

דש איפקס הולדינגס בע"מ

מידרוג מאשרת מחדש את הדירוג A1, שניתן לאג"ח סדרה ב', שהנפיקה דש איפקס הולדינגס בע"מ ("דש איפקס" או "החברה") ולאג"ח סדרה ג', שטרם הונפק, תוך הורדת אופק חיובי והצבת אופק יציב. ההחלטה נובעת בעיקר מגורמים חיצוניים לחברה – ההתפתחויות השליליות בשוק ההון ואי וודאות בענף החיסכון הארוך בעקבות המשך יישום רפורמות. עם זאת, יש לציין כי החברה מוכיחה יכולת טובה להתמודד עם השפעות שליליות של הסביבה העסקית על פעילותה.

האג"ח הכלולות בדוח מעקב זה:

סדרה	ערך נקוב מיליוני ₪	ריבית	הצמדה	יתרת קרן 30.6.08 מיליוני ש"ח	שנות פרעון
ב'	100	4.9%	מדד	104	2009 - 2014

להלן תמצית נתונים כספיים של החברה, מיליוני ₪:

IFRS					
2005	2006	2007	H1/07	H1/08	
182	208	307	163	137	הכנסות
76	72	118	70	50	רווח מפעולות רגילות
5	14	2	20	(44)	רווחי (הפסדי) נוסטרו
38	47	69	59	(16)	רווח נקי
56	45	72	42	33	FFO
340	567	863	790	* 684	סך מאזן
195	358	465	451	325	מזה: מזומן והשקעות לז"ק
99	160	248	197	178	חוב פיננסי
162	296	430	462	402	הון עצמי

* הירידה בהיקף המאזן במהלך המחצית הראשונה נובעת בעיקר מירידה ביתרת ההשקעות לז"ק שבחלקה נבעה מירידת שווי התיק ובחלקה מממושגים ששימשו, בין היתר, להקטנת אשראי בנקאי.

להלן התפלגות ההכנסות לפי תחומי הפעילות, מיליוני ₪:

2005	2006	2007	H1/07	H1/08	
76	101	136	60	87	גמל
57	64	90	43	38	ניהול תיקים וקרנות נאמנות
48	38	69	51	6	חיתום
0	2	6	3	3	פנסיה
1	3	6	6	3	אחרים
182	208	307	163	137	סה"כ

מחבר:

פבל יופה

אנליסט בכיר

pavel@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

סמנכ"ל בכירה,

ראש תחום תאגידים

ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

info@midroog.co.il

www.midroog.co.il

התפתחויות עסקיות עיקריות

מבנה השליטה בחברה

בחודש יוני 2007 הקצתה החברה לקרן ההשקעות Old Lane Luxembourg Master Fund S.a.r.l ("אולד ליין")¹ כ-13.04% מהון המניות של החברה לאחר ההקצאה, בתמורה לסך של כ-107.5 מיליון ש"ח. יתרת המניות מוחזקות ע"י הסתדרות העובדים הלאומית ("העל") המחזיקה בכ-13.4% מהון המניות², ורטהיים אחזקות (11.4%), המנכ"לים המשותפים של החברה (עידו נויברגר וויקטור שמריד, כ-3.9% כל אחד), נתן חץ (8.3%) והציבור. נכון להיום, אין לחברה בעל שליטה ועל פי תקנון החברה הדירקטוריון ממונה על ידי רב באסיפה הכללית.

מיזוג איפקס גמל ויובלים גמל

בדצמבר 2007 נחתם הסכם, לפיו תתמזג יובלים גמל לתוך איפקס גמל. טרם התקבלו כל האישורים והסכם המיזוג עדיין לא הושלם. יובלים גמל הינה חברה בת של יובלים פנסיה, חברה בבעלות מלאה של דש איפקס הולדינגס (51% מהון המניות של יובלים פנסיה נרכשו באוגוסט 2006 וביוני 2007 נרכשו 49% הנותרים).

במהלך שנת 2008 הציג ענף הגמל שינוי מגמה והתאפיין בצבירה שלילית

ענף הגמל הציג גידול רציף בהיקף הנכסים המנוהלים במהלך השנים האחרונות, אשר עלה מכ-237 מיליארד ₪ בסוף שנת 2005 לכ-276 מיליארד ₪ בדצמבר 2007. במהלך 2008 נבלמה מגמת הגידול המהיר בהיקף הנכסים, אשר הפך לתנודתי ונכון ליולי 2008 הצטמצם לכ-263 מיליארד ₪. אם במהלך 2007 נהנו הקופות מצבירה חיובית, שנת 2008 התאפיינה בעיקר בצבירה שלילית והקופות איבדו במהלך חודשים ינואר – יולי 2008 כ-3 מיליארד ₪, כאשר הירידות בשווקי ההון הביאו לשחיקה נוספת בנכסי הענף.

עם השלמת מכירת קופות הגמל ע"י הבנקים במהלך 2007, החל מבנה השחקנים בענף להתייצב, רמת התחרות הינה גבוהה יחסית וקיים פוטנציאל להחרפתה, הן דרך הרכישות (קופות קטנות ובינוניות) והן באמצעות גובה דמי ניהול

הטבלה שלהלן מכילה נתונים אודות 10 השחקנים הגדולים בענף הגמל, נכון לסוף יולי 2008, ואת התפתחותם החל משנת 2005. הנתונים ממחישים את השינוי המבני שעבר הענף מאז הפרטתו מידי הבנקים, השינויים המהותיים במבנה הבעלות על הנכסים בענף והתייצבותם (ממחצית למחצית) של השחקנים הגדולים בענף. נכון ליולי 2008, סך הנכסים המנוהלים על ידי 10 השחקנים המרכזיים עמד על כ-64.4% מנכסי הענף, כאשר קבוצות הביטוח חולשות על כ-25% מהנכסים המנוהלים בענף.

בנוסף, הנתונים מצביעים על צמצום הריכוזיות בענף, כצפוי בעקבות יציאת הבנקים ממנו. כך, ערב המכירה ריכוז השחקן הגדול – בנק הפועלים, כ-20.8% מסך הנכסים בענף, בפער גדול לפני הבא אחריו (דיסקונט עם 8.6%). שלושת השחקנים הגדולים החזיקו יחדיו כ-34% מהנכסים. נכון לחודש יולי 2008, מחזיק השחקן הגדול – כלל ביטוח, כ-11.4% מסך הנכסים, בפער לא גדול מהמקום השני (פריזמה עם כ-10.2%). שלושת השחקנים הגדולים אוחזים יחדיו כ-29% מסך הנכסים.

¹ אולד ליין, הינה חברה אשר התאגדה בלוקסמבורג, בשליטת קרן ההשקעות הבינלאומית Old Lane, בבעלות סיטי גרופ העולמית ואשר עוסקת, בין היתר, בהשקעות בנכסים וניירות ערך בשווקים מתפתחים. בדצמבר 2006 הקצתה החברה כ-4.7 מיליון מניות, בתמורה לסך כולל של כ-97 מיליון ₪, לגופיים מוסדיים ולצדדים שלישיים.

² בנוסף כ-9.6% מוחזק באמצעות קרן ביטוח לעובדים קופת תגמולים וקרן פנסיה של הסתדרות העובדים הלאומית בע"מ (בניהול מיוחד) שהינה בבעלות ובשליטה מלאה של הסתדרות העובדים הלאומית בישראל.

התפתחות מעמד חברות הניהול הגדולות בענף הגמל, מיליארדי ₪:

01.06		06.06		12.07		7.08		
מיקום	היקף הנכסים	מיקום	היקף הנכסים	מיקום	היקף הנכסים	מיקום	היקף הנכסים	תאגיד שולט
-	-	3	22.6	1	31.6	1	30.3	כלל
4	17.1	2	30.9	2	30.7	2	27.0	פריזמה
-	-	-	-	-	-	3	22.7	פסגות
3	18.1	4	19.0	5	18.8	4	17.9	הראל
-	-	5	18.1	4	18.8	5	17.2	אקסלנס
9	7.8	6	15.9	6	16.3	6	16.3	דש אייפקס
6	10.8	7	11.6	7	12.0	7	12.2	הסתדרות המורים
-	-	-	-	8	11.2	8	10.4	מגדל שוקי
-	-	-	-	-	-	9	7.8	מנורה מבטחים
-	-	-	-	-	-	10	7.4	הלמן אלדובי
1	54.0	1	35.3	3	25.6	-	-	הפועלים
8	9.8	9	10.1	9	9.7	-	-	יהב
7	10.6	8	10.6	-	-	-	-	לאומי
10	7.8	10	8.0	-	-	-	-	הבינלאומי
2	22.4	-	-	-	-	-	-	דיסקונט
5	12.3	-	-	-	-	-	-	מזרחי
-	-	-	-	10	7.9	-	-	ביטוח ישיר
	259.6		276.2		278.4		262.8	היקף הנכסים בענף
	62		61		58		54	מס' תאגידים שולטים

מקור: לפי נתוני משרד האוצר – מערכת גמל נט

שינויים רגולטוריים מוסיפים אי ודאות לענף הגמל, זאת, בין היתר, בשל התחרות המתקיימת ברמת ענף החיסכון ארוך הטווח כולו.

בינואר 2008 פורסם תיקון 3 לחוק הגמל ומטרתו לעודד חיסכון קצבתי. במסגרת התיקון הושוו הטבות מס בין קופות הגמל, קרנות הפנסיה וביטוחי המנהלים, וקופות הגמל הפכו ממכשיר חיסכון הוני לקצבתי. בכך, הושוו הזכויות באפיקי החיסכון הפנסיוני השונים. כהמשך למאמצי הרגולטור להגברה ושכלול התחרות, פורסמו במרץ 2008 תקנות הניוד. בהתאם לתקנות, החל מאוקטובר 2008, יתאפשר מעבר בין קופות גמל וקרנות פנסיה והחל מינואר 2009 יכלול הניוד גם ביטוחי מנהלים. כלומר, החל מינואר 2009 יתאפשר מעבר בין כל אפיקי החיסכון. השינויים הצפויים מהווים עבור החברה, לדעת מידרוג, הזדמנות ואיום כאחד. מחד, יגדל בצורה משמעותית שוק הלקוחות הפוטנציאליים של החברה, ומאידך, גם מתחריה של החברה, שחלקם הגדול הוא חברות הביטוח (בעלות מערך הפצה באמצעות סוכנים) ומוסדות פיננסיים אחרים המנהלים חיסכון ארוך, יראו בעמיתי קופות הגמל לקוחות פוטנציאליים. בנוסף, יחייבו השינויים היערכות מיוחדת של גופים מוסדיים לניהול מוצרים קצבתיים. היערכות זו צפויה, להערכת מידרוג, להגדיל את ההוצאות התפעוליות, אם בעקבות רכישת והטמעת מערכות מתאימות, ואם כתוצאה מהוצאת ניהול מוצרים אלו למיקור חוץ.

לעומת ההתפתחויות השליליות בענף, הצליחה החברה לשמור על צבירה חיובית בקופות המנוהלות ובדומה לענף, להגדיל שיעור דמי ניהול

2006	2007	H1/07	H1/08	תוצאות הפעילות בענף
102.2	138.5	60.6	91.6	הכנסות מדמי ניהול
39.6	52.4	22.8	42.0	תוצאות מגזר
9,354	16,494	11,139	16,529	היקף הנכסים המנוהלים

במהלך שנת 2007 נהנתה החברה מצבירה חיובית נטו בקופות המנוהלות (כ- 1.3 מיליארד ₪, כאשר הצבירה הענפית הסתכמה בכ- 3.1 מיליארד) ובעלייה בשווי הנכסים המנוהלים. בשונה מהמגמה

הענפית, גם בחודשי ינואר עד יולי 2008 התאפיינה פעילות החברה בצבירה חיובית של כ- 0.43 מיליארד ₪ בהיקף הנכסים המנוהלים לעומת פדיונות בענף שעמדו על כ- 3 מיליארד ₪. הצבירה החיובית קיזזה את ירידת השווי של הנכסים המנוהלים ואף הביאה לעלייתו בכ- 0.25 מיליארד ₪ במהלך ינואר - יולי 2008.

דמי ניהול השנתיים הממוצעים שנגבו ע"י הקבוצה בשנת 2007 עמדו על כ- 1.38% מהנכסים המנוהלים, לעומת 1.19% בממוצע בשנת 2006.

(1) אודות הרכישות שהביאו לגידול בהיקף הנכסים המנוהלים בשנים 2007 – 2006 ראה פרק התפתחויות בתוצאות כספיות

ענף ניהול קרנות, ובמידה מסוימת גם ענף ניהול תיקים, סובל מפדיונות ושינוי בתמהיל, הנובעים משינוי בטעמי הציבור בעקבות ההתפתחויות השליליות בשוק ההון

הסנטימנט השלילי שהחל במחצית הראשונה של שנת 2007 והתבטא בפדיונות הציבור ושינוי בתמהיל הקרנות, נמשך גם במהלך שנת 2008. השינוי בתמהיל החל בפדיונות בקרנות חו"ל ומנייתיות ומעבר לקרנות אג"ח וכספיות והוא נמשך גם כיום, ומשקף במגמה ברורה של העדפת הציבור לקרנות כספיות על קרנות מנייתיות ואג"ח. כתוצאה מהשינוי בתמהיל, חלה ירידה בסך דמי הניהול שגובות חברות מנהלות, בשל דמי הניהול הנמוכים משמעותית בקרנות אג"ח ושקליות לעומת הקרנות המנייתיות, ובשל דמי הניהול האפסיים בקרנות הכספיות.

בשונה מהענף, ממשיכה החברה להגדיל את היקף הנכסים המנוהלים. עם זאת, בדומה לענף, ניכרת השפעה שלילית של שינוי בטעמי הציבור על הכנסות החברה

תוצאות החברה בתקופה הנסקרת הושפעו, מחד, מגידול בהיקף הנכסים המנוהלים, ומאידך, מעבר המשקיעים לאפיקי השקעה בעלי רמות סיכון נמוכות יותר (ואשר מאופיינים ובדמי ניהול נמוכים משמעותית) גרמו לירידה בהכנסות מתחום ניהול השקעות.

להלן התפתחות הפעילות בניהול קרנות נאמנות ותיקים, מיליוני ₪:

2006	2007	H1/07	H1/08	
58.5	81.9	39.9	32.4	סה"כ הכנסות מתחום ניהול קרנות ותיקים
4,457	6,704	* 5,273	* 8,613	היקף תיקים מנוהלים
2,202	3,587	* 3,967	* 5,030	היקף הנכסים המנוהלים (קרנות נאמנות)**
20.2	28.7	12.9	7.1	רווח לפני מס (ניהול קרנות ותיקים)

* נתונים מקורבים

** ללא קרנות נאמנות שמנוהלות בניהול תיקים

בעקבות הירידות בשוק ההון, דווחה החברה על הפסד של כ- 44 מיליון ₪ מפעילות הנוסטרו במחצית הראשונה של שנת 2008, בעיקר כתוצאה מירידת שווי מניות ואג"ח קונצרני.

להלן נתוני תיק הנוסטרו, מיליוני ₪:

31/12/07	30/06/07	30/06/08	
144	223	126	מזומן, פיקדונות ואג"ח מדינה
** 219	145	107	אג"ח קונצרני
99	78	78	מניות
55	56	33	קרנות גידור *
517	502	344	סה"כ

* קרנות גידור – לפי שווי מאזני. במאזני החברה הוצגו כחלק מהשקעה לז"א.

** כולל כ- 100 מיליון ₪ אג"ח שרכשה החברה בעקבות התחייבות חיתומית בהנפקה בה שימשה חתם. במהלך 2008 בוטלה ההנפקה, והתמורה הוחזרה לחברה.

בחירת תיק הנוסטרו של החברה מעלה כי הינו בעל רמת סיכון גבוהה יחסית, גם אם בוחנים את התיק בהינתן התנאים ששררו בשוק ההון לפני פרוץ המשבר. להערכת מידרוג הסבירות להפסדים נוספים בגין תיק הנוסטרו ברבעון 3 2008 הינם גבוהים.

אופק הדירוג

גורמים אשר יכולים לשפר את הדירוג

- הוספת תחומי פעילות סינרגטיים ורווחיים אשר יחזקו את תמהיל ההכנסות וחיזוק מעמדם בתחומים קיימים
- חיזוק יחסי הכסוי של חוב פיננסי, ברוטו, לתזרים המייצג מפעילות

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- פגיעה דרמטית מעבר לנתונים נוכחיים בתרומת פעילות הגמל
- הרעה מהותית ביחס האיתנות הפיננסית בדש איפקס הולדינגס בע"מ. בפרט באופן שבו יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד (בנטרול נכסיהם והתחייבויותיהם של גופים ייעודיים וחברות ייעודיות (SPVs/SPCs)) ירד מ-30%
- עלייה ברמת הסיכון של תיק הנכסים והנוסטרו
- שינוי לרעה בתמהיל ההכנסות, כדוגמת הגדלת משקל פעילות החיתום בתמהיל ההכנסות כתוצאה מסטגנציה במגזרי פעילות האחרים

התפתחות התוצאות הכספיות

ירידה בהכנסות ומעבר להפסד כתוצאה מהתפתחויות בשוק ההון, וזאת תוך שיפור בתמהיל הרווח והתזרים

הכנסות ניהול קופות גמל, שהינו המגזר המשמעותי והיציב ביותר בפעילות החברה (הפעילות בתחום הפנסיה כיום אינה מהותית), עלו מ- 61 מיליון ₪ במחצית הראשונה של 2007 לכ- 92 מיליון ₪ בתקופה המקבילה השנה. עיקר הגידול בהכנסות נבע מרכישות קופ"ג במהלך 2007³. כתוצאה מהאמור לעיל, וכתוצאה משיפור הרווחיות בתחום הגמל (שיעור הרווח התפעולי עלה לכ- 46%, לעומת 37% אשתקד), השתפר באופן משמעותי תמהיל הרווח התפעולי (והתזרים), כאשר רווחי מגזר הגמל מהווים כ- 84% מהרווח מפעולות רגילות שהשיגה החברה במחצית הראשונה השנה.

בשל המצב בשוק החיתום בשנת 2008, נחתכו הכנסות המגזר והסתכמו בכ- 6 מיליון ₪ בלבד, לעומת כ- 51 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. בנוסף, בשל ירידות השערים בשוק ההון, שהחלו במחצית השנייה של שנת 2007 והמשיכו ואף החרפו במהלך התקופה הנסקרת, רשמה החברה הפסד בתיק הנוסטרו של כ- 44 מיליון ₪, לעומת רווח של כ- 20 מיליון ₪ במחצית המקבילה ורווח של כ- 2 מיליון ₪ בשנת 2007 כולה. כתוצאה מהירידה בהיקף הפעילות (הכנסות) חלה הרעה מסוימת ברווחיות הכללית של החברה (רווח מפעולות רגילות לסך ההכנסות עמד במחצית הראשונה של 2008 על כ- 36.4% מההכנסות, לעומת 43.2% בתקופה המקבילה אשתקד ו 38.5% ב- 2007 כולה), כתוצאה מירידה משמעותית בהכנסות מחיתום המאופיינת בשיעור רווחיות גבוה. ללא הכנסות החיתום ישנו שיפור משמעותי בשיעור הרווחיות של הקבוצה.

³ רכישת קופות הגמל תגמולים - ביולי 2007 הושלמה העסקה לרכישת כל פעילות ניהול קופת הגמל תגמולים. תמורת הרכישה הסתכמה בסך של כ-31 מיליון ₪ והיקף הנכסים המנוהלים, נכון למועד העסקה, עמד על כ-4.8 מיליארד ₪.

להלן תמצית נתוני דוחות רווח והפסד ותזמ"ז, מיליוני ₪:

2007	*H1/07	*H1/08	
307	163	137	הכנסות
118	70	50	רווח מפעולות רגילות
2	20	(44)	רווחי (הפסדי) נוסטרו
(7)	(4)	(6)	הוצאות מימון נטו
69	59	(16)	רווח נקי לתקופה
3	1	2	פחת והפחתות
(1)	(19)	47	הפסד (רווח) בני"ע סחירים
1	1	0	שאר התאמות
3	(17)	49	סך הכנסות והוצאות שאינן במזומן
72	42	33	FFO

יציבות באיתנות הפיננסית וביחסי כסוי תזרימיים

המימון באמצעות הון עצמי (כולל זכויות מיעוט) עמד נכון ל- 30.06.08 על כ- 58.8%, לעומת 59.2% בתקופה המקבילה אשתקד. לחברה רמת נזילות גבוהה יחסית, עיקר נכסי החברה מהווים יתרת מזומנים (כ- 72 מיליון ₪, נכון ל- 30.06.08) ותיק השקעות לזמן קצר. על נכסים נוספים של החברה נמנים תיק אשראי ללקוחות ונדל"ן להשקעה (קומה 14 במגדל פלטיניום ברחוב הארבעה, מושכרת לצד ג').

נכסים בלתי מוחשיים, המהווים כשליש מנכסי החברה, הינם בעיקר מוניטין והפרשים מקוריים מרכישת דש ואיפקס וכן מהגדלת החזקת החברה בחברות הבנות ורכישת קופות גמל וקרנות פנסיה.

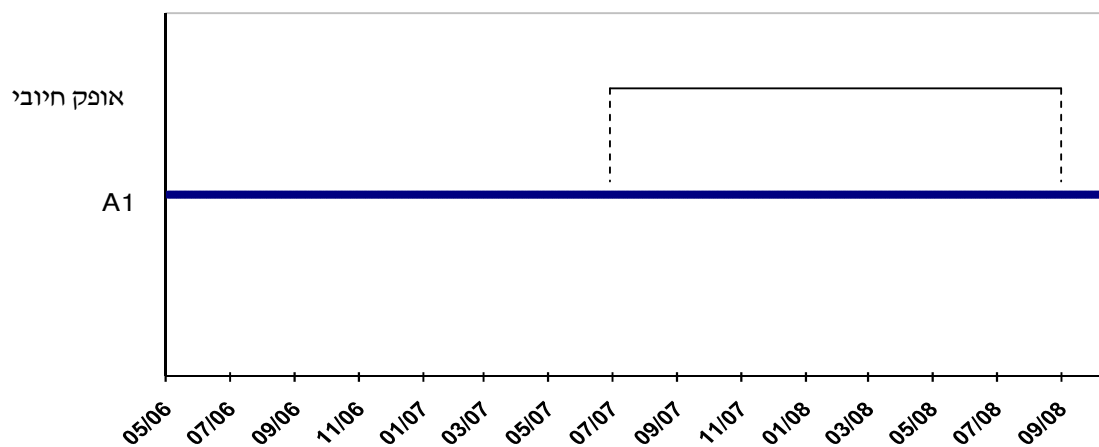
להלן תמצית נתונים מאזניים, מיליוני ₪:

2007	H1/07	H1/08	
863	790	* 684	סך מאזן
465	451	325	מזה: מזומן והשקעות לז"ק
214	200	213	רכוש בלתי מוחשי
248	197	178	חוב פיננסי
430	462	402	הון עצמי
52.0%	59.2%	58.8%	הון עצמי (בעיקר) וזכויות המיעוט למאזן
36.3%	29.4%	30.6%	חוב פיננסי ל- CAP
0.4%	4.4%	(10.9%)	רווח (הפסד) נוסטרו להון עצמי
2.1	1.4	1.8	חוב פיננסי לרווח מפעולות רגילות**
3.4	2.3	2.7	חוב פיננסי ל FFO**

* הירידה בהיקף המאזן במהלך המחצית הראשונה נובעת בעיקר מירידה ביתרת ההשקעות לז"ק, שבחלקה נגרמה כתוצאה מירידת שווי התיק ובחלקה ממימושים ששימשו, בין היתר, להקטנת אשראי בנקאי.
**במונחים שנתיים

רכישת מניות המיעוט באיפקס ניהול קופות גמל בע"מ - בחודש מאי 2007 הושלמה העסקה לרכישת 45% ממניות איפקס ניהול קופות גמל בע"מ, כך שלאחר העסקה, החברה מחזיקה ב-100% מהון המניות של איפקס גמל.

דש איפקס הולדינגס בע"מ (להלן "החברה" או "דש איפקס") הינה חברה ציבורית העוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות (להלן "הקבוצה") בארבעה תחומי פעילות עיקריים בשוק ההון: העיקרי שבהם הוא תחום ניהול קופות גמל – נכון לסוף יולי 2008 מנהלת הקבוצה, באמצעות חברות ניהול קופות גמל, 14 קופות תגמולים ופיצויים, 6 קופות פיצויים מרכזיות, קופת גמל לחגים והבראה, קופת גמל לחופשה, קרן דמי מחלה ו- 12 קרנות השתלמות. סך הנכסים המנוהלים בתחום הסתכם בכ- 16.6 מיליארד ₪. תחום שירותי ניהול תיקי השקעות וקרנות נאמנות - בהתאם לדוחות הכספיים למחצית הראשונה של 2008, היקף התיקים המנוהל ע"י החברה עמד על כ- 9.6 מיליארד ₪ (כ 1 מיליארד הושקעו בקרנות הנאמנות של הקבוצה) וכ 5 מיליארד הינו היקף קרנות הנאמנות; ניהול קרן פנסיה - נכון ל- 30.06.08 היקף הנכסים המנוהלים הסתכם בכ- 0.5 מיליארד ₪. בנוסף, עוסקת הקבוצה בחיתום הענקת שירותי ברוקראז', בהשקעות בתאגידים, בהנפקת תעודות התחייבות ותעודות סל, ניהול והשקעה בקרנות גידור ועוד.



סולם דירוג התחייבויות

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

מידרוג משתמש 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 : D030908000M

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") 2008.

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 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 מודייס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investors Service Ltd.) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.