



מנורה מבטחים החזקות בע"מ

פעולת דירוג ו אוקטובר 2011

1

מחברים:

שי מרום, אנליסט
shaym@midroog.co.il

איל גירון-גילאון, ראש צוות
evalgr@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 מודיעה על מתן דירוג Aa3 באופק יציב לאגרות חוב בסך של עד¹ 200 מיליון ₪ שבכונת מנורה מבטחים החזקות בע"מ (להלן: "החברה") לגייס, בדרך של הנפקת אגרות חוב (הרחבת סדרה א' או הרחבת סדרה ב'). תמורת גיוס אגרות החוב מיועדת להשקעה בחברה הבת מנורה מבטחים ביטוח בע"מ (להלן: "המבטח" או "מנורה ביטוח") באמצעות כתבי התחייבות נדחים וכהון משני מורכב. עד למועד העברת כספי הגיוס למבטח, החברה תשקיע לפחות 75% מסך הגיוס באגרות חוב ממשלתיות ואגרות חוב קונצרניות בעלות דירוג השקעה גבוה.

מידרוג מותירה את דירוג האג"ח, סדרות א' ו-ב' של החברה, על כנו.

הדירוג לוקח בחשבון את השינוי המבני המתוכנן בקבוצה, לפיו, בהתאם לתוכניות החברה, תחולק מנורה מבטחים פנסיה בע"מ (להלן "מנורה פנסיה"), כדיבידנד בעין לחברה וזאת, בתוך שנה ממועד דוח זה.

אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה ומדרגות על ידי מידרוג:

שנת פירעון	יתרה בספרים 30/06/2011 (במיליוני ₪) ²	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ג. 14/09/2011 (במיליוני ₪)	מס נ"ע	סדרה
2011-2019	638	מדד	4.28%	489	5660048	א'
2018-2022	264	מדד	4.5%	250	5660055	ב'

שיקולים עיקריים לדירוג

הדירוג מתבסס על המתודולוגיה של Moody's לדירוג חוב בחברות אחזקה בביטוח. על פי מתודולוגיה זו, דירוג החוב של חברת האחזקות נקבע ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח ולהערכת האיתנות של מנורה פנסיה וליכולתה לחלק דיבידנדים. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיות המבניות. בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת נזילות ומידת הגמישות הפיננסית.

דירוג ההתחייבויות של החברה מבוסס, כאמור, על הערכת האיתנות הפיננסית של האחזקות העיקריות - מנורה ביטוח ומנורה פנסיה.

האיתנות הפיננסית של מנורה ביטוח מוערכת על ידי מידרוג כגבוהה, בהתבסס על המאפיינים הבאים: מנורה ביטוח הינה אחת מחמשת חברות הביטוח המובילות בישראל. לאחר השינוי המבני³, משתנה תמהיל העסקים של המבטח למוטה ביטוח כללי, המאופיין בתחרות חריפה ובתנודתיות הרווחים, בין השאר, על רקע השפעת שוק ההון. רווחיות המבטח בביטוח הכללי דומה למוצע הענף בשנים האחרונות ואף טובה במעט מהמוצע בענף רכב רכוש, עם נתח שוק במונחי פרמיות, של כ- 11.5%. נתח השוק של המבטח, לאחר השינוי המבני (ללא נכסי הפנסיה), הינו כ- 3% מהיקף נכסי החיסכון לטווח ארוך⁴. יש לציין כי, למבטח שיעור עודפי הון גבוהים ביחס לענף (גם ללא נכסי הפנסיה).

¹ בכונת החברה לגייס אג"ח בהיקף של עד 300 מיליון ₪, באופן ישיר באמצעות החברה (עד לסך שלא יעלה על 200 מיליון ₪) באמצעות המבטח, או בשילוב ביניהן.

² כולל חלויות שוטפות.

³ החברה פועלת להעברת הבעלות הישירה על מנורה פנסיה, כך שבסיום המהלך מנורה פנסיה תהיה תחת החברה.

⁴ נתח השוק של המבטח (12 מיליארד ₪ - ללא הפנסיה) ביחס לסך נכסי החיסכון לטווח ארוך (405 מיליארד ₪ - כולל נכסי הפנסיה) - סך נכסי הפנסיה כ- 98 מיליארד ₪, סך נכסי הגמל כ- 166 מיליארד ₪, סך נכסי ביטוח החיים כ- 141 מיליארד ₪.



בהערכת האיתנות של מנורה פנסיה, מתבססת מידרוג על מעמד החברה בתחום החיסכון הפנסיוני, עם היקף נכסים מנוהל בסך כ-36.6 מיליארד ש"ח, נכון ל-31.07.2011 ונתח שוק של כ-37.4% 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, העברת הבעלות הישירה על חברת ניהול הפנסיה כאמור, עשויה לתרום לחיזוק הגמישות הפיננסית של החברה ומאידך, מקטינה את רווחיות המבטח ועלולה ליצור, במידת הצורך, צרכי השלמות הון למבטח.

בקביעת דירוג החוב של החברה ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של המבטח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- 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, שיעורי עודפי ההון גבוהים ביחס לענף.
- הצהרת החברה לשמירה על יתרות נזילות ומקורות תזרימים נוספים.
- תיק ביטוח 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	30/06/2011	פרפורמה*	
1,272	1,814	2,316	2,216	1,830	מנורה ביטוח
-	-	-	-	**586	מנורה פנסיה
85	240	230	232	232	מנורה פיננסים
165	169	219	237	237	מנורה נדל"ן
1,522	2,223	2,765	2,685	2,885	סך השקעה במוחזקות
177	225	280	333	333	השקעות בני"ע
112	47	9	43	43	מזומנים ושווי מזומנים
1,897	2,607	3,182	3,184	3,184	סך נכסים במאזן
588	610	883	902	1,102	אגרות חוב
1,272	1,950	2,253	2,242	2,242	הון עצמי
(232)	403	282	56	56	רווח נקי (הפסד)
(400)	672	301	(11)	(11)	רווח כולל (הפסד כולל)
56	54	55	41	41	הוצאות ריבית ומטה
-	-	-	100	100	דיבידנדים שהתקבלו
-	-	-	-	-	מחברות מוחזקות
-	-	-	-	-	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות

*לאחר גיוס 200 מיליון ₪ והעברת הפנסיה, 30.06.2011

**בהנחת חלוקת דיבידנד ממנורה פנסיה למבטח בסך כ- 350 מיליון ₪

התפתחויות עיקריות

שינוי מבני בקבוצה

בכוונת המבטח לחלק את מניות מנורה פנסיה, כדיבידנד לחברה. להערכת מידרוג, העברת הבעלות הישירה על חברת ניהול הפנסיה כאמור, עשויה לתרום לחיזוק הגמישות הפיננסית של החברה ומאידך, מקטינה את רווחיות המבטח ועלולה ליצור בנסיבות מסוימות צורך בהשלמות הון למבטח. בהקשר זה יש לציין כי, נכון למועד דוח זה, למבטח עודפי הון גבוהים ביחס לענף וזאת, ללא פעילות הפנסיה. להערכת החברה, קיימת למבטח יכולת גיוס הון משני גם ללא תלות בחברה.

מידרוג תמשיך ותבחן את פעילות המבטח בביטוח חיים וחיסכון ארוך טווח וביטוח הבריאות ואת שמירת המבטח על עודפי ההון הגבוהים ביחס לענף ועל תנודתיות נמוכה בעודפי ההון. נציין, כי לאחר חלוקת מנורה פנסיה כ"דיבידנד בעין", חלקו של הביטוח הכללי במבטח עולה.

מנורה פנסיה פועלת כחברה מנהלת של קרנות פנסיה ומנהלת את קרנות הפנסיה "מבטחים החדשה" (היקף נכסים בסך כ-36.3 מיליארד ₪, נכון ל- 31.07.2011) ו"מבטחים החדשה פלוס" (היקף נכסים בסך כ- 327 מיליון ₪, נכון ל- 31.07.2011) 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- 37.6% 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, במחצית הראשונה של שנת 2011, עמדו על כ- 153 מיליוני ₪ וזאת ביחס להכנסות בסך כ- 130 מיליוני ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בין



השנים 2008-2011, למנורה פנסיה גידול בהכנסות מדמי ניהול בשיעור ממוצע של כ- 13% בשנה. שיעור דמי הניהול הנגבים מממוצע הנכסים המנוהלים השנתי, עומד בממוצע על כ- 1% (2008-2010). המבטח מעניק למנורה פנסיה שירותי גביה ותפעול שבגינם מנורה פנסיה משלמת דמי ניהול.
כתוצאה מהשינוי המבני, כמתואר לעיל, החברה מעריכה כי הכנסותיה הישירות ממנורה פנסיה צפויות לגדול.

עודפי ההון במבטח

ההון העצמי הנדרש מהמבטח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2010 חל גידול בהון הראשוני של המבטח, בסך של כ- 508 מיליון ₪, כתוצאה מגידול ברווח שנרשם במהלך התקופה והזרמת הון של 250 מיליון ₪. במקביל, גדל ההון הנדרש מהמבטח, בדומה לכל חברות הביטוח, כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, אשר צפוי להיות מושלם עד סוף 2011. נכון לפרופורמה⁵, למבטח קיים עודף הון בסך של 522 מיליון ₪. כמו כן, עודף ההון של המבטח, לפי התקנות כפי שתהיינה בסוף דצמבר 2011, עומד על כ- 335 מיליון ₪.

המבטח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ₪

31/12/2009	31/12/2010	30/06/2011	פרופורמה	
1,792	1,821	1,835	NA	הון נדרש לפי תקנות קודמות
1,980	2,245	2,390	1,855	הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן*
1,805	2,313	2,207	1,621	הון ראשוני קיים
706	610	556	756	הון משני מוכר
2,511	2,922	2,764	2,378	ההון המחושב (הון ראשוני + הון משני ושלישוני מוכר)
531	678	373	522	עודף הון ליום הדוח הכספי **
27%	30%	16%	28%	שיעור עודף הון ביחס לנדרש
39%	26%	25%	47%	הון משני ושלישוני / הון ראשוני
2,418	2,527	2,575	2,042	הון נדרש לפי תקנות הון מלאות**
93	396	188	335	עודף הון ביחס לנדרש לפי תקנות הון מלאות**
4%	16%	7%	16%	עודף הון ביחס לדרישות מלאות
				**תקנות הון מתוקנות המאומצות באופן מלא

אימוץ תקנות הון מתוקנות

כחלק מהליך מדורג של אימוץ תקנות הון מתוקנות, נוספו לדרישות ההון הקיימות בחברות ביטוח דרישות הון בגין הקטגוריות הבאות: תוכניות מבטיחות תשואה, שאין כנגדן אגרות חוב מיועדות; סיכונים תפעוליים; סיכוני אשראי כשיעור מהנכסים, לפי מידת הסיכון שנקבעה לנכסים השונים; סיכוני קטסטרופה בעסקי ביטוח כללי; סיכונים בגין ערבותיות; החזקות המבטח בפעילות קופות גמל ובחברות מנהלות של קופות גמל וקרנות פנסיה. במסגרת התיקון נמחקה ההגדרה "הון בסיסי" ושונו הגדרות הון ראשוני ומשני. כן התווסף הון שלישוני, המהווה רובד נוסף להון העצמי. הגדרת הון משני ושלישוני התפרסמו בחוזר של המפקח על הביטוח.

מנורה מבטחים פיננסיים

עיקר פעילותה של מנורה מבטחים פיננסיים בע"מ (להלן: "פיננסיים") הינו ניהול נכסים בקרנות נאמנות וקופות גמל. נכון ל-31.08.2011 מנהלת פיננסיים קופות גמל עם היקף נכסים של כ- 13 מיליארד ₪, מתוכם כ- 4 מיליארד ₪ בקרנות השתלמות. מרבית הרווח של פיננסיים נובע מניהול קופות הגמל, קרנות ההשתלמות וקרנות נאמנות. כמו כן, פיננסיים מנהלת כ-5 מיליארד ₪ בקרנות נאמנות. ההכנסות מהשקעות (ראה להלן), נובעות בעיקר מפעילות ניהול מסלולי קופות גמל מבטיחות תשואה, שהינה פעילות מאוזנת לאורך זמן.

⁵ ללא פעילות הפנסיה ובתוספת הון משני מורכב בסך כ- 200 מיליון ₪ שיוזרמו ע"י החברה.

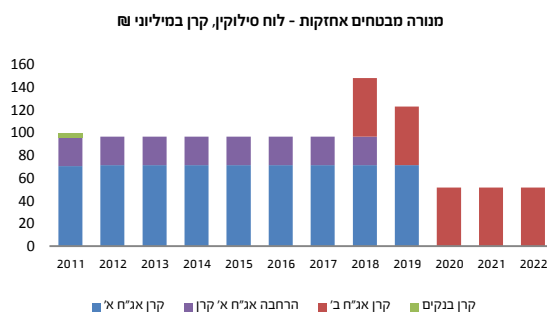
להערכת מידרוג, התבססות פיננסים על תמהיל עסקים, המוטה ניהול נכסים לטווח בינוני עד ארוך והתבססות על מרכיב גבוה ויציב של הכנסות מדמי ניהול, מהווה מקור תזרימי יציב לאורך זמן. בשל תמהיל עסקים זה, לטעמי הלקוח לסיכון ולתנודות שוק ההון, אין השפעה משמעותית על תוצאות פיננסים ביחס לענף בתי ההשקעות. עם זאת, ענף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

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

2008	2009	2010	H1/10	H1/11	
56	61	84	39	46	ניהול קרנות נאמנות
49	63	76	37	42	ניהול קופות גמל
5	10	13	7	4	עמלות חיתום
2	2	3	2	2	ניהול תיקי השקעות
248	418	333	133	195	השקעות
360	555	509	218	289	סך הכנסות
33	40	53	25	32	עמלות הפצה, תפעול ודמי ניהול
91	74	91	42	51	מכירה, שיווק, הנהלה וכלליות ואחרות
305	347	293	113	195	רווחים שנזקפו לעמיתי קופ"ג מבטיחות תשואה
429	461	437	180	278	סך הוצאות
-86	79	59	33	6	רווח (הפסד) לפני מסים על הכנסה
-75	59	41	23	6	רווח נקי (הפסד)

איתנות פיננסית - מנורה מבטחים החזקות

להחברה חוב פיננסי, שיתרתו ליום 30.06.2011 הינה כ- 906 מיליון ₪, מתוכם כ- 902 מיליון ₪ אגרות חוב והיתר - הלוואה מתאגיד בנקאי. עם תוספת גיוס של 200 מיליון ₪ ופירעון שבוצע ביולי 2011 חובה הפיננסי של החברה יגדל ל- 1,034 מיליון ₪. בשנת 2012, בהנחה שהגיוס יבוצע בסדרה א', החברה תידרש לפרוע כ- 142 מיליון ₪ ריבית וקרן לאג"ח.



בשיקולי הדירוג של החברה נלקחו בחשבון, בין היתר, רמת המינוף ורמת הנזילות. יחס החוב הפיננסי ברוטו למאזן, ליום 30.06.2011, הינו כ- 28.4%. לאחר גיוס של 200 מיליון ₪, יחס זה יגדל לשיעור של כ- 33.6%. להערכת מידרוג, יחס זה הולם את רמת הדירוג הנוכחית, בהתחשב גם בכך שהמבטח ומנורה פנסיה אינם מוצגים מאזנית בשווים בשוק. מידת הגמישות הפיננסית של

החברה מוערכת כגבוהה, בין היתר, בשל הגמישות הפיננסית כתוצאה מאחזקה ישירה במנורה פנסיה. תחזית החרז 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.



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 11.09.2011 לחברה מזומנים בגובה של כ- 26 מיליון ₪, תיק השקעות סחיר, בשווי הוגן של כ- 254 מיליון ₪, המורכב ברובו מאגרות חוב קונצרניות בישראל, ברמת דירוג בינונית, לצד פיזור גבוה ונדל"ן להשקעה בשווי של כ- 103 מיליון ₪. בנוסף, לחברה מסגרת אשראי חתומה בלתי מנוצלת של 40 מיליון ₪.

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 ₪.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

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

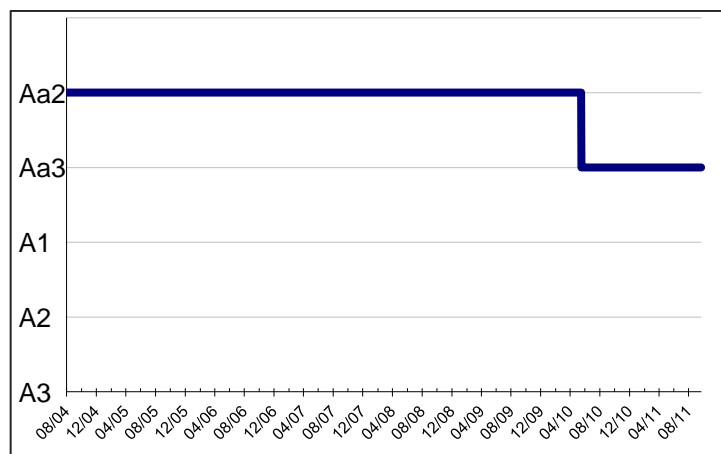
גורמים אשר עלולים להוביל להורדת הדירוג:

- 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 תכופ 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.
- אי חלוקת מנורה פנסיה כדיבידנד לחברה, בהתאם לתוכניות החברה כפי שהוצגו, בתוך תקופה של שנה.

אודות החברה

מנורה החזקות הינה חברה ציבורית שמניויתיה נסחרות בבורסה של תל אביב. עיקר פעילותה הינה החזקה במניות מנורה ביטוח, 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

[מנורה מבטחים ביטוח - מעקב שנתי - מרץ 2011](#)

[מתודולוגיית דירוג - חברות ביטוח - יוני 2009](#)

[חשיפת חברות הביטוח לנזקים בשוקי 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.

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

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") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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 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.