBITDA

* ללא חוב לז"ק לפעילות שוטפת (תעודות סל ומתן אשראי כחלק מפעילות חבר הבורסה)

4. איתנות פיננסית - החברה



לחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.09.2012 כ- 758 מיליון ש"ח, באג"ח צמודת מדד, שהונפקה בשנת 2007 (בוצעה הרחבה בסך כ- 40 מיליון ש"ח בינואר 2012), ברביית שנתית של 4.5%, שתיפרע בשישה תשלומים שווים, החל משנת 2014. בהינתן גיוס של 200 מיליון ש"ח, חובה הפיננסי של החברה יגדל ל- 958 מיליון ש"ח. כחלק מעסקת רכישת אקסלנס, לחברה יתרת תשלום של כ- 94 מיליון ש"ח (נכון ל- 30.09.2012), שתשולם במהלך שנת 2013. מנתוני הפרופורמה⁶

בשנים 2014-2019, לחברה פירעון קרן אג"ח של כ- 145 מיליון ש"ח (מתואם לספטמבר 2012), כל שנה. בשנים 2020-2024, לחברה פירעון קרן אג"ח בסך כ- 18 מיליון ש"ח.

תחזית החזר החוב של החברה מתבססת על דיבידנדים מחברות מוחזקות (אקסלנס, מהדרין, גמא והמבטח), על יתרות המזומנים של החברה ומימושים, ככל שיהיו. לחברה אין שעבודים או חוב נוסף מעבר לאג"ח.

המבטח כפוף לתקנות והנחיות המפקח על הביטוח בקשר עם יכולתו לחלק דיבידנדים. לאחר שבשנים 2003-2007 חילקה הפניקס ביטוח לחברה דיבידנדים משמעותיים, בהיקף כולל של 700 מיליון ש"ח, בשנים 2008-2010 לא בוצעה חלוקת דיבידנדים מהמבטח. בשנת 2011 חילק המבטח לחברה דיבידנד בסך 80 מיליון ש"ח. בשנת 2012 לא בוצעה חלוקת דיבידנדים מהמבטח. באוגוסט 2012 דירקטוריון אקסלנס אישר חלוקת דיבידנד בסך 50 מיליון ש"ח.

הפניקס אחזקות סולו, יחסים פיננסיים במיליוני ש"ח

31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	30/09/2012	פרופורמה ⁶	
1,060	1,002	891	852	1,052	חוב פיננסי (כולל התחייבות בגין רכישת חברה מוחזקת)
2,224	2,625	2,551	2,744	2,744	הון עצמי
32.27%	27.62%	25.88%	23.70%	27.72%	חוב ל - CAP
39.81%	31.42%	27.98%	24.51%	30.26%	חוב לסך השקעה במוחזקות**
36.29%	30.02%	27.15%	24.06%	28.12%	חוב למאזן

** לרבות הלוואות ושטרי הון לחברות מוחזקות.

⁶ לתאריך 30.09.2012, תחשיב מידרוג - תוספת גיוס של 200 מיליון ש"ח.



יחס החוב הפיננסי ברוטו לשווי המאזני של נכסי החברה ליום 30.09.2012, בהנחת גיוס של 200 מיליון ₪, הינו כ- 28.12% וחוב ל- CAP של כ- 27.72%. להערכת מידרוג, יחס זה הולם את רמת הדירוג הנוכחית, בהתחשב, בין היתר, בכך שהינו מבוסס, בחלקו הגדול, על העלות בספרים של המבטח ואקסלנס. החברה שמרה בשנים האחרונות על יתרות נזילות גבוהות ביחס לתשלומי החוב (קרן וריבית) של לפחות שנה קדימה, המתאימים לרמת הדירוג, ובכוונתה להמשיך ולשמור על מדיניות זו. בהקשר זה יש לציין כי, החברה פועלת ללא מסגרות אשראי חתומות ונכון ל- 30.09.2012, לחברה 66 מיליון ₪ במזומן וני"ע סחירים (לא כולל מזומן וני"ע סחירים בחברות מוחזקות), המספיקים לתשלום קרן וריבית ל- 12 החודשים הקרובים⁷. עם זאת, לחברה צפוי תשלום של כ- 94 מיליון ₪ בגין רכישת מניות אקסלנס.

⁷ כולל שירות הריבית בגין תוספת גיוס של 200 מיליון ₪.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- יצירת מקורות תזרים פרמננטיים בהיקף משמעותי ביחס לצורכי שירות החוב.
- שיפור בפרופיל סיכון האשראי של הנכסים המוחזקים על ידי החברה.

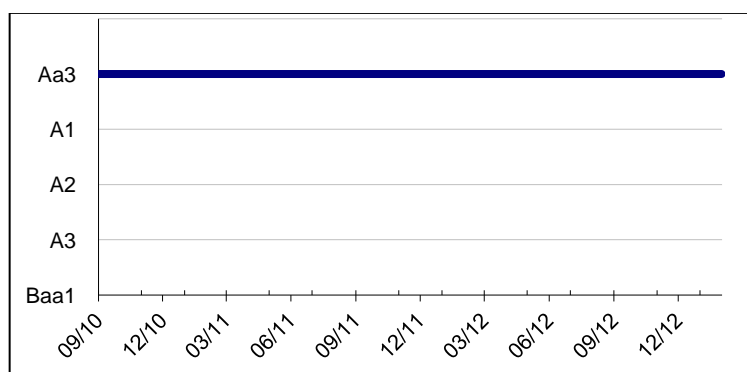
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על נזילות לצורכי פירעון החוב.
- פגיעה באיתנות הפיננסית של החברה, בין היתר, כתוצאה ממדיניות דיבידנד.
- החלשות יכולת חלוקת הדיבידנד של חברות בנות ומוחזקות, מכל סיבה שהיא, לרבות אך לא רק, כתוצאה משינויים רגולטורים.
- פגיעה משמעותית בשווי חברות בנות ומוחזקות.

אודות החברה

הפניקס אחזקות בע"מ הינה חברה ציבורית, המוחזקת על ידי קבוצת דלק (כ- 56%), מאיר חברה למכונות ומשאיות בע"מ (קבוצת שחר) (כ- 23%), אחר (1.8%) והיתר על ידי הציבור. החברה מחזיקה במלוא הון המניות של המבטח, המדורג ע"י מידרוג בדירוג איתנות פיננסית לחברת ביטוח (IFSR) בדירוג Aa1; בחברת עד 120 - מרכזי מגורים לאוכלוסייה המבוגרת בע"מ (להלן: "עד 120"); ובחברת הפניקס השקעות ופיננסים בע"מ (להלן: "פניקס השקעות"). הפניקס השקעות הינה חברת החזקות, שעיקר החזקותיה הינו אחזקה באקסלנס, מהדרין בע"מ, שהינה חברה ציבורית העוסקת בחקלאות, נכסים מניבים ושירותי אחסון בקירור, וחברת גמא ניהול וסליקה בע"מ, המתמחה במימון, ניהול וניכיון שוברי כרטיסי אשראי.

היסטוריית דירוג



חומר מקצועי רלוונטי

מועד דוח אחרון - נובמבר 2012

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - נובמבר 2011](#)

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

	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.	

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט 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") 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. 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 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. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעות, עם הדן 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.