



# כנפיים אחזקות בע"מ

מעקב | נובמבר 2012

1

## מחברים:

טל טוטנאור, אנליסט  
[talt@midroog.co.il](mailto:talt@midroog.co.il)

אבי בן-נון, אנליסט בכיר  
[avib@midroog.co.il](mailto:avib@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## כנפיים אחזקות בע"מ

|                    |      |            |
|--------------------|------|------------|
| אופק דירוג: שליילי | Baa1 | דירוג סדרה |
|--------------------|------|------------|

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לאגרות חוב (סדרה ג') שהנפיקה כנפיים אחזקות בע"מ ("כנפיים" או "החברה") מ-A3 ל-Baa1 והותרת אופק הדירוג שליילי.

### הדירוג חל על סדרות האג"ח כדלקמן:

| יתרת שנות פירעון האג"ח | יתרה בספרים 30.6.12 מיליוני ש"ח | הצמדה | ריבית שנתית נקובה | מועד הנפקה | מס' ני"ע | סדרה |
|------------------------|---------------------------------|-------|-------------------|------------|----------|------|
| 2012-2015              | 65.6                            | מדד   | 6.9%              | 04/2008    | 5430079  | ג'   |

\*לחברה אג"ח (סדרה ד') ביתרה של 170 מיליון ש"ח אשר אינה מדורגת במידרוג

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מרמת הנזילות הנמוכה של החברה ביחס לעומס פירעונות החוב ברקע עלייה ברמת המינוף, לרמות אשר אינן הולמות את הדירוג הקודם, בין השאר, נוכח שחיקה בשווי השוק של אל-על. בנוסף, יחסי הכיסוי המורחבים של החברה, הינם איטיים יחסית לדירוג הקודם.

הדירוג נתמך באחזקת שליטה בשתי חברות בעלות מיצוב עסקי גבוה – אל-על וגלובל ליסינג, אם כי לחברה חשיפה גבוהה לענף התעופה המאופיין בסיכון עסקי גבוה. לחברה הנהלה בעל ניסיון רב בענף התעופה העולמי אשר הוכיחה בעבר יכולת התמודדות עם המשברים המאפיינים את הענף. החילופין בהנהלה שהוכרזו לאחרונה מתבצעים תוך שמירה על המשך נוכחותם של אנשי המפתח.

החברה הבת גלובל ליסינג צפויה להוות את המקור התזרימי העיקרי של החברה גם בעתיד. נראות התזרים מגלובל ליסינג טובה יחסית, נוכח פרופיל פיננסי יציב, נזילות טובה יחסית ויכולת יצור תזרימים יציבים לאורך השנים האחרונות, אשר להערכתנו צפויים להימשך בטווח הזמן הקצר והבינוני כנגזר ממח"מ העסקאות והיקפן. לצד זאת, נדחות החוב של החברה יחסית לחוב בגלובל ליסינג והגבלת חלוקת הדיבידנדים ממנה, פוגמים בגמישות העלאת התזרימים מחברת הבת.

גמישותה הפיננסית של החברה חלשה יחסית, נוכח השחיקה בשווי השוק של אל-על והקושי של החברה למחזר את התחייבויותיה בשוק ההון נוכח התשואות הגבוהות. לחברה גמישות פיננסית בדמות מניות גלובל ליסינג שביכולתה לשעבד כנגד מימון חיצוני. נציין עוד, כי בהמשך לדיווחי החברה, בחנה מידרוג תרחיש של הזרמת הון לחברה בהיקף מסוים, פעולה אשר, במידה ותצא אל הפועל, תשפר את הנזילות ותקטין את המינוף.

הותרת אופק הדירוג השליילי משקפת את הערכת מידרוג, כי ללא שיפור משמעותי ברמת הנזילות ובגמישות הפיננסית עלול הדירוג לרדת בטווח הזמן הקצר-הבינוני.



**כנפיים (סולו), נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר**

| FY 2008 | FY 2009 | FY 2010 | FY 2011 | H1 2011 | H1 2012 |                                     |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------------------------|
| (8)     | (20)    | 35      | (22)    | (19)    | (7)     | חלק החברה ברווחי (הפסדי) מוחזקות    |
| 3       | (18)    | (7)     | (7)     | (3)     | (3)     | הוצאות מימון, נטו                   |
| (6)     | (37)    | 28      | (29)    | (22)    | (9)     | רווח (הפסד) מיוחס לבעלי מניות החברה |
| 8       | 10      | 5       | 9       | 5       | 3       | דיבידנדים ממוחזקות                  |

| 12.2008 | 12.2009 | 12.2010 | 12.2011 | 06.2012 |                     |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------------------|
| 121     | 123     | 180     | 134     | 115     | השקעות במוחזקות     |
| 9       | 10      | 19      | 27      | 19      | מזומנים והשקעות ז"ק |
| 135     | 136     | 203     | 161     | 134     | סך נכסים במאזן      |
| 81      | 90      | 103     | 104     | 95      | חוב פיננסי          |
| 48      | 43      | 97      | 52      | 33      | הון עצמי            |
| 35.5%   | 31.9%   | 48.0%   | 32.4%   | 24.7%   | הון למאזן           |
| 62.9%   | 67.4%   | 51.4%   | 66.5%   | 74.1%   | חוב ל-Cap           |

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**חשיפה גבוהה לענף התעופה, המאופיין בסיכון עסקי גבוה, דרך אחזקת שליטה אפקטיבית**

**בשתי חברות עיקריות בעלות מיצוב עסקי גבוה**

קבוצת כנפיים הינה ותיקה ומובילה בתחום התעופה ופועלת בענף באמצעות שתי אחזקות עיקריות: גלובל ליסינג (שיעור החזקה של 100%) ו- אל-על (שיעור אחזקה של 39.3%). גלובל ליסינג פועלת בתחום החכרת מטוסים משומשים והיא בעלת מוניטין עסקי טוב וניסיון ניהולי ומקצועי באיתור הזדמנויות עסקיות, ניהול סיכונים שוק, גיוס מקורות מימון ונגישות טובה לחברות תעופה, החכרה וגופים מממנים. כמו כן, לגלובל ליסינג ניסיון טוב בניהול אירועי כשל אל מול החוכרות, כאשר האחרון שבהם היה אירוע צ'פטר 11 של חוכרת מרכזית: אמריקן איירליינס, שבסופו הוארך הסכם החכירה עימה, אם כי במחירים נמוכים יותר. בנוסף, נהנתה גלובל ליסינג, כנושה בלתי מובטח של אמריקן איירליינס, ממכירת זכויות התביעה הנגזרות מביטול ההסכם הקודם לבנק זר תמורת \$10 מיליון. אל-על הינה בעלת פרופיל עסקי גבוה בשוק המקומי, נוכח מותג חזק ונתח שוק משמעותי (כ-33.7%) לאורך השנים האחרונות.

בנוסף, מחזיקה כנפיים בשתי חברות תפעוליות בתחום התעופה QAS וכנפי תחזוקה אשר פעילותן יציבה אך בסדר גודל קטן יחסית.

ענף התעופה מוערך ע"י מידרוג כבעל סיכון עסקי גבוה, יחסית למוצע הכלל משקי, בשל רגישותו הגבוהה למחזוריות הכלכלית, המשפיעה על רמת הביקושים, כמו גם חשיפתו לגורמים אקסוגניים, ובראשם מחירי הדס"ל, שינויים בשערי המטבע, ערכי הגרט של המטוסים ואסונות טבע. מבנה העלויות בענף כולל מרכיב גבוה של הוצאות שכר ותחזוקה קבועות, לצד הוצאות דס"ל תנודתיות. החשיפה לתנודתיות בערך הגרט של המטוסים משפיעה על שווי הצי של שתי החברות הבנות וכפועל



יוצא - על הגמישות הפיננסית שלהן ועל יכולתן לייצר תזרימי מזומנים ממכירת מטוסים. הדירוג לענף התעופה במודי'ס יציב אולם קיים חשש לקשיים בחברות האירופאיות נוכח המצב הכלכלי באזור. ענף החכרת המטוסים מושפע במידה רבה מהתנאים השוררים בענף התעופה, אולם הוא בעל מספר מאפיינים ממתני סיכון ובהם: חוזים ארוכי טווח, מחירוים בינלאומיים מקובלים, המסדירים את תמחור החוזים והמטוסים, חסמי יציאה גבוהים מהסכמי החכירה, יכולת השבת וניוד המטוס במקרה של אירוע כשל ורגולציה תומכת. נציין כי בתקופות של הרעה בביקושים בענף התעופה ניתן לצפות ללחצים על מרווחי חוזי החכירה המתחדשים ולירידה בערך הגרט של המטוסים - תרחיש אשר נלקח בחשבון בדירוג.

ביולי 2012 חתמו מדינת ישראל והאיחוד האירופי הסכם תעופה, הידוע בכינויו הסכם "שמיים פתוחים". הסכם זה מאפשר לחברות בינלאומיות להגדיל את היצע הטיסות לישראל וממנה. להערכת מידרוג, הסכם זה עלול להביא לפגיעה ברווחיות של אל-על כתוצאה מהגברת התחרות, אם כי לא באופן משמעותי.

#### **נחיתות מבנית ותלות בגלובל ליסינג לצורך שירות החוב**

ייעודה של החברה הינו אחזקת מניות השליטה בגלובל ליסינג ובאל-על. כנזכר לעיל, גלובל ליסינג הינה המקור התזרימי העיקרי של החברה ועל כן נוצרת תלות בה לצורך שירות החוב של החברה, בהעדר פיזור וגיוון מקורות תזרימיים. מבנה ההחזקות יוצר סדר קדימויות לטובת החוב בגלובל ליסינג, הן בתזרים והן בביטחונות, כאשר החוב בחברה נחות לו.

#### **נראות התזרים מגלובל יציבה, נוכח פרופיל פיננסי יציב**

גלובל ליסינג מחזיקה בצי של 21 מטוסים אשר כולם מוחכרים בחוזים. 11 מטוסים-מוחכרים לתקופה שמסתיימת בשנתיים הקרובות והשאר תחת חוזה עד השנים 2015-2020. גלובל ליסינג הוכיחה עד כה יכולת טובה להאריך עסקאות ולהשיא את התשואה על צי המטוסים.

בזכות הגדלת צי המטוסים במהלך שנת 2011, פחתה ריכוזיות לקוחות החברה (מ-7 לקוחות ל-10 לקוחות), אולם זו נותרה גבוהה להערכתנו. לקוחות החברה מאופיינים בפרופיל סיכון אשראי ספקולטיבי, המאפיינים את מרבית השחקנים בענף התעופה. תחזית מודי'ס צופה מהמורות בתקופה הקרובה עבור חברות התעופה האירופאיות לאור המצב הכלכלי הרעוע באירופה. המטוסים המוחכרים ללקוחות האירופאים, ביחד עם אמריקן איירליינס הבלתי יציבה, מהווים 50% מהצי של גלובל ליסינג.

גלובל ליסינג מאופיינת לאורך זמן ברמת רווחיות גבוהה ויציבות תזרימים, הנובעים מהיכולת למקד את הניהול במספר מצומצם של עסקאות שנבחרו בקפידה, תוך ניצול היתרון היחסי בנישת המטוסים המשומשים, כמו גם מהמינוף הגבוה. אנו צופים שגלובל ליסינג תמשיך לחלק דיבידנדים לכנפיים בהיקפים דומים לאלו שחילקה בשנים האחרונות.

רמת המינוף של גלובל ליסינג סבירה, אולם גדלה בשנה האחרונה, כמשתקף ביחס ההון למאזן שירד מ-30% במרץ 2011 ל-23% ביוני 2012, בין היתר כתוצאה מביצוע עסקאות ליסינג חדשות במחצית השנייה של 2011. גלובל ליסינג התחייבה בפני מחזיקי אגרות החוב (סדרה א') לשמור על יחס הון עצמי לסך מאזן שלא יפחת מ-15% והיא שומרת על רמת נזילות טובה בשנתיים האחרונות. כמו כן, גלובל ליסינג מוגבלת בהיקף הדיבידנדים שביכולתה לחלק מצד המממנים השונים, לרבות מחזיקי אגרות החוב (סדרה א') של גלובל ליסינג.

### גלובל ליסינג: נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני דולר

| FY 2008 | FY 2009 | FY 2010 | FY 2011 | H1 2011 | H1 2012 |                      |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----------------------|
| 49      | 61      | 61      | 60      | 30      | 29      | הכנסות מדמי חכירה    |
| 18      | 18      | 17      | *1      | 8       | 8       | רווח תפעולי          |
| (10)    | (9)     | (8)     | (8)     | (4)     | (5)     | הוצאות מימון, נטו    |
| 6       | 9       | 8       | (8)     | 3       | 3       | רווח נקי             |
| 38      | 47      | 49      | 46      | 22      | 22      | תזרים מפעולות (FFO)  |
| (158)   | 0       | 0       | (120)   | 0       | 0       | השקעות ברכישת מטוסים |
| (5)     | (7)     | (2)     | (7)     | (4)     | (2)     | דיבידנד לבעלי המניות |

\* כתוצאה ממחיקת שווי מטוסים בסך של \$14 מיליון

| 12.2008 | 12.2009 | 12.2010 | 12.2011 | 06.2012 |                       |
|---------|---------|---------|---------|---------|-----------------------|
| 356     | 309     | 331     | 395     | 366     | סך נכסים במאזן        |
| 18      | 20      | 76      | 58      | 52      | מזומנים ופקדונות לז"ק |
| 324     | 274     | 234     | 320     | 278     | רכוש קבוע, נטו        |
| 238     | 198     | 212     | 267     | 234     | חוב פיננסי            |
| 91      | 93      | 100     | 84      | 84      | הון עצמי              |
| 25.6%   | 30.1%   | 30.2%   | 21.3%   | 22.9%   | הון עצמי / סך מאזן    |
| 70.8%   | 66.5%   | 66.1%   | 73.9%   | 71.2%   | חוב פיננסי / CAP      |
| 6.3     | 4.2     | 4.3     | 5.8     | 5.1     | חוב פיננסי / FFO      |

### מינוף פיננסי גבוה ויחסי כיסוי חוב מורחבים איטיים

רמת המינוף (חוב נטו לשווי החזקות) בכנפיים עלתה משמעותית, נוכח ירידה של כ-50% בשווי השוק של אל על במהלך השנה האחרונה, ושחיקה בהון העצמי של גלובל ליסינג, בעיקר כתוצאה ממחיקה בשווי הצי בהיקף של \$14 מיליון. המינוף נבחן תחת מספר תרחישים והנחות לגבי שווי השוק של אל-על, המגלמים יחס מינוף (LTV), בהתאם לשווי הבורסאי של אל על ולשווי בספרים של יתר החברות הבנות, שנע בטווח שבין 75% ל-65%, אשר הינו גבוה לרמת הדירוג הקודם בהתחשב בפרופיל הפעילות, ופוגע בגמישותה הפיננסית. יחסי כיסוי החוב המורחבים (חוב כנפיים סולו + חוב גלובל ליסינג ל-EBITDA גלובל ליסינג) איטיים יחסית ועמדו בממוצע על 5.8 בשלוש השנים האחרונות.

### נזילות נמוכה וגמישות פיננסית חלשה יחסית לעומס הפירעונות

לחברה נזילות נמוכה, הנסמכת על - פיקדונות בנקאיים וני"ע בסך \$9 מיליון ויתרות מזומנים בסך \$9.6 מיליון, נכון לסוף יוני 2012. בהתאם ללוח הסילוקין הנוכחי, בשנים 2013-2014 צפויה עלייה

משמעותית בעומס הפירעונות. להערכת מידרוג, היקף הנכסים הנזילים ותרחיש הבסיס שלנו לגבי דיבידנד ממוחזקות, יאפשרו לחברה לשרת את חובה בצפיפות עד לסוף שנת 2013 ויאלצו אותה לגייס מקורות נוספים בטווח הזמן הקצר. יחסי שירות החוב של החברה חלשים ולהערכתנו יהיו נמוכים מ-1 בטווח הזמן הבינוני, בהיעדר הזרמת הון חיצוני.

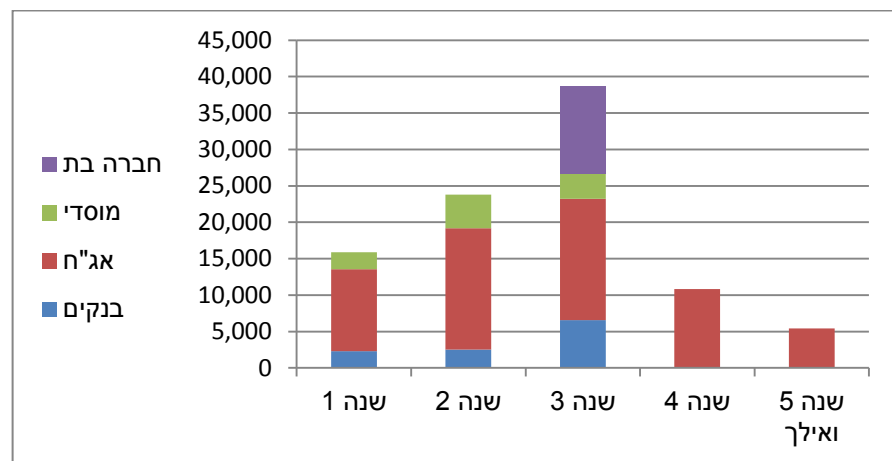
הגמישות הפיננסית של החברה חלשה יחסית ונשחקה בשנה האחרונה, נוכח הירידה בשווי השוק של אל-על, כנזכר לעיל. מרבית מניות אל על משועבדות לטובת הגורמים המממנים, כאשר שווי השוק של המניות החופשיות הוא כ-2.5\$ מיליון בלבד. בנוסף, לחברה מסגרות אשראי בהיקפים זניחים.

הגמישות הפיננסית נתמכת בהחזקה בגלובל ליסינג, אשר 49% ממנה פנויים משעבוד, כמו גם רמת הנזילות הטובה יחסית של חברת הבת. כאמור לעיל, לגלובל ליסינג ישנם קובננטים המגבילים חלוקת דיבידנדים ואשר, להערכתנו, החברה עומדת בהם במרווח נמוך.

החברה נדרשת לעמוד במספר אמות מידה פיננסיות, שנמדדות mark to market בקשר לאשראי הבנקאי והמוסדי והיא עומדת בהן בצפיפות, נתון הפוגם בגמישות החברה.

רמת המינוף של החברה, הגמישות החלשה ורמת המרווחים שבהם נסחרות האג"ח שלה יוצרים אתגר משמעותי עבור יכולת החברה למחזר את חובותיה.

**כנפיים (סולו): לוח סילוקין לפירעון קרן החוב ליום 30.06.2012, באלפי דולר**



## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לייצוב אופק הדירוג:

- ירידה משמעותית ביחס המינוף, תוך שיפור ביחסי הכיסוי, אשר תשתקף בהיקף מזומנים מספק לשירות החוב, ללא תלות במימון חדש

### גורמים שיכולים להוביל להורדת הדירוג:

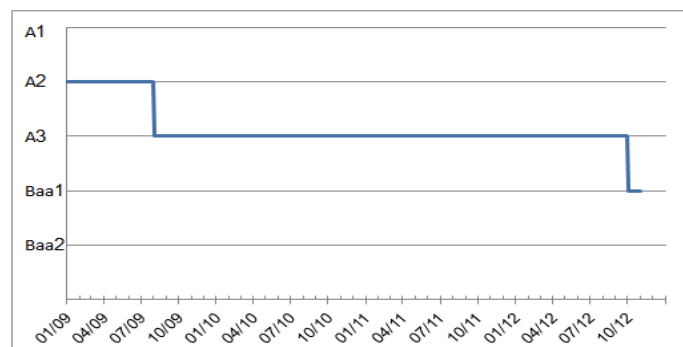
- אי שיפור ברמת הנזילות ובגמישות הפיננסית של החברה

- פגיעה ביחסי הכיסוי המורחבים וביחסי שירות החוב של החברה, כתוצאה בין השאר מהחלשות מיצובה העסקי והפיננסי של גלובל ליסינג שתפגע בתזרימי הדיבידנדים ממנה
- הרעה מתמשכת בתוצאות פעילות אל-על

## אודות החברה

כנפיים אחזקות הינה חברת אחזקות שהשקעותיה מתמקדות בתחום התעופה. שתי אחזקותיה העיקריות הינן: אל-על נתיבי אויר לישראל בע"מ, בשיעור אחזקה של 39.3% וגלובל ליסינג, בשיעור אחזקה של 100%. לחברה החזקות נוספות, קטנות יותר, העוסקות בתחום שירותי התעופה והתחזוקה למטוסים וכוללות את QAS ישראל בע"מ (50%) - ספקית שירותי הקרקע לחברות תעופה בינלאומיות הפועלות בנתב"ג, ומפעילה של טרקלינים ובתי קפה בנמל התעופה וכנפי תחזוקה (100%), העוסקת בתחזוקת מטוסים ומספקת שירותי תחזוקה מקצועיים לטייסות חיל האוויר. כנפיים הינה קבוצת החזקות ישראלית ותיקה, המתמקדת מזה עשרות שנים בפעילות בענף התעופה. עד לשנת 2005 רוכזה הפעילות בתחום בעיקר באמצעות ארקיע קווי תעופה ישראליים בע"מ, שהוחזקה על ידי החברה בשיעור של 75%. נקודת המפנה העסקית של כנפיים ארעה עם רכישת השליטה באל-על, בשנים 2003-2004 ומכירת השליטה בארקיע בסוף שנת 2005, תוך שהיא מעבירה עימה חלק מהפעילויות שהוחזקו תחת ארקיע, וגלובל ליסינג בראשן. השליטה בחברת כנפיים מוחזקת על ידי חברי משפחת בורוביץ, באמצעות ישראל בורוביץ (17.49%), דוד בורוביץ (16.27%) ותמר בורוביץ (11.34%). יו"ר דירקטוריון החברה הינו עו"ד יהודה לוי. מנכ"ל החברה החל מיום 1.11.2012 הינו מר רונן ציוני. המנכ"ל היוצא של החברה הינו מר שלמה חנאל.

## היסטוריית דירוג



## דוחות קשורים

- [כנפיים – דוח מעקב, דצמבר 2011](#)
- [כנפיים – פעולת דירוג, אוקטובר 2010](#)

תאריך דוח: 04.11.2012

**מונחים פיננסיים עיקריים**

|   |  |
|---|--|
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.   | הוצאות ריבית<br>Interest                                       |
| הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.                 | הוצאות ריבית תזרימיות<br>Cash Interest                         |
| רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.   | רווח תפעולי<br>EBIT  |
| רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.   | רווח תפעולי לפני הפחתות<br>EBITA                               |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.   | רווח תפעולי לפני פחת והפחתות<br>EBITDA                         |
| רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.                             | רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה<br>EBITDAR      |
| סך נכסי החברה במאזן.  | נכסים<br>Assets  |
| חוב פיננסי לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב פיננסי לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית. | חוב פיננסי<br>Debt   |
| חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.   | חוב פיננסי נטו<br>Net Debt                                     |
| חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.                            | בסיס ההון<br>Capitalization (CAP)                              |
| השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.  | השקעות הוניות<br>Capital Expenditures (Capex)                  |
| תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.                     | מקורות מפעילות*<br>Funds From Operation (FFO)                  |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.  | תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*<br>Cash Flow from Operation (CFO) |
| מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.  | תזרים מזומנים פנוי*<br>Retained Cash Flow (RCF)                |
| תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.   | תזרים מזומנים חופשי*<br>Free Cash Flow (FCF)                   |

\* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת.



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 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.



CTC031112000M דו"ח מספר:

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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 צריכה 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.