



החברה למימון אילת (2006) בע"מ

דוח מעקב | אוגוסט 2012

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 - דוח מעקב

יום 05/07/2012	מועד דירוג מקורי 16/10/2006	
56,989,092 ₪ ¹	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

מידרוג מדרגת את החברה למימון אילת (2006) בע"מ (להלן: "החברה", "עיריית אילת", "הרשות" או "אילת"), בהתאם למתודולוגיה של Moody's לדירוג רשויות מקומיות² ובהתבסס על ההתחייבויות המשפטיות, כמשתקף במסמכי העסקה, וטיב הנכסים המגבים של תיק הארנונה בבסיס השעבוד (בידוד הנכסים אינו מוחלט במקרה זה). בהתאם למתודולוגיית Moody's 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 העירייה³; 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), לפרורם ה-15⁴ (אשר היוו בסיס השוואתי בעת דירוג האג"ח הראשוני), לכלל הרשויות ולעיריות בעלות היקף אוכלוסייה דומה⁵. עיריית אילת מאופיינת ביחס עומס מלוות לתושב יחס גירעון מצטבר לתושב, אשר הינם גבוהים מהותית, ביחס ליחסים אלו בקרב פורום ה-15, הממוצע הארצי ועיריות בעלות היקף אוכלוסייה דומה (להלן בידח: "קבוצת הייחוס"), ומציגה גידול בגירעון המצטבר על פני הזמן, לעומת קבוצת הייחוס, אשר הינן במגמת הפחתה. 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) ובשיעור גבוה של תקבולים עצמיים מסך כל התקבולים (תלות פחותה בתקצוב הסוציו-אקונומי הנמוך, המאפיין את תושבי אילת. שעבוד "נכסי פרימיום"⁶ מגבים בבסיס העסקה, המתאפיינים ביציבות ושיעור גבוהים במיוחד⁷, מעניקים משנה תוקף לרמת הוודאות, באשר ליכולת העירייה לשרת את החוב. יצוין כי, ההתחייבות המשפטית של עיריית אילת בקשר עם הבטוחות שהעמידה לחברה ולמחזיקי האג"ח, להבטחת

¹ נומינלית במונחי מועד ההנפקה; כ- 68 מ' ₪, נכון לסוף יוני 2012.

² General Obligation Bonds Issued by US Local Governments – מתודולוגיה זו מתייחסת, הן לרשויות מקומיות והן לגופים ציבוריים אחרים, ובוצעו בה התאמות לשם התאמתה לישראל.

³ 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.

⁴ פורום ה-15 מאגד את "העיריות העצמאיות"; ערים אשר אינן מקבלות מענקי איזון או מענקי פיתוח ממשלתיים, ומנהלות כמשק עצמאי סגור, מכוח משאביהן הכספיים העצמאיים. עקב פערים במועדי דיווחי הרשויות, הנתונים ההשוואתיים הינם נתוני שנת 2009.

⁵ עיריות עם מספר תושבים בסטייה של +/- 15% בהשוואה לעיריית אילת.

⁶ נמל אילת ונכסים של משרד הביטחון.

⁷ שיעור גבוהה ממוצע של 99.1%. שיעור הגבייה בנמל אילת לשנת 2011 הינו 108.1% וזאת כתוצאה מגבייה של חובות קודמים.

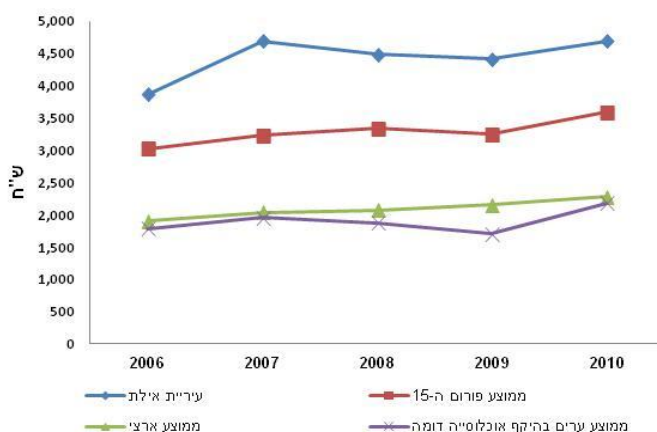
תשלומי הקרן והריבית, מוגבלת לסכום הארנונה המשועבד (Non-Recourse). מנגנון Pass-Through ממתן את הסיכון, אשר עלול לנבוע משינויים בבסיס נכסי האג"ח או מפערי עיתוי בתזרים התקבולים. הקרן לשירות חוב מלאה כנדרש, בהיקף 75% מסך התשלום השנתי לאג"ח, ויחס הכיסוי, בחישוב לשנת 2011, הינו 3.12.

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 2010 התגוררו בה כ- 47,826 תושבים⁸ לעומת 47,400⁹ בשנת 2009. להלן עיקרי הבחינות שבוצעו:

גרף 1: השוואת תקבולי ארנונה לנפש



מקור: נתוני משרד הפנים ועיבודי מידרוג

1. בסיס התקבולים ואופיים: תקבוליה

העצמיים של העירייה מארנונה עלו בממוצע שנתי של כ- 5.4% בין השנים 2006-2011, ובכ- 2% בין השנים 2010-2011. תקבוליה העצמיים של העירייה (תשלומי ארנונה ותקבולים אחרים, שאינם ממקורות ממשלתיים) היוו כ- 72% מסך כל תקבוליה בשנת 2011, וכ- 74% ב- 2010. לצורך השוואה, בשנת 2010 ממוצע שיעור התקבולים העצמיים מסך כלל התקבולים לעיריות פרום ה- 15 היה 78%

ולעיריות בעלות היקף אוכלוסייה דומה 63%. כמתואר בגרף 1, בין השנים 2006-2010, ההכנסה הממוצעת מגביית ארנונה לנפש בעיריית אילת גבוהה משמעותית ביחס לפרומו ה- 15, לממוצע הארצי ולערים בעלות היקף אוכלוסייה דומה, 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- 28%), והן בתלות העירייה בתקבולים מגופים ממשלתיים (נמלים, משרד הביטחון ודומיהם).

2. חשיפה לתיירות: אילת הינה עיר מסחר ותיירות מרכזית בישראל, דבר המשתקף בחלקה הנמוך של הארנונה

ממגורים מסך תקבולי הארנונה, כ- 25% מתקבולי הארנונה. 75% הינם תקבולי ארנונה ממלונות וגופים ציבוריים שונים. מנתוני התאחדות המלונות בישראל, עולה כי במהלך ינואר-מאי 2012, אילת רשמה כ- 30%

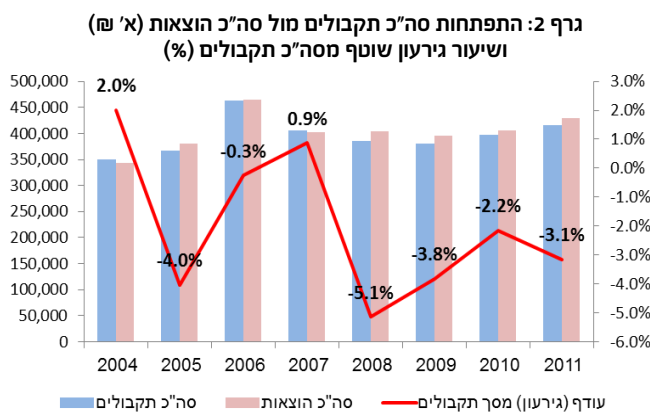
⁸ נתוני הלמ"ס לשנת 2010.
⁹ נתוני משרד הפנים לשנת 2009.

מהלינות במלונות בישראל, לעומת כ- 18% שנרשמו במלונות בירושלים, 14% בת"א ו- 10% במלונות ים-המלח. מספר הלינות עלה בכ- 5% ותפוסת החדרים עלתה ב- 4% ביחס לנתוני אשתקד, ל- 71.8%. אילת מאופיינת באחוז גבוה של לינות ישראלים (כ- 86% מסך הלינות בעיר לחודשים ינואר- מאי 2012), דבר המקנה יציבות, אל מול תנדודיות בתנועת התיירים הזרים לישראל.

3. **מאפייני תושבים:** העיר מדורגת ברמה סוציו-אקונומית 5 (מתוך 10), בדומה לערים כגון: אור יהודה, אשדוד, אשקלון ובאר-שבע (ממוצע הדירוג הסוציו-אקונומי בקרב פורום ה- 15 הינו 6.8). נכון ל-01/01/2012, מקבלי דמי אבטלה היוו כ- 1.7% מקרב התושבים בעיר, לעומת ממוצע ארצי וממוצע פורום ה- 15 של 0.8% ו- 0.9%, בהתאמה. בשנת 2009, השכר הממוצע לשכיר היה בסך של 7,443 ₪ לחודש, לעומת שכר ממוצע ארצי ושכר ממוצע בפורום ה- 15 של 8,562 ₪ ו- 9,393 ₪, בהתאמה. להלן טבלה המסכמת נתונים עיקריים על אוכלוסיית עיריית אילת בהשוואה לממוצע פורום ה-15 וממוצע ארצי:¹⁰

ממוצע ארצי	ממוצע פורום ה-15	עיריית אילת	
33%	25%	27%	שיעור ילדים עד גיל 18*
55%	58%	64%	שיעור אוכלוסייה בגיל עבודה*
12%	17%	9%	שיעור קשישים*
8,562	9,393	7,443	שכר ממוצע לשכיר**
33%	30%	29%	שיעור השכירים שמשתכרים מתחת לשכר מינימום**
0.8%	0.9%	1.7%	שיעור מקבלי אבטלה***

* נכון לתאריך 01/12/2010
 ** נכון לשנת 2009
 *** נכון לתאריך 01/01/2012



מקור: דוחות כספיים עיריית אילת, ועיבודי מידרוג

2011 העירייה הקטינה את עומס המלוות מ- 231 מ' ₪ ל- 223 מ' ₪ (כ- 3.5%). יחס סך כל תקבולי העירייה לעומס מלוות וגירעון מצטבר השתפר במהלך 2011 מ- 1.36 ל- 1.41, יחס המהווה שיפור מהותי מבסיס

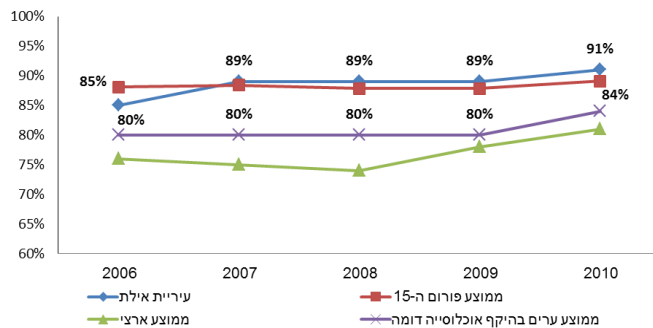
4. **איתנות פיננסית:** עיריית אילת סובלת באופן עקבי מגירעונות בתקציב, אם כי בשיעורים יציבים מסה"כ התקבולים (ראה גרף 2). בשנת 2011, סך הגירעון של עיריית אילת הינו כ- 13 מ' ₪, לעומת כ- 8.5 מ' ₪ בשנת 2010. סך הגירעון המצטבר של עיריית אילת בסוף שנת 2011 הינו בסך של כ- 70 מ' ₪, עלייה בשיעור של כ- 13% לעומת שנת 2010. עם זאת, במהלך

¹⁰ מקור כלל הנתונים, למעט דירוג סוציו-אקונומי (המתפרסם ע"י משרד הפנים, הינו המוסד לביטוח לאומי).

האיגוח ב- 2004 (יחס של 1.03). יצוין כי בהיבט זה, נכון לשנת 2010, יחס הכיסוי הממוצע עבור פורום ה-15 הינו 2.48, ואילו היחס בקרב עיריות דומות בהיקף אוכלוסייה ובקרב כלל הרשויות, הינו 2.31 ו-2.39, בהתאמה.

5. **ניהול וממשל**: מבדיקת ביצועי העירייה בפועל, כנגד התקציבים לאורך השנים, עולה כי לרב, הביצועים בפועל טובים מאלו שתוקצבו בשורת התקבולים. בשנת 2011, עיריית אילת חרגה לטובה מתקציב התקבולים בכ- 5.2%, בהמשך לחריגה לטובה בשיעור של כ- 3.3% בשנת 2010. עם זאת, החריגות מתקציב ההוצאות גבוהות יותר, בשיעור כ- 8.4% במהלך 2011, לעומת 5.5% בשנת 2010, כפי שמשתקף, בין היתר, בגירעונות השוטפים של העירייה. יצוין כי, בשנת 2011 שיעור גביית הארנונה מהחיוב התקופתי השוטף בעיריית אילת הינו כ- 94%, לעומת כ- 91% בשנת 2010¹¹. בין השנים 2006-2010 שיעור גביית הארנונה מהחיוב התקופתי השוטף דומה לשיעור זה בפורום ה-15, וגבוה יותר, בהשוואה לממוצע הארצי ועיריות בעלות היקף אוכלוסייה דומה, כפי שמשתקף בגרף 3.

גרף 3: נתוני שיעור גבייה מסך גבייה שנתי



מקור: נתוני משרד הפנים ועיבודי מידרוג

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 2011 הינו כ- 36%, לעומת כ- 30% בשנת 2010. נכון לסוף שנת 2011, נגד עיריית אילת תלויות תביעות משפטיות בסך כ- 71 מ' ש, שעיקרן, תביעות בגין החזר ארנונה והיטלים בסך כ- 18 מ' ש ותביעות כספיות בסך כ- 41 מ' ש. בהתאם לחוות הדעת של יועציה המשפטיים של עיריית אילת, נכללה הפרשה של כ- 14 מ' ש בדוחות הכספיים השנתיים.

6. **תכניות עתידיות**: במסגרת ישיבת צוות שרים בראשות ראש הממשלה לגבי עתיד העיר אילת (18/07/2011), הועלו, בין היתר, הנושאים הבאים: (1) הטבות מס לתושבי העיר לשם סיוע בתחום הדמוגרפי; (2) ביצוע תכנית "השער הדרומי", הכוללת הקמת מרכז תחבורה וסחר בינ"ל בצפון העיר, תוך פינוי שימושים נמליים בחופיה הדרומיים (תוך כדי הליך ההפרטה), פינוי שדה התעופה במרכז והעברתו לאזור תמנע וחיבור העיר ברכבת (במסגרת תקציבית או כפרויקט BOT); (3) השקעות תיירותיות, לרבות הקמת מרכז כנסים. מימוש תכניות אלו עשוי להיטיב עם כלכלת העיר ולשפר את נתוני העירייה בטווח הארוך.

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

¹¹ נציין כי, בשנת 2010, ממוצע שיעור גביית הארנונה מהחיוב התקופתי השוטף של פורום ה-15 הינו 89%.

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

גרף 4: התפתחות חיובי ארנונה של נכסי אג"ח, גבייה שוטפת



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 המקורי¹². מהניתוח עולה כי, חלה עלייה עקבית בחיובי הארנונה ובשיעורי הגבייה, בפועל, בין השנים 2007-2011, אל מול מגמה מעורבת, בין השנים 2001-2005.¹³ ממוצע שיעור הגבייה עלה מכ- 92%, בין השנים 2001-2005, לכ- 98%, בין השנים

2007-2011. שיעורי הגבייה הינם תנודתיים, בין היתר, בהשפעת פערי עיתוי (תשלומים מראש), 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. פיזור נכסי תיק האיגוח קטן, בעיקר בשל עליית משקלם של חיובי הארנונה ממשרד הביטחון (כ- 60% מהחיובים הינם בגין נכסי משהב"ט ומסחר בשנת 2011), על חשבון ירידת משקלם של חיובי הארנונה מנמל אילת וממלונות בסה"כ תיק האיגוח. הבדיקות שלעיל, מתאפיינות בנתונים טובים מאלו אשר נבדקו במועד הדירוג הראשוני.

להלן טבלה המרכזת נתונים עיקריים בתאגיד הפעילות לשנים 2007-2011, בהשוואה לשנים 2001-2005, אשר שימשו כבסיס נתונים למודל האיגוח במועד הדירוג הראשוני:

בסיס האיגוח (2001-2005)	שיעור השינוי הנומינאלי (%)	2007-2011	
20,067	33.5%	26,785	ממוצע חיוב ארנונה (א' ש)
18,377	43.2%	26,314	ממוצע גבייה בפועל (א' ש)
92%	7%	98%	שיעור גבייה ממוצע

סך חובות הארנונה המשועבדים לשנת 2011 בחשבון האיגוח הינו 28,463 א' ש. מתוכם נגבו, לתקופת הדיווח, 28,206 א' ש. אחוז הגבייה השנתי מחושב כיחס בין סך הגבייה בחשבון האיגוח לבין חיובים בשנת החשבון, בניכוי פטורים, שחרורים, הנחות וביטולים. במועד הדיווח לשנת 2011 היחס הינו 99.1%, לעומת 96.2% בשנת 2010.

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

¹² נבדקו נתוני תיק האיגוח ממועד ההנפקה (אוקטובר 2006) לאורך השנים 2007 - 2010 בהשוואה לנתוני תיק האיגוח שנבדקו במועד הדירוג הראשוני, בין השנים 2001 - 2005.
¹³ שנת 2006 לא נכללה בנתוני הדוח הראשוני ולא נבחנה לאחריו, שכן העסקה בוצעה באוקטובר 2006.



בהיקף 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- 1.58.¹⁴ **יחס הכיסוי, נכון לשנת 2011 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- 31.12.11 הקרן הינה בסך של כ- 7.7 מ' ₪ ומופקדת בבנק לאומי לישראל בע"מ, המדורג בדירוג לזמן ארוך Aaa ובדירוג לזמן קצר P-1, באופק יציב.

2.5 דיווח הנאמן בעסקה

על פי דיווחי הנאמן (האחרון ב- 15/07/2012), לא נתקיימה כל הפרה באג"ח.

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.¹⁵ 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.

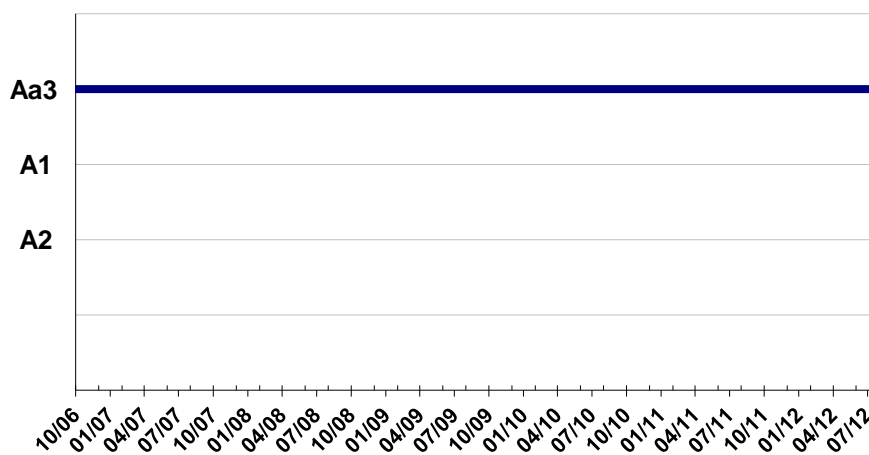
¹⁴ השינוי בוצע עקב דיווח הנאמן על סכומי כסף, אשר על פי הצהרת העירייה, אינם מועברים ישירות לחשבון האיגוח. המסמכים המשפטיים של ההנפקה תוקנו בהתאם לשינוי האמור.
¹⁵ המחאה על דרך שעבוד ושעבוד קבוע ראשון בדרגה. במסגרת העסקה נקבע שעבוד שלילי עבור כלל הבטוחות.

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- שיפור משמעותי ומתמשך באיתנותה הפיננסית של הערייה.
- 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 הערייה, 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.



תאריך פרסום דוח אחרון: 15/08/2011

דו"ח מתודולוגי נלווה: [קווים מנחים להנפקת חוב על ידי רשויות מקומיות](#)¹⁶

¹⁶ יצוין כי, מתקיים מהלך להכנת מטריצת דירוג, על בסיס כמותי, לרשויות מקומיות.

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, וכאלה 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.

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 פיסקה 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 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. בזמן שהמתדולוגיות 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.