



# וואן טכנולוגיות תוכנה (א.א.ס.טי) בע"מ

מעקב שנתי | דצמבר 2010

1

## מחבר:

מתן אייל, רו"ח, אנליסט  
[matane@midroog.co.il](mailto:matane@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)



## וואן טכנולוגיות תוכנה (א.א.ס.טי) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 ואופק דירוג יציב לאג"ח (סדרה א' ו-ב') של וואן טכנולוגיות תוכנה (א.א.ס.טי) בע"מ ("וואן או "החברה").

### סדרת האג"ח הכלולה בדוח זה:

שנות פירעון קרן	יתרה בספרים ליום 30.09.2010 במיליוני ₪	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב ליום 30.09.2010 במיליוני ₪	מועד ההנפקה	סדרה	מס' ני"ע
2009-2013	29.9	מדד	3.95%	27.0	5/2005	א'	1610138
2013-2016	57.4	מדד	4.2%	57.1	1/2010	ב'	1610153

### שיקולים עיקריים לדירוג

הגורמים התומכים בדירוג כוללים: מוניטין והתמחות שנצברו במהלך עשרות שנות פעילות; גיוון פעילויות עסקיות, תוך סינרגיה וקשרי גומלין ביניהן; בסיס לקוחות רחב, ותיק ומפוזר יחסית על פני מגזרים וענפים; פיזור הפעילות על פני מספר רב של פרויקטים; דגש ניהולי על רווחיות הוביל את החברה לשיעורי רווחיות טובים ביחס לענף; נזילות טובה הנתמכת בתזרים מפעולות חזק ותיק נזיל בהיקף גבוה. אסטרטגיית הרכישות שחודשה בשנת 2010, לאחר קיפאון של שנה, הביאה ותביא לצמיחה משמעותית בהכנסות החברה ובנוסף תכניס את החברה לתחומי פעילות חדשים ותרחיב את נוכחותה בתחומים קיימים.

גורמי הסיכון בפעילות החברה כוללים: רמת סיכון עסקי בינונית של ענף הפעילות לרבות חשיפתו לתנודות המחזור הכלכלי שמצוי בהתאוששות, צורך בניהול הדוק של ההוצאות בפרויקטים ורמת תחרות גבוהה; הגדלת הפעילות בתחום החומרה המאופיינת ברווחיות נמוכה יחסית צפויה להערכתנו לפגוע בשיעור הרווחיות של החברה; התרכזות פעילות החברה בישראל; ריכוזיות מסוימת במכירות לסקטור התקשורת ונוכחות נמוכה אך במגמת שיפור, בסקטור הפיננסים, המאופיין בצורך גובר לשירותי תוכנה; גמישות פיננסית סבירה, המוגבלת בשעבוד על פעילות החברה בתחום החומרה והתניות פיננסיות על התוצאות הכספיות ביחס לחוב; רמת המינוף, כפי שנמדדת ביחס ההון העצמי לסך המאזן, הינה גבוהה יחסית לחברות השוואה.

האופק היציב נתמך ביכולת יצור מזומנים טובה, שהתבטאה בהיקף תזרים תפעולי (EBITDA) ותזרים מפעולות (FFO) חזקים, תוך שמירה על יחסי כיסוי התאמים את קבוצת הדירוג לאורך זמן. מידרוג צופה כי יחסי הכיסוי ישתפרו בטווח הקצר לאור איחוד הפעילויות החדשות שנרכשו; רמת נזילות טובה, הנתמכת ביתרות מזומן ומסגרות ז"ק לא מנוצלות, אולם לא חתומות.

מוד"ס קובעת אופק יציב, עם סיכוי לשינוי לאופק חיובי, לענף שירותי טכנולוגיית המידע (IT) בעולם, על בסיס יציבות ואף צפי לגידול מתון בביקוש חברות לשירותי IT במיקור חוץ יעיל וזול יחסית והצורך שלהן לרענן את תשתית המחשוב לאור מעבר ממדיניות ניהול משבר המתבטאת בקיצוץ בעלויות לאסטרטגיית צמיחה.



בתשעת החודשים הראשונים של 2010 הכנסות החברה צמחו בכ-9.8% יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. חלק מהגידול נבע מאיחוד מלא של תוצאות חברת כלנית כרמון שירותי תוכנה בע"מ<sup>1</sup> ("כלנית"), מיום השלמת עסקת רכישת השליטה ב-01.08.2010 (כלנית תרמה כ-15 מיליון ₪ להכנסות החברה בתקופה הנ"ל), וחלק נוסף ממגזר פתרונות מחשוב ותוכנה ("שירותי תוכנה") לאור גידול אורגני וכן איחוד מלא של חברת Wizrom Software S.R.L.<sup>2</sup> ("ויזרום"). במקביל לצמיחה בהיקף הפעילות, החברה הצליחה לשפר את רווחיותה התפעולית והתזרים מפעילות לאור פרויקטים בעלי שיעור רווחיות גבוה יחסית במגזר שירותי התוכנה. מידרוג צופה שחיקה ברווחיות התפעולית בשנה הקרובה על רקע הגדלת הפעילות בתחום החומרה, תוך התכנסות לכ-6% מההכנסות.

### נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪<sup>3</sup>

FY2007	FY2008	FY2009	YTD2009	YTD2010	Q12010	Q22010	Q32010	
516.3	511.2	513.9	378.4	415.3	132.5	135.2	147.6	הכנסות
82.9	88.0	90.6	67.0	81.0	24.9	27.1	29.0	רווח גולמי
29.6	29.9	34.4	24.6	32.9	10.3	10.9	11.7	רווח תפעולי <sup>4</sup>
16.1%	17.2%	17.6%	17.7%	19.5%	18.8	20.1	19.7	רווח גולמי/ הכנסות
5.7%	5.8%	6.7%	6.5%	7.9%	7.8%	8.1%	7.9%	רווח תפעולי/ הכנסות
35.2	35.9	39.8	28.6	38.3	12.1	12.4	13.8	EBITDA
20.8	13.4	22.7	15.5	22.9	8.5	7.3	7.1	רווח נקי
41.5	59.3	59.8	55.6	89.1				תיק נזיל
78.1	107.5	87.8	92.1	145.4 <sup>5</sup>				חוב פיננסי
318.9	343.7	333.7	306.6	422.6				סך מאזן
21.9%	21.9%	28.0%	28.5%	27.3%				הון עצמי/ מאזן
5.0	4.0	5.0	5.0	14.55				דיבידנד ששולם
54.5%	59.9%	48.8%	51.8%	56.4%				חוב/CAP
2.2	3.0	2.2	2.7	2.9				Debt/EBITDA LTM
2.9	4.1	2.8	3.3	4.3				Debt/FFO LTM

### פירוט גורמי מפתח בדירוג

#### הענף תחרותי ודינמי אך הפגין בשנים האחרונות יציבות יחסית

ענף ה-IT בישראל מאופיין ברמת סיכון עסקי בינונית. הענף בישראל מאופיין בתחרות גבוהה ומתבטאת ב"מאבק" מתמשך על תעריפים מוזלים במכרזים של ארגונים גדולים ומוסדות ממשלתיים, כניסה של מתחרים גלובליים חזקים ומגמת קונסולידציה ע"י מיזוגים ורכישות. סיכונים נוספים האינהרנטיים לענף הינם האופי הפרויקטואלי של הפעילות, שהתקצר בשנתיים האחרונות לאור מדיניות שמרנית יותר של לקוחות וחשיפה למצב הכלכלי בישראל ובייחוד במגזר הפיננסיים. החברות משווקות בישראל מוצרים של ספקי תוכנה מחו"ל והן חשופות לפגיעה במותג הספק או במערכת יחסים איתו וכן למיזוגים ורכישות בין חברות בינלאומיות. ככלל, רמת הרווחיות בענף אינה גבוהה במיוחד. הרווחיות

<sup>1</sup> נכון לתאריך דוח זה, החברה מחזיקה כ-58% מהון המניות של חברת כלנית, חברה ציבורית בתחום שירותי IT מנוהלים.  
<sup>2</sup> בשנת 2007 נרכשו 50% מהון המניות של חברת וויזרום, חברת IT ברומניה. לאור אופציה הקיימת לחברה לרכישת 50% נוספים, עברה החברה לרישום תוצאותיה של וויזרום מאיחוד יחסי לאיחוד מלא מה-01.01.2010.  
<sup>3</sup> LTM - מתייחס לתקופה של שנים עשר החודשים האחרונים. YTD - מתייחס בדוח זה לתשעת החודשים הראשונים של השנה.  
<sup>4</sup> רווח התפעולי מוצג בנטרול הוצאות/הכנסות אחרות בעלת אופי חד פעמי ובשונה מהצגתו בדוחות הכספיים.  
<sup>5</sup> בינואר 2010 הנפיקה החברה כ-57.1 מיליון ₪ עג. אג"ח (סדרה ב'), בתמורה השווה לערך הנקוב.



מושפעת לשלילה ממרכיב מכירות החומרה וממרכיב השמת שירותי מומחים ויועצים. לצד זאת, הענף מאופיין בחסמי כניסה גבוהים יחסית נוכח דרישות ניסיון ומומחיות, קשרים עסקיים ויתרון לגודל.

ענף ה-IT העולמי הפגין איתנות במיתון הכלכלי האחרון והוכיח כי הוא מהווה חלק מעסקי הליבה של ארגונים וחברות בעולם. הביקוש לשירותים אלו לא הושפע מהותית ממדיניות הקיצוצים והקטנת הפעילות של הלקוחות<sup>6</sup> לאורך תקופת המשבר. ארגונים גדולים נדרשו במשבר להמשיך ולנהל את מערכות המידע ברמה גבוהה ואף לנצל את הפוטנציאל הגלום בתשתית זו ולהזיל עלויות. מידרוג צופה כי הלקוחות הגדולים בענף: ארגונים ממשלתיים, גופים פיננסיים וחברות התקשורת ימשיכו להשקיע בתשתיות ובשירותי טכנולוגיית מידע לאור הפוקוס שניתן כיום למדיניות ניהול הסיכונים, העמקת הרגולציה (עם דגש על ענף הבנקאות והביטוח), אבטחת מידע ופרטיות המידע הארגוני. על פי מודי'ס, מודלים חדשים ומתפתחים בתחום ה-IT (מחשוב ענן ווירטואליזציה) יהוו מנועי צמיחה משמעותיים בענף, אם כי התרומה המלאה של טכנולוגיית מחשוב הענן צפויה לבוא לידי ביטוי רק בטווח הבינוני. לאור האמור לעיל, מודי'ס צופה המשך פעילות מיזוגים ורכישות בשנים הקרובות, כאשר חברות מעוניינות לשלב טכנולוגיות ומוצרים ולתת חבילת שירות מגוונת ורחבה ככל האפשר.

#### **נתח שוק גדל לאור רכישות חדשות**

החברה הינה השלישית מבין מתחרותיה בשוק ה-IT בישראל והינה בעלת מוניטין רב. לחברה יתרון תחרותי בזכות סינרגיה בין תחומי פעילותה השונים על בסיס סל מגוון של שירותים ופתרונות והינה בעלת הנהלה מנוסה ויציבה. לחברה בסיס לקוחות רחב ומבוזר הנמצא במגמת התרחבות לאור רכישת חברות חדשות וזכייה במכרז החשכ"ל. פרט לרכישת השליטה בכלנית, הודיעה החברה באוקטובר 2010, על רכישת 100% מהון המניות של חברת הראל טכנולוגיות מידע בע"מ ("הראל") בתמורה של כ-12 מיליון ₪ במזומן והעמדת ערבויות לאשראי בסך של כ-15 מיליון ₪<sup>7</sup> נוספים. חברת הראל מתמקדת בתחום החומרה והתשתיות (כ-80% מתמחיל המכירות) ובנוסף, באמצעות חברות בנות, בתחום אבטחת המידע. על פי דיווחי החברה, בשנת 2009 רשמה חברת הראל מחזור הכנסות מאוחד של כ-326 מיליון ₪ ורווח תפעולי של כ-10 מיליון ₪. המיזוג יגדיל את חלקו של תחום החומרה בפעילות החברה לכ-50% וצפוי להערכתנו להביא לירידה בשיעור הרווחיות של החברה. במקביל, הרכישה מעמיקה את פעילות החברה בתחום אבטחת המידע. מידרוג רואה באסטרטגיית הרכישות של החברה כגורם חיובי במיצובה העסקי והתחרותי בשוק אך מנגד רואה בתהליכי המיזוג הצפויים אתגר משמעותי בטווח הקרוב.

#### **תזרים המזומנים מפעילות חזק וצפוי לגדול לאור אסטרטגיית הרכישות**

בתשעת החודשים הראשונים של 2010 הציגה החברה תזרים תפעולי (EBITDA) בסך של כ-38 מיליון ₪, כ-9.2% מההכנסות, שיעור גבוה יחסית לענף. הגידול בתזרים יחסית לתקופה המקבילה אשתקד נובע מגידול בהכנסות במגזר פתרונות מחשוב ותוכנה ("שירותי תוכנה") לאור גידול אורגני וכן איחוד מלא של חברת Wizrom Software S.R.L.<sup>7</sup> ("וויזרומ"), מפעילות ה-ERP (מערכות ניהול משאבים) המתרחבת וכן מהשלמת עסקת רכישת השליטה בחברת כלנית כרמון ב-01.08.2010.

בשנים 2009-2006 חולקו כ-4-6 מיליון ₪ דיבידנדים מדי שנה. סך זה מהווה במוצע כ-25% מהרווח הנקי בשנת החלוקה. להערכתנו, התזרים החופשי של החברה צפוי להיפגע בכ-20% בעקבות אימוץ לראשונה של מדיניות

<sup>6</sup> למרות המיתון הכנסות הענף בעולם עלו ב-3.5% בשנת 2009 (מקור: מודי'ס).

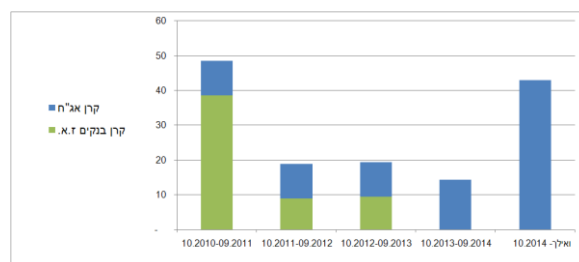
<sup>7</sup> בשנת 2007 נרכשו 50% מהון המניות של חברת וויזרומ, חברת IT ברומניה. לאור אופציה הקיימת לחברה לרכישת 50% נוספים, עברה החברה לרישום תוצאותיה של וויזרומ מאיחוד יחסי לאיחוד מלא מה-01.01.2010.

דיבידנד, עליו הכריזה החברה באוגוסט 2010, ולפיו היא תחלק 50% מהרווח הנקי הרבעוני של החברה. במכלול השיקולים שהוצגו לעיל אנו סבורים כי אין בכך להשפיע במידה מהותית על הדירוג. במהלך שנת 2010 ועד למועד דוח זה, החברה חילקה במצטבר סכום של כ-18 מיליון ₪ (כ-7.5 מיליון ₪ מתוכו בגין שנת 2009). לאחר חלוקה זאת, לחברה יתרת עודפים לחלוקה בהון העצמי בסך של כ-68 מיליון ₪.

**נזילות טובה הנסמכת על מקורות התזרים הפנימי ומגובית בתיק נזיל בשווי של כ-89 מיליון ₪**

היקף החוב הפיננסי ליום 30.09.2010 הינו כ-145 מיליון ₪, כאשר כ-57 מיליון ₪ הינם אג"ח סדרה ב' שהונפק בינואר 2010. לוח הסילוקין של החוב הפיננסי פרוס באופן נוח על פני השנים הבאות, כך שאינו צפוי לעלות על התזרים המייצג מפעולות (FFO מייצג), בניכוי דיבידנד ממוצע ובניכוי הוצאות רכישת רכוש קבוע ממוצעות. התיק הנזיל של החברה, שגדל משמעותית לאור הנפקת אג"ח סדרה ב', מהווה כ-21% מסך המאזן ומיועד, בין השאר, להשקעות ברכישת פעילויות חדשות (היתרה הינה לפני רכישת חברת הראל). שווי התיק ליום 30.09.2010, המאופיין בסיכון סולידי, מסתכם בכ-89 מיליון ₪, מכך כ-42 מיליון ₪ מוחזק באג"ח ממשלתי ואג"ח קונצרני מדורג A3 ומעלה והיתרה בפיקדונות בנקאיים נושאי ריבית. נזילות החברה טובה ונסמכת, נוסף על יתרות המזומנים המהותיות, על מקורות התזרים הפנימי ועל מסגרות אשראי פנויות לא חתומות בהיקף של 66 מיליון ₪. לחברה אמות מידה פיננסיות מבנקים, בהן היא עומדת במרווח רחב ושעבוד שוטף על נכסי חברה בת להבטחת התחייבויות לתאגידים הבנקאיים.

**8 לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 30.09.2010, במיליוני ₪**



**אופק הדירוג**

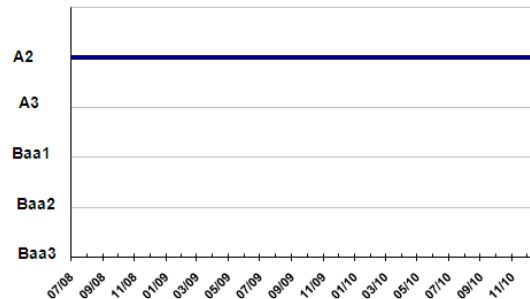
**גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג**

- שיפור עקבי ומתמשך ברווחיות מפעילות הליבה
- הורדה משמעותית ברמת המינוף שתבטא בירידת יחסי הכיסוי

**גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג**

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי באמצעות ה-EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים מעל ל-4.0. בחישוב היחס תתחשב מידרוג בהתאמות חד פעמיות הנובעות מהשקעות חדשות
- ביצוע השקעות חדשות, באופן שיגדיל את רמת הסיכון העסקי הפיננסי של החברה
- מדיניות דיבידנד אגרסיבית

<sup>8</sup> לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק שיתרתו ליום 30/9/2010 הינה בסך של כ-28 מיליון ש"ח.



### אודות החברה

וואן טכנולוגיות תוכנה (א.א.ס.טי) בע"מ ("החברה") עוסקת במתן שירותי מיחשוב ומערכות מידע לחברות גדולות ובינוניות, בעיקר בישראל. החברה מציעה ללקוח פתרון כולל בתחום ה-IT, המשלב בין תוכנה לחומרה, תוך סינרגיה בידע ובניסיון הנצבר בה בשני התחומים, לאחר שרכשה במחצית השנייה של שנת 2006 את וואן מערכות תמורת סך כולל של כ-25 מיליון ש"ח. החברה פעילה מזה עשרות שנים, במהלך צברה מאות לקוחות, חלקם קשורים עם החברה בקשרים רב-שנתיים. הלקוחות כוללים גופים מהגדולים במשק, ממגוון תחומי פעילויות, בהם תקשורת, אלקטרוניקה, תעשייה ואנרגיה. חלק מהפעילות בתחום התוכנה נעשה במזרח אירופה, באמצעות אחזקות שנרכשו במהלך המחצית השנייה של שנת 2007, בהשקעה כוללת של כ-20 מיליון ש"ח: STANGA LTD חברה בולגרית, (66% מהון המניות) וכן WIZROM SOFTWARE S.R.L חברה רומנית (50%). נכון למועד דוח זה החברה מעסיקה כ-2,000 עובדים. בשנת 2010, ולאחר קיפאון בשנת 2009, ממשיכה החברה במדיניות רכישות של חברות בתחומי פעילותה. מניות החברה נסחרות בבורסה למסחר בני"ע בתל אביב מאז שנת 1983. החברה נשלטת (68.39%) ע"י קבוצת מיחשוב ישיר בע"מ, חברה ציבורית הנשלטת בעצמה (61.37%) ע"י מר עדי אייל אשר מכהן בתפקיד מנכ"ל החברה מאז ראשית שנת 2009. יו"ר הדירקטוריון הוא מר ניצן ספיר.

### דוחות קשורים

דוח מיוחד על החברות הגדולות בענף טכנולוגיות מידע - דוח מיוחד IT, קישור:

[http://www.midroog.co.il/upload/infocenter/info\\_images/96200943323PM@%E3%E5%E7%20%20%F2%F0%F3%20IT.pdf](http://www.midroog.co.il/upload/infocenter/info_images/96200943323PM@%E3%E5%E7%20%20%F2%F0%F3%20IT.pdf)

## רשימת מונחים פיננסיים עיקריים

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

## 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.





דו"ח מספר: CIO081210000M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739  
טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2010.

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](http://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 מניפק, 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 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.