



אמנת ניהול ומערכות בע"מ

מעקב שנתי ו ינואר 2009

1

מחברת:

עינת ירחי, אנליסטית בכירה
einat.yarhi@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

אמנת ניהול ומערכות בע"מ

אופק דירוג: יציב	A1	דירוג סדרה (Issue)
------------------	----	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש את הדירוג A1 למסגרת גיוס אג"ח בסך של עד 50 מיליון ₪, שתנפיק אמנת ניהול ומערכות בע"מ ("החברה", "אמנת"), תוך הצבת אופק דירוג יציב, וזאת - נוכח היציבות בתוצאותיה הכספיות של החברה, תוך שמירה על איתנות פיננסית טובה, המתבטאת ברמת מינוף נמוכה יחסית, יחסי כיסוי מהירים ונזילות גבוהה. להערכת מידרוג, צבר ההזמנות המשמעותי מקנה יכולת חיזוי גבוהה יחסית לתקציב השנה הקרובה, וממתן במידת מה את ההשפעה השלילית של המיתון על עסקיה.

במידרוג סבורים, כי גורמי הסיכון בפעילות החברה כוללים את התרכזותה במשק הישראלי; חשיפה לתנודתיות המאפיינת את הפעילות בענף טכנולוגיות המידע, שתרומתו מהותית לרווח החברה; ריכוזיות מסוימת במכירות לשני לקוחות; מדיניות רחבה לחלוקת דיבידנד ע"י החברה. מאידך, קיימים גורמים הממתנים סיכונים אלה: מיצוב עסקי גבוה; גיוון בפעילות העסקית הנתמך בניהול הדוק של מספר רב של פרויקטים במקביל; בסיס לקוחות רחב, ותיק וכולל רשויות ומוסדות ציבוריים; מדיניות עסקית שמרנית ויציבות בדרגי הניהול.

תמורת ההנפקה, ככל שתבצע, תשמש לאחד או יותר מהתחומים הבאים: רכישת פעילויות סינרגטיות בתחום ה-IT בישראל ובחו"ל, ביצוע פרויקטים של מיקור חוץ בתחומי התשתיות והלוגיסטיקה בישראל במגננון של BOT/PFI, לרבות בשיתוף עם חברות אחרות ופרויקטים מניבים בתחום הנדל"ן.

התפתחויות עיקריות¹

יציבות ברווחיות התפעולית לאחר שיפור שנרשם בשנת 2007. התמתנות בשיעורי הצמיחה בהכנסות

הכנסות החברה (מאוחד) גדלו בשיעור מתון של כ-2% בשלושת הרבעונים הראשונים של שנת 2008 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, לעומת גידול בשיעור של כ-9% בשנת 2007, וכ-18% בשנת 2006. הרווח התפעולי בשנים 2007-2008 היה בקצב שנתי של כ-23 מיליון ₪, שהינו גבוה מסך הרווח התפעולי שנרשם בשנת 2006 בסך כ-20 מיליון ₪. לדברי החברה, הגידול ברווחיות התפעולית, תוך התמתנות הצמיחה בהכנסות נובע ממדיניות ניהולית סלקטיבית בבחירת פרויקטים. שיעור הרווח התפעולי ביחס להכנסות נותר דומה יחסית בשנים 2006-2008, תוך תנודתיות קלה. צבר ההזמנות בחברה ליום 30.9.08 מסתכם לכ-430 מיליון ₪, לעומת כ-330 מיליון ₪ אשתקד. מחצית מצבר ההזמנות הינה למימוש במהלך שנת 2009, ומרבית היתרה בשנת 2010. צבר ההזמנות מאופיין, בדומה להכנסות החברה, בריכוזיות משני לקוחות ותיקים המהווים יחדיו כ-25%-20% מהמכירות בשנים האחרונות. אחד הלקוחות הינו משרד ממשלתי אשר הפרויקטים עבורו נמשכים על פני טווח הזמן הבינוני ארוך ומבוצעים ע"י מספר חברות בת של אמנת; הלקוח השני הינו מוסד ציבורי אשר עבורו מבוצעים פרויקטים רבים בהתאם להזמנות מאגפים שונים ולפי הסכם מסגרת משותף.

הפסדים בתיק הנזיל ובקופות פיצויים במהלך הרבעון השלישי בשנת 2008 פגעו בסך הרווח לאחר מימון

בעוד שבשנים 2003-2007 נהנתה החברה מהכנסות מימון, נטו, שנבעו מיתרות נזילות בהיקפים משמעותיים, הרי שבמהלך הרבעון השלישי בשנת 2008 נרשמו הפסדים בסך כ-1.6 מיליון ₪ בגין הירידה בשווי השוק של אג"ח ממשלתי

¹ התפתחויות עיקריות מאז פרסום דוח דירוג ראשוני בנובמבר 2007, הניתן לצפייה באתר מידרוג www.midroog.co.il.

וקונצרני ומניות בתיק הסחיר של החברה וכן מירידת ערך של יתרות המוחזקות במט"ח ומשועבדות להבטחת אשראי. בנוסף נרשמו הפסדים בסך 3.4 מיליון ₪ בגין ירידה בשווי השוק של נכסי קופות הפיצויים וביטוחי המנהלים המנוהלים אצל מספר חברות חיצוניות לניהול השקעות. הסך הכולל של ההפסדים הסתכמו בכ-5.0 מיליון ₪, ונזקפו לתוצאות הרבעון השלישי. יש לציין כי רק חלק מסכום זה (כ-3.6 מיליון ₪) נזקף להוצאות המימון, ואילו היתרה, בסך כ-1.4 מיליון ₪, נזקפה ישירות לעלות המכר. לדברי החברה במהלך הרבעון הרביעי חלה ירידה נוספת בשווי הנכסים הפיננסיים, בסך של כ-0.9 מיליון ₪. ליום 30.9.08 מסתכמות היתרות הנזילות של החברה כ-55 מיליון ₪, מכך 21 מיליון ₪ מוחזקות באג"ח ממשלתי וקונצרני וקרנות נאמנות כספיות והיתרה - בפיקדונות בנקאיים שקליים נושאי ריבית.

אמנת (מאוחד) נתונים עיקריים מתוך רווח והפסד, באלפי ₪

IGAAP	IGAAP	IGAAP	IFRS	IFRS	IFRS	
FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2007	3Q 07	3Q 08	
282,152	333,527	362,249	362,249	264,745	270,982	אלפי ש"ח
41,319	55,159	62,286	64,241	45,904	45,785	מחזור הפעולות
21,588	23,535	25,775	25,875	19,844	20,002	רווח גולמי
11,796	20,181	22,747	24,564	16,418	17,275	הוצאות הנהלה וכלליות
2,153	2,233	462	320	351	(3,586)	רווח תפעולי*
14,837	23,226	22,397	23,461	16,842	13,877	הכנסות (הוצאות) מימון נטו
4,182	5,730	6,222				רווח לפני מיסים על ההכנסה
5,316	11,541	7,951	15,744	10,767	9,101	חלק המיעוט ברווחי חברות מאוחדות, נטו
			9,268	6,029	4,957	רווח נקי לתקופה
			6,476	4,738	4,144	רווח מיוחס לבעלי זכויות הוניות
						רווח מיוחס לבעלי זכויות מיעוט
						<u>יחסי רווחיות עיקריים</u>
14.6%	16.5%	17.2%	17.7%	17.3%	16.9%	רווח גולמי %
7.7%	7.1%	7.1%	7.1%	7.5%	7.4%	הנהלה וכלליות %
4.2%	6.1%	6.3%	6.8%	6.2%	6.4%	רווח תפעולי %
5.7%	7.1%	7.7%	8.2%	7.4%	7.6%	% EBITDA

* רווח תפעולי מחושב מתוך הרווח הגולמי בניכוי הוצאות הנהלה וכלליות ובניכוי הוצאות מכירה ושיווק

יציבות בתזרימי המזומנים מפעולות בתשעת החודשים הראשונים בשנת 2008 לעומת אשתקד

היציבות ברווחיות התפעולית תורגמה גם לתזרימי המזומנים מפעילות, אשר מימנו את העלייה בצורכי ההון החוזר ואת ההשקעה ברכוש קבוע. עודפי המזומנים שימשו בעיקר לתשלומי דיבידנדים לבעלי המניות. תשלום הדיבידנד במהלך שנת 2008 היה בסך נמוך יותר מאשר בשנים 2005-2007, ועם זאת, בהיקפים מהותיים מסך הרווח, בהתאם למדיניות שאימצה החברה בתום 2007, לפיה תחלק החברה בשנים 2008-2009 דיבידנד, בהיקף שלא יפחת מ-75% מהרווח הנקי בכל שנה קודמת לה.

יש להדגיש כי החברה מחזיקה בחלק מהחברות המאוחדות בשיעורים נמוכים מ-100% באופן משמעותי, כך שהדוח המאוחד אינו מבטא את חלק המיעוט בתזרימי המזומנים.

אמנת (מאוחד), נתונים עיקריים על תזרימי מזומנים

IGAAP FY 2005	IGAAP FY 2006	IGAAP FY 2007	IFRS FY 2007	IFRS 3Q 07	IFRS 3Q 08	
15,967	23,832	27,953	29,770	19,712	20,587	באלפי ש"ח
13,308	17,894	19,465	22,093	14,277	14,351	EBITDA
(14,696)	(10,127)	(5,605)	(8,058)	(15,041)	(3,675)	סך שינויים בהון חוזר
(1,388)	7,767	13,860	14,035	(764)	10,676	CFO
3,597	3,786	4,359	4,359	3,164	3,153	CapEx
8,000	10,000	12,000	12,000	12,000	7,000	Div
9,711	14,108	15,106	17,734	11,113	11,198	FFO-CapEx
1,711	4,108	3,106	5,734	(887)	4,198	FFO-CapEx-Div

אין שינוי מהותי בתנאי הסחר של החברה עם לקוחותיה או מול הספקים

עיקר נכסי החברה נובעים מרכוש שוטף, הכולל יתרות נזילות ויתרות לקוחות, הממומנות בעיקר בהון עצמי, יתרות זכאים ומקדמות. היקף היתרות הנזילות בקבוצה משתנה על פני הרבעונים, כאשר בתום שנה קלנדארית סכומם הוא הגבוה ביותר, עקב מקדמות המתקבלות מהמגזר הציבורי בכל סוף חודש קלנדארי ובמיוחד - בסוף דצמבר. לאורך השנים ניכרת יציבות יחסית ביחסי ההון החוזר. בתשעת החודשים הראשונים של השנה ניכרת עלייה מסוימת בצורכי ההון החוזר, נוכח עונתיות.

אמנת (מאוחד), יחסי הון חוזר עיקריים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2007	3Q 07	3Q 08	
26,461	35,572	39,050	40,079	50,527	50,552	הון חוזר תפעולי
9%	11%	11%	11%	14%	14%	הון חוזר תפעולי להכנסות
1.8	1.9	1.8	1.7	1.9	1.9	יחס שוטף
85	86	87	87	90	82	ימי לקוחות
26	26	27	27	23	21	ימי ספקים

עודף יתרות נזילות על חוב פיננסי תומכים באיתנות פיננסית טובה, המתבטאת ביחסי כיסוי מהירים

היקף החוב הפיננסי ליום 30/9/2008 הינו כ-14 מיליון ש"ח, מרביתו לטווח הזמן הקצר ולגורמים בנקאיים. סכום זה כולל חוב לבעלי עניין, בסך כ-3.0 מיליון ש"ח, בעיקר בגין התחייבות לרכישת כ-7.5% ממניות סיסנת מבעל עניין. פריסת התשלומים בגין העסקה תימשך עד ליולי 2009, אינה מותנית וכרוכה בתשלום הצמדה למדד. שיעור החוב לקאפ הינו 10.2% ומבטא את רמת המינוף הנמוכה יחסית של החברה. רמת החוב הנמוכה תומכת ביחסי כיסוי מהירים, באמצעות התזרים מפעולות. לאורך השנים החברה מחזיקה ביתרות נזילות בסך העולה על החוב, כך שברשותה עודפי מזומנים על חוב, התומכים בגמישותה הפיננסית. ההון העצמי שמר על יציבות לאורך השנים, וליום 30/9/2008 מסתכם בכ-87 מיליון ש"ח, וכולל יתרת עודפים בסך כ-43 מיליון ש"ח. לצד זאת, זכויות מיעוט בסך של כ-32 מיליון ש"ח, בדומה להיקפן בשנים 2005-2007. שיעור ההון העצמי בתוספת זכויות המיעוט מסך המאזן הינו 58.7%. העמסת גיוס האג"ח תביא את שיעור החוב לקאפ לכ-35% ואת שיעור ההון זכויות המיעוט מסך המאזן לכ-47%.

אמנת, נתוני מינוף ואיתנות, באלפי ₪

IGAAP 12.05	IGAAP 12.06	IGAAP 12.07	IFRS 12.07	IFRS 9.07	IFRS 9.08	
14,743	8,040	13,012	13,012	17,180	13,652	חוב פיננסי
95,467	80,034	75,451	75,451	53,349	55,793	יתרות נזילות
(80,724)	(71,994)	(62,439)	(62,439)	(36,169)	(42,141)	חוב פיננסי נטו (עודף מזומנים)
10.7%	6.3%	10.0%	9.4%	12.5%	10.2%	חוב ל-CAP
122,262	119,389	116,155	124,049	119,458	119,208	הון עצמי + זכויות מיעוט
40.3%	40.3%	36.6%	38.6%	41.0%	42.8%	הון עצמי לסך המאזן
56.1%	54.6%	50.9%	53.2%	56.3%	58.7%	הון עצמי וזכויות מיעוט למאזן

אמנת, יחסי כיסוי החוב הפיננסי באמצעות תזרים המזומנים

FY 2005	FY 2006	FY 2007	FY 2007	3Q 07	3Q 08	
1.1	0.4	0.7	0.6	0.9	0.7	חוב ל-FFO
0.9	0.3	0.5	0.4	0.7	0.5	חוב ל-EBITDA
1.5	0.6	0.9	0.7	1.2	0.9	חוב ל-FFO-CapEx
8.6	2.0	4.2	2.3	(14.5)	2.4	חוב ל-FFO-CapEx-Div

אמנת, תמצית מאזן מאוחד, באלפי ₪

IGAAP 12.05	IGAAP 12.06	IGAAP 12.07	IFRS 12.07	IFRS 9.07	IFRS 9.08	
44,892	49,302	33,982	33,982	28,886	29,404	מזומנים ושווי מזומנים
50,575	30,732	41,469	9,489	8,338	11,305	נכסים פיננסיים בשווי הוגן דרך רווח
			13,209	10,881	9,763	נכסים פיננסיים זמינים למכירה
			18,771	5,244	5,321	פקדונות לזמן קצר
65,626	78,433	86,486	86,486	87,050	81,030	לקוחות והכנסות לקבל
9,994	12,832	12,642	6,058	6,626	5,149	חייבים ויתרות חובה
			4,008	4,080	3,226	מס הכנסה לקבל
<u>171,138</u>	<u>171,454</u>	<u>174,694</u>	<u>172,118</u>	<u>151,220</u>	<u>145,291</u>	סך רכוש שוטף
1,174	1,705	1,860	6,643	5,197	3,701	עודף נכסים בשל הטבות לעובדים, נט
	2,028	1,975	1,975	1,990	1,940	נדלן להשקעה
35,884	26,517	26,149	26,149	26,396	26,431	רכוש קבוע נטו
			11,299	12,054	10,881	מוניטין
7,024	11,916	14,876	4,055	4,267	3,546	נכסים בלתי מוחשיים
	941	1,092	2,961	2,792	3,549	מיסים נדחים
2,366	3,654	7,547	7,547	7,836	7,531	יתרות חובה אחרות לזמן ארוך
217,976	218,776	228,419	232,973	212,346	202,924	סך נכסים

14,144	4,797	3,425	3,425	7,168	6,531	אשראי מתאגידים בנקאיים
20,044	23,614	27,120	27,120	22,096	21,215	ספקים ונותני שירותים
			1,738	1,806	1,324	מס הכנסה לשלם
39,259	42,004	45,466	44,936	33,832	35,015	זכאים ויתרות זכות
		2,280	2,280	2,253	2,300	חלויות שוטפות לב. עניין בגין רכישת
19,172	19,402	20,431	19,402	14,542	9,356	מקדמות ממזמיני עבודות, נטו
<u>92,619</u>	<u>89,817</u>	<u>98,722</u>	<u>98,901</u>	<u>81,697</u>	<u>75,741</u>	<u>סך התחייבויות שוטפות</u>
212	1,950	4,168	4,168	4,506	3,863	התחייבויות לתאגידים בנקאיים
2,202	5,379	4,750	1,463	2,123	2,138	התחייבויות בגין הטבות לעובדים
387	1,293	3,139	3,139	3253	958	התחייבויות לבעלי ענין
294	825	1,218	785	809	738	מיסים נדחים
		112	430	500	268	התחייבויות אחרות
87,881	88,140	83,688	45,380	45,668	44,243	הון מניות נפרע וקרנות הון
			44,618	41,379	42,575	עודפים
34,381	31,249	32,467	34,051	32,411	32,390	זכויות המיעוט
<u>217,976</u>	<u>218,775</u>	<u>228,419</u>	<u>232,973</u>	<u>212,346</u>	<u>202,924</u>	<u>סך התחייבויות והון</u>

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג

- גידול משמעותי בהיקפי הפעילות, שילווה בגידול בשיעורי הרווחיות, תוך שמירה על איתנות פיננסית גבוהה
- השקעות בתחומים חדשים, המאופיינים בסיכון עסקי נמוך, אשר יובילו לגיוון ענפי משמעותי של הפעילות

גורמים אשר יכולים לפגוע בדירוג

- שינוי מבנה האחזקות בקבוצה שהיה בו להחליש במידה משמעותית את המיצוב העסקי והפיננסי
- ביצוע השקעות חדשות באופן שיגדיל את רמת הסיכון העסקי הפיננסי של החברה
- ירידה ביחס ההון העצמי, בתוספת זכויות המיעוט, לסך הנכסים במאזן המאוחד, מתחת ל-38%
- גידול בהיקף החוב הפיננסי אשר יוביל להגדלת יחס חוב פיננסי נטו ל-EBITDA מעל ל-1.5. חוב פיננסי נטו: חוב פיננסי בדוחות הכספיים המאוחדים, בניכוי יתרות נזילות; EBITDA: סך ה-EBITDA המצרפי בארבעת הרבעונים האחרונים.

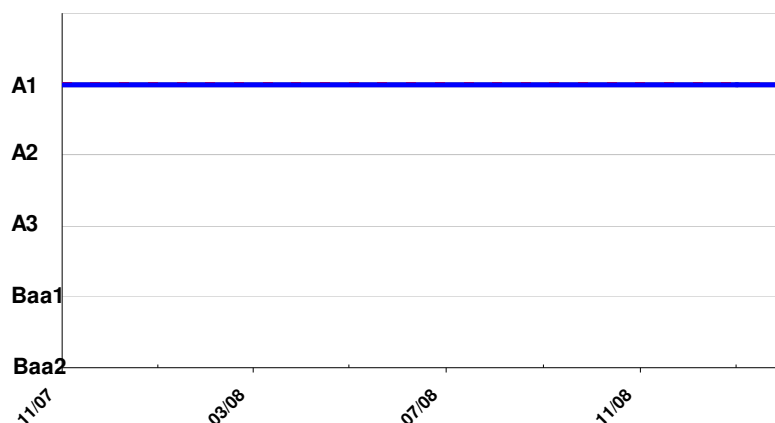
אודות החברה

אמנת ניהול ומערכות בע"מ ("החברה" או "אמנת") פועלת באמצעות חברות בת, מרביתן פרטיות ובשליטתה, בשלושה תחומים עיקריים: ייעוץ בתחומי הניהול ובביצוע פרויקטים - באמצעות אמן ארגון ומדעי ניהול יועצים בע"מ ("אמן") ומרמנת ארגון וניהול פרויקטים בע"מ ("מרמנת", 50%); מיקור חוץ, באמצעות אמגון בע"מ ("אמגון", 65% מהמניות, 50% בשליטה) המספקת שירותי מוקד טלפוני, ניהול מלאי, בלדרות ושרותי פרסום; פיתוח מערכות תוכנה וביצוע בדיקות תוכנה ואבטחת איכות - באמצעות סיסנת תכנה בע"מ ("סיסנת", 87.3%) וחברות הבת, שהגדולה בהן



הינה טסנת בדיקות תוכנה בע"מ (46.8% מהמניות בשרשור), שמניותיה נסחרות בבורסה לניע בתל אביב. כמחצית מההכנסות הקבוצה נובעת מהתחום הציבורי והביטחוני. כ-80% מההכנסות נובעות מישראל, והיתר מפעילות טסנת במערב אירופה. תחום טכנולוגיית המידע מניב כמחצית מההכנסות ומהרווח התפעולי של הקבוצה כולה. קיימים קשרי גומלין בין החברות ושיתופי פעולה רוחביים בקבוצה, הנתמכים במעורבותם הפעילה של שלושת בעלי השליטה, מייסדי החברה, אשר ממלאים תפקידי ניהול בכיר. מניות אמנת הונפקו לציבור בשנת 1994, והיא נסחרת בבורסה בתל אביב. החברה מעסיקה כ-1500 עובדים, בבעלותה מעל ל-100 כלי רכב ומרכז לוגיסטי, המשמש בסיס לפעילות הלוגיסטיקה, המתנהלת ע"י אמגון. כמו כן, בבעלותה ארבעה נכסי נדל"ן, מהם שתי קומות בבנייני משרדים בתל אביב, המשמשים משרדי הנהלה וחברות אחרות בקבוצה.

היסטוריית הדירוג



מושגי יסוד

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
הוצאות ריבית	Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע
הוצאות מימון תזרימיות	Cash Interest	הוצאות מימון מדוח רווה"פ+ הוצאות מימון שהונו לרכוש קבוע- הפרשי הצמדה
רווח תפעולי	EBIT	הכנסות- הוצאות תפעוליות+(-) הוצאות (הכנסות) חד"פ שאותן ניתן לבודד מהדוחות.
רווח תפעולי לפני הפחתות	EBITA	EBIT + הפחתות
רווח תפעולי לפני פחת והפחתות	EBITDA	EBIT + פחת + הפחתות
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג-מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
קאפ (בסיס ההון)	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
השקעות הוניות	Capital Expenditures	השקעות ברוטו בציוד ובמכונות.
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	הגדרה 1- CFO לפני שינויים בהון חוזר הגדרה 2 - רווח נקי מהדוחות הכספיים+ הכנסות והוצאות שאינן כרוכות בזרימת
תזרים מזומנים פנוי	Retained Cash Flow (RCF)	תזרים מזומנים (GCF) דיבידנד.
תזרים מזומנים חופשי	Free Cash Flow (FCF)	תזרים מזומנים פנוי (RCF) - עליה (+ירידה) בהון חוזר- השקעות ברכוש קבוע.

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 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, 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 מאד.	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.



דו"ח מספר: CSA040109000M

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 פיסקה זו, הוא רכוש הבלעדי של מידרוג והוא מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרחני. 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 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.