



קבוצת דלק בע"מ

פעולת דירוג | פברואר 2015

מחברים ואנשי קשר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות
Liatk@midroog.co.il

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

קבוצת דלק בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A1 באופק יציב לאגרות החוב שהנפיקה קבוצת דלק בע"מ ("קבוצת דלק" או "החברה"). דירוג A1 באופק יציב ניתן גם לאגרות חוב שעתידה החברה להנפיק באמצעות סדרות חדשות, בהיקף כולל של עד 400 מיליון ש"ח ערך נקוב. תמורת ההנפקה תשמש למיחזור חוב ולפעילות השוטפת.

דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 17.02.2015. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.

להלן סדרות האג"ח במחזור שהנפיקה קבוצת דלק, עליהן חל הדירוג*:

סדרת אג"ח	מס' ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרות האג"ח ליום 30.09.14 במיליוני ש"ח	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח ליום 30.09.14
יא	לא סחיר	יול-06	5.40%	סדד	425	2018
יב	לא סחיר	נוב-06	5.35%	סדד	715	2015-2017
יג	1105543	מרץ-07	4.60%	סדד	666	2019-2021
יד	1115062	יול-09	8.50%	שקלי	419	2018
טו	1115070	יול-09	8.50%	שקלי	1,486	2015-2017
טז	1115385	ספט-09	5.50%	שקלי	130	2015
יז	1115401	ספט-09	משתנה	שקלי	45	2015
יח	1115823	נוב-09	6.10%	סדד	1,159	2016-2022
יט	1121326	נוב-10	4.65%	סדד	596	2019-2022
כב	1106046	יוני-07	4.50%	סדד	453	2019-2021
כג	1107465	אוק-07	4.75%	סדד	382	2014

* ביום 07.10.2014 נפרעה סדרה כ"ג במלואה.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בתיק אחזקות רחב ומגוון, המורכב בחלקו המשמעותי מהשקעה בשותפויות הגז אבנר ודלק קידוחים, המהוות את אחזקות הליבה של החברה ובעלות מעמד דומיננטי בשוק הגז הטבעי בישראל באמצעות האחזקה במאגרי תמר ולויתן. לצד זאת, אנו רואים איזונים על מעמדה של הקבוצה במשק הגז המקומי נוכח מהלך רגולטורי המתרחש בימים אלה, לבחינת הריכוזיות במשק הגז. לחברה אחזקות נוספות הפרוסות על פני ענפים שונים (ביטוח, דלקים, תשתיות), אולם כפי שהערכנו גם בעבר, ולאור המימושים הנרחבים שבוצעו בשנתיים האחרונות, אנו מעריכים כי החברה עתידה לממש את מרבית האחזקות הנוספות בטווח הזמן הקצר והבינוני כחלק מהאסטרטגיה של החברה להתמקד באחזקות הליבה בענף האנרגיה וכפועל יוצא אנו צופים את המשך המגמה של עלייה במשקל ענף האנרגיה בדגש על מקטע ה-UPSTREAM.

החברה הציגה יכולות הוצאה לפועל של מכירת נכסים בהיקפים ובעיתויים מעל לציפוינו. מהלכי מימוש אלו, בסכום כולל של מעל ל-6.0 מיליארד ש"ח בשנתיים האחרונות, הובילו להקטנת החוב הפיננסי ושיפור מהותי ברמת המינוף, אם כי מאז נובמבר 2014 רמת המינוף שבה לעלות בעקבות הירידה בשווי השוק של השותפויות, נוכח האיזונים הרגולטוריים שעלו בקשר עם מבנה משק הגז וכן הירידה במחירי הנפט בעולם. אנו צופים המשך הקטנת החוב הפיננסי כנגד מימוש נכסים נוספים, שאינם בליבת האסטרטגיה, ובתוך כך נכסים מהותיים כגון הפניקס ו-IDE. הפרופיל הפיננסי של החברה מאופיין מחד, בגמישות פיננסית טובה הנסמכת על רמת מינוף סבירה והיעדר שעבודים על מרבית נכסיה, ומאידך, בתזרימי מזומנים פרמננטיים חלשים העולים מהמוחזקות וביחס כיסוי שוטף נמוך.



בהקשר לתהליכי הבחינה שעובר בימים אלו משק הגז הטבעי בישראל מצד הרגולטורים השונים, מידרוג בחנה מספר תרחישים להסדרים שיקבעו במשק הגז, בשים לב מחד, לשאיפה של הרגולציה להגביר את התחרות בענף ומאידך, לחשיבות הלאומית למשק הישראלי של המשך פיתוח מאגרי הגז. במסגרת תרחישים אלו בחנו אפשרות סבירה למכירת מאגר תמר בידי השותפויות בטווח הבינוני-ארוך ו/או החלת הסדר של פיקוח מחירי הגז. להערכתנו, התממשות תרחישים אלו, בשילוב עם אסטרטגיית החברה למיקוד בתחום האנרגיה עלולה להוביל להקטנת פיזור נכסי הליבה בחברה ושינוי בפרופיל הסיכון של התיק, המאופיין כיום באיזון מסוים בין האחזקה במאגר מניב (תמר), לבין תגליות גז (בעיקר לווייתן). יחד עם זאת, עדיין קיימת מידה לא מבוטלת של אי וודאות לגבי התממשותם של מהלכים אלו, היקפם, עיתויים והשלכתם הפרופיל הפיננסי של החברה. שינוי עתידי משמעותי בפרופיל הסיכון של התיק, בדגש על הטייתו לתחום הפיתוח של מאגרי גז ונפט, עלול להוביל לבחינת הדירוג בהשלכות שליליות, בהתחשב בין השאר במבנה הפיננסי ורמת המינוף שיאפיינו את התיק בעקבות מהלכי מימוש משמעותיים.

בחודשים האחרונים החברה ביצעה השקעה בהיקף מהותי בניירות ערך של חברות אנרגיה בינלאומיות. להערכתנו, ההשקעה במניות אלו מאופיינת, לצד הסחירות הגבוהה, בריכוזיות גבוהה וחושפת את החברה לסיכונים שוק, ובפרט לתנודתיות של ענף האנרגיה העולמי.

החברה מחלקת דיבידנדים בשיעור 50% מהרווח הנקי ובהיקף משמעותי בשנים האחרונות כתוצאה מרווחי הון גבוהים שנבעו בחלק מהמימושים. מחד, חלוקת הדיבידנד האמורות מגובות בתזרימי מזומנים משמעותיים ממימוש נכסים והקטנת החוב כנזכר לעיל. מאידך, מהוות משקולת בראי צבר הפירעונות והיעדר תזרימים תפעוליים פרמננטיים. אנו צופים המשך חלוקת דיבידנדים בהתאם למדיניות החברה, בעיקר כנגד מימוש נכסים.

נזילות החברה הינה גבוהה ומתבססת בעיקר על היתרות הנזילות שבקופתה - אשר רשמו ירידה משמעותית מאז מועד המאזן האחרון בעקבות רכישת ניירות ערך, פרעון אשראי לז"ק וחלוקת דיבידנד, וכן על מסגרות אשראי חתומות ופנויות בהיקפים משמעותיים ותיק ניירות ערך סחיר. אנו מצפים כי החברה תחזיק בכל נקודת זמן יתרות מזומן מהותיות של לפחות 1.0 מיליארד ₪.

קבוצת דלק (סולו מורחב¹) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪:

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	30.09.13	30.09.14	
1,701	2,634	464	740	643	(645)	רווח (הפסד) נקי מיוחס לבעלי המניות בחברה*
2,652	4,546	4,957	5,357	5,437	5,274	הון עצמי מיוחס לבעלי המניות בחברה
8,366	8,888	9,190	7,811	8,254	8,166	חוב פיננסי סולו וחברות מטה
2,699	1,078	1,710	972	1,456	3,359	תיק נזיל סולו וחברות מטה**
5,667	7,810	7,480	6,839	6,798	4,807	חוב פיננסי נטו
343	192	172	404	314	380	דיבידנדים שהתקבלו מחברות מוחזקות
(1,143)	(505)	(265)	(531)	(531)	(380)	דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות בחברה***

* ההפסד הנקי שנרשם בשנת 2014 נובע, בין היתר, מהפרשה לירידת ערך של האחזקה בפניקס בסך של כ-450 מיליון ₪, רישום הפסד של כ-364 מיליון ₪ עקב הפסקת יישום שיטת השווי המאזני בגין ההשקעה בדלק ארה"ב ומהפחתה של כ-188 מיליון ₪ מערכה הנקוב של הלוואה שניתנה לרוכשים של דלק אירופה, במסגרת אומדן שווי הוגן של הלוואה. הפסדים אלו קוזזו בחלקם מרווח של כ-253 מיליון ₪ בגין מכירת רודשף. ** יתרת תיק נזיל בסמוך למועד דוח זה נאמדת על ידינו בכ-400 מיליון ₪. הירידה ביתרות הנזילות בהשוואה למועד 30.9.2014 נובעת מהפעולות הבאות: פרעון סך של כ-1.1 מיליארד ₪ מסגרת בנקאית, פרעון הלוואה בנקאית בסכום של כ-370 מיליון ₪, רכישת מניות חברות אנרגיה בסך של כ-1.0 מיליארד ₪, חלוקת דיבידנד ורכישה עצמית של מניות בסך כולל של כ-350 מיליון ₪. *** לאחר תאריך המאזן חילקה החברה דיבידנד בסכום של 150 מיליון ₪.

¹ ללא נתוני דלק מערכות אנרגיה (דמ"א) חברה בת מוחזקת בשיעור 8.1%.

הסדרים רגולטוריים שנבחנים בימים אלו במשק הגז יכול יובילו בטווח הבינוני-ארוך למימוש של אחד המאגרים המהותיים ולשנות את הפרופיל העסקי והפיננסי של החברה

בשנתיים האחרונות ביצעה החברה עסקאות למכירת נכסים שאינם בליבת הפעילות. להערכתנו, בכונת החברה להמשיך באסטרטגיית מימוש נכסים במסגרת זו. החברה דיווחה לאחרונה על הסכם למכירת אחזקותיה, כולן או חלקן, בחברת הפניקס לפי חלקה בהון העצמי החשבונאי, אשר מוערך בכ-1.9 מיליון ₪ (לפי מכירה של כל מנייתה - 52%). אנו רואים עדיין אי וודאות לגבי היתכנות המכירה, שאישורה תלוי גם בגורמים חיצוניים, היקפה ועיתויה. החברה ממוקדת כיום בתחום האנרגיה באמצעות אחזקה ישירה ועקיפה בשותפויות הגז אבנר ודלק קידוחים המחזיקות במאגרי תמר ולויתן וכן במאגרים נוספים קטנים יותר. מבנה משק הגז הטבעי בישראל מצוי בימים אלו תחת בחינה מחדשת על ידי גורמי הרגולציה השונים במסגרת "וועדת קנדל", בדגש על צמצום הריכוזיות המובנית בו כיום. תוצאות בחינה זו מצויות עדיין באי וודאות וכן המשמעויות ארוכות הטווח של ההחלטות וההסדרים שייקבעו. מידרוג בחנה מספר תרחישים למימוש על ידי השותפויות תוך מספר שנים של אחד ממאגרי הגז המהותיים, ובתוך כך תרחיש מרכזי של מכירת מאגר תמר ו/או החלת הסדר של פיקוח מחירי הגז. להערכתנו, התממשות תרחיש של מכירת מאגר תמר עלולה, בטווח הבינוני-ארוך, להוביל להקטנת פיזור נכסי הליבה בחברה והגדלת הסיכון העסקי בפעילותה, המאופיינת כיום באיזון מסוים בין האחזקה במאגר מניב (תמר), לבין תגליות הגז, הגדולה ביניהן היא לויתן, אך גם כריש, תנין ואפרודיטה, המאופיינות בסיכון עסקי גבוה יותר, נוכח השקעות גבוהות, סיכויי הקמה והיעדר חוזים חתומים. לצד זאת צפוי כי מכירת נכס מהותי כגון מאגר תמר, ככל שתממש, תתרום לנזילות החברה ועשויה להוביל להקטנת המינוף, לצד אפשרות גם של השקעות מהותיות חדשות בענף האנרגיה. מידרוג תוסיף לבחון את ההתפתחויות הרגולטוריות וההסדרים שייקבעו במסגרת זו והשלכותיהם על מבנה הנכסים של החברה, ברקע גם של אסטרטגיית ההשקעות של החברה והפרופיל הפיננסי העתידי.

רמת מינוף מתונה תומכת בגמישות הפיננסית, אך אנו רואים עלייה בתודעיות בשווי הנכסים

סך החוב ברוטו ליום 30.09.2014 עמד על כ-8.1 מיליארד ₪ (כ-9.4 מיליארד ₪ בתוספת דמ"א), מכך כ-6.5 מיליארד ₪ אג"ח והיתר אשראי בנקאי לז"ק המנוצל מעת לעת. מאז מועד דוח המעקב הקודם הציגה החברה שיפור ביחס חוב נטו מותאם לשווי השקעות (סולו מורחב), מיחס של כ-56% ליחס של כ-45% בסמוך למועד דוח - הנמדד כיום על פי שווי המניות הנוכחי (כ-38% על בסיס שווי השוק הממוצע של האחזקות)². יחס המינוף הנוכחי מגלם את הירידה בשווי שותפויות הגז שהחלה ברבעון הרביעי בשנת 2014, עקב צניחת מחירי חבית הנפט וההתפתחויות הרגולטוריות, וכן את צמצום יתרות הנזילות בעקבות ההשקעה מניות של חברות אנרגיה בינ"ל כנזכר לעיל. להערכתנו, המהלכים הרגולטוריים שהחלו עלולים להוסיף ולהפעיל לחץ על מחירי השוק של השותפויות, ובפרט בתרחיש של החלת פיקוח על מחירי הגז. בד בבד, המשך מהלך של מימוש נכסים שאינם בליבה, כנזכר לעיל, עשוי להוביל בטווח הקצר-בינוני להקטנת החוב הפיננסי ו/או הגדלת יתרות המזומנים באופן שיוריד את יחס המינוף, יתר הדברים קבועים. עדיין קיימת אי וודאות לגבי ייעוד תמורת כספים שיתקבלו ממימוש הנכסים ואלו ייבחנו בהתאם למדיניות הקבוצה. להערכתנו, יחס המינוף של החברה בזמן הקצר-בינוני צפוי לעמוד בטווח שבין 55%-35%. הרף העליון

² בחישוב המינוף של החברה אנו מצרפים לחברות המטה את החברה הבת דמ"א (87.1%), כחלק מהערכתנו כי דמ"א פועלת כחברת מטה לכל דבר של קבוצת דלק, כולל הנהלה משותפת, נכסיה הינה מהותיים ביותר לפעילות קבוצת דלק והחברה אף ניסתה לבצע בעבר מספר הצעות רכש למניות המיעוט מהציבור. השקעות פיננסיות במניות אנרגיה זרות נלקחות בצד הנכסים ואינן מנוכות מהחוב כשווה מזומנים. כמו כן, הלוואות מוכר שהועמדו במסגרת מכירת נכסים מהוות חלק מצד הנכסים בשווי המלא. החוב המותאם מורכב מחוב פיננסי מאזני ברמת החברה סולו, בצירוף החוב של חברות מטה בבעלות מלאה ומספר ערבויות חיצוניות לחברות בנות. שווי ההשקעות נלקח לפי שווי השוק של האחזקות הסחירות ושווי הספרים של אחזקות שאינן סחירות.



של רמת מינוף זו מגלם תרחיש של החלת פיקוח מחירים על שותפויות הגז בטווח הקצר והטווח הנמוך מייצג ביצוע מימושי נכסים שאינם בליבה.

הדיבידנדים השוטפים חלשים ביחס להוצאות השוטפות

אנו מעריכים את היקף הדיבידנדים השוטפים מהמוחזקות בשנתיים הקרובות בטווח של 100-200 מיליון ₪ לשנה, כאשר ספקיות הדיבידנד העיקריות הינן דלק רכב, הפניקס ודלק ארה"ב. טווח זה עדיין מתבסס על הנחה של אי חלוקת דיבידנד שוטף משמעותי מצד שותפויות הגז בשנים הקרובות. אם בעבר הנחנו כי עודפי המזומנים ממאגר תמר יופנו להשקעות הגבוהות הנדרשות בלווייתן, בהתאם לאסטרטגיה של השותפויות, הרי שכיום הערכה זו עשויה להשתנות ככל שהמצב הרגולטורי הנוכחי ישהה את הפיתוח של מאגר לוויתן ו/או ככל שיחול שינוי מהותי במבנה הנכסים. בכל מקרה, נראות התזרימים משותפויות הגז לקבוצת דלק נותרה נמוכה. הוצאות המטה והמימון נטו של החברה נאמדו על ידינו בכ-465 מיליון ₪ לשנה הקרובה. כיסוי הריבית והמטה באמצעות הדיבידנדים צפוי לפיכך לעמוד בטווח של 0.4-0.2, זאת בהשוואה ליחסי כיסוי של 0.8-0.9 בשנתיים האחרונות (לא כולל דיבידנד מיוחד שהתקבל בדמ"א מהשותפויות בשנת 2014).

גמישות פיננסית טובה המקוזזת בחלקה בחלוקת דיבידנדים מהותית

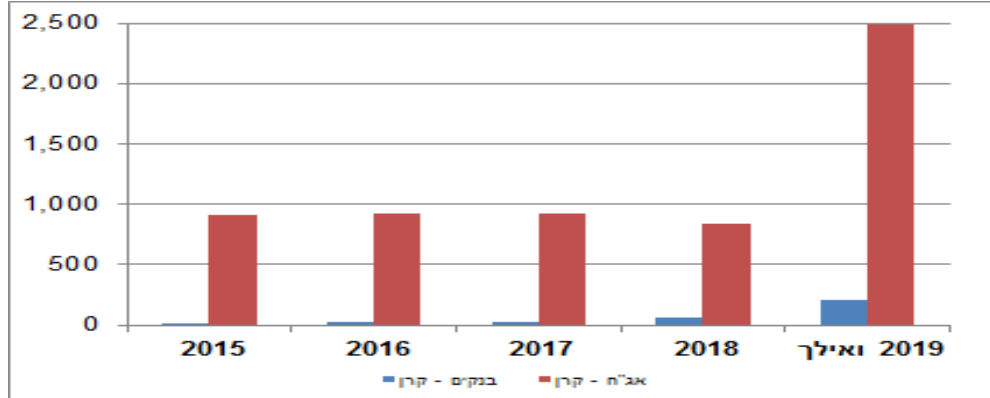
החברה מאופיינת בגמישות פיננסית טובה יחסית, נוכח מינוף מתון, מרכיב גבוה של אחזקות סחירות, שבחלקן מנהלות כהשקעות פיננסיות, ומרכיב גבוה של נכסים חופשיים משעבודים. נכון למועד המעקב כ-20% משווי הנכסים של החברה משועבד. להערכתנו, חזרתה הצפויה של החברה לפעילות גיוסי אג"ח בשוק ההון, לראשונה מאז נובמבר 2011, תורמת לגמישותה הפיננסית של החברה ולגיוון מקורות המימון. אנו מקנים סבירות טובה למהלכים נוספים של החלוקת לוח הסילוקין ו/או מימוש נכסים שאינם בליבה.

מדיניות הדיבידנד בחברה עומדת על חלוקה של כ-50% מהרווח הנקי השנתי, בדומה לחלוקות של השנים האחרונות. להערכתנו, מדיניות זו אינה צפויה להשתנות בטווח הקרוב (ומלווה גם ברכישה עצמית של מניות, אשר בוצעה בחודשים האחרונים). בשנים 2013-2014 ביצעה החברה חלוקות דיבידנד מהותיות של כ-530 מיליון ₪ בכל שנה. להערכתנו, חלוקות אלו מהוות גורם שלילי בדירוגה של החברה, אך נתמכות בחלקן בתהליכי המימוש המהותיים שביצעה החברה. אנו מניחים כי מימושים מהותיים בעתיד ילוו בחלוקות דיבידנד מהותיות נוספות. חלוקת דיבידנד אשר לא תגובה בתזרים ממימוש נכסים, תהייה בעלת השפעה שלילית על הדירוג.

נזילות טובה המתבססת בעיקר על מסגרות אשראי חתומות ותיק ניירות ערך

להערכתנו, יתרת המזומנים בחברה סולו למועד המעקב עומדת על כ-400 מיליון ₪, כאשר לצד זאת לחברה תיק ניירות ערך נזיל בהיקף של כ-1.0 מיליארד ₪ וכן מסגרות אשראי ממספר בנקים, חתומות ובלתי מנוצלות, בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪. מקורות אלו מהווים להערכתנו את הבסיס לשירות החוב בשנתיים הקרובות, בהיקף של כ-1.3 מיליארד ₪ קרן וריבית כל שנה, וזאת לצד מחזור חוב ומימוש נכסים. להערכתנו, דמ"א, לה צרכי שירות חוב שנתי של בין 200-300 מיליון ₪ לשנים הקרובות, תממן צרכים אלו ע"י מיחזור חוב מהבנקים, בין היתר, לאור רמת מינוף נמוכה מאוד, יחס LTV אשר להערכתנו צפוי לנוע בין 20%-10%. אנו מצפים כי החברה תחזיק בקופה יתרת מזומן שלא תפחת מ-1.0 מיליארד ₪.

לוח סילוקין של חוב לזמן ארוך - החברה וחברות המטה (לא כולל דמ"א) ליום 30.09.2014, במיליוני ₪:



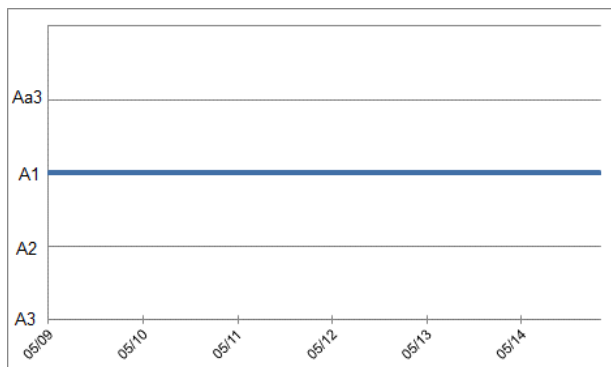
אופק הדירוג

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- שינוי מהותי בפרופיל העסקי של תיק האחזקות, לרבות ביצוע השקעות חדשות ברמת סיכון גבוהה
- חלוקת דיבידנד מהותית אשר תפגע בניזילות החברה
- אי שמירה על יתרות נזילות בהיקף מהותי ביחס לצורכי שירות החוב
- עלייה ביחס החוב הפיננסי נטו המותאם לשווי תיק האחזקות המותאם מעבר לשיעור של 50%

אודות החברה

קבוצת דלק הינה חברת אחזקות המחזיקה בשליטתה בחברות במגוון תחומי פעילות בישראל ובחו"ל. לחברה אחזקות בתחום הדלקים בישראל ובחו"ל הכוללות, בין היתר, את דלק ישראל (חברה פרטית) ודלק ארה"ב (7.5%). בנוסף, החברה מחזיקה בדלק מערכות אנרגיה (87.1%), בדלק רכב (23.0%) ופניקס החזקות בביטוח (52.3%), המחזיקה בחברת הביטוח פניקס (100%) ובבית ההשקעות אקסלנס (89.8%). דלק מערכות אנרגיה פועלת בתחום הקידוחים וחיפושי נפט וגז, באמצעות אחזקתה בשותפויות דלק קידוחים (50.1%) ואבנר חיפושי נפט (46.6%). החברה מחזיקה גם ישירות בדלק קידוחים (6.1%) ובאבנר (8.45%). עיקר השווי של דלק קידוחים ואבנר נובע מאחזקתן בזכויות בקידוחי תמר ודלית (15.6% כל אחת) ובזכויות בלווייתן (23% כל אחת). הקבוצה מחזיקה גם ב-50% מהון המניות של IDE Technologies Ltd הפועלת בתחום הקמה והפעלה של מתקני התפלה בישראל ובעולם וב-100% מהון המניות של אי.פי.פי אשקלון, המפעילה תחנת כוח פרטית לייצור חשמל בהיקף של 140 מגאוט. בעל המניות העיקרי הינו מר יצחק תשובה, המחזיק בכ-61.8% ממניות החברה. שאר המניות מוחזקות על ידי הציבור.



דוחות קשורים

[קבוצת דלק בע"מ - Issuer comment, דצמבר 2014](#)

[הודעת הממונה על ההגבלים העסקיים - ענף הגז הטבעי בישראל, Sector comment - דצמבר 2014](#)

[דלק ואבנר \(תמר בונד\) בע"מ חוב בכיר - דוח דירוג ראשוני מקוצר, יוני 2014](#)

[קבוצת דלק בע"מ - מעקב, יולי 2013](#)

[מתודולוגיה לדירוג חברות אחזקה, דצמבר 2011](#)

מועד הדוח: 17.02.2015

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות 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 שאלה 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") 2015.

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 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.