

מיטב דש השקעות בע"מ¹

מעקב | ינואר 2015

1

אנשי קשר:

רו"ח דביר וולף, אנליסט
dvirw@midroog.co.il

שי מרום, ראש צוות
shaym@midroog.co.il

¹ מיטב דש ניירות ערך והשקעות בע"מ (לשעבר: דש בית השקעות בע"מ) הינה בעלת עניין במידרוג. החברה המדורגת מחזיקה ב- 100% ממניות דש ניירות ערך והשקעות בע"מ במישרין. מר דניאל דילבסקי, מנהל השקעות בכיר בקבוצת מיטב דש, מכהן כדירקטור במידרוג. מר דניאל דילבסקי אינו חבר בוועדת הדירוג של מידרוג ואינו משתתף בדיונים הקובעים את הדירוג.

מיטב דש השקעות בע"מ

דירוג סדרה ג'	A1	אופק יציב
---------------	----	-----------

מידרוג מותירה את דירוג האג"ח (סדרה ג'), שהונפקו ע"י מיטב דש השקעות בע"מ (להלן: "החברה" או "מיטב דש") בדירוג A1 באופק יציב, על כנו.

להלן סדרות החוב המדורגות של החברה:

סדרה	מס ני"ע	מועד הנפקה ראשוני	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרה בספרים 30/09/2014	יתרת שנות פירעון
ג'	1121763	דצמבר 2010	3.95%	מדד	603 מיליון ₪*	2015-2025

*כולל ריבית לשלם בסך כ-7 מיליון ₪

שיקולים עיקריים לדירוג

מיטב-דש הינה מנהלת הנכסים השנייה בגודלה בענף בתי ההשקעות, עם היקף נכסים מנוהל בסך כ-130 מיליארד ₪ (30.09.2014). בסוף הרבעון הראשון של שנת 2013, השלימה החברה את המיזוג עם מיטב בית השקעות בע"מ (להלן: "מיטב"), אשר תרם לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים בסך כ-42 מיליארד ₪. הדירוג משקלל את חוסנה הפיננסי של החברה - מיזוג החברה עם מיטב, אשר הושלם ביום ה-19.03.2013, הוביל לגידול ניכר בהיקף פעילות החברה ובסך המאזן. דוח המעקב שלהלן הינו הראשון שבמסגרתו באות השפעותיו התוצאתיות של המיזוג לידי ביטוי, ומשקף את הסינרגיה והגידול בהכנסות וברווח הנגזרים מכך.

דירוג החברה מתחשב, בין היתר, בתמהיל עסקיה והחברות הבנות בתחומי הפעילות העיקריים: ניהול נכסי חיסכון לזמן בינוני וארוך הכולל את מכשירי גמל, השתלמות ופנסיה וניהול נכסי חיסכון שוטף הכולל את תעודות הסל, קרנות הנאמנות ותיקי השקעות ואת פעילות החברה כחבר בורסה ובתחום הברוקראז'. נכון ליום 30.09.2014, החברה מנהלת נכסי חיסכון ארוך טווח בסך כ-40 מיליארד ₪. פעילות זו מאופיינת בהכנסות מדמי ניהול קבועים, הנגבים כשיעור מהיקף הנכסים המנוהל. היקף הנכסים המנוהל מושפע, בעיקר, משיעור התשואה על סך הנכסים המנוהלים הנתון לתנודות שוק ההון, ומצבירות, גיוסים ופדיונות של נכסים מנוהלים. יצוין כי הצבירה השלילית נטו שאפיינה את פעילות הגמל וההשתלמות של החברה בשנים 2011-2013 נבלמה במהלך שנת 2014, והחברה רשמה במהלך התקופה צבירה חיובית נטו של נכסים בסך כ-112 מיליון ₪ (כ-187 מיליון ₪ נכון ליום 30.11.2014). במהלך שלוש הרבעונים הראשונים של שנת 2014, הכנסות החברה מפעילות זו עמדו על כ-239 מיליון ₪.

החברה הינה מהמובילות בתחום תעודות הסל וקרנות הנאמנות עם היקף נכסים בסך כ-33 מיליארד ₪ ו-39 מיליארד ₪, בהתאמה. שיעור נכסי קרנות הנאמנות המושקע בקרנות כספיות המניבות רווחיות נמוכה ירד לכ-46% לעומת כ-60% אשתקד.

התחרות בענפי פעילות החברה, בעיקר בתחומי הגמל, ההשתלמות, תעודות הסל, קרנות הנאמנות והברוקראז', שוחקת את רווחיות החברה. בברוקראז' ניכרת שחיקת עמלות, בעיקר בשל תחרות מצד הבנקים.

להלן תמצית נתונים כספיים של החברה:

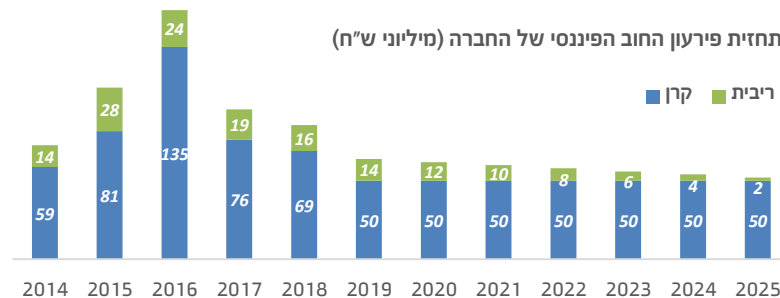
מיליוני ₪	1-9/2014	1-9/2013	FY2013	*FY2012	*FY2011
הכנסות	574	494	689	436	459
רווח תפעולי	147	106	139	93	116
רווחי (הפסדי) נוסטרו	2	4	5	-2	-7
שיעור רווח מפעולות רגילות	26%	22%	21%	21%	24%
רווח נקי	52	9	12	27	72

*מתוך דוחותיה הכספיים של החברה טרם המיזוג

מיליוני ₪	30.09.2014	31.12.2013	**31.12.2012	**31.12.2011
סך מאזן	35,902	31,932	22,455	18,408
סך מאזן מנוטרל ²	1,933	1,791	1,368	1,165
מזה: מזומן והשקעות לז"ק	760	586	725	577
חוב פיננסי ברוטו	797	834	564	528
חוב פיננסי נטו*	363	425	12	-
הון עצמי	586	583	453	457

* בניכוי מזומנים ושווי מזומנים חופשיים אשר אינם מוחזקים לצרכים רגולטורים. נכון ל- 30.09.2014, לחברה מזומנים כנגד הון רגולטורי בסך כ- 344 מיליון ₪.
** מתוך דוחותיה הכספיים של החברה טרם המיזוג

החוב הפיננסי מורכב מהלוואות ומאג"ח סדרה ג', שיתרתו בספרים נכון ליום 30.09.2014 הינה כ- 603 מיליון ₪ (בדצמבר 2013 ביצעה החברה הנפקה פרטית בדרך של הרחבת סדרה ג', בסך כ- 80 מיליון ₪). משנת 2015 ואילך, תיפרע החברה אג"ח בסך של כ- 50 מיליון ₪ בשנה עד לסילוק סדרה ג' בשנת 2025. הגרף שלהלן מציג את לוח הסילוקין הצפוי של החברה, בהתחשב בהרכב החוב הפיננסי הידוע ליום 30.09.2014:



יחסים פיננסיים של החברה:

***FY2011	***FY2012	FY2013	1-9/2013	1-9/2014	
116	93	146	112	160	* EBITDA מתואם (במיליוני ₪)
4.6	6.1	5.7	**7.41	**3.74	חוב פיננסי / EBITDA מתואם
-	0.1	2.9	**3.73	**1.7	חוב פיננסי נטו / EBITDA מתואם

* תחשיב מידרוג. נתוני ה- EBITDA הותאמו ואינם כוללים הכנסות מפעילות הנוסטר.

** EBITDA בגילום שנתי.

*** מתוך דוחותיה הכספיים של החברה טרם המיזוג

הגידול בהכנסות ובהיקפי ה- EBITDA הינו בעיקר מאחר ותוצאות הפעילות של מיטב אוחדו לראשונה בדוחותיה הכספיים של החברה מיום 31.03.2013. יחס הכיסוי של החברה (חוב פיננסי ל- EBITDA בגילום שנתי) השתפר, ומשקף את העלייה ב- EBITDA מחד והקיטון בחוב מאידך.

בתשעת החודשים הראשונים בשנת 2014 רשמה החברה רווח נקי של כ- 52 מיליון ₪ לעומת תשעת החודשים הראשונים בשנת 2013, בה רשמה רווח נקי בסך כ- 9 מיליון ₪ בלבד. הגידול המשמעותי שחל ברווחיות החברה הינו כתוצאה מהוצאות חד פעמיות שונות שהתרחשו בקשר עם מיזוג מיטב לחברה בתקופה המקבילה אשתקד, אשר השפיעו לרעה על רווחיות החברה. במהלך שנת 2014 ביצעה החברה מספר צעדי התייעלות, בין היתר בהוצאות שכר, שכ"ד ועמלות תפעול.

² בנטרול תעודות סל, התחייבות, פיקדון וקופות מבטיחות תשואה

התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות:

מיליוני ₪	1-9/2014	1-9/2013	FY2013	**FY2012	**FY2011
ניהול פנסיה, גמל והשתלמות	239	217	298	225	250
ניהול קרנות נאמנות	163	117	168	69	70
ניהול תיקים	27	26	35	22	25
ניהול תעודות סל	79	72	101	89	86
חבר בורסה וברוקראז'	42	32	48	14	16
אחרים*	24	30	39	17	13
סה"כ	574	494	689	436	460

* כולל ייעוץ כלכלי, סוכנויות ביטוח, הנפקת מוצרים מובנים ואיגוח, שירותי ייעוץ ומסחר במט"ח, שירותי נאמנות וטיפול בתוכניות אופציות לעובדים ומכללה ללימודי שוק ההון (נכון ליום 30 בספטמבר 2014).
** מתוך דוחותיה הכספיים של החברה טרם המיזוג

היקף נכסים מנוהל לפי פעילות*:

מיליארדי ₪	30.09.2014	31.12.2013	31.12.2012**	31.12.2011**	31.12.2010**
גמל	19	16	10	10	10
השתלמות	20	19	13	12	13
פנסיה	1	1	1	1	1
תעודות סל	33	30	21	17	20
קרנות נאמנות	39	39	11	10	11
מתוך, קרנות כספיות	18	22	3	4	2
ניהול תיקים	18	18	9	9	9
סה"כ נכסים מנוהלים	130	123	63	58	62

* נטו מהחזקות הדדיות
** מתוך דוחותיה הכספיים של החברה טרם המיזוג

נכון ל- 30.09.2014 מנהלת החברה נכסים בסך כ- 130 מיליארד ₪, לעומת כ- 63 מיליארד ₪ בתום שנת 2012 - גידול בשיעור של כ- 103% בהיקף הנכסים. עיקר הגידול נובע מקליטת הנכסים המנוהלים של מיטב עקב המיזוג. היקף הנכסים בחברה מושפע, בין היתר, מתנודות שוק ההון ומגיוסים/פדיונות של נכסים, כמפורט בהמשך.

התפתחויות עסקיות עיקריות

חילופי גברא - נושאי משרה

במרץ 2014 אישרה האסיפה הכללית את מינויים של מר אשר דן ינאי שליין ומר יהונתן אלכסנדר אסיא לדירקטוריון החברה. באפריל 2014 מונה מר אריק פרץ לסמנכ"ל הכספים של החברה, וכן מונתה רו"ח עינת רום לחשבונאית הראשית בחברה.

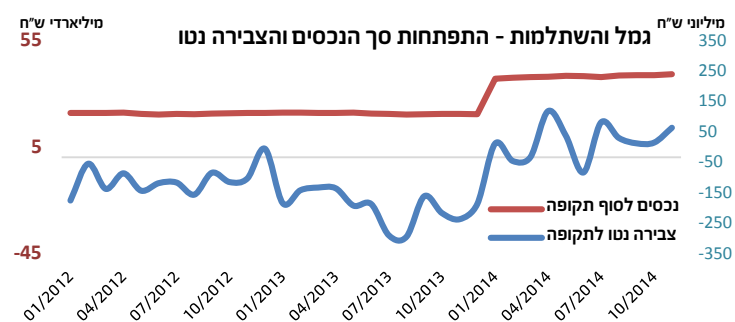
בספטמבר 2014 סיים מר איציק אסטרייכר את תפקידו כמנכ"ל מיטב ד"ש גמל ופנסיה בע"מ. החל מאוקטובר 2014 מכהן רו"ח טדי לין בתפקיד זה.

קבלת רישיון לשיווק כיסוי ביטוחי

באוקטובר 2014 קיבלה מיטב ד"ש גמל ופנסיה בע"מ רישיון סוכן לחברה מנהלת מאת הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון במשרד האוצר. בכוונת החברה לשווק כיסויים ביטוחיים במסגרת קופות הגמל שלה בהתאם לתקנות המסדירות את שיווק הכיסויים הנ"ל.

יציאה ממגמת הצבירות השליליות בתחום קופ"ג וקרנות ההשתלמות

ניהול מכשירי החיסכון לזמן בינוני וארוך מהווה מקור הכנסה יציב יחסית לאורך זמן, שמקורו בדמי ניהול קבועים. נכון ליום ה- 30.09.2014, מנהלת החברה כ- 9% מהיקף נכסי קופות הגמל בענף (תגמולים ואישית לפיצויים) וכ- 13% מסך נכסי קרנות ההשתלמות בענף. פעילויות אלו מהוות כ- 42% מסך הכנסות החברה והניבו בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2014 הכנסות בסך כ- 239 מיליון ₪, לעומת הכנסות בסך כ- 217 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. תחום הפנסיה בחברה אינו מהווה מגזר פעילות מהותי - נכון ליום 30.09.2014 מנהלת החברה כ- 1,429 מיליון ₪ בקרנות פנסיה, המהווים כ- 0.8% מסך הנכסים בענף, ומניבים כ- 1% בלבד מסך ההכנסות החברה במהלך התקופה.



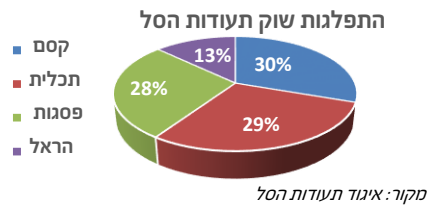
במהלך שנת 2014 בלמו קופות הגמל וקרנות ההשתלמות של החברה את מגמת הצבירה השלילית בה התאפיינו החל משנת 2011. בשנים 2012 ו- 2013 רשמו קופות הגמל וקרנות ההשתלמות של החברה צבירות שליליות נטו בסך של כ- 1,317 וכ- 2,381 מיליוני ₪, בהתאמה. במהלך

תשעת החודשים הראשונים לשנת 2014 חל שינוי מגמה וקופות הגמל וקרנות ההשתלמות של החברה רשמו צבירה חיובית נטו בסך כ- 112 מיליון ₪ (כ- 187 מיליון ₪ נכון ליום 30.11.2014). היפוך המגמה ומעבר לצבירות חיוביות נטו, נזקק בין היתר, לפעילויות אינטנסיביות שנקטה החברה במישור השיווקי. השינויים כאמור מופיעים בגרף שלעיל. התפלגות נכסי קופות הגמל וקרנות ההשתלמות בין מנהלי הנכסים המרכזיים בשוק החיסכון מוצגת בטבלה שלהלן:

מיליוני ₪	תגמולים ואישית לפיצויים		קרנות השתלמות		צבירות נטו 1-9/2014
	סה"כ נכסים	נתח שוק	סה"כ נכסים	נתח שוק	
מיטב דש	16,699	9%	19,826	13%	112
פסגות	38,011	20%	12,383	8%	-1,244
כלל	25,820	14%	6,383	4%	-953
הראל	18,518	10%	5,649	4%	256
אלטשולר שחם	13,958	7%	15,424	10%	4,024
אקסלנס	10,244	5%	9,207	6%	-447
מנורה	10,099	5%	5,409	3%	435
הלמן אלדובי	6,699	4%	3,577	2%	-411
ילין לפידות	6,315	3%	8,645	6%	1,579
מגדל	1,874	1%	13,578	9%	-185
אנליסט	1,786	1%	3,201	2%	-126
הפניקס	1,287	1%	1,176	1%	80
אחר	37,845	20%	50,729	33%	N/R
סה"כ	189,153	100%	155,187	100%	N/R

נכון ליום 30.09.2014

החברה שומרת על מעמדה בשוק תעודות הסל



הכנסות החברה מפעילות תעודות הסל (תכלית) בתשעת החודשים הראשונים לשנת 2014 הסתכמו לכ- 79 מיליון ₪ לעומת כ- 72 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. נכון ליום 30.09.2014 מנהל ענף תעודות הסל בישראל נכסים בסך כ- 114 מיליארד ₪, לעומת כ- 92 מיליארד ₪ נכון ליום 30.09.2013. סך נכסי תעודות הסל של החברה לתאריך 30.09.2014 עומד על כ-

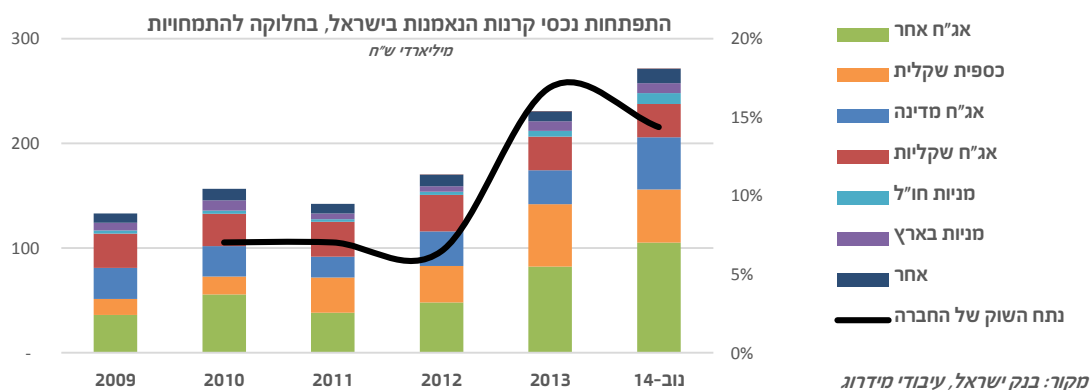
33 מיליארד ₪ לעומת כ- 30 מיליארד ₪ בסוף התקופה המקבילה אשתקד. הגידול בהיקף נכסי תעודות הסל המנוהלים בחברה הינו עקבי עם הגידול בענף, כך שהחברה שמרה על נתח השוק שלה משנה שעברה, העומד על כ- 29.1%.

להערכת מידרוג, התחרות החריפה בה התאפיין ענף תעודות הסל, הובילה לשחיקת מרווחים ודמי הניהול בשנים האחרונות. התגברות הרגולציה הן בהיבט של דרישות ההון והן בהיבט התפעולי מעלה את ההוצאות הקבועות של החברה ויוצרת יתרון מובהק לגודל, אשר הוביל להתרחשותם של מספר מיזוגים בשנים האחרונות כך שכעת קיימים בענף 4 שחקנים בלבד (ביחס ל- 7 בשנת 2011).

נזכיר, כי כתנאי מתלה שהוצב ע"י הממונה על ההגבלים העסקיים לאישורה של עסקת המיזוג, התבקשו החברה או לחילופין מיטב למכור את פעילות תעודות הסל שלהן. בהתאם, לאחר קבלת אישורו של הממונה על ההגבלים העסקיים, נמכרה פעילות תעודות הסל של מיטב, מיטב תעודות סל אחזקות בע"מ וגעש עשיית שוק בע"מ, לפסגות בית השקעות בתמורה לכ- 153 מיליון ₪. לפיכך, פעילות תעודות הסל של החברה מלפני המיזוג נותרה בעינה.

קרנות הנאמנות וניהול תיקים

מתחילת שנת 2014, רשם ענף קרנות הנאמנות עליה בהיקף הנכסים המנוהלים בסך כ- 40 מיליארד ₪, זאת על רקע המשך העליות בשווקי ההון וסביבת הריביות הנמוכה. היקף נכסי קרנות הנאמנות בענף הגיע לשיא בנובמבר 2014, עם כ- 271 מיליארד ₪, גידול של כ- 18% לעומת שנת 2013 (היקף הנכסים הגדול ביותר בחמשת השנים האחרונות). עיקר העלייה נובע מגידול בקרנות האג"חיות (כ- 23 מיליארד ₪) ובקרנות אג"ח מדינה (גידול של כ- 17 מיליארד ₪). גידול זה הינו בהמשך לצמיחה הניכרת שחלה בענף במהלך שנת 2013, בו גדל היקף נכסי קרנות הנאמנות בכ- 36%.



החברה מנהלת כ- 39 מיליארד ₪ בקרנות נאמנות והינה בעלת היקף הנכסים המנוהל הגדול בענף. נזכיר כי בעקבות המיזוג, עלה היקף נכסי קרנות הנאמנות של החברה מכ- 10.6 מיליארד ₪ בסוף שנת 2012, לכ- 36.6 מיליארד ₪ ב- 30.06.2013. שיעור נכסי קרנות הנאמנות בחברה המושקע בקרנות כספיות ירד לכ- 46% לעומת כ- 60% אשתקד.



רווחיותן של הקרנות הכספיות קטנה מהקרנות המסורתיות, מאחר והן גובות דמי ניהול נמוכים לצד תשלום עמלות הפצה לבנקים. היקף תיק ההשקעות המנוהל בחברה נכון ל- 30.09.2014, עמד על כ- 18 מיליארד ₪, לעומת כ- 17 מיליארד ₪ ליום 30.09.2013.

הכנסות החברה מקרנות הנאמנות וניהול תיקי ההשקעות בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2014 הסתכמו לכ- 163 מיליון ₪ וכ- 27 מיליון ₪, בהתאמה. זאת, בהשוואה לכ- 117 מיליון ₪ וכ- 26 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. להערכת מידרוג, הענף מתאפיין ברמת הכנסות תנודתית, הנובעת משינויים בטעמי המשקיעים, בין היתר, על רקע סביבת הריביות ומגמות בשוק ההון.

חבר הבורסה והברוקראז'

הכנסות החברה מפעילות חבר הבורסה והברוקראז' בשלושת הרבעונים הראשונים בשנת 2014 הסתכמו לכ- 42 מיליון ₪, לעומת כ- 32 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של כ- 31% בהכנסות ממגזר זה. הברוקראז' בחברה מתמקד במתן שירותי מסחר בניירות ערך ומוצרים פיננסיים בבורסה ובשווקים בחו"ל, ובשירותי מחלקת מחקר. לקוחות החברה כוללים גופים מוסדיים בארץ ובחו"ל, בנוסף על לקוחות פרטיים. נציין כי, כחלק מפעילות חבר הבורסה, החברה מעניקה ללקוחותיה אשראי לצורך ביצוע עסקאות בניירות ערך כנגד בטחונות בתיק ניירות הערך של הלקוחות.

פעילות הברוקראז' המוסדי מאופיינת ברמת חשיפה נמוכה יחסית לתנודות בשוק ההון, אך חשופה לתחרות חריפה שהתחזקה בשנים האחרונות, בעיקר מצד הבנקים, שהובילו לשחיקה בשיעורי העמלות. תנודתיות בשוק ההון עשויה להגדיל את היקף פעילות הברוקראז' הפרטי לטווח הקצר ולהשפיע לטובה על ההכנסות מתחום זה, שכן הכנסות המגזר הינן בעיקר משיעור העמלה הנגזר מהיקפי המסחר.

הכנסות אחרות

בנוסף על מגזרי הפעילות שתוארו לעיל, פעילה החברה בתחומים הבאים: ייעוץ כלכלי, סוכנויות ביטוח, הנפקת מוצרים מובנים ואיגוח, שירותי ייעוץ ומסחר במט"ח, שירותי נאמנות, טיפול בתוכניות אופציות לעובדים והפעלת מכללה. בהקשר זה נציין כי, החברה קיבלה החלטה להפסיק את פעילויות החיתום וההפצה, המיזוגים והרכישות וייעוץ המשכנתאות.

במהלך שלושת הרבעונים הראשונים בשנת 2014, הסתכמו הכנסות החברה מפעילויות אלה לסך של כ- 24 מיליון ₪, לעומת כ- 30 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד.

נוסטרו

נכון ל- 30.09.2014 עמד תיק הנוסטרו של החברה (המיועד ברובו לצרכי הון רגולטורי בחברות בנות) על כ- 334 מיליון ₪. מתוכם כ- 14 מיליון ₪ באג"ח קונצרני ומניות והיתרה בסך כ- 320 מיליון ₪ מושקעת במזומנים, פקדונות ואפיקים סולידיים אחרים (קרנות כספיות, מק"מים ואג"ח ממשלתי).

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי ברווחיות החברה.
- שיפור משמעותי ומתמשך בהכנסות החברה ויחסי האיתנות הפיננסית.
- חיזוק מעמד החברה בענפי הפעילות השונים.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

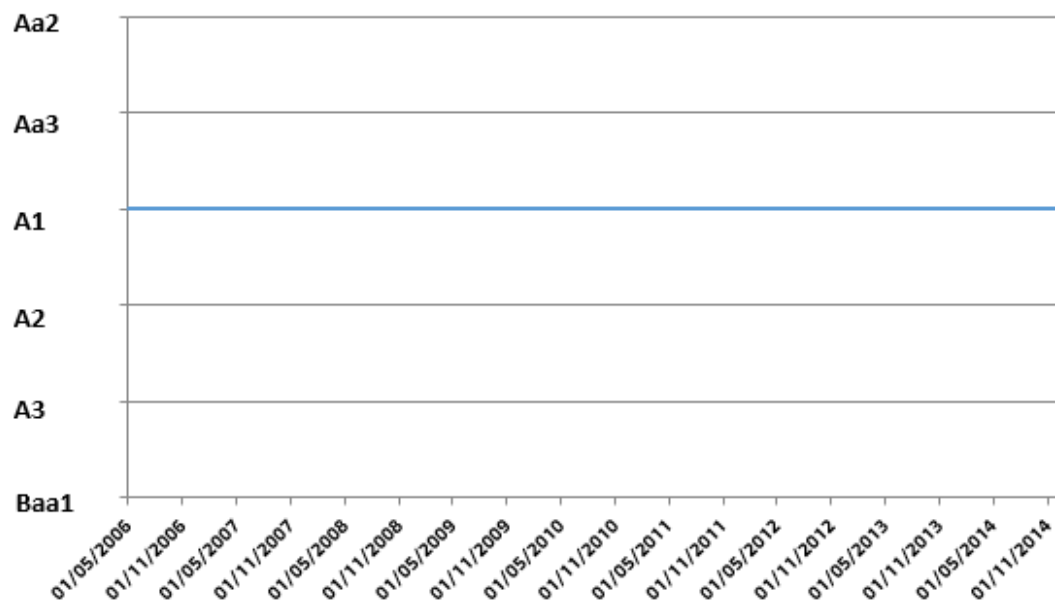
- סטייה משמעותית מהסינרגיה הצפויה ובתקציב שהוגדר.
- הרעה משמעותית ומתמשכת ברווחיות החברה וביחסי האיתנות הפיננסית.
- פגיעה במעמד החברה בענף, בין היתר, בשל פגיעה בנתח השוק בפעילויות השונות ובענף הגמל בפרט.

אודות החברה

החברה הינה חברה ציבורית, העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות (להלן: "הקבוצה") בתחומי פעילות בשוק ההון. במהלך מרץ 2013, השלימה החברה עסקת מיזוג על דרך החלפת מניות עם בעלי המניות של מיטב, במסגרתה רכשה החברה את מלוא הון המניות המונפק והנפרע של מיטב, כנגד הקצאת מניות לבעלי המניות במיטב. בעלי השליטה בחברה הינם קבוצת ברם בע"מ³ (28.46% בהון) וצבי סטפק (באמצעות חברות שבשליטתו) (27.35% בהון). בין בעלי השליטה קיים הסכם לשליטה במשותף.

הקבוצה מנהלת, נכון ליום ה- 30.09.2014, נכסים בשווי של כ- 130 מיליארד ₪ והינה הראשונה בגודלה בתחום קרנות הנאמנות וקרנות ההשתלמות, והשנייה בגודלה בתחום ניהול הגמל ובתחום תעודות הסל. בנוסף, פועלת הקבוצה בתחומי העילות נוספים כגון ניהול תיקים, חבר בורסה וברוקראז' ועוד.

³ ברם מוחזקת בחלקים שווים ע"י אלי ברקת, ניר ברקת ויובל רכבי, באמצעות חברות שבבעלותם.



דוחות קשורים

מועד פרסום דוח אחרון - נובמבר 2013

[דוח מיוחד -בתי השקעות - אפריל 2012](#)

[מתודולוגיה לדירוג בתי השקעות - ספטמבר 2009](#)

סולם דירוג התחייבויות

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 מאוד.	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 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 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 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 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.