

"בזק" החברה הישראלית לתקשורת בע"מ

מעקב שנתי | אוקטובר 2009

1

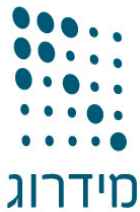
מחבר:

זיו פרנקל, אנליסט
ziv@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידיים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



”בזק” החברה הישראלית לתקשורת בע”מ

אופק דירוג: יציב	Aa1	דירוג סדרות
------------------	-----	-------------

וועדת הדירוג של מידרוג אשרה מחדש דירוג Aa1 באופק דירוג יציב לסדרות האג”ח 4 ו-5 של ”בזק” החברה הישראלית לתקשורת בע”מ (”בזק”, ”החברה”). הדירוג נתמך בחוסן העסקי של הענף בו פועלת החברה, במעמדה האיתן בענף, בתמהיל הפעילות המפוזר שחולש על כלל שוק התקשורת הישראלי, וביחסי כיסוי לחוב מהירים. הסיכונים העסקיים הבולטים בפעילות החברה כרוכים ברגולציה האינטנסיבית בענף שמטרתה הגברת רמת התחרות וכן בצורכי השקעות גבוהים ומתמשכים על מנת לשמר את היקף ההכנסות. החברה מאופיינת ביחסי כיסוי מהירים הנובעים מחוזק תזרימי המזומנים השוטפים. מידרוג מעריכה כי רמת ההשקעות לטווח הקצר והבינוני, מדיניות חלוקת מלוא הרווח הנקי כדיבידנד וחלוקת דיבידנד חד-פעמי משערך שווי האחזקה בדי.בי.אס יובילו להעלאת רמת החוב. יחד עם זאת, גם בתרחיש זה, יחסי הכיסוי ימצאו בטווח הדירוג, זאת בין השאר בשל כך שבעקבות שערך שווה של האחזקה בדי.בי.אס (בעקבות המעבר משיטת איחוד לשיטת השווי המאזני) ינטרל מחובות הקבוצה חוב של די.בי.אס בסך כ-1.7 מיליארד ₪.

בשנים הקרובות צפוי עומס פירעונות החוב בחברה לגדול נוכח תחילת הפירעון של אג”ח סדרה 5 המצטרפת לפירעונות אג”ח סדרה 4, וכן עקב פירעון הלוואה בנקאית שנלקחה השנה. במידרוג מעריכים כי לצורך המשך תמיכה במדיניות חלוקה של 100% מהרווח הנקי מדי שנה, תידרש החברה למחזור חובות, נוסף על תזרימי המזומנים השוטפים.

בחודשים הקרובים צפויה העברת גרעין השליטה בבזק לקבוצת החברות בבעלות איש העסקים מר שאול אלוביץ’ אשר פועל לאורך שנים בשוק התקשורת המקומי באמצעות חברות ציבוריות ופרטיות שבבעלותו, זאת לעומת החזקת גרעין השליטה בידי קרנות השקעה פרטיות. להערכת מידרוג, למרות החלפת השליטה, אופק הדירוג (לטווח 12-18 חודשים הקרובים) נותר יציב נוכח הערכת מידרוג כי יש לבחון את השלכות חילופי השליטה לאורך זמן, בהיותם של בעלי השליטה החדשים משקיעים אסטרטגיים. כמו כן, מדיניות הדיבידנד, הנוקטת כבר היום בחלוקת מלוא הרווח הנקי, נתמכת בתזרימי המזומנים החזקים של החברה. מידרוג מצפה כי החברה תוסיף לנקוט במדיניות פיננסית שמרנית ולשמור על יחסי כיסוי מהירים ההולמים את רמת הדירוג.

סדרות האג”ח המדורגות ע”י מידרוג:

שנת פירעון האג”ח	ערך נקוב ליום 30/6/09 (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית נקובה	מועד הנפקה	מספר ני”ע	סדרה
2009-2011	600,000	מדד	4.8%	10/2004	2300069	4
2011-2016	*2,386,967	מדד	5.3%	10/2004	2300069	5

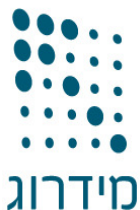
*- מתוך יתרה זו, כ-880 מיליון ₪ ערך נקוב אג”ח (סדרה 5) הונפקו לחברה בת בעלות מלאה של החברה.

התפתחויות העיקריות במצבה העסקי והפיננסי של החברה¹

בחודשים הקרובים צפוי להימכר גרעין השליטה בחברה

במהלך חודש אוקטובר 2009 הודיעה בעלת גרעין השליטה בבזק, חברת אפ.ס.ב.אר החזקות בע”מ (”אפ.ס.ב.אר”), על מכירת מלוא החזקותיה בבזק (30.6%) לחברת 012 סמייל תקשורת בע”מ (”סמייל”) בתמורה לכ-6.5 מיליארד ₪ (8.00 ₪ למניה). במסגרת ההסכם, סמייל תהא זכאית לקבלת מלוא הדיבידנדים שתשלם בזק עד למועד סגירת ההסכם. סגירת העסקה צפויה להסתיים עד חודש אפריל 2010. יש לציין כי סגירת העסקה תלויה, בין השאר, באישור גורמים

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום מעקב שנתי במאי 2008. דו”חות קודמים ניתן למצוא באתר מידרוג: www.midroog.co.il.



רגולטוריים וביניהם משרד התקשורת והרשות להגבלים עסקיים. עפ"י הודעת סמייל, מימון העסקה יתבצע באמצעות שילוב של מזומנים, מכירת פעילות התקשורת הנוכחית של סמייל, הלוואת בעלים וגיוס חוב.

צפוי דיבידנד משמעותי בעקבות שינוי חשבונאי בשיטת האיחוד של האחזקה בדי.בי.אס

באוגוסט 2006 הודיעה החברה לרשות ההגבלים העסקיים על כוונתה לממש אופציית מניות בחברת הבת די.בי.אס שירותי לוויין (1998) בע"מ ("די.בי.אס" או "יס"), ולהעלות את שיעור האחזקה בה מ-49.8% לכ-58%. בעקבות זאת הגישה הרשות להגבלים עסקיים התנגדות למהלך. במהלך שנת 2008 אישר בית המשפט להגבלים עסקיים את המיזוג אך כתוצאה מערעור של הרשות להגבלים עסקיים הפך בית המשפט העליון את ההחלטה במהלך הרבעון השלישי של שנת 2009 והחליט שלא לאשר את הרכישה. החברה הודיעה שבעקבות ההחלטה, תרשום בדו"חותיה הבאים את די.בי.אס בשיטת השווי המאזני תוך שערך ערכה על בסיס שווי הוגן. להערכת החברה, שינוי חשבונאי זה יניב לה רווח חד-פעמי של כ-1.2-1.4 מיליארד ₪. יש לציין כי רווח זה אינו תזרימי ובמקרה שתבחר החברה לחלק אותו במסגרת מדיניות חלוקת הדיבידנד, היא תידרש לגייס מקורות לצורך זה.

אימוץ מדיניות דיבידנד לחלוקת 100% מהרווח הנקי

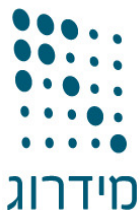
בשנים האחרונות הציגה החברה שיעורי חלוקת דיבידנד גבוהים, כולל, במספר מועדים, חלוקות דיבידנד חריגות שלא קיימו את מבחן הרווח וקיבלו אישור בבית משפט. כך חילקה החברה בין התאריכים 1/1/05 ל-30/6/09 כ-126% מהרווח הנקי כדיבידנד (לרבות חלוקה מיוחדת של כ-1.8 מיליארד ₪ שבוצעה בשנת 2006 בדרך של הפחתת הון) ובשנת 2008 חולק 100% מהרווח הנקי. ברבעון השלישי של שנת 2009 עוגנה מדיניות זו בהחלטת דירקטוריון שקבעה כי החברה תחלק מידי חצי שנה כ-100% מהרווח הנקי שלה.

תוכנית פרישה מוקדמת לעובדים לשנת 2010

החברה דיווחה לאחרונה על תוכנית במסגרתה יפרשו מהחברה כ-171 עובדים בעלות כולל של כ-225 מיליון ₪. יחד עם השלמת עלות נוספת לתוכנית פרישה מוקדמת לשנת 2009 צפויה החברה לרבעון הרביעי לרשום בדו"חותיה הפרשה בסך של 266 מיליון ₪ כנגד פרישת עובדים.

המשך שחיקה בהיקפי הפעילות במגזר התקשורת הקווית

מגזר התקשורת הקווית, אשר אחראי לכ-40% מההכנסות וכ-50% מה-EBITDA בחברה, ממשיך במגמת השחיקה הרב שנתית כתוצאה מחדירת מפעילים קווים נוספים (מפ"א) וכתוצאה מהתגברות השימוש בטלפוניה סלולרית, והציג במהלך החציון הראשון של שנת 2009 קיטון של כ-3% בהכנסות. שחיקה זו נבעה מקיטון של 5% במספר הקווים הפעילים החל מתום החציון המקביל בשנת 2008. במקביל לשחיקה במנויים הציגה החברה המשך שחיקה בהכנסה הממוצעת למנוי (ARPU) משיחות מקומיות קוויות - קיטון של כ-2% לעומת חציון מקביל בשנת 2008 - עקב הירידה בדמי הקישוריות לרשתות הסלולריות. כתוצאה מהקיטון במספר המנויים וב-ARPU הניב תחום השיחות המקומיות הקוויות ירידה של כ-8% בהכנסות לעומת חציון מקביל שנת 2008. מנגד, הגידול במספר מנויי השתתף האינטרנט המהיר וב-ARPU מתחום זה הוביל לגידול של כ-17% בהכנסות מתשתית אינטרנט לעומת החציון המקביל בשנת 2008. שיעור ה-EBITDA להכנסות במגזר עמד על כ-49% במהלך החציון הראשון של שנת 2009, זאת מול 45% במהלך החציון המקביל בשנת 2008. הגידול ב-EBITDA נבע רובו מהיוון חשבונאי של חלק מהוצאות השכר ששימשו בבניית רשת ה-NGN לנכס, עקב פריסת הרשת. בניטרול היוון זה הציג המגזר שיעור EBITDA להכנסות של כ-46%.



המשך שיפור בהכנסות וברווחיות מגזר הטלפוניה הסלולרית עקב גידול במכירות שירותים ומכשירים מתקדמים

מגזר הטלפוניה הסלולרית (רדיו טלפון נייד), אשר מתבסס על פעילות חברת הבת פלאפון תקשורת בע"מ ("פלאפון"), הציג במהלך השנה שקדמה לסוף החציון גידול של כ-2% במספר המנויים. כמו כן, הציג המגזר גידול במהלך החציון של כ-2% ב-ARPU מול החציון המקביל בשנת 2008, זאת לאחר שבשנים האחרונות הציגה החברה שחיקה מגמתית ב-ARPU כתוצאה מהירידה בדמי הקישוריות, בדומה לענף הטלפוניה הסלולרית כולו. הגידול ב-ARPU נבע מגידול בהכנסות משירותי תוכן ושירותי ערך מוסף ובהכנסות מטלפונים מתקדמים, זאת עקב השלמת פריסת הרשת הסלולרית החדשה אשר הובילה לגידול במנויי דור 3. העלייה מותנה בקיטון בהיקף דקות השיחה. כתוצאה מגורמים אלו הציגה החברה במהלך החציון הראשון של שנת 2009 גידול בהכנסות של כ-11% לעומת חציון מקביל בשנת 2008. שיעור ה-EBITDA להכנסות עלה מרמה של כ-31% בחציון הראשון של שנת 2008 לרמה של 35% בחציון הראשון של שנת 2009, זאת עקב גידול בהכנסות מתחומים בעלי מרווח גבוה (תוכן, roaming וכד') וגידול במכירות מכשירים מתקדמים. להערכתנו, כתוצאה מפריסת הרשת החדשה, צפויה החברה להציג גידול בהכנסות בשנים הקרובות עקב העמקת פעילות התוכן והשירותים המתקדמים, בין השאר במגזר העסקי.

נתונים רווח והפסד מגזרים (במיליוני ₪)						
2005	2006	2007	2008	H1/2008	H1/2009	
						הכנסה
5,893	5,799	5,713	5,498	2,762	2,644	בזק קווי (תקשורת פנים ארצית נייחת)
4,428	4,478	4,684	4,713	2,361	2,611	פלאפון (רט"ן)
1,096	1,021	1,304	1,306	640	651	בזק בינ"ל (תקשורת בינ"ל, שירותי אינטרנט ונס"ר)
1,222	1,356	1,415	1,513	761	760	ד.י. בי.אס (טלויזיה רב-ערוצית)
55	56	64	75	37	35	אחרים
(769)	(764)	(780)	(698)	(375)	(293)	ניטרול הכנסות בין-מגזריות
11,925	11,946	12,400	12,407	6,186	6,408	סה"כ הכנסות
						EBITDA
2,028	1,780	2,260	2,327	1,244	1,287	בזק קווי (תקשורת פנים ארצית נייחת)
1,029	1,171	1,283	1,456	740	913	פלאפון (רט"ן)
201	213	291	322	158	169	בזק בינ"ל (תקשורת בינ"ל, שירותי אינטרנט ונס"ר)
221	294	329	427	195	238	ד.י. בי.אס (טלויזיה רב-ערוצית)
(18)	(10)	(18)	(12)	(3)	(8)	אחרים ובין מגזרי
3,461	3,448	4,145	4,520	2,334	2,599	סה"כ EBITDA

גידול בהכנסות מגזר האינטרנט והשיחות הבינ"ל

מגזר האינטרנט והשיחות הבינ"ל, אשר מתבסס על פעילות חברת הבת בזק בינלאומי בע"מ ("בזק בינלאומי"), הציג המשך גידול בכמות לקוחות הפס הרחב וכן גידול בתחום ה-hubbing - תחום בעל רווחיות נמוכה יחסית. יחד עם זאת, כתוצאה מהמיתון, קיימת ירידה בנפחי פעילות השיחות הנכנסות מחו"ל וכן קיטון בהכנסות מדקת שיחה. המגזר הציג במהלך החציון גידול של כ-3% בהכנסות ושיעור EBITDA של 26% לעומת שיעור של כ-25% בחציון המקביל בשנת 2008.

גידול ברווח התפעולי של מגזר הטלויזיה הרב-ערוצית

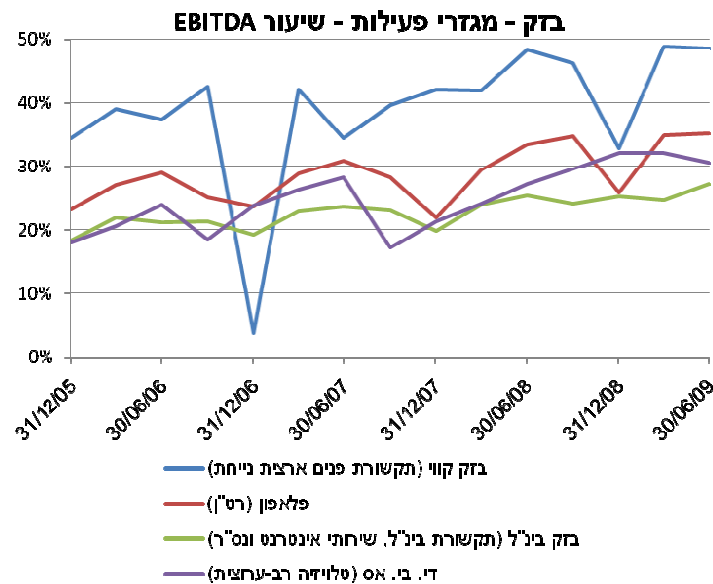
מגזר הטלויזיה הרב-ערוצית, אשר מתבסס על פעילות חברת הבת ד.י.בי.אס, הציג במהלך השנה שקדמה לסוף החציון גידול במספר המנויים וגידול ב-ARPU עקב שימוש בשירותים מתקדמים. מנגד, עודכן הסכם האינטרנט בין ד.י.בי.אס לבין בזק, וכתוצאה מכך נרשמה ירידה בהכנסות ובהוצאות מתחום האינטרנט במגזר. בעקבות השפעות אלו, הציג

המגזר יציבות בהכנסות במהלך החציון אך שיעור ה-EBITDA עלה מ-26% בחציון הראשון של שנת 2008 לשיעור של 31% בחציון הראשון של שנת 2009.

צרכי השקעה ודיבידנד הובילו להגדלת היקף החוב הפיננסי נטו אולם יחסי הכיסוי נותרו טובים לרמת הדירוג

פעילות החברה בשנים 2008-2009, לרבות ההשקעות ברכוש קבוע והדיבידנדים, מומנה בעיקר מתזרימי השוטפים ומקיטון יתרות המזומנים. כך, חרף ירידה ברמת החוב הפיננסי על רקע פירעונות אג"ח והלוואות בנקאיות בשנים אלו, רמת החוב נטו גדלה, לאור קיטון יתרת המזומנים. בנוסף, במהלך החציון הראשון של 2009 נטלה החברה באשראי בנקאי בגובה 400 מיליון ש"ח כנגד שעבוד שלילי על נכסיה. להערכת מידרוג, בשנה הקרובה צפוי היקף החוב הפיננסי בחברה לגדול, הן על רקע גיוס מקורות למימון הדיבידנד המיוחד בגין הרווח הצפוי משינוי שיטת הרישום של די בי אס והן בשל גיוס חוב לשימוש עתידי. להערכת מידרוג, יחסי הכיסוי הנוכחיים של החברה הינם טובים, ויכולים לספוג תוספת חוב מסוימת ברמת הדירוג הנוכחית.

יחס החוב הפיננסי ל-EBITDA בארבעת הרבעונים האחרונים שעד ליום 30/6/2009 עמד על כ-1.24 ויחס החוב הפיננסי לתזרים מפעולות FFO עמד על כ-1.51. בהתחשב באגרות חוב רשומות בערך נקוב של 880 מיליון ש"ח שהונפקו לחברה בת (ולפיכך אינן מקבלות ביטוי במאזן המאוחד) שיתרתן במאזן של החברה הבת ליום 30/6/2009 הינה כ-1.1 מיליארד ש"ח, מאטים היחסים לרמה של כ-1.47 וכ-1.79, בהתאמה.



בזק (מאוחד) - נתונים כספיים עיקריים (במיליוני ₪)						
2005	2006	2007	2008	H1/2008	H1/2009	
11,925	12,232	12,400	12,407	6,186	6,408	הכנסות
1,527	1,584	2,376	2,817	1,483	1,742	רווח תפעולי
3,461	3,448	4,145	4,520	2,334	2,599	EBITDA
(372)	(357)	(349)	(581)	(302)	(192)	הוצאות מימון, נטו
620	750	1,361	1,521	798	1,111	רווח נקי
12.8%	12.9%	19.2%	22.7%	24.0%	27.2%	% רווח תפעולי
29.0%	28.2%	33.4%	36.4%	37.7%	40.6%	EBITDA %
5.2%	6.1%	11.0%	12.3%	12.9%	17.3%	% רווח נקי
19,387	17,545	15,156	14,314	14,510	14,620	סך מאזן
8,908	7,757	6,745	6,095	6,284	5,917	חוב פיננסי
4,346	4,164	5,153	5,276	5,478	5,032	חוב פיננסי, נטו
6,055	5,191	4,172	4,244	4,307	4,695	הון עצמי
64.2%	64.9%	65.9%	61.9%	62.5%	57.9%	חוב פיננסי ל-Cap
46.6%	49.8%	59.6%	58.4%	59.2%	53.9%	חוב פיננסי, נטו ל-Cap, נטו
31.2%	29.6%	27.5%	29.6%	29.7%	32.1%	הון עצמי למאזן
3,190	3,070	3,378	3,768	1,927	2,073	FFO
	(1,600)	(2,860)	(1,514)	(679)	(792)	דיבידנד
2,933	1,290	324	2,120	1,190	1,226	RCF
(1,680)	(1,115)	(1,069)	(1,622)	(665)	(850)	CapEx, נטו
1027	468	(1,252)	113	(166)	150	FCF
2.57	2.25	1.63	1.35	1.44	1.24	חוב פיננסי ל-EBITDA*
2.79	2.53	2.00	1.62	1.79	1.51	חוב פיננסי ל-FFO*
2.79	5.28	13.02	2.70	3.04	2.59	חוב פיננסי ל-RCF*
8.67	16.57	- Neg -	53.94	- Neg -	13.79	חוב פיננסי ל-FCF*
1.26	1.21	1.24	1.17	1.25	1.05	חוב פיננסי, נטו ל-EBITDA*
1.36	1.36	1.53	1.40	1.56	1.29	חוב פיננסי, נטו ל-FFO*
1.36	2.83	9.95	2.34	2.65	2.20	חוב פיננסי, נטו ל-RCF*
4.23	8.90	- Neg -	46.69	- Neg -	11.73	חוב פיננסי, נטו ל-FCF*

* - יחסי הכיסוי מחושבים על בסיס תזרימי המזומנים לארבעת הרבעונים שקדמו לסוף התקופה. החוב הפיננסי ויחסי הכיסוי מוצגים על בסיס החוב הפיננסי במאזן המאוחד - ללא אג"ח שהונפקו לחברה בת.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג:

- שמירה לאורך זמן על מדיניות פיננסית שמרנית, כדוגמת שמירה על יחס חוב פיננסי ל-EBITDA שלא יעלה על 1.5 לצד רמת נזילות גבוהה

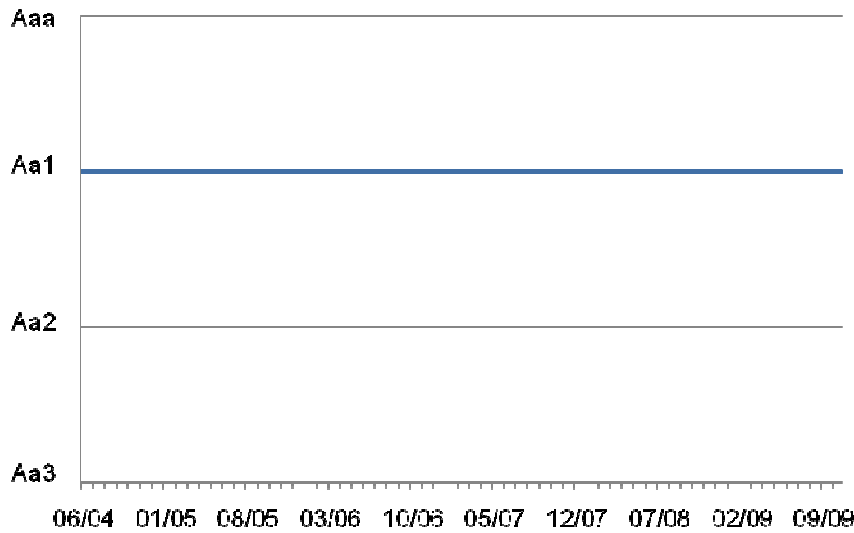
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- הרעה ביחסי הכיסוי של החברה תוך עלייה ביחס החוב הפיננסי ל-EBITDA אל מעל 2.0
- רגולציה שיהיה בה לאיים במידה משמעותית על מעמדה העסקי של החברה
- אובדן משמעותי של נתחי שוק בתחום התקשורת הנייחת והניידת עם התגברות התחרות
- שינוי או החלפת מבנה השליטה בחברה באופן שיספיע על החברה מבחינה עסקית ופיננסית

אודות החברה

חברת בזק, יחד עם החברות הבנות הכלולות שלה, הינה הספקית העיקרית של שירותי תקשורת במדינת ישראל, שירותים הכוללים בעיקר בעלות ותחזוקה של תשתית קווית כלל ארצית לטלפוניה ולאינטרנט, שירותי טלפוניה פנים-ארצית ובינלאומית, שירותי טלפוניה סלולרית ניידת, שירותי תקשורת נתונים, שירותי תוכן באינטרנט, שירותי טלוויזיה רב-ערוצית באמצעות שידורי לוויין. החברה מחזיקה בבעלות מלאה בחברות הבת בזק בינלאומי ופלאפון. כמו כן מחזיקה החברה בכ-49.8% מחברת הבת די.בי.אס.

היסטוריית דירוג



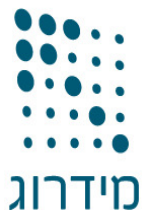
מונחים פיננסיים עיקריים

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) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * 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

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדרוגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Aa	התחייבויות המדרוגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדרוגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדרוגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
	Ba	התחייבויות המדרוגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדרוגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדרוגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדרוגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדרוגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.

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.



דו"ח מספר: CIB101009000M

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") 2009.

10

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 לנכונות 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 במישורין 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 אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd. 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.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס 03-6855002 www.midroog.co.il