



הכשרה החזקות ביטוח בע"מ

פעולת דירוג ויולי 2013

1

מחברים:

רו"ח דביר וולף - אנליסט
dvirw@midroog.com

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

אנשי קשר:

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



הכשרה החזקות ביטוח בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa3	אג"ח (סדרה ד')
-------------------	------	----------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa3 באופק שלילי לאגרות חוב בסך של עד 20 מיליון ₪ שבכוונת הכשרה החזקות ביטוח בע"מ (להלן: "החברה") לגייס, בדרך של הרחבת סדרה ד' (להלן: "הגיוס"). הצבת האופק השלילי בוצעה על רקע נזילות חלשה בחברה, אי שמירה עקבית על עודפי הון מספקים וגמישות נמוכה בניהול עודפי הון בהכשרה חברה לביטוח בע"מ (להלן: "הכשרה ביטוח" או "המבטח"), אל מול תנודתיות בתוצאותיה.

להלן אגרות החוב שהונפקו על ידי החברה עד למועד דוח זה ומדרגות על ידי מידרוג:

שנות פירעון	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרה בספרים ליום 30.06.2013 (במיליוני ₪) ¹	מס ני"ע	סדרה
2014 - 2021	מדד	9.2%	127	5080098	ד'

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. הדירוג של חברת האחזקה נמוך מדירוג האיתנות הפיננסית של חברת הביטוח, בשל הנחיתות המבנית ביחס לחברת הביטוח. כמו כן, רמת הנזילות של החברה הינה נמוכה והחברה מסתמכת על דיבידנדים מהמבטח לצורך שירות החוב.

בשיקולי קביעת הדירוג של חברת האחזקות נלקחים בחשבון פרמטרים נוספים, דוגמת רמת נזילות ומידת הגמישות הפיננסית.

דירוג החוב של הכשרה החזקות מתבסס בעיקר על דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח³. דירוג הכשרה ביטוח משקף את תמהיל העסקים בה, המוטה ביטוח כללי בכלל וענפי הרכב בפרט, המאופיינים בתחרות חריפה, תנודתיות רווחים וגודלה הבינוני של הכשרה ביטוח בענפים אלה. כמו כן, הדירוג משקף את צמיחת הכשרה ביטוח בענף ביטוח החיים וחסכון לטווח ארוך ובביטוח הכללי, מדיניות ההשקעות בתיק הנוסטרו, לרבות איכות הנכסים, הלימות ההון, הרווחיות, הגמישות והאיתנות הפיננסית.

החברה תלויה במקור תזרימי (דיבידנדים מהמבטח) אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שווקי ההון. מדיניות ההשקעות של המבטח ממתנת במידת מה, סיכון זה. מידרוג מעריכה כי חובות החברה, מועדי פירעונם ושיעור האחזקה של החברה במבטח (כ- 53.6%), יוצרים לחץ לחלוקת דיבידנדים מהמבטח, אשר פוגע ברמה מסוימת בעודפי ההון של המבטח ובאיתנותו. יש לזכור כי חלוקת דיבידנד מהמבטח כפופה לאישור הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון (להלן: "המפקח"), כאשר חלוקת הדיבידנדים מקטינה את שיעור עודפי ההון מתחת ל- 15%. בנוסף, נלקחת בחשבון מידת התמיכה, במקרה הצורך, של בעל השליטה בחברה.

לצורך תשלום ריבית האג"ח בינואר 2013, ניצלה החברה את מלוא יתרות הנזילות שלה. סך שירות החוב של החברה בינואר 2014 הינו כ- 27 מיליון ₪. בתוספת הגיוס סך שירות החוב יעמוד על כ- 30 מיליון ₪. החברה הצהירה כי מטרת הגיוס הינה מילוי חלקי של כרית הביטחון ומחזור חוב. להערכת מידרוג, לאור מבנה האחזקות ותחזיות החברה לחלוקת דיבידנדים מהמבטח, קשיי הנזילות צפויים להמשיך וקיימת סבירות נמוכה כי תועמד שנה מראש כרית פרמננטית בגובה

¹ כולל חלויות שוטפות, במונחי מדד מאי 2013.

² הריבית המשוקללת לשנת 2013 הינה 9.13%.

³ הכשרה ביטוח מדרגת בדירוג A3 באופק שלילי.



תשלום חוב של קרן וריבית. עם זאת, צפויה הקלה מסוימת בשנת 2014, כתוצאה משחרור עתודות בביטוח החובה במבטח, כמפורט בהמשך.

הצבת האופק השלילי בוצעה על רקע נזילות חלשה בחברה, אי שמירה עקבית על עודפי הון מספקים וגמישות נמוכה בניהול עודפי ההון במבטח, אל מול תנודתיות בתוצאותיו. ביטול עתודת עודף הכנסות על הוצאות בהכשרה ביטוח (כמפורט בהמשך), צפוי לשפר את עודפי ההון בה ואת יכולתה לחלק דיבידנדים לחברה. עם זאת, חלוקת דיבידנדים אגרסיבית על מנת לשרת את החוב בחברה, עלולה להוביל לפגיעה בדירוג המבטח. בקביעת דירוג החוב של הכשרה החזקות ביחס לדירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח, ניתן משקל עיקרי לפרמטרים הבאים:

- נחיתות מבנית של החוב בחברה ביחס להתחייבויות חברת הביטוח לבעלי הפוליסות ולנושים נוספים.
- תלות החברה במקור תזרימי יחיד, אשר כפוף למגבלות רגולטוריות ונתון בקורלציה גבוהה עם שווקי ההון.
- נזילות נמוכה של החברה, המתבטאת בהיעדר יתרות נזילות, ובהסתמכותה על מקורות חיצוניים.
- גמישות פיננסית נמוכה, הנובעת ממגבלה על שעבוד מניות חברת הביטוח, כחלק מתנאי היתר השליטה במבטח. כמו כן, נלקח בחשבון כי תיק ביטוח הינו נכס בעל סחירות בשוק הביטוח.

קישור: הכשרה חברה לביטוח בע"מ - מעקב, פברואר 2013

הכשרה ביטוח - תוצאות כספיות עיקריות, במיליוני ₪

2010	2011	2012	Q1/12	Q1/13	
15	2	12	3	6	רווח (הפסד) לפני מס מביטוח חיים וחיסכון לטווח ארוך:
51	(45)	41	29	13	רווח (הפסד) לפני מס מעסקי ביטוח כללי, מזה:
47	(25)	28	24	8	רווח (הפסד) מביטוח רכב חובה
(9)	(35)	(10)	(2)	2	רווח (הפסד) מביטוח רכב רכוש
13	15	23	6	3	רווח (הפסד) מביטוח כללי אחר
2	(13)	8	1	1	רווח (הפסד) לפני מס שלא בעסקי ביטוח
45	(44)	42	22	13	רווח (הפסד) נקי לתקופה, נטו ממס
3	(3)	3	0	0	רווח (הפסד) כולל אחר לתקופה, נטו ממס
48	(47)	45	22	13	רווח (הפסד) כולל לתקופה, נטו ממס

נתונים המיוחסים לחברה (סולו) מתוך הדוחות הכספיים המאוחדים, במיליוני ₪

2010	2011	2012	31/03/12	31/03/13	30/06/13 פרופורמה ⁴	
178	144	151	151	158	159	השקעות בחברות מאוחדות
126	136	134	135	134	154	חוב פיננסי
49	7	17	16	21	26	הון עצמי
2010	2011	2012	1-3/12	1-3/13		הוצאות מימון
(14)	(14)	(14)	(3)	(3)		רווח (הפסד) כולל
10	(43)	10	9	4		דיבידנדים שהתקבלו
17	7	17	4	-		דיבידנדים ששולמו
-	-	-	-	-		

⁴ הפרפורמה מביאה לידי ביטוי תקבול דיבידנד בסך כ- 7.5 מיליון ₪, גיוס חוב של 20 מיליון ₪ וחלקה של החברה ברווחי הכשרה ביטוח.

התפתחויות עיקריות

ביטול עתודת עודף הכנסות על הוצאות

עתודת עודף הכנסות על הוצאות (להלן: "העתודה") בענפי רכב חובה וחבויות, מחושבת כהפרש בין הוצאות בשייר עצמי להכנסות בשייר עצמי, בתוספת הכנסות מהשקעות (להלן: "העודף"). בהתאם לרגולציה הקיימת כיום, מכירה חברת הביטוח בעודף שנוצר לה רק לאחר 3 שנים, למעט הכנסות מהשקעה המוכרות באופן מיידי, במידה וגבוהות מ- 3% ריאלי לשנה. בינואר 2013 פרסם משרד האוצר חוזר "חישוב עתודות ביטוח כללי", שעיקרו שינוי השיטה בה מחושבת העתודה לענפי הביטוח הכללי ולמעשה, ביטול העתודה, אשר יאפשר לחברות הביטוח להכיר בעודף באופן מיידי.⁵ ההנחיות בנושא יכנסו לתוקף החל מהדוחות הכספיים ליום 31.03.2014 ויאפשרו לחברות הביטוח להכיר בחלק מהעתודה הקיימת כהכנסה חד פעמית. עפ"י הודעת משרד האוצר, התיקון נובע מהתפתחויות שחלו בשנים האחרונות באופן הערכת העתודות ולאור גידול בכמות המשאבים, הידע והניסיון של חברות הביטוח בתחום. נכון ליום 31.12.2012, סך העתודה לפני מס במבטח עומדת על כ- 45 מיליון ₪. תחזית החברה לסוף שנת 2013 היא כי העתודה תעמוד על היקף דומה.

הקצאה פרטית לקרן השקעות

באוגוסט 2011 החברה ביצעה הקצאה פרטית של אגרות חוב, בסך כ- 10 מיליון ₪, בדרך של הרחבת סדרה ד'. תנאי אגרות החוב זהים לתנאי אגרות החוב של סדרה ד'. ההקצאה שימשה בעיקר למילוי כרית ביטחון שעליה התחייבה החברה. החברה ניצלה כרית ביטחון זו על מנת לשרת את תשלום החוב בינואר 2012.

הלימות ההון בהכשרה ביטוח

ההון העצמי הנדרש מהכשרה ביטוח הינו הכרית הזמינה ביותר לספיגת הפסדים והוצאות תפעוליות. במהלך שנת 2012 חל גידול בהון המוכר של הכשרה ביטוח בסך כ- 17 מיליון ₪, כתוצאה מרווח כולל שנרשם בתקופה בסך כ- 45 מיליון ₪ אשר קוזז בחלקו ע"י חלוקת דיבידנד בסך כ- 32 מיליון ₪ והכרה בכתבי התחייבות נדחים שלא היו מוכרים כתוצאה ממגבלות הון ראשוני.⁶

נכון ל- 31.03.2013, לחברה עודף הון בסך של כ- 29 מיליון ₪, שהינם עודף בשיעור כ- 7% מההון הנדרש. עם זאת, באפריל 2013, חילקה הכשרה ביטוח דיבידנד בסך של 14 מיליון ₪ אשר גרר קיטון בעודפי הון לכ- 15 מיליון ₪ (שהינם עודף בשיעור כ- 3% מדרישת הון). נכון לדוחות הרבעון הראשון של שנת 2013 ולאחר חלוקת הדיבידנד, לחברה יכולת גיוס הון משני נוסף בסך כ- 7 מיליון ₪ כך שלאחר גיוס עודף הון בחברה יעמוד על כ- 22 מיליון ₪ (שהינם עודף בשיעור כ- 5% מדרישות הון). במהלך הרבעון השני של 2013, הכשרה ביטוח פרעה הון שלישוני בסך כ- 37 מיליון ₪ וגייסה הון שלישוני בסך כ- 60 מיליון ₪.

לאחר גיוס הון השלישוני, הכשרה ביטוח גייסה את מלוא ההון המשני והשלישוני המוכר ע"י המפקח על הביטוח.⁵ להערכת מידרוג, תגודתיות בשווקים עלולה להעיב על תוצאות הכשרה ביטוח, ולפגוע בהון הראשוני ובעודפי הון של הכשרה ביטוח וליצור צורך נוסף להשלמת הון. מדיניות ההשקעות של הכשרה ביטוח בתיק הנוסטרו והאלמנטרי, ממתנת סיכון זה. בנוסף, על מנת לחלק דיבידנדים לחברת האם ללא אישור המפקח, על הכשרה ביטוח לעמוד בעודף הון בשיעור 15% לאחר ביצוע החלוקה. אי עמידה בעודף עלולה למנוע מהכשרה ביטוח חלוקת דיבידנד וליצור קושי בשירות החוב של החברה.

⁵ על אף ביטול העתודה, האקטואר של חברת הביטוח מחויב לשמור על עתודה, בהתאם להערכות סטטיסטיות.

⁶ סך ההון המשני המוכר ע"י החברה מוגבל לכ- 66.7% מסך ההון הראשוני המוכר.

הכשרה ביטוח, נתונים על מבנה ההון, במיליוני ש"ח

2010	2011	2012	1-3/13
390	462	424	444
292	268	281	294
103	179	183	180
396	446	464	474
6	-15	40	29
1%	-3%	9%	7%
35%	67%	65%	61%

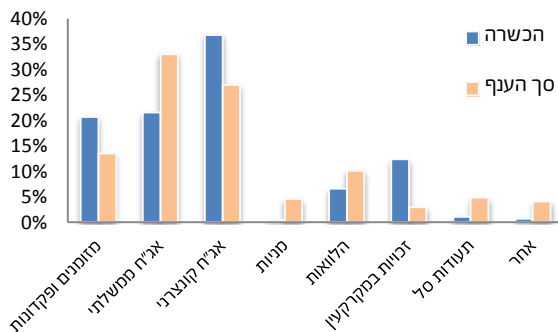
הון נדרש לפי תקנות מתוקנות ליום המאזן
הון ראשוני קיים
הון משני ושלישוני מוכר
סך ההון המחושב (ראשוני + משני ושלישוני מוכר)
עודף (חוסר) הון ליום הדוח הכספי
שיעור (חוסר) עודף הון ביחס לנדרש
הון משני ושלישוני / הון ראשוני

תיק הנוסטרו מוטת מזומנים ופיקדונות

להכשרה ביטוח תיק נוסטרו (אלמנטארי והון)⁷ ליום 31.03.2013 בסך כ- 1.9 מיליארד ש"ח, המהווה נכסי השקעה פיננסיים, המוחזקים כנגד ההון העצמי וההתחייבויות בביטוח הכללי.

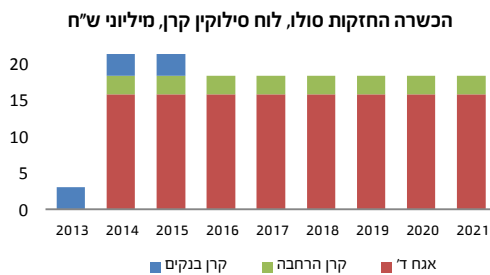
בהשוואה לענף, התפלגות ההשקעות בתיק הנוסטרו (אלמנטארי והון) של המבטח ליום 31.03.2013, מוטת מזומנים ופיקדונות (21% מהנכסים, לעומת 14% בענף) נכסי מקרקעין (12% מהנכסים, לעומת 3% בענף), אג"ח קונצרני (36% מהנכסים, לעומת 25% בענף) ובעל משקל נמוך

תיק הנוסטרו של החברה בהשוואה לענף, 31.03.2013



באג"ח ממשלתי (21% מהנכסים, לעומת 33% בענף) ומניות (0.4% מהנכסים, לעומת 5% בענף). החברה נחשפת למניות בישראל גם דרך השקעתה בתעודות סל, אך באופן שמרני ביחס לנהוג בענף (1% מהנכסים, לעומת 5% בענף). בענפי החבוביות, להכשרה ביטוח התחייבות רגולטורית של תשואה שנתית ריאלית בשיעור 3%, בשנים בהן מחושבת הצבירה. ליום 31.03.2013, סך העתודה בענפי החבוביות עומדת על כ- 1,150 מיליון ש"ח. כנגד התחייבות זו, למבטח אג"ח קונצרני המוגדר כמוחזק לפידיון בסך כ- 393 מיליון ש"ח, וכ- 374 מיליון ש"ח באג"ח ממשלתיים. זאת, בנוסף לכ- 382 מיליון ש"ח במזומנים ופיקדונות. להערכת המבטח, השקעה בפיקדונות ובאג"ח המוחזק לפידיון תתרום לעמידה בהתחייבות זו ותקטין את השפעת תנודות שוק ההון על תוצאותיה.

איתנות פיננסית - הכשרה החזקות



להכשרה החזקות חוב פיננסי, שיתרתו ליום 31.03.2013 הינה כ- 134 מיליון ש"ח, מתוכם כ- 125 מיליון ש"ח אגרות חוב (סדרה ד') והיתרה - הלוואות מתאגידים בנקאיים (ז"ק - 3 מיליון ש"ח; ז"א - 6 מיליון ש"ח). קרן האג"ח תשולם בשמונה תשלומים שנתיים שווים, החל מינואר 2014. בהיתן גיוס נוסף של כ- 20 מיליון ש"ח, יתרת האג"ח תעמוד על כ- 145 מיליון ש"ח. יתרת החוב הבנקאי תיפרע ב- 3 תשלומים שנתיים שווים בסך כ- 3 מיליון ש"ח, עד לפירעון מלא בשנת 2015.

⁷ נוסטרו הון מתייחס להשקעות העצמיות של החברה. נוסטרו אלמנטארי מתייחס להשקעת עתודות הביטוח הכללי.



בנובמבר 2012 החברה פרעה חוב פיננסי לבנקים, בהיקף של כ- 3 מיליון ₪, בנוסף להוצאות מימון בסך של כ- 0.4 מיליון ₪. בינואר 2013 החברה שילמה כ- 10.9 מיליון ₪ ריבית לאג"ח (סדרה ד'), בהתאם ללוח הסילוקין. ליום 31.03.2013, לחברה יתרות נזילות בסך של כ- 365 אלפי ₪. נכון למועד הדוח, לאחר חלוקת הדיבידנד מהמבטח, לחברה יתרות נזילות בסך כ- 7.3 מיליון ₪ במלווה קצר מועד (מק"ם).

לצורך תשלום הריבית בינואר 2013, החברה ניצלה את מלוא היתרות הנזילות שלה. נציין כי המקור השוטף היחיד לשירות החוב בחברה בשנים הקרובות, הינו דיבידנדים מהכשרה ביטוח. בהקשר זה יש לציין כי חלקה של החברה בדיבידנד מהמבטח עומד על כ- 53.6%.

יחס החוב הפיננסי לשווי החזקת החברה בהכשרה ביטוח ליום 31.03.2013 עומד על כ- 85%, לעומת כ- 89% בסוף שנת 2012. הקיטון נובע בעיקר כתוצאה מעליית ערכה של הכשרה ביטוח בספרי החברה. על בסיס הפרופורמה, ליום 30.06.2013 עומד יחס זה על כ- 94%. גידול זה נובע בעיקר כתוצאה מהגיוס הנוסף.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג או לייצב את האופק:

- שמירה על יתרות נזילות משמעותיות ביחס לצורכי שירות החוב לאורך זמן
- הרחבה והגדלה של מקורות תזרים המזומנים הפרמננטי
- חיזוק דירוג האיתנות הפיננסית של הכשרה ביטוח

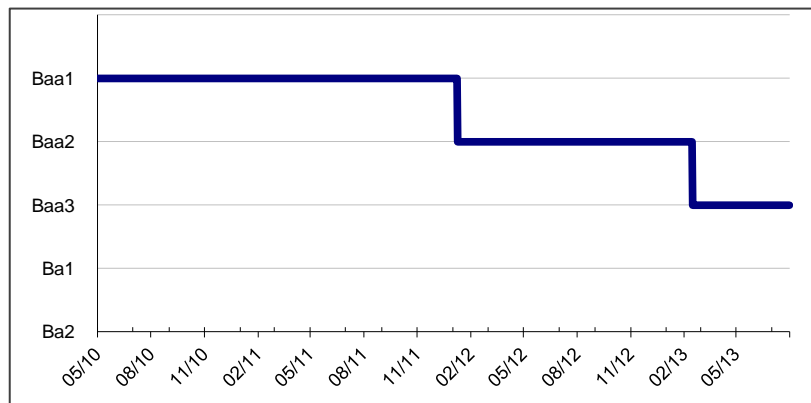
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי שמירה על רמת נזילות סבירה ביחס לצורכי פירעון החוב.
- היחלשות יכולתו של המבטח לחלק דיבידנדים לחברה
- עלייה בחוב הפיננסי ועלייה ברמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס חוב פיננסי נטו להשקעות
- חלוקת דיבידנדים שיש בה לפגוע בנזילות או באיתנות הפיננסית של החברה

אודות החברה

הכשרה החזקות ביטוח בע"מ הינה חברת אחזקות פרטית, שאחזקתה היחידה הינה בהכשרה ביטוח (53.6%), חברת ביטוח ישראלית, הפועלת בתחומי הביטוח הכללי וביטוח החיים וחסכון לטווח ארוך בישראל. הכשרה החזקות מוחזקת ע"י מר אלי אלעזרא, אשר רכש את השליטה בה (88.2%) בחודש פברואר 2006 באמצעות אלעזרא החזקות, מידי קבוצת הכשרת הישוב, בתמורה לסך של כ-90 מיליון ₪ (כ-60 מיליון ₪ מתוכם מומנו בחוב בנקאי והיתר בהלוואת בעלים). במהלך השנים הגדילה אלעזרא החזקות את החזקותיה בהכשרה החזקות ל-99.02%. כמו כן, מחזיק מר אלי אלעזרא, בעל השליטה באלעזרא החזקות, בהכשרה החזקות במישרין שיעור נוסף של 0.98%. אלעזרא החזקות הינה חברת אחזקות פרטית המחזיקה בנוסף להכשרה החזקות, גם באפרידר החברה לשיכון ופיתוח ישראל בע"מ (90%), חברה פרטית העוסקת בייזום, תכנון ופיתוח נדל"ן למגורים. אפרידר מחזיקה בכ-34.67% נוספים בהכשרה ביטוח וב-100% מהון המניות של אלבר שרותי מימונית בע"מ ("אלבר"), חברה פרטית, העוסקת בהחכרת כלי רכב בשיטת הליסינג התפעולי.

על פי נתוני הדוחות הכספיים ליום 31 בדצמבר 2012 שפרסמו חברות ביטוח הפועלות בישראל, מהווה הכשרה ביטוח כ-5.1% משוק הביטוח הכללי בארץ וכ-2.2% משוק ביטוח החיים בארץ.



חומר מקצועי רלוונטי

מועד פרסום דוח אחרון - פברואר 2013

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

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

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT +פחת+ הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי + פחת + הפחתות + מסים נדחים + זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות + הוצאות חד"פ לא תזרימיות - הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1 - תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת מזומנים.
תזרים מזומנים פני	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) - דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פני (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

סולם דירוג התחייבויות

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 לפדיין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין 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") 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 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 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.