



החברה למימון אילת (2006) בע"מ

דוח מעקב | אוגוסט 2013

1

מחבר:

יובל סקורניק, אנליסט
yuvals@midroog.co.il

אדם בן יהודה, ראש צוות
adamb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

החברה למימון אילת (2006) בע"מ - טיוטת דוח מעקב

ליום 30/08/2013	מועד דירוג מקורי 16/10/2006	
₪ 61,943,249	₪ 80,000,000	יתרת חוב
Aa3 אופק יציב	Aa3	דירוג אג"ח עיקרית
10/2021	10/2021	תשלום אחרון משוער
הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ		נאמן
עיריית אילת		חברת המקור

דירוג הסדרה נותר על כנו.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

בדירוג החברה למימון אילת (2006) בע"מ (להלן: "החברה", "עיריית אילת", "הרשות" או "אילת"), מידרוג הסתמכה על המתודולוגיה לדירוג רשויות מקומיות, המתבססת על מתודולוגיית הדירוג של Moody's לדירוג רשויות מקומיות¹, ובהתבסס על ההתייבויות המשפטיות, כמשתקף במסמכי העסקה, וטיב הנכסים המגבים של תיק הארנונה בבסיס השעבוד (בידוד הנכסים אינו מוחלט במקרה זה).

בהתאם למתודולוגיה בבחינת רשות מקומית, נבחנות: (1) איתנותה הכלכלית של הרשות, בהיבטי גודל וצמיחה, סוג הכלכלה ויציבותה, פרופיל סוציו-אקונומי ומאפייני אוכלוסייה; (2) מצבה הפיננסי של הרשות, בהיבטי עודפי מזומנים או גירעונות, תלות בתקבולים מהמדינה ויציבות התקבולים; (3) ביצועים ניהוליים, כמשתקף מרמת המתאם בין תקציב הרשות לביצועים בפועל, בקרת ושליטת הממשלה על ביצועי העירייה²; וכן (4) נתונים על עומס המלוות והתחייבויות ארוכות טווח אחרות. במסגרת מעקב זה, נבחנו הנתונים במהלך השנים האחרונות, לרבות השוואה לנתוני הבסיס במועד הדירוג הראשוני (משנת 2004), לפורום ה-15³ (אשר היוו בסיס השוואתי בעת דירוג האג"ח הראשוני) ולממוצע הארצי. עיריית אילת מאופיינת ביחס עומס מלוות לתושב ויחס גירעון מצטבר לתושב, אשר הינם גבוהים מהותית, ביחס לפורום ה-15 והממוצע הארצי (להלן ביחד: "קבוצת הייחוס"). יחסים אלו משקפים את פעילותה הכלכלית הרחבה של העירייה, ביחס למספר תושביה. פעילות כלכלית זו מתבטאת, בין היתר, בשיעור גבוה של תקבולים עצמיים מסך כל התקבולים (תלות פחותה בתקצוב ממשלתי, אשר הינו תנודתי) ובשיעורי גבייה טובים, יחסית לקבוצת הייחוס. גורמים אלו ממתנים את השפעת הדירוג הסוציו-אקונומי הנמוך, המאפיין את תושבי אילת. שעבוד "נכסי פרימיום"⁴ מגבים בבסיס העסקה, המתאפיינים ביציבות ושיעורי גבייה גבוהים במיוחד⁵, מעניקים משנה תוקף לרמת הוודאות, באשר ליכולת העירייה לשרת את החוב.

יצוין כי, ההתייבויות המשפטיות של עיריית אילת בקשר עם הבטוחות שהעמידה לחברה ולמחזיקי האג"ח, להבטחת תשלומי הקרן והריבית, מוגבלת לסכום הארנונה המשועבד (Non-Recourse). מנגנון Pass-Through ממתן את הסיכון,

¹ General Obligation Bonds Issued by US Local Governments – מתודולוגיה זו מתייחסת, הן לרשויות מקומיות והן לגופים ציבוריים אחרים, ובוצעו בה התאמות לשם התאמתה לישראל.

² במדינת ישראל, משרד הפנים הינו אחראי על אישור תקציבי הרשות, נטילת הלוואות וכדומה. מאידך, לרשות שליטה מוגבלת על קביעת תעריפי הארנונה. תקרת תעריפי הארנונה נקבעת ע"י משרד הפנים ומשרד האוצר.

³ פורום ה-15 מאגד את "העיריות העצמאיות"; ערים אשר אינן מקבלות מענקי אידון או מענקי פיתוח ממשלתיים, ומנוהלות כמשק עצמאי סגור, מכוח משאביהן הכספיים העצמאיים. עקב פערים במועדי דיווחי הרשויות, הנתונים ההשוואתיים הינם נתוני שנת 2011.

⁴ נמל אילת ונכסים של משרד הביטחון.

⁵ שיעור גבייה ממוצע של 105%. שיעור הגבייה גדול מ-100% וזאת כתוצאה מגבייה של חובות קודמים.

אשר עלול לנבוע משינויים בבסיס נכסי האג"ח או מפערי עיתוי בתזרים התקבולים. הקרן לשירות חוב מלאה כנדרש, בהיקף 75% מסך התשלום השנתי לאג"ח, ויחס הכיסוי בין תקבולי הארנונה המשועבדים להחזר החוב על בסיס 12 החודשים שחלפו, בחישוב לשנת 2012, הינו 3.12.

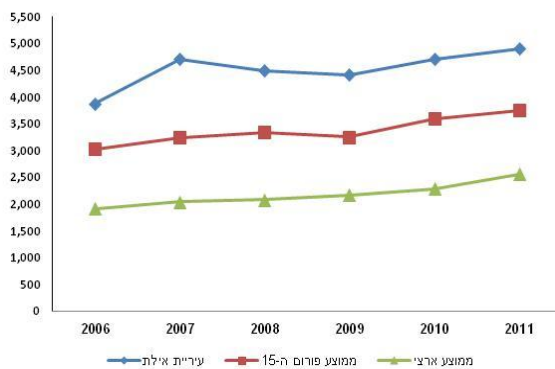
2. ניתוח

2.1 ניתוח כלכלי של עיריית אילת וכנותן שירותים לעסקה

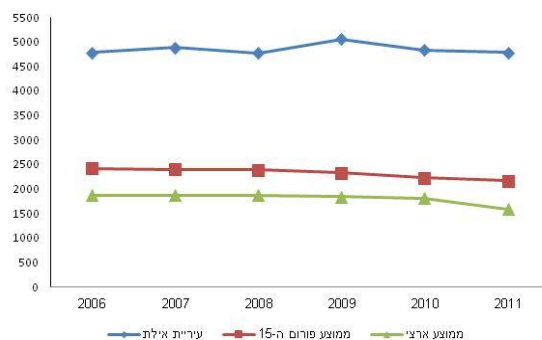
אילת הינה העיר הדרומית ביותר בישראל, עיר גבול בעלת חשיבות אסטרטגית למדינת ישראל, ומרכז תיירות ונופש מהמרכזיים בארץ. אילת חולשת על שטחים בהיקף כ- 100 א' דונם, ובתום שנת 2011 התגוררו בה כ- 46.7 א' תושבים⁶ לעומת 47.8 א' תושבים בשנת 2010. להלן עיקרי הבחינת שבוצעו:

1. **בסיס התקבולים ואופיים:** תקבוליה העצמיים של העירייה מארנונה עלו בממוצע שנתי של כ- 5.3% בין השנים 2006-2012, כאשר בין השנים 2011-2012 שיעור הגידול הינו כ- 4.8%. תקבוליה העצמיים של העירייה בשנת

השוואת תקבולי ארנונה לנפש



השוואת עומס מלוות לתושב



2012 (תשלומי ארנונה ותקבולים אחרים, שאינם ממקורות ממשלתיים) היוו כ- 69% מסך כל תקבוליה בשנה זו, וכ- 72% ב- 2010. בין השנים 2006-2012, ההכנסה הממוצעת מגביית ארנונה לנפש בעיריית אילת גבוהה משמעותית ביחס לפורום ה- 15 ולממוצע הארצי, ותואמת עיריות בדירוג סוציו-אקונומי גבוה. נתון זה תואם את הפעילות המסחרית האינטנסיבית בעיר ומקזז את השפעת המצב הסוציו-אקונומי של תושבי העיר (לפירוט ראה בסעיף 3 להלן). שיעור התקבולים העצמיים בעיריית אילת מאפיין תלות נמוכה בתקציבי ממשלה לפעילותה השוטפת. התלות במדינה, מתבטאת, הן בחלק המדינה בתקצוב העירייה (כ- 31%), והן בתלות העירייה בתקבולים מגופים ממשלתיים (נמלים, משרד הביטחון ודומיהם). עיריית אילת מאופיינת ביחס עומס מלוות לתושב גבוה משמעותית מהממוצע הארצי וממוצע פורום ה- 15 לאורך זמן. עומס המלוות לפירעון בשנת 2011 היווה כ- 56% מתקציב העירייה לשנה זו, גבוה משמעותית

משיעור עומס המלוות הממוצע בפורום ה- 15 (32%)⁷. נכון לסוף שנת 2012, עומס המלוות לפירעון של עיריית אילת הסתכם בכ- 212 מ' ש, המהווים כ- 50% מתקציב העירייה לשנה זו.

⁶ נתוני הלמ"ס לשנת 2011.

2. **חשיפה לתיירות:** אילת הינה עיר מסחר ותיירות מרכזית בישראל, דבר המשתקף בחלקה הנמוך של הארנונה ממגורים, המהווה כ- 26.5% מסך תקבולי הארנונה בשנת 2012. 73.5% הינם תקבולי ארנונה ממלונות וגופים ציבוריים שונים. מנתוני התאחדות המלונות בישראל, עולה כי במהלך ינואר- יוני 2013, אילת רשמה כ- 30% מהלינות במלונות בישראל, לעומת כ- 18% שנרשמו במלונות בירושלים, 13% בת"א ו- 11% במלונות ים-המלח. מספר הלינות בין החודשים ינואר - יוני 2013 הסתכם בכ- 10 א' לינות, קיטון בשיעור של 1% לעומת התקופה המקבילה אשתקד, ותפוסת החדרים קטנה ב- 2% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. אילת מאופיינת באחוז גבוה של לינות ישראלים (כ- 84% מסך הלינות בעיר לחודשים ינואר- יוני 2013), דבר המקנה יציבות, אל מול תנודתיות בתנועת התיירים הזרים לישראל.

3. **מאפייני תושבים:** נכון לשנת 2012, העיר מדורגת ברמה סוציו-אקונומית 5 (מתוך 10) לעומת ממוצע דירוג סוציו-אקונומי בקרב פורום ה- 15 העומד על 6.8. נכון ל-01/04/2013, מקבלי דמי אבטלה היוו כ- 1.3% מקרב התושבים בעיר, לעומת ממוצע ארצי וממוצע פורום ה- 15 של 0.8% ו- 1.0%, בהתאמה. בשנת 2010, השכר הממוצע לשכיר היה בסך של 7,628 ₪ לחודש, לעומת שכר ממוצע ארצי ושכר ממוצע בפורום ה-15 של 9,013 ₪ ו- 10,066 ₪, בהתאמה. להלן טבלה המסכמת נתונים עיקריים על אוכלוסיית עיריית אילת בהשוואה לממוצע פורום ה-15 וממוצע ארצי:⁸

ממוצע ארצי	ממוצע פורום ה-15	עיריית אילת	
33%	25%	26%	שיעור ילדים עד גיל 18*
55%	57%	65%	שיעור אוכלוסייה בגיל עבודה*
13%	18%	9%	שיעור קשישים*
9,013	10,066	7,628	שכר ממוצע לשכיר**
25%	28%	27%	שיעור השכירים שמשתכרים מתחת לשכר מינימום**
0.8%	1.0%	1.3%	שיעור מקבלי אבטלה***

* נכון לתאריך 01/01/2012
 ** נכון לשנת 2010
 *** נכון לתאריך 01/04/2013

4. **איתנות פיננסית:** עיריית אילת סובלת באופן עקבי מגירעונות בתקציב, אם כי בשיעורים יציבים מסה"כ

התפתחות סה"כ תקבולים מול סה"כ הוצאות (א' ₪) ושיעור גירעון שוטף מסה"כ תקבולים (%)



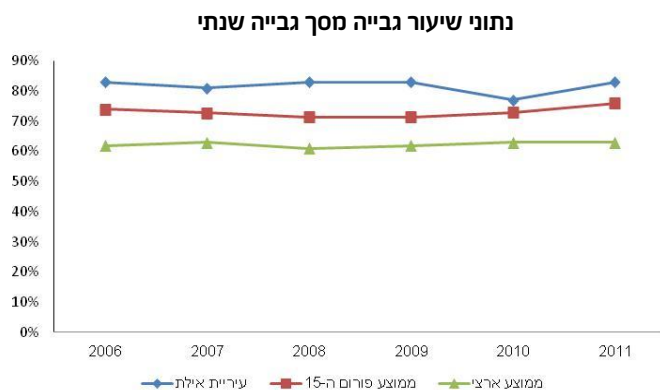
מקור: דוחות כספיים עיריית אילת, ועיבודי מידרוג

התקבולים. בשנת 2012, סך הגירעון של עיריית אילת הינו כ- 8 מ' ₪, לעומת כ- 13 מ' ₪ בשנת 2011. הקיטון בגירעון השנתי הנובע, בין היתר, מגידול בהכנסות העירייה בשיעור של 7.5%, הינו בעיקר כתוצאה מגידול בהכנסות ממשלתיות. הגירעון המצטבר של עיריית אילת בסוף שנת 2012 הינו בסך של כ- 68 מ' ₪, קיטון בשיעור של כ- 3% לעומת שנת 2011. הקיטון בגירעון המצטבר נובע מהקיטון בגרעון השנתי, כמפורט לעיל,

⁷ לא קיימים נתוני תקציב עבור כלל העיריות בישראל.
⁸ מקור: המוסד לביטוח לאומי.

ומקבלת הלוואה ממשרד הפנים לכיסוי הגירעון בסך 10 מ' ש. בנוסף, במהלך 2012 העירייה הקטינה את עומס המלוות מ- 223 מ' ש ל- 212 מ' ש (כ- 5%). יחס סך כל תקבולי העירייה לעומס המלוות והגירעון המצטבר השתפר במהלך 2012 מ- 1.41 ל- 1.60, יחס המהווה שיפור מהותי מבסיס האיגוח ב- 2004 (יחס של 1.03). יצוין כי בהיבט זה, נכון לשנת 2011, יחס הכיסוי הממוצע עבור פרום ה-15 הינו 2.66.

5. **ניהול וממשל**: מבדיקת ביצועי העירייה בפועל, כנגד התקציבים לאורך השנים, עולה כי לרוב, הביצועים בפועל



מקור: נתוני משרד הפנים ועיבודי מידרוג

טובים מאלו שתוקצבו בשורת התקבולים. בשנת 2012, עיריית אילת חרגה לטובה מתקציב התקבולים בכ- 5.4%, בהמשך לחריגה לטובה בשיעור של כ- 5.2% בשנת 2011. עם זאת, החריגות מתקציב ההוצאות גבוהות יותר, בשיעור כ- 7.2% במהלך 2012, לעומת 8.5% בשנת 2011, כפי שמשקף, בין היתר, בגירעונות השוטפים של העירייה. יצוין כי, בשנת 2012 שיעור גביית הארנונה

מהחיוב התקופתי השוטף בעיריית אילת הינו כ- 93%, לעומת כ- 94% בשנת 2011⁹. בין השנים 2006-2011 שיעור גביית הארנונה מהחיוב התקופתי השוטף דומה לשיעור זה בפרום ה-15, וגבוה יותר, בהשוואה לממוצע הארצי. שיעור גביית הארנונה הגבוה יחסית, הינו, בין היתר, תוצאה של אופי משלמי הארנונה בשטחה המוניציפאלי של העירייה (כדוגמת: משרד הביטחון, נמלים ומלונות), המתאפיינים במוסר תשלומים גבוה. שיעור גביית הארנונה מסך הפיגורים בשנת 2012 הינו כ- 21%, לעומת כ- 36% בשנת 2011. נכון לסוף שנת 2012, נגד עיריית אילת תלויות תביעות משפטיות בסך כ- 58 מ' ש, שעיקרן, תביעות בגין החזר ארנונה והיטלים בסך כ- 9 מ' ש ותביעות כספיות בסך כ- 37 מ' ש. בהתאם לחוות הדעת של יועצי המשפטים של עיריית אילת, נכללה הפרשה של כ- 11.5 מ' ש בדוחות הכספיים לשנת 2012.

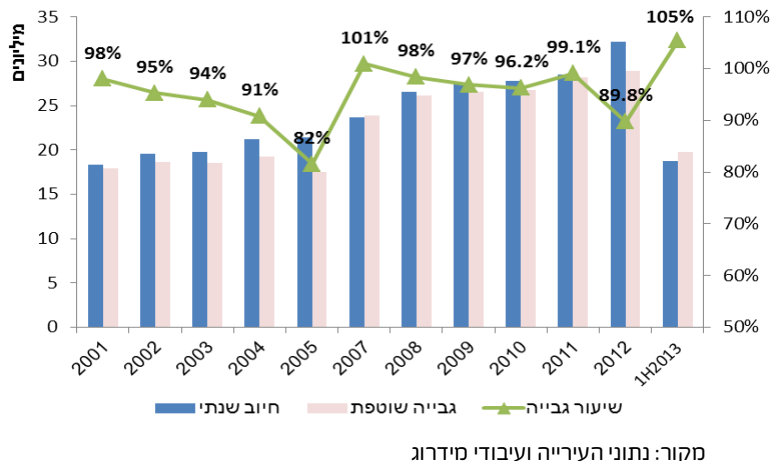
6. **תכניות עתידיות**: במהלך שנת 2012 גיבשה עיריית אילת תוכנית מתאר חדשה לעיר למשך 20 השנים הקרובות, חלף תוכנית המתאר שהייתה קיימת משנת 1983. תוכנית המתאר החדשה כוללת גידול היצע המגורים כך שיתאים ל- 100 א' תושבים (לעומת כ- 63 א' תושבים נכון לשנת 2012), הכפלת מספר חדרי המלון בעיר (מ- 12 א' חדרי מלון נכון לשנת 2012) ויצירת רצף אורבאני בין מזרח למערב העיר, בכפוף להעתקת שדה התעופה לאזור תמנע (כחלק מתוכנית ה-"שער הדרומי"). ביצוע תוכנית המתאר בהתאם לפירוט שלעיל, תוביל לגידול בתקבולי העירייה העתידיים ותתרום ליציבות הכלכלית.

בחינת הנתונים, כפי שפורטה לעיל, אינה מצביעה על שינוי ביכולת העירייה, כחברת המקור, לספק את השירות הנדרש לעסקה, בטווח הקרוב.

⁹ נציין כי, בשנת 2011, ממוצע שיעור גביית הארנונה מהחיוב התקופתי השוטף של פרום ה-15 הינו 90%.

2.2 תקבולים מהנכסים המגבים של תיק הארנונה בבסיס השעבוד - ניתוח כמותי

התפתחות חיובי ארנונה של נכסי אג"ח וגבייה שוטפת (מ' ש) ושיעורי גבייה



במסגרת המעקב, מידרוג ביצעה ניתוח של תיק הנכסים המגבים של תיק הארנונה בבסיס השעבוד, לרבות ניתוח חיובי ארנונה משועבדים, נתוני גבייה בפועל, שיעור הגבייה בפועל, תנודתיות ופיזור, וזאת, בהשוואה לנתונים אשר הובאו בחשבון במודל האיגוח המקורי¹⁰. מהניתוח עולה כי, חלה עלייה עקבית בחיובי הארנונה ובשיעורי הגבייה, בפועל, בין השנים 2007-2012, אל מול מגמה מעורבת, בין השנים 2001-2005.¹¹ ממוצע שיעור הגבייה עלה מכ- 92%

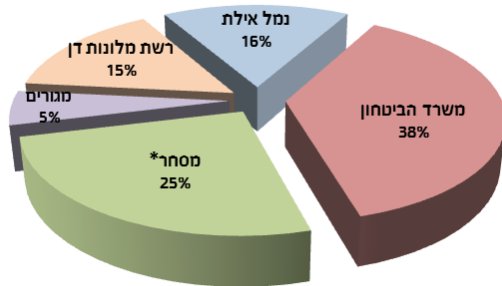
בממוצע, בין השנים 2001-2005, לכ- 97% בממוצע, בין השנים 2007-2012. שיעורי הגבייה הינם תנודתיים, בין היתר, בהשפעת פערי עיתוי (תשלומים מראש וחיוב בנין זמן עבר, ראה שיעור גבייה של מעל 100% למחצית הראשונה של שנת 2013), וכן בשל תוספת לגבייה במהלך השנה. בשנת 2007 הוסדר סיפוח שטחים נוספים לשימוש משרד הביטחון, בגינם נדרש תשלום ארנונה נוסף. תנודתיות סה"כ חיובי הארנונה וסה"כ הגבייה, בפועל, עלתה במשך השנים, אולם מגמת השינוי, החל משנת 2007, הינה חיובית בלבד. להלן טבלה המרכזת נתונים עיקריים בתאגיד הפעילות לשנים 2007-2012, בהשוואה לשנים 2001-2005, אשר שימשו כבסיס נתונים למודל האיגוח במועד הדירוג הראשוני:

2007-2012	שיעור השינוי הנומינאלי (%)	בסיס האיגוח (2001-2005)
27,682	+38%	20,067
26,743	+46%	18,377
97%	+5.4%	92%

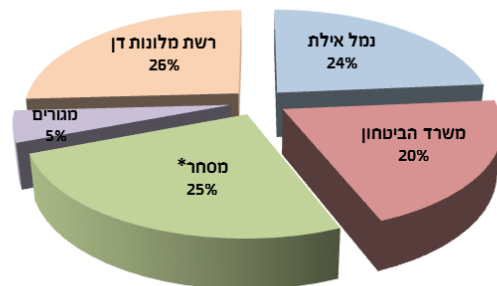
סך חובות הארנונה המשועבדים לשנת 2012 בחשבון האיגוח הינו 32,164 א' ש. מתוכם נגבו, לתקופת הדיווח, 28,884 א' ש. שיעור הגבייה השנתי מחושב כיחס בין סך הגבייה בחשבון האיגוח לבין חיובים בשנת החשבון, בניכוי פטורים, שחרורים, הנחות וביטולים. במועד הדיווח לשנת 2012 היחס הינו 89.8%, לעומת 99.1% בשנת 2011. התנודתיות נובעת, כאמור, מפערי עיתוי ותוספות לחיוב במהלך השנה (שטרם שולמו). פיזור נכסי תיק האיגוח קטן, בעיקר בשל עליית משקלם של חיובי הארנונה ממשרד הביטחון (כ- 38% בשנת 2012, לעומת כ- 20% בשנת 2005). הבדיקות שלעיל, מתאפיינות בנתונים טובים מאלו אשר נבדקו במועד הדירוג הראשוני. להלן פילוח של חיובי הארנונה בשנת 2005 ושנת 2012:

¹⁰ נבדקו נתוני תיק האיגוח ממועד ההנפקה (אוקטובר 2006) לאורך השנים 2007-2012, בהשוואה לנתוני תיק האיגוח שנבדקו במועד הדירוג הראשוני, בין השנים 2001-2005.
¹¹ שנת 2006 לא נכללה בנתוני הדוח הראשוני ולא נבחנה לאחריו, שכן העסקה בוצעה באוקטובר 2006.

התפלגות החייבים לשנת 2012



התפלגות החייבים בבסיס עסקת האיגוח (2005)



* מסחר כולל את רשות שדות התעופה וקניון מול הים.
מקור: נתוני הערייה ועיבודי מידרוג

2.3 יחס הכיסוי

יחס הכיסוי מחושב לפי היחס בין (א) תקבולי הארנונה המשועבדים לבין (ב) החזר החוב על בסיס 12 החודשים שחלפו. במסמכי העסקה המקוריים, היקף השעבוד נקבע באופן שישקף יחס כיסוי של 2.3, ויחס מינימאלי לשחרור עודפים בשיעור 1.5. בפעולת דירוג, אשר בוצעה בינואר 2009, הוגדל היקף השעבודים לחוב, כך שישקף 2.4 מהחזר החוב השנתי, וכן הועלה היחס המינימאלי לשחרור עודפים ל-1.58.¹² יחס הכיסוי, נכון לשנת 2012 הינו 3.12.

2.4 קרן לשירות חוב

ברשות הרמטיק נאמנות (1975) בע"מ (להלן: "הנאמן"), קרן לשירות חוב, בסך כ-75% מסך התשלום השנתי לאג"ח. נכון ל-13/08/2013, הקרן הינה בסך של כ-7.1 מ' ש"ח ומופקדת בבנק לאומי לישראל בע"מ, המדורג בדירוג לזמן ארוך Aaa ובדירוג לזמן קצר P-1, באופק שלילי.

2.5 דיווח הנאמן בעסקה

על פי דיווחי הנאמן, לא נתקימה כל הפרה באג"ח עד לסוף המחצית הראשונה לשנת 2013.

¹² השינוי בוצע עקב דיווח הנאמן על סכומי כסף, אשר על פי הצהרת הערייה, אינם מועברים ישירות לחשבון האיגוח. המסמכים המשפטיים של ההנפקה תוקנו בהתאם לשינוי האמור.

3. תיאור העסקה

עיריית אילת הנפיקה איגרות חוב באוקטובר 2006, באמצעות חברה ייעודית בבעלותה המלאה - החברה למימון אילת (2006) בע"מ, לתקופה של 15 שנים. במסגרת ההסכם שנחתם בין העירייה והחברה, נקבע כי העירייה תפרע את ההלוואה ב- 60 תשלומים רבעוניים הכוללים קרן וריבית קבועה (בשיעור של 5.7%) בהצמדה למדד ובתנאים מקבילים לתנאי האג"ח. לצורך הבטחת התשלומים השוטפים למשקיעים באג"ח, שועבדו, בין היתר, תקבולי הארנונה של עיריית אילת בגין חיובי חלק מן הנכסים בעיר (כ-11% מפוטנציאל גביית הארנונה במועד ההנפקה) לנאמן לטובת בעלי האג"ח.¹³ בהסכם המימון נקבע מנגנון Pass-Through, על פיו פירעון האג"ח ייעשה מתוך תקבולי הארנונה המשועבדים, כך שמועד הפירעון המשוער הינו אוקטובר 2021 או מועד פירעונם המלא והסופי של תשלומי הקרן והריבית למחזיקי האג"ח - לפי המאוחר. תקבולי הארנונה מתקבלים בחשבון משותף לעירייה ולחברה, אשר כל פעולה בו מחייבת את אישור הנאמן. במסגרת העסקה, העירייה התחייבה שלא להשתמש בזכות קיזוז תשלומי ארנונה מחובותיה שלה (כלפי החייב). כמו כן, נקבעה קרן לשירות חוב בסך כ- 75% מן ההחזר השנתי המקסימלי. בפעולת דירוג, אשר בוצעה בינואר 2009, הוגדל היקף השעבודים לחוב, כך שישקף 2.4 מהחזר החוב השנתי, וכן הועלה היחס המינימאלי לשחרור עודפים ל-1.58.

4. אופק הדירוג

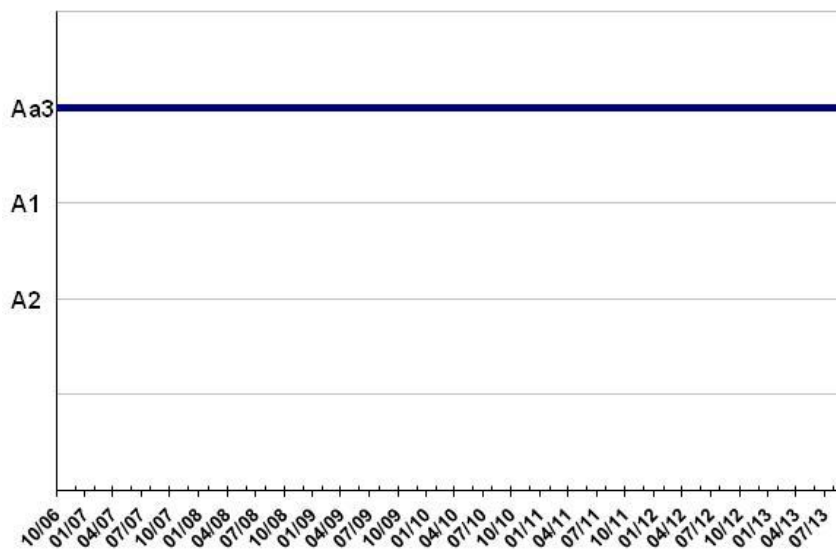
גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך באיתנותה הפיננסית של העירייה.
- שיפור בבסיס תקבולי הארנונה מנכסי האג"ח המשועבדים, באופן אשר ישפר את יחסי הכיסוי.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה משמעותית ומתמשכת באיתנותה הכלכלית של העירייה, בשיעורי הגירה שלילית, בשיעור הגירעון התקציבי, היקף הגירעון המצטבר ועומס המלוות.
- קיטון משמעותי בהיקפי הארנונה הנגבים המשועבדים, כתוצאה מגורמים שונים, לרבות כתוצאה ממעבר של חייבים מרכזיים לרשות אחרת.

¹³ המחאה על דרך שעבוד ושעבוד קבוע ראשון בדרגה. במסגרת העסקה נקבע שעבוד שלילי עבור כלל הבטוחות.



6. מידע מקצועי רלוונטי

תאריך פרסום דוח אחרון: 05/08/2012

דו"ח מתודולוגי נלווה: [קווים מנחים להנפקת חוב על ידי רשויות מקומיות](#)¹⁴

¹⁴ יצוין כי, מתקיים מהלך להכנת מטריצת דירוג, על בסיס כמותי, לרשויות מקומיות.

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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 שאלהיה 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") 2012.

מסמך זה, לרבות פסיקה זו, הוא רכושה 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 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. 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.