



דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ

פעולת דירוג ו אפריל 2009

1

מחברות:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה

einat.yarhi@midroog.co.il

סיגל יששכר, ראש צוות בכירה

i.sigal@midroog.co.il

אנשי קשר:

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים

bardayan@midroog.co.il

דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	Aa3	אופק דירוג: שלילי
--------------------	-----	-------------------

מידרוג מציבה אופק שלילי לדירוג Aa3 לאג"ח (סדרה א') שהנפיקה דלק חברת הדלק הישראלית בע"מ ("דלק" או "החברה"). דירוג Aa3 באופק שלילי ניתן לאג"ח בסך של עד 150 מיליון ש"ח שתגייס דלק ישראל במסגרת הרחבת סדרה א'. הרחבת הסדרה תשמש למיחזור אשראי בנקאי לזמן קצר.

הדירוג נתמך בגורמים הבאים: מעמד דומיננטי של החברה בתחום הפעילות; סיכון עסקי נמוך בתחום הפעילות לנוכח ביקושים יציבים יחסית לאורך זמן וחסמי כניסה גבוהים; העמקה אחיזת החברה בתחום הקמעונאות במהלך השנה החולפת תוך שיפור מבנה הבעלות וההפעלה בתחנות התדלוק, גידול במספר התחנות ויישום מוצלח של אסטרטגיה לטיוב תיק הלקוחות בתחום הסיטונאות; אחזקה במתקני אחסון וניפוק המקנים לחברה יתרון אסטרטגי; יתרות מזומנים ושווי מזומנים גבוהות יחסית; כל אלה ממתנים להערכתנו את ההשפעה השלילית של ההאטה הכלכלית על תוצאותיה הכספיות. כמו כן לחברה יכולת יצור מזומנים טובה, יחסי כיסוי החוב עומדים במסגרת שהציבה מידרוג במועד הדירוג הראשוני והיא מציגה יציבות ביחסי המינוף. להערכת מידרוג הפסדים שנרשמו ברבעון הרביעי הושפעו מגורמים גלובליים אשר מגמתם השתנתה ברבעון הראשון של 2009. גורמי הסיכון בפעילותה של החברה כוללים: צורך בניהול הדוק וקפדני של חובות הלקוחות; מגבלות על יכולת הצמיחה בשל חסמים לפתיחת תחנות חדשות; הוראות רגולטוריות העשויות לגרום להגבלת שיעורי הרווחיות של חברות בענף שיווק הדלקים או לצורך בביצוע השקעות הון; חשיפה לשינויים במדד ותנודות בשערי החליפין ש/דולר; צורך בשירותי חוב נוכח שימוש במנוף פיננסי.

הצבת האופק השלילי נובעת מירידה ברמת הגמישות הפיננסית של החברה על רקע עלייה משמעותית בניצול מסגרות אשראי בנקאיות לזמן קצר לצורך מימון פירעון אג"ח וניירות ערך מסחריים, וכן מאי וודאות בקשר לתנאים להרחבת מסגרות האשראי במערכת הבנקאית. בכוונת הנהלת החברה לפעול לשיפור הגמישות הפיננסית בכלל זאת תוך הותרת קווי אשראי לא מנוצלים. נציין כי היקף מסגרות האשראי מושפע ממגבלת קבוצת לווים, נוכח היות החברה חלק מקבוצת דלק.

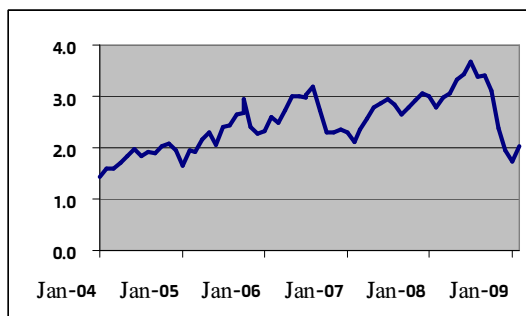
האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

מס' ני"ע	מועד ההנפקה	ריבית שנתית נקובה	בסיס הצמדה	יטרה בספרים ליום 31.12.08 (מיליוני ש"ח)	שנות פירעון האג"ח	תדירות פירעון הקרן
6360069	8.2007	5.1%	מדד	794.8	2009-2016	שנתית (31 ביולי)

התפתחויות עיקריות¹

ירידת מחירים חדה בתחום הדלקים גרמה להפסדי מלאי ברבעון הרביעי של 2008

עלות בנזין 96 אוקטן, בניכוי מע"מ ובלו², בש"ח ל-1 ליטר



מקור: משרד התשתיות ועיבודי מידרוג

בשנים האחרונות נרשמה עלייה תלולה במחירי הדלקים. מגמה זו נבלמה ביולי 2008, כך שבמחצית השנייה של שנת 2008 חלה ירידה חדה במחירי הדלקים, בשיעור כולל של כ-70%. עליית המחירים הובילה לגידול בסך מחזורי המכירות, ולרישום רווחי מלאי בקרב חברות שיווק הדלקים. ירידת המחירים החדה הובילה לקטון בסך מחזורי המכירות ולרישום הפסדי מלאי ברבעון הרביעי של 2008 בסך כ-65 מיליון ש"ח. כמו כן, חלה ירידה בכמויות הנמכרות ברבעון הרביעי עקב ההאטה בפעילות הכלכלית. הפסדי המלאי פגעו בסך הרווח הגולמי והביאו להפסד תפעולי ונקי ברבעון.

הפגיעה הושפעה גם מעליית שע"ח שו/דולר במחצית השנייה של 2008 אשר הובילה לעלייה בעלות המכר, ללא עלייה מקבילה במכירות וקוזזה בחלקה נוכח ירידה בהוצאות המימון. השפעה שלילית נוספת על הרווח החשבונאי נובעת מרישום חלקה של החברה בהפסדים בחברת דלק אירופה, בה יש לחברה אחזקות מיעוט (20%). בפעילות דלק אירופה נעשים מהלכי התייעלות ורה-ארגון, הכוללים פיטורי עובדים והקטנת תקורות. במהלך הרבעון הראשון של שנת 2009 חלה עלייה במחירי הדלקים והנהלת החברה מעריכה כי ברבעון זה לא יירשמו הפסדי מלאי. להערכת החברה, נפחי הפעילות של מוצרי הדלקים צפויים לקטון במהלך 2009 ביחס לשנת 2008, אך הרווח הגולמי של החברה בתחום זה תלוי במרווח השיווק אשר היקפו המקסימאלי נקבע ע"י משרד התשתיות (במוצרים שבפיקוח) ומצוי במגמת עליה מתמדת בשנים האחרונות.

3

עלייה ביכולת ייצור המזומנים לנוכח גידול במספר תחנות התדלוק, ושיפור מבנה הבעלות והניהול בתחנות

במהלך שנת 2008 יישמה הנהלת החברה בהצלחה את האסטרטגיה להעמקת הרווחיות במגזר הקמעונאות: מספר תחנות התדלוק במותג "דלק" גדל, שיעור התחנות שבבעלות עלה, שיעור התחנות שמופעלות באופן מלא ע"י החברה מתוך כלל התחנות במותג "דלק" גדל, וכן חל גידול במספר חנויות הנוחות במותג "מנטה". העברת תחנות להפעלה עצמית מגדילה את ההוצאות השוטפות באופן מיידי, אך בטווח הבינוני גדל תזרים המזומנים מהתחנה. כמו כן, קטן סיכון האשראי שכן המלאי מצוי בבעלות החברה עד למכירתו לצרכן ושופר הפיזור של תיק הלקוחות. לפיכך, שיפור מבנה הבעלות והניהול המאפיין את החברה תומך בהגדלת יכולת ייצור המזומנים של החברה בטווח הבינוני.

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום דוח דירוג ראשוני בספטמבר 2008, שמצוי באתר מידרוג www.midroog.co.il

² עלות הדלקים מהווה מרכיב נמוך יחסית ממחיר המכירה לצרכן עקב מיסוי בשיעור גבוה. המחיר המפוקח לצרכן של 1.0 ליטר כולל בעיקר מרכיב מיסוי בגין בלו ומע"מ, המהווים יחדיו 61%, כך שעלות הדלק מהווה כיום רק כ-24% מהמחיר לצרכן.

דלק, מבנה הבעלות וההפעלה בשנים 2006-2008

12.05	12.06	12.07	12.08	
225	227	223	233	מספר תחנות
14%	15%	17%	19%	שיעור תחנות בבעלות
49%	52%	54%	64%	שיעור תחנות בהפעלה עצמית
35	35	71	115	מספר חנויות נוחות
NA	NA	27	28	מספר מתחמי תדלוק ומסחר

דלק (מאוחד), תמצית רווח והפסד במיליוני ש"ח, יוחסי רווחיות עיקריים

2007					2008					
Q1	Q2	Q3	Q4	FY	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	
999	1,183	1,322	1,334	4,837	1,397	1,623	1,877	917	5,813	מכירות
137	152	191	186	667	188	200	203	80	670	רווח גולמי
77	81	89	80	327	86	88	96	89	359	הוצאות מכירה והפעלת תחנות
50	21	0	9	79	20	19	22	30	91	הוצאות הנהלה וכלליות
				(13)					13	מזה: הפרשה (גביית) חומ"ס
11	51	102	97	261	82	93	84	(39)	220	רווח תפעולי
14	10	47	41	79	45	43	37	(16)	109	עלויות מימון
				123					(0)	הכנסות אחרות, נטו
				23					(22)	חלק החברה ברווחי כלולות
4	30	143	69	265	28	40	33	(44)	58	רווח נקי
-2%	18%	12%	1%	9%	5%	16%	16%	-51%	20%	שיעור השינוי בהכנסות
13.7%	12.9%	14.5%	14.0%	13.8%	13.4%	12.3%	10.8%	8.7%	11.5%	% רווח גולמי
1.1%	4.3%	7.7%	7.3%	5.4%	5.8%	5.7%	4.5%	neg	3.8%	% רווח תפעולי
0.4%	2.6%	10.8%	5.2%	5.5%	2.0%	2.5%	1.8%	neg	1.0%	% רווח (הפסד) נקי

4

דלק (מאוחד), תזרימי מזומנים עיקריים

2007	2008	
326	298	EBITDA
359	310	*Adj EBITDA
229	151	FFO, מקורות מפעילות
185	177	CFO, תזרימים מפעילות שוטפת
55	81	CapEx, השקעות הון
0	50	DIV, תשלום דיבידנד

* Adj EBITDA הינה EBITDA, בתוספת הוצאות שכר לא תזרימיות להנהלת החברה, הנובעות מתשלום מבוסס מניות.

עלייה בהוצאות התפעול הקבועות ועלייה בהוצאות מימון תזרימיות

במהלך שנת 2008 חל קיטון ב-Adj EBITDA ביחס לשנת 2007. הקיטון נובע בעיקר מהפסדי מלאי ומגידול בהוצאות התפעול הקבועות בשנת 2008 לעומת שנת 2007, כתוצאה מרישום הוצאה לחומ"ס במהלך שנת 2008 (בסך 13 מיליון ₪) לעומת גבייה נטו של חובות מסופקים בשנת 2007 באותו סכום, וכן גידול בסך כ-14 מיליון ₪ בהוצאות לשכירת תחנות ואחזקתן עקב עליית שער ₪/דולר. הקיטון ב- EBITDA מתבטא גם בקיטון ב-FFO עקב עלייה בהוצאות המימון התזרימיות (בסך כ-70 מיליון ₪), אשר קוזז בחלקו בקיטון בהוצאות המס התזרימיות (בסך 40 מיליון ₪). שימושי החברה כללו השקעות הון (CapEx) מתגברות לפיתוח מתחמי התחנות. בכוונת החברה להמשיך ולהגדיל את מספר תחנות התדלוק ומספר חנויות הנוחות.

לחברה אין מדיניות לחלוקת דיבידנדים, ובשנים 2005-2007 לא חילקה דיבידנדים. בשנת 2008 חולקו כ-50 מיליון ₪ ובשנת 2009 הוכרז עד כה על חלוקה של כ-25 מיליון ₪. להערכת מידרוג, צורכי המימון של החברה האם גוזרים חלוקת דיבידנד רחבה יותר מזו שבוצעה בעבר. יתרת העודפים ליום 31.12.08 הינה 406 מיליון ₪.

דלק (מאוחד): דוח מקורות ושימושים לשנים 2006-2008, במיליוני ₪

FY 2006	FY 2007	FY 2008	
43	229	151	FFO
105		26	מקורות מהון חוזר
0	349	0	תמורה ממימוש כלולות
0	171	20	הנפקת מניות נטו
	384	217	גידול בחוב נטו
7	3		שימוש במזומנים
230	0	0	תקבול מבעל ענין, נטו
91	22	(1)	פירעון הלוואות שניתנו
			אחר
478	1158	413	סך מקורות
	(44)		מימון הון חוזר
(426)			קיטון בחוב
(24)	(55)	(81)	CapEx
	(818)		רכישת פעילויות
	(232)	(2)	השקעה בכלולות (כולל הלוואות)
		(50)	Div
		(278)	הגדלת יתרות מזומן
(6)	(7)	(1)	אחר
(456)	(1156)	(412)	סך שימושים

דלק (מאוחד), יחסי הון חוזר עיקריים, נתונים כספיים במיליוני ש"ח

2007					2008					
Q1	Q2	Q3	Q4	FY	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	
111	106	88	91	101	92	88	84	122	77	ימי לקוחות
13	13	13	15	16	12	13	11	14	9	ימי מלאי
35	43	31	35	39	40	44	31	35	23	ימי ספקים
(56)	(101)	183	(3)		(69)	(23)	(108)	(109)		נכסים שוטפים בניכוי התחייבויות שוטפות
1.0	0.9	1.1	1.0		1.0	1.0	1.0	0.9		יחס שוטף
18	26	38	27		28	284	234	305		סך מזומן
1,008	1,021	1,049	1,078		1,033	1,087	1,352	1,030		הון חוזר תפעולי *
25%	22%	20%	20%		18%	17%	18%	28%		הון חוזר תפעולי/ הכנסות
1,214	1,369	1,268	1,337		1,402	1,564	1,729	1,225		לקוחות
127	142	167	185		163	208	194	128		מלאי
332	491	386	443		532	685	570	323		ספקים

* הון חוזר תפעולי כולל לקוחות בתוספת מלאי ובניכוי ספקים

עלייה בצרכי הון חוזר במהלך שנת 2008 - לקראת תום השנה חלה התמתנות, בהתאם למגמות מחירי הדלקים

סך הנכסים גדל באופן מהותי במהלך הרבעון השני והשלישי של שנת 2008, נוכח גידול ביתירות הלקוחות, שמומן בגידול באשראי מספקים וכן באשראי בנקאי לזמן קצר ירידת המחירים בסוף השנה הקטינה את צרכי מימון ההון החוזר במהלך הרבעון הרביעי של שנת 2008. העלייה בימי לקוחות ברבעון הרביעי של 2008 נובעת מקיטון במחזורי המכירות עקב ירידת מחירי הדלקים תוך הפרשי עיתוי מול בהתאמת אשראי הלקוחות.

ניצול מסגרות אשראי בנקאיות לטובת פירעון אשראי וכן גידול ביתירות הנזילות

במהלך 2008 פרעה החברה בהדרגה אשראים שהועמדו לה ע"י החברה האם דלק פטרוליום בע"מ. הלואות אלו נושאות לוח סילוקין מקביל לזה של אג"ח אשר גויסו לטובת החברה באמצעות החברה האם, בתקופה בה הייתה דלק ישראל חברה פרטית. כמו כן, פרעה החברה מיוזמתה, במהלך הרבעון השלישי 2008, ניירות ערך מסחריים שהונפקו כמה חודשים קודם לכן. מקור המימון לפירעונות אלה היה ניצול מסגרות אשראי בנקאיות פנויות בהיקף מהותי. לפיכך, למועד הדוח, המערכת הבנקאית מהווה מקור מימון מהותי של החברה עם כ-50% מהחוב הפיננסי, לעומת מימון של כ-19% בלבד מהחוב ליום 31.12.07. כאמור, בכוונת החברה להרחיב את סדרת האג"ח לצורך הקטנת ניצול המסגרות הבנקאיות והגדלת הגמישות הפיננסית של החברה. במהלך 2008 החזיקה החברה יתרות נזילות, הנובעות מניצול מסגרות אשראי בנקאיות ובכוונתה להשתמש בהן במהלך 2009 בהדרגה.

דלק מאוחד, נתוני מינוף ואיתנות

12/05 IGAAP	12/06 IGAAP	12/07 IFRS	12/08 IFRS	
1,309	875	928	1,252	אשראי ז"ק
698	685	1,027	941	אשראי ז"א
			25	דיבידנד שהוכרז לאחרונה
2,006	1,560	1,954	2,218	חוב פיננסי
82.3%	76.4%	65.9%	68.6%	חוב לקאפ (יחס מינוף ברוטו)
671	405	404	701	נכסים פיננסיים (1)
1,336	1,155	1,551	1,517	חוב נטו
75.6%	70.6%	60.6%	59.9%	חוב נטו לקאפ נטו (יחס מינוף נטו)
1,282	973	1,078	1,030	הון חוזר תפעולי (2)
725	587	876	1,188	חוב בניכוי הון חוזר
62.7%	54.9%	46.4%	53.9%	יחס מינוף בניכוי הון חוזר
54	182	472	487	חוב נטו, בניכוי הון חוזר תפעולי
11.1%	27.4%	31.9%	32.4%	יחס מינוף נטו ובניכוי הון חוזר
14.4%	18.6%	27.5%	26.7%	הון עצמי למאזן

- (1) נכסים פיננסיים - הלוואה לקבוצת דלק בע"מ בתוספת הלוואה למנהל הדלק ובתוספת יתרות נזילות
(2) הון חוזר תפעולי - לקוחות בתוספת מלאי ובניכוי ספקים

יציבות בהיקף ההון העצמי והיקף החוב נטו וביחסי המינוף

סך החוב הפיננסי ליום 31.12.08 הסתכם בכ- 2,218 מיליון ₪, ובניכוי יתרות נזילות ונכסים פיננסיים (הלוואה לקבוצת דלק, הלוואה למנהל הדלק) עמד החוב נטו על כ-1,517 מיליון ₪. היקף החוב נטו נותר דומה להיקפו ביום 31.12.07. יחס החוב נטו לקאפ נטו נותר כ-60%.

דלק מאוחד, יחסי כיסוי החוב הפיננסי באמצעות תזרים המזומנים

FY 2006	FY 2007	FY 2008	
2.5	4.1	2.7	הוצאות מימון / EBITDA
7.7	4.8	5.1	חוב נטו / EBITDA
26.6	6.8	10.0	חוב נטו / FFO
10.4	6.0	7.5	חוב / EBITDA
35.9	8.5	14.7	חוב / FFO

ירידה בגמישות הפיננסית

פירעונות קרן בגין הלוואות מבנקים, צדדים קשורים ובגין האג"ח פרוסים כך שבכל אחת מהשנים 2009-2011 צפויה החברה לפרוע כ-200 מיליון ₪. לאחר מכן צפויה התמתנות בעומס הפירעונות, אם כי, כוונת החברה לפרוס חלק מהיתרה הנוכחית של חוב לזמן קצר לטווח הזמן הארוך, עשויה לשנות זאת. למועד הדוח ממשיכה החברה להחזיק ביתרות נזילות, בהיקף העולה על החלויות השוטפות ל-12 החודשים הקרובים. מסגרות אשראי לא מנוצלות עומדות במועד הדוח על כ-100 מיליון ₪ בלבד. המסגרות אינן חתומות והנהלת החברה מעריכה כי ימשיכו להתחדש מעת לעת. לפי תחזית החברה, בכוונתה למחזר חלק מהפירעונות אשר יחולו בשנים 2009-2011.



להערכת מידרוג, החברה הוכיחה עד כה נגישות טובה יחסית למערכת הבנקאית בישראל, מצב הניכר בעלויות המימון ובהיקף מסגרות האשראי. יחד עם זאת, על החברה חלות מגבלות קבוצת לווים, מעצם השתייכותה לקבוצות דלק. החברה שיעבדה לטובת מממנים יתרות מלאי ולקוחות וכן נכס פיננסי (הלוואה לקבוצת דלק בע"מ). לחברה התחייבות בפני הבנקים לשעבוד שלילי על הרכוש הקבוע.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל לשיפור אופק הדירוג

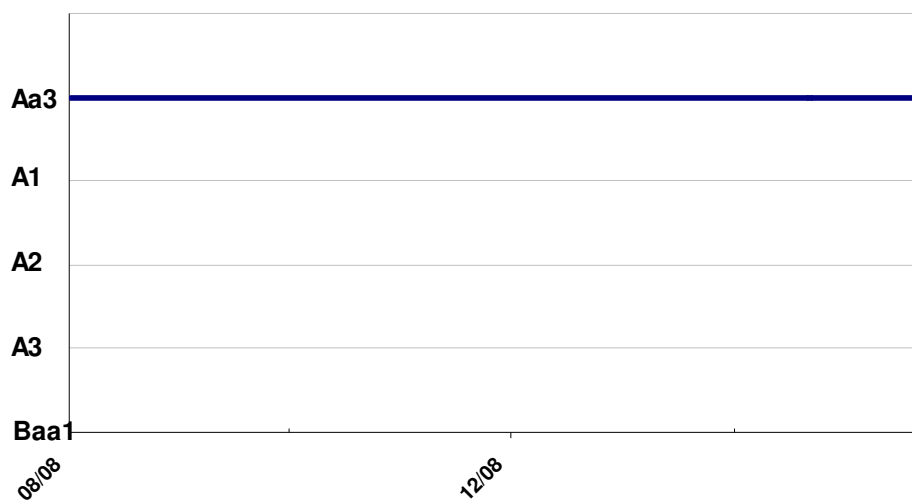
- קיטון מהותי ולאורך זמן בנטל החוב הפיננסי, אשר יתרום לשיפור ביחסי כיסוי החוב.

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- עלייה ביחס כיסוי החוב נטו ל-EBITDA מעל 5.5 שנים. החוב הפיננסי מחושב לפי חוב פיננסי במאזן אחרון, בניכוי הלוואה לקבוצת דלק בע"מ, בניכוי הלוואה למנהל הדלק, ובניכוי יתרות נזילות.
- חלוקת דיבידנד שתעלה על 50% מהרווח הנקי השנתי.
- השקעות שיש בהן להגדיל מהותית את רמת הסיכון המאפיינת את פעילות החברה וחברות המוחזקות על ידה.

אודות החברה

דלק עוסקת בעיקר בשיווק ומכירה של בנזין וסולר ללקוחות פרטיים, לציי רכב וללקוחות סטונאיים בישראל. כמו כן, משווקת החברה סולר ובנזין לחברות דלק קטנות יותר, באמצעות ארבעה מתקני אחסון וניפוק אשר הגדול והעיקרי שבהם מצוי באשדוד. בנוסף לחברה אחזקות בשיעור של 20% בחברה בדלק אירופה הפועלת בשיווק הדלקים במדינות בנלוקס ואחזקה פיננסית ב-Delek US (כ-2.4%), העוסקת בזיקוק ושיווק דלקים בארה"ב. מניות החברה הונפקו בבורסה לני"ע בתל אביב באוגוסט 2007, בעלת השליטה הינה קבוצת דלק בע"מ (86%) באמצעות חברת הצינור דלק פטרוליום בע"מ.



רשימת 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 בציוד, 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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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 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 שאליו 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: CTD040409150M

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

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 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 שירותי 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. 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.