



פעולת דירוג מאי 2008

קרגל בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג Issue
------------------	----	-------------

הדירוג ניתן לגיוס סדרה של אג"ח בסך של עד 100 מיליון ₪. לוח הסילוקין נקבע ל- 3 שנות גרייס ו-5 תשלומי קרן שנתיים שווים. החברה שוקלת גיוס אג"ח במסלול של ריבית קבועה ו/או אג"ח צמוד לריבית הפריים.

הדירוג מתבסס על התנאים הבאים:

- שמירה על יחס חוב נטו ל- EBITDA שלא יעלה על 4.5 EBITDA על בסיס נתוני פרופורמה*), על בסיס דוחות מאוחדים.
- הדירוג מסתמך על מדיניות החברה לצמצם חשיפה מטבעית באמצעות הגנה טבעית
- מדיניות דיבידנד הכוללת חלוקת דיבידנד שלא יעלה על 30% מהרווח השנתי השוטף

אג"ח במחזור

דירוג	דירוג	מועד פדיון סופי	יתרת קרן ליום 01.05.08 (מש"ח)	שיעור ריבית שנתית (%)	מועד הנפקה (ראשונית והרחבות)	סדרת אג"ח	דירוג Issuer
	A3	30.6.2014	120	5.5% (צמוד מדד)	7.2007	(סדרה א')	

* דוחות פרופורמה הינם דוחות אשר יוכנו ע"י סמנכ"ל הכספים של קרגל ובהם יתווספו, לתוצאות המדווחות המאוחדות (בפועל) של הקבוצה, תוצאות פעילותה של כל חברה, ככל שתירכש על ידי קרגל (בין בדרך של רכישת פעילות ובין בדרך של רכישת מניות) בארבעת הרבעונים האחרונים שקדמו למועד הדוחות הכספיים

מחברים:
כפיר ארבל
אנליסט
arbelk@midroog.co.il
סיגל יששכר
ראש צוות
i.sigal@midroog.co.il
אנשי קשר:
אביטל בר דיין
סמנכ"ל, 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

דוח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 12.5.2008. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

התפתחויות אחרונות

החברה ביצעה מספר רכישות ומיזוגים אשר מחזקים את מעמדה בתחום האריזות

עסקת פלסטו שק

בחודש יוני 2007 רכשה החברה כ- 68% מהונה המונפק של חברת פלסטו-שק בע"מ ("פלסטו שק"), שהינה חברה ציבורית הנסחרת בבורסה לני"ע בת"א, העוסקת בתחום האריזות הגמישות. תמורת הרכישה הסתכמה בכ- 111.4 מיליון ₪. בתחילת חודש מרץ 2008 רכשה החברה מניות נוספות של פלסטו שק, כך שאחזקתה, נכון למועד דוח זה, מסתכמת בכ- 79.22%.

עסקת קא"ג פלסטו שק

ביום ה-28.2.2008, לאחר שהתקיימו כל התנאים המתלים, הושלמה עסקה, לפיה מכרה החברה לפלסטו שק את כל הון המניות המונפק של קרגל אריזות גמישות בע"מ ("קא"ג"). העברת מניות קא"ג לפלסטו שק נעשתה על דרך של החלפת מניות, כך שפלסטו שק הקצתה לחברה 36.55% מהון מניותיה. עם השלמת העסקה מחזיקה פלסטו שק בכל הון המניות המונפק והנפרע של קא"ג, ואילו החברה מחזיקה בכ- 76.85% מהונה המונפק והנפרע של פלסטו שק ומזכויות ההצבעה בה. כאמור, לאחר מועד זה רכשה החברה מניות נוספות כך ששיעור אחזקתה הכולל עומד על 79.22%.

טריפלס

ביום ה-24.2.2008 נחתם הסכם לרכישת מלוא האחזקות בהון המניות של חברת מיכלי טריפלס (2003) בע"מ ("טריפלס"), חברה פרטית, העוסקת בייצור אריזות מעץ, קרטון וספוגים, שהינו תחום משלים לתחום הפעילות של החברה, בתמורה לסך של כ- 25 מיליון ₪, ובתוספת של 5 מיליון ₪ נוספים, אשר רובה כפוף לעמידה ביעדי שנת 2008, שהוגדרו בהסכם. בנוסף, תעמיד החברה לידי טריפלס סך של עד 1.8 מיליון ₪ כגובה יתרתה הבלתי מסולקת של הלוואת הבעלים (המוכרים). הרכישה אושרה ע"י הממונה על ההגבלים העסקיים ביום ה-1.5.08. העסקה נשוא ההסכם האמור הושלמה ביום 5.5.2008, והחל ממועד זה, מחזיקה החברה בכל הון המניות המונפק והנפרע של טריפלס.

מקורות המימון כללו גיוס חוב, מכירת קרקע מפעל הקרטון בלוד וגיוס הון

עסקת מכירת הקרקע

בחודש יולי 2007 ביצעה החברה מהלך של SELL AND LEASE BACK של המקרקעין בלוד, תמורת כ- 130 מיליון ₪, ורשמה רווח הון לאחר מיסים והיטלים של כ- 75 מיליון ₪. החברה התקשרה עם הרוכשת בהסכם שכירות ל- 10 שנים (עם אופציה להארכה), תמורת דמי שכירות שנתיים של כ- 10 מיליון ₪ (ללא מע"מ, צמוד מדד).

גיוס אג"ח

בחודש יולי 2007 הנפיקה החברה, במסגרת הנפקה פרטית למשקיעים מסווגים, את אג"ח (סדרה 1), צמודות מדד, העומדות לפרעון ב-5 תשלומים שנתיים שווים בשנים 2010-2014, בסך של כ-120 מיליון ₪. האג"ח האמורות דורגו בדירוג A3 ע"י מידרוג. אג"ח (סדרה 1) נרשמו למסחר על-פי תשקיף שפרסמה החברה ביום 26.12.2007.

עסקת השקעה בחברה

ביום 5.3.2008 התקשרה החברה בהסכם השקעה עם S.H. SKY INVESTMENT ("SKY") ועם אחת מבעלות המניות של החברה- תמה השקעות ומימון בע"מ ("תמה") (שהינה חברת בת בבעלות מלאה של כלל תעשיות ומימון בע"מ), במסגרתו השקיעה SKY ביום 2.4.2008 סך של כ-50 מיליון ₪ בחברה בתמורה לכ-15.7% ממניות החברה, ותמה השקיעה בחברה סך של כ-19 מיליון ₪, תמורת מניות החברה, כך ששיעור אחזקותיה לאחר ביצוע ההשקעה האמורה נשאר כפי שהיה סמוך לפני ההשקעה (כ-27.4% מהונה המונפק של החברה). עם השלמת עסקת ההשקעה, דולל שיעור אחזקתה של בעלת השליטה בחברה – סי.אי. – לכ-56.9%.

הקבוצה מצמצמת חשיפה מטבעית באמצעות הגנות טבעיות

הקבוצה מבצעת הצמדות של המחירים בהם היא מוכרת את מוצריה ללקוחות, לשערי החליפין של המטבע בו מתבצעת רכישת חומרי הגלם. חלק מפעילות הקבוצה (כ-20%) הנו יצוא, עובדה אשר תורמת ליכולתה של החברה לבצע הגנות טבעיות ע"י ייצוא מוצרים במטבע זהה לזה אשר בו מתבצעת רכישת חומרי הגלם למוצרים המיוצאים. ביום 11.1.2007, החליט דירקטוריון החברה שלא להתקשר בעתיד בעסקאות הגנה דולריות. עם זאת, כפועל יוצא מן האמור לעיל, לחברה הגנה טבעית חלקית. להערכת החברה כ-25% מסך המכירות הינן צמודות דולר, ואילו כ-60% מסך רכישות חומרי הגלם צמודות אף הן לדולר. חומרי הגלם מהווים כ-50% מסך המכירות כך שישנה הגנה אם כי לא מלאה. נציין כי, בניגוד לשנה קודמת, החברה לא יצרה חשיפה מטבעית בעסקאות הגנה.

גידול ניכר בנתונים המאזניים ובתוצאות הכספיות כתוצאה משרשרת עסקאות

דו"ח רווח והפסד

FY2005	FY2006	* FY2007	אלפי ₪
373,152	464,679	685,069	מכירות נטו
12%	25%	47%	% השינוי
314,368	390,601	567,627	עלות המכירות
58,784	74,078	117,442	רווח גולמי
16%	16%	17%	% מהמכירות
20,343	21,729	41,250	הוצאות מכירה ושיווק
5%	5%	6%	% מהמכירות
13,216	14,555	23,423	הוצאות הנהלה וכלליות
4%	3%	3%	% מהמכירות
25,225	37,794	52,769	רווח מפעולות
7%	8%	8%	% מהמכירות
-8,115	-31,206	-28,096	הוצאות מימון
-2,647	-2,242	94,740	הכנסות (הוצאות) אחרות **
14,463	4,346	119,413	רווח (הפסד) לפני מס
1,593	771	32,329	מיסים על הכנסה
0	0	-3,243	חלק המיעוט
12,870	3,575	83,841	רווח נקי (הפסד) לתקופה
3%	1%	12%	% מהמכירות
44,395	62,764	88,683	EBITDA
12%	14%	13%	שיעור EBITDA

* כולל את תוצאות פלסטו שק החל מ 7.2007

** ההכנסות האחרות נובעות בעיקר מעסקת מכירת הקרקע בלוד

רווח והפסד – הצגה של רכישת פלסטו שק החל מיום 1.1.2005

FY 2005	FY 2006	FY 2007	אלפי ₪
613,988	718,602	808,486	מכירות
497,233	584,504	662,472	עלות המכירות
116,755	134,098	146,014	רווח גולמי
46,910	49,034	54,274	מכירה ושיווק
21,965	25,384	28,389	הנהלה וכלליות
47,880	59,680	63,351	רווח תפעולי
22,420	43,605	34,212	הוצאות מימון
-4,286	-2,769	94,779	הכנסות (הוצאות) אחרות
21,174	13,306	123,918	רווח לפני מס
1,128	146	33,281	מיסים על הכנסה
20,046	13,160	90,637	רווח לאחר מס
-4,092	-4,561	-4,944	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות
15,954	8,599	85,693	רווח נקי
N.A.	17.0%	12.5%	% גידול בהכנסות
19.0%	18.7%	18.1%	% רווח גולמי
7.8%	8.3%	7.8%	% רווח תפעולי
7.6%	6.8%	6.7%	% מכירה ושיווק
3.6%	3.5%	3.5%	% הנהלה וכלליות
3.7%	6.1%	4.2%	% הוצאות מימון
2.6%	1.2%	10.6%	% רווח נקי

בבחינת רווחיות המגזרים, על פי נתוני הצגה של רכישת פלסטו שק החל מיום 1.1.2005, עולה כי בתחום הקרטון הגלי חלה שחיקה בשיעורי הרווח הגולמי והתפעולי אשר עמדו על 14.7%, ו- 5.5% בהתאמה, בשנת 2007, לעומת שיעורים מקבילים של 16.9% ו- 7.8% בשנת 2006. בין הסיבות העיקריות לכך: עליה בצריכת חומרי הגלם ועליה במחיריהם, ללא התאמה מלאה של מחירי המכירה, שחיקה ביעילות התפעולית ובנוסף, החל מיולי 2007 משלמת החברה דמי שכירות בגין מפעל החברה בלוד. החברה ממשיכה לשרג את תהליכי הייצור על מנת לשפר את יעילותה. ברבעון הראשון של 2008, עקב נזקי טבע, ירד הביקוש למוצרי אריזה ולכן צפויה תרומת מגזר החקלאות, המהווה כ-30%-35% בתחום הקרטון הגלי, להיפגע בהשוואה לרבעון הראשון של שנת 2007. בתחום האריזות הגמישות נותר שיעור הרווחיות הגולמית על כנו (כ-21.5%) ואילו שיעור הרווחיות התפעולית רשם שיפור והסתכם ב 9.9% בשנת 2007 לעומת 8.8% בשנת 2006.

מאזן

אלפי ₪	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007
נכסים			
מזומנים ופקדונות	16	169	14,766
לקוחות	154,234	179,314	271,402
מלאי	83,734	96,646	201,118
רכוש קבוע	146,137	196,828	375,201
נכסים בלתי מוחשיים	0	62,090	96,299
סעיפים אחרים	19,405	9,817	31,294
סך נכסים	403,526	544,864	990,080
התחייבויות			
אשראי והלוואות מתאגידים בנקאיים	187,873	161,202	140,044
ספקים ונותני שירותים	68,663	99,128	169,920
זכאים אחרים	15,524	28,169	32,033
מיסים נדחים	19,655	19,551	75,469
הלוואות מתאגידים בנקאיים	1,375	137,764	140,740
אג"ח + חלויות שוטפות אג"ח	0	0	161,860
סעיפים אחרים	0	36	3,222
זכויות המיעוט	0	0	39,015
הון עצמי	110,436	99,014	227,777
סך התחייבויות	403,526	544,864	990,080
סה"כ חוב פיננסי	189,248	298,966	442,644
סה"כ חוב פיננסי נטו	189,232	298,797	427,878
חוב ז"ק	187,873	161,202	150,340
חוב ז"א	1,375	137,764	292,304
הון עצמי לסך מאזן	27.4%	18.2%	23.0%
הון עצמי + זכויות מיעוט לסך מאזן	27.4%	18.2%	26.9%
חוב ל-CAP	59.8%	71.6%	56.4%
חוב נטו ל-CAP	59.8%	71.6%	54.5%

כתוצאה מעסקת מכירת הקרקע בתמורה לכ- 130 מיליון ₪ והשכרתה מחדש ושיערוך רכוש קבוע (שנערך בשנת 2007 על פי תקן ישראלי, על רשימת נכסים מהותיים), בתוספת נטו של כ-45 מיליון ₪, מציגה החברה שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית. כמו כן, היקפי המאזן גדלו באופן ניכר כתוצאה מעסקאות הרכישה וההשקעה שפורטו לעיל.

תזרים מזומנים

2005	2006	2007	באלפי ₪
-15,397	42,705	10,484	תזרים מפעילות שוטפת
26,384	31,288	42,066	FFO
44,395	62,764	88,683	EBITDA
-56,119	-137,314	-30,686	תזרים מפעילות השקעה
12,000	9,000	17,000	מזה CAPEX לשימור הקיים (הערכת החברה)
71,391	94,762	34,799	תזרים מפעילות מימון
			יחסי כסיו
5.5	2.0	3.2	EBITDA להוצאות מימון
	3.6		EBITDA להוצאות מימון בניטרול הוצ' חד"פ ב 2006
4.0	1.7	2.6	(EBITDA-CAPEX)/הוצאות מימון
	3.1		(EBITDA-CAPEX)/הוצאות מימון מנוטרלות חד"פ
4.3	4.8	5.0	חוב פיננסי ל-EBITDA
4.3	4.8	4.8	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA
7.2	9.6	10.5	חוב פיננסי ל-FFO
7.2	9.5	10.2	חוב פיננסי נטו ל-FFO
13.2	13.4	17.7	חוב פיננסי ל-(FFO-CAPEX)
-12.3	7.0	42.2	חוב פיננסי ל-CFO

יחסי הכסיו מוטים כלפי מטה שכן הם מבטאים תרומה חלקית של פלסטו שק (החל מיולי 2007) כאשר כל עלות הרכישה מגולמת בחוב הפיננסי. נציין כי החברה מתכוונת לשמור על יחס חוב נטו ל- EBITDA של 4.5 והיא עומדת ביחס זה, בהתחשב בתרומה שנתית מלאה של פעילויות נרכשות. יחס זה ייבדק לאורך שנות האג"ח בהתחשב בתרומה שנתית מלאה של פעילויות נרכשות (פרופורמה, כפי שמוגדר בראשית דוח זה).

נתוני הפרופורמה כוללים את עסקת ההשקעה, טריפלס וגיוס אג"ח נוסף בסך של 100 מיליון ₪ :

פרופורמה אחרי עסקת ההשקעה, טריפלס ואג"ח נוסף (100 מ' ₪)	קרגל מאוחד ליום 31.12.2007	באלפי ₪
151,721	14,766	מזומנים ושווי מזומנים
387,398	375,201	רכוש קבוע, נטו
105,462	96,299	נכסים בלתי מוחשיים, לאחר הפחתה שנצברה
540,580	442,644	חוב פיננסי
954,718	784,905	CAP
39,015	39,015	זכויות מיעוט
296,654	227,777	הון עצמי
1,165,247	990,080	סך מאזן
28.8%	26.9%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך המאזן
56.62%	56.39%	חוב ל-CAP

שיקולים עיקריים לדירוג

אחת מהיצרניות הגדולות בישראל, הן בתחום אריזות הקרטון והן בתחום האריזות הגמישות, עם נתח שוק משמעותי; יעדי הצמיחה מושגים באמצעות רכישת פעילויות משיקות בתחום האריזות והתייעלות; בשנים האחרונות הורחבה הפעילות לתחום האריזות הגמישות תוך יצירת גמישות לביקושים לסוגי האריזות השונים; לחברה יתרונות בשלב העיבוד, המותאם לצרכי הלקוח; תעשיית האריזות הינה עתירת הון ומאופיינת בחסמי כניסה גבוהים (בעיקר בתחום הקרטון הגלי), הכוללים השקעות גבוהות במכונות וציוד, צורך בהקמת תשתית ייצור והפצת מוצרים והתחדשות טכנולוגית, המקטינים את יכולת החדירה של חברות קטנות ובינוניות לתחום; החברה מפגינה יכולת ניהול אשראי מבוקר שבאה לידי ביטוי בהוצאות נמוכות לחומ"ס בשנים האחרונות; תלות בשיעורי הצמיחה של השוק המקומי אשר אופיינו בשיעורים גבוהים בשלוש השנים האחרונות; שוק תחרותי אשר עד שנת 2004 פעל בעודף כושר ייצור ובתחרות מחירים אגרסיבית אשר הסבה הפסדים לחברות הפועלות בענף; נוכח עליה חדה במחירי חו"ג, לרבות תאית ונגזרות הנפט וקושי לגלגל את מלוא השינויים במחירי חו"ג על הלקוחות, המגמה הכללית היא של שחיקה ברמת הרווחיות הגולמית; בסיס הלקוחות של החברה הוא ותיק מאוד וקיימת דומיננטיות למספר לקוחות, יש מספר בודד של לקוחות התורמים כל אחד מעל 5% להכנסות בכל אחד מן התחומים (קרטון או אריזות גמישות); עובדי החברה, למעט המנהלים, עובדים על פי הסכם עבודה קיבוצי באתר בלוד אשר מקנה תנאי העסקה טובים יותר לעומת המתחרים ואשר, להערכת החברה, מכבידים על הוצאות השכר; תקבולי דיבידנד מקרגל שימשו את בעלי המניות להחזר ההלוואה שנקחה לרכישת השליטה בחברה; חשיפה מטבעית אינהרנטית לפעילות, פעולות גידור מטבע מתבצעות באופן חלקי באמצעות הגנה טבעית, רכישת פעילויות מתבצעת תוך עליה ברמת החוב, הנהלת החברה מתחייבת לשמירה על יחסי הכיסוי.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- עליה משמעותית ביחסי האיתנות והכיסוי
- שיפור משמעותי בתוצאות הכספיות, לרבות היקפי פעילות, רמת רווחיות, תזרימי מזומנים ויחסי הכיסוי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- ירידה ביחס חוב נטו ל- EBITDA (מחושבת על בסיס פרופורמה¹) אל יחס הנמוך מ- 4.5
- חלוקת דיבידנד תוך פגיעה באיתנות הפיננסית של החברה, בכלל זה - הפרה של מדיניות הדיבידנד לפיה תחלק החברה מרווחיה השנתיים השוטפים דיבידנד עד לשיעור של 30%
- פגיעה בשיעורי הרווחיות ותזרימי המזומנים
- התדרדרות ביחסים הפיננסיים
- אי עמידה בתחזית ההכנסות והרווח מפעילות החברות הממוזגות

¹ פרופורמה הכוללת פעילות שנתית מלאה של החברות הנרכשות – ראה הגדרה בראשית הדוח

קרגל בע"מ (להלן "קרגל" או "החברה") עוסקת בתכנון, פיתוח, ייצור ושיווק של לוחות ואריזות מקרטון גלי וכן, בייצור יריעות לתחום האריזות הגמישות, ושיווק של אריזות גמישות, לאחר שבשנים 2005-2007 נרכשו פעילויות וחברות בתחומים אלו. קרגל הוקמה בשנת 1959 כחברה פרטית. הפעילות המסורתית של קרגל התמקדה בתחום הקרטון לשימושים של אריזה והובלה של מוצרים שונים, ובכלל זה מוצרי מזון ומשקאות, תוצרת חקלאית ומוצרי תעשייה. האריזות משמשות הן כאמצעי שילוח והגנה על המוצרים והן כאמצעי להצגת המוצר ובידולו.

חברת הבת בבעלות מלאה של החברה - קרגל אריזות גמישות בע"מ (להלן "קא"ג"), החלה את פעילותה בתחום האריזות הגמישות בחודש יוני 2005 עת השלימה את רכישת עיקר הפעילות של חברת ינה (א.ל.) תעשיות בע"מ ("ינה"). כמו כן, בחודש יולי 2006 השלימה קא"ג את רכישת חלק מהפעילות של חברת א. גליס ובניו בע"מ ("גליס"). הפעילות כוללת ייצור אריזות גמישות מודפסות חד שכבתיות ולמינטים. סך הכל בחברה 356 עובדים ליום 31.12.2007. בחודש יולי 2007 רכשה החברה את חברת פלסטו שק, כאשר על פי הסכם המיזוג, קא"ג הפכה חברה בת בבעלות מלאה של פלסטו שק.

בעלת השליטה בחברה הינה סי. אי. תעשיות קרטון בע"מ (להלן "סי. אי.") אשר מחזיקה ב-56.9% מסך מניות החברה. בין בעלי מניותיה של סי. אי. נמנים יו"ר הדירקטוריון ומנכ"ל החברה. יתרת המניות של החברה מוחזקות על ידי חברת תמה השקעות ומימון בע"מ (27.4%), שנמצאת בבעלותה המלאה של חברת כלל תעשיות והשקעות בע"מ וע"י SKY (15.7%).

במרץ 2005 נמחקו מניות החברה מהמסחר בבורסה, זאת לאחר שסי.אי ותמה פרסמו הצעת רכש מלאה לכל מניות החברה שהוחזקו ע"י הציבור.

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 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 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 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") 2008.

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 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 מודייס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.