



דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוגוסט 2010

1

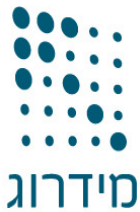
מחבר:

מתן אייל, רו"ח, אנליסט
matane@midroog.co.il

אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום חברות
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרה
------------------	----	------------

הדירוג ניתן לאגרות החוב במחזור של החברה כדלקמן:

שנות פירעון הקרן	יתרה בספרים, במיליוני ש"ח 31/03/2010	הצמדה	ריבית נקובה	ערך נקוב, במיליוני ש"ח	מועד הנפקה	סדרה
2013-2017	81	לא צמודה	משתנה *	81	ספטמבר 2009	ג'
2013-2016	139	לא צמודה	6.65%	139	ספטמבר 2009	ד'

* שיעור הריבית שנושאות אג"ח ממשלתיות מסוג "ממשל 817" בתוספת מרווח שנתי של 2.25%

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק יציב לאגרות חוב (סדרות ג' ו-ד') שהנפיקה דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ ("דור- אלון" או "החברה"). הדירוג מבוסס על מיצוב עסקי גבוה של החברה בענף, הנתמך בנתח שוק, פריסה רחבה של תחנות וגיוון לקוחות, דומיננטיות של מגזר מתחמי התדלוק והמסחר, שיעור גבוה של תחנות בהפעלה עצמית, חדשנות שיווקית ואסטרטגיה ממוקדת קמעונאות, תוך ניצול סינרגיה עם חברות קבוצת אלון; הסיכון העסקי של ענף שיווק הדלקים בישראל מוערך כבינוני. הענף מאופיין בחסמי כניסה גבוהים ובביקושים יציבים יחסית. לצד זאת רמת התחרות הגבוהה בין חברות הדלק, אשר החריפה בשנת 2009 ובאה לידי ביטוי בעליית מחירי הרכישה וההפעלה של מתחמי התדלוק ובהנחות על מחירי הסולר, הביאה לירידה ברווחיות. השחיקה ברווחיות, ההשקעות בפיתוח פעילות הדלקים והקמעונאות וחלוקת הדיבידנד לבעלי המניות הובילו לשחיקה ביחסי כיסוי החוב, אך אלו נשארו בטווח התואם את הדירוג; החברה מחזיקה ביתרות נזילות גבוהות לאורך זמן וגמישותה הפיננסית מוערכת כטובה. במאי 2010 דיווחה החברה כי נחתם הסכם בין בעלת השליטה בה, "אלון חברת הדלק לישראל בע"מ" ("אלון"), ל"אלון החזקות בריבוע כחול - ישראל בע"מ"¹ ("אלון ריבוע כחול"), לפיו תרכוש אלון ריבוע כחול את כל החזקותיה של אלון בחברה (כ-80%). הפעילות באלוניות ובסניפי רשת AMPM דומים במאפייניהם לפעילות המסורתית של אלון ריבוע כחול ויש בסיס לכך שהעברת הבעלות בחברה לאלון ריבוע כחול תוביל לייעול תהליכים וחסכון, אשר יכול שיבוא לידי ביטוי באופן הדרגתי בתוצאות של דור אלון וייבחנו לאורך זמן.

¹ לשעבר "ריבוע כחול ישראל בע"מ"

נתונים פיננסיים עיקריים*, במיליוני ₪

FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	Q12009	Q12010	
5,898	4,843	5,338	3,704	785	993	הכנסות נטו
155	229	209	185	33	38	רווח תפעולי ²
34	42	35	57	18	³ 43	רווח נקי
1,434	1,536	1,541	1,689	1,555	1,598	חוב פיננסי
164	175	142	254	235	300	נכסים נזילים
11.2%	12.8%	11.3%	12.3%	11.8%	14.5%	הון עצמי/ מאזן
2.6%	4.7%	3.9%	5%	4.2%	3.8%	רווח תפעולי / הכנסות נטו
6.71	5.65	5.97	6.75	6.31	6.45	Debt/EBITDAR
12.7%	10%	6.5%	8.9%	6%	9.5%	RCF/Net Debt
1.7	1.39	1.2	1.5	1.22	1.47	EBITAR/Interest Expenses
4.2%	-0.5%	4.5%	3.6%	9.3%	1.9%	FCF/Net Debt
8.9%	12.4%	13.2%	8.2%	17.2%	8.2%	CFO/Debt

* יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית, בהתאם למתודולוגיה של מידרוג.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

ענף שיווק הדלקים מאופיין בסיכון עסקי בינוני

הענף הינו ענף בסיסי המאופיין ביציבות בביקושים תוך צמיחה מתונה. חוזקות הענף כוללות חסמי כניסה גבוהים, בין היתר, על רקע הסכמי שכירות ארוכי טווח עם בעלי תחנות הדלק הנהוגים בענף ומהווים עוגן עסקי חזק. לצד זאת לענף שיווק הדלקים בישראל מספר סיכונים בולטים, הכוללים: רווחיות תפעולית בינונית יחסית לענפים אחרים במשק, חשיפה לתביעות צרכניות ורגולציה גבוהה; אופי הפעילות המקומי יוצר חשיפה לשינויים במבנה הפיקוח על הדלק ואספקתו. צורכי ההון החוזר בענף משתנים ונגזרים מרמת מחירי הדלקים, והם עשויים לגדול בתקופה של עליות מתמשכות במחירי הנפט ובגובה הבלו. העלייה בצורכי ההון החוזר בתקופות אלו משפיעה גם על הגדלת סיכון האשראי, בפרט במגזר השיווק הישיר המהווה כ-32% מסך המחזור של החברה. הפיתוח המואץ של תחום חנויות הנוחות הינו ניסיון להאיץ את צמיחת הפעילות ושולי הרווח. ברם, היקף פעילות זה עדיין נמוך יחסית, ושואב משאבים פיננסיים בהשקעות פיתוח החנויות.

הענף בישראל מתאפיין ברמת תחרות גבוהה אשר באה לידי ביטוי בשנתיים האחרונות במאבקים על חוזי הפעלה של תחנות תדלוק ועל קרקעות למתחמי תדלוק וכן בשחיקת מרווחי השיווק, בעיקר במוצר הסולר עבור לקוחות מוסדיים. ניכרת גם תחרות גוברת בין החברות על קהל ציי הרכב ומועדוני צרכנים. אנו נוטים להאמין כי מיעוט המתחרים בענף וחסמי הכניסה הגבוהים ימתנו את רמת התחרות לאורך זמן ויביאו לשיפור ברווחיות.

² הרווח תפעולי מוצג לפני הכנסות/הוצאות אחרות, בשונה מצורת ההצגה בדוחות הכספיים.

³ הרווח הנקי ברבעון ראשון 2010 כולל רווח מפעילות שהופסקה, בסך 25.5 מיליוני ₪, בגין העברת 95% מהזכויות ב"דור חיפוש גז שותפות מוגבלת" לחברה בבעלות חברת האם של דור-אלון.

מיצוב עסקי חזק בענף בדגש על המגזר הקמעונאי

המיצוב העסקי של החברה נתמך בפריסה רחבה של רשת תחנות הדלק, בשיעור התחנות בהפעלה עצמית שהינו גבוה יחסית לענף (81%), ובמיתוג הבולט של הרשת (עיצוב ומבנה התחנות וגודל חנויות הנוחות). לחברה מאפיינים ייחודיים בהשוואה למתחרות, הנובעים בעיקר מהיותה חברה צעירה יחסית בענף. אלו כוללים, בין השאר: צמיחה מהירה ומואצת יחסית במספר תחנות הדלק וחנויות הנוחות (בשנת 2010 צפויה הרשת לפתוח 9-10 תחנות חדשות, מתוכן 6 כבר נפתחו); פריסה מוגבלת יחסית של תחנות במרכזי הערים הגדולות אך בעלת נוכחות בולטת בצירים ראשיים, דוגמת כביש 6; דומיננטיות במגזר התדלוק והמסחר שהינו בעל יכולת השבת הכנסות (Recurring Earnings) גבוהה יותר בהשוואה למגזר השיווק הישיר, נכח פיזור לקוחות, נאמנות לקוחות וסיכון אשראי נמוך. למרות ההתרחבות המואצת במספר תחנות התדלוק, עדיין קיים פער מהמתחרות מבחינת הפיזור הגיאוגרפי והנגישות. כחלק מקבוצת אלון, מאופיינת החברה במיקוד קמעונאי גבוה, נהנית מיתרונות לגודל של אלון רבוע כחול בתחום הרכש והלוגיסטיקה של מוצרי הצריכה ומהקשר עם מועדון הלקוחות הצומח של אלון רבוע כחול והחברה. בכוננת החברה להרחיב בשנה הקרובה את פעילותה במגזר השיווק הישיר באסטרטגיה המדגישה לקוחות בינוניים ולא גדולים ומינוף יכולות החברה בתחום השירות הטכני, שהיא פיתחה בתחום שיווק הגפ"מ. במגזר השיווק הישיר מהווה הרשות הפלשתינאית (הרש"פ) לקוח עיקרי, אם כי פחות מבעבר.

החברה הינה משווקת הדלקים הרביעית בגודלה בישראל, עם נתח שוק של כ-18% ממספר תחנות התדלוק הציבוריות ושיעור דומה (ללא פעילות AMPM) מסך המחזור של ארבע החברות המובילות במשק (מחזור שהסתכם בשנת 2009 לכ-19.3 מיליארד שקל). חרף הצמיחה בפעילות הקמעונאית, פעילות הדלקים הינה בעלת התרומה המשמעותית ביותר לרווח.

שחיקה ברווחיות בתחום הדלקים על רקע ירידת מרווחי הסולר והתרחבות מואצת

בשנתיים האחרונות רושמת החברה עלייה בהוצאות המכירה והשיווק ביחס להכנסות וביחס לרווח הגולמי, ומתבטאת בשחיקה בשיעור הרווחיות התפעולית מהרווח הגולמי (24% בארבעת הרבעונים האחרונים לעומת 31% בשנת 2007). מגמה זאת מוסברת בשחיקת מרווח הסולר ומפתיחה מואצת של תחנות וחנויות נוחות, המכבידות על הוצאות המכירה והשיווק בשנים הראשונות להפעלתן. צמצום מגזר השיווק הישיר בעיקר על רקע הקיטון באספקה לרש"פ הוביל גם הוא לקיטון הרווחיות. תרומת מגזר השיווק הישיר לרווח התפעולי הינה 21% בשנת 2009 לעומת 29% בשנת 2007. על רקע זה מובחן גידול בתרומת הפעילות הקמעונאית (הכוללת את האלונות ורשת AMPM) להכנסות ולרווח. חלקה של פעילות זו בסך ההכנסות גדל מ-9.4% ב-2008 לכ-15% ב-2009 והסתכם ב-501 מיליון ש"ח ו-557 מיליון ש"ח, בהתאמה. התרומה לרווח הגולמי של פעילות זו הייתה בשנת 2009 כ-27% לעומת 24.7% בשנת 2008. גידול זה, הנובע מהרחבת מספר החנויות, הינו תורם לציבות בסך הרווח הגולמי, בהתחשב בשחיקה במרווחי הדלק בשנים האחרונות ולנוכח העובדה שהאלונות מאופיינות בשיעורי רווחיות גולמית סביב 30% ומעלה, כפול מהרווחיות של מוצרי הדלק. החל מחודש יולי 2010 הוכפלה העמלה הצולבת שמשלמות חברות שיווק הדלקים לחברות כרטיסי האשראי בגין עסקאות בכרטיסי אשראי בתחנות הדלק. השינוי אינו צפוי לחול על עסקאות ציי רכב שאינן נושאות עמלה צולבת. שינוי זה צפוי להשפיע במידה מסוימת על רווחיות החברה. אנו מעריכים כי החברה תצליח למתן את מרבית הפגיעה.

מקורות מפעילות חזקים ויציבים מימנו את פעילות ההשקעה והדיבידנדים⁴

בארבעת הרבעונים שהסתיימו ב-31/3/2010 רשמה החברה תזרים תפעולי (EBITDA) בהיקף של כ-276 מיליון ש"ח, זאת לעומת היקף של 290-300 מיליון ש"ח בשנים 2007-2008. בשנת 2009 חלה ירידה בתזרים התפעולי נוכח השחיקה ברווחיות כמוסבר לעיל. ברבעון הראשון של שנת 2010 ניכר שיפור מסוים והחברה צפויה לחזור לקצב התזרים של השנים הקודמות. יחס כיסוי ה-EBITAR להוצאות המימון (נתונים מותאמי חכירה תפעולית) עמד בארבעת הרבעונים האחרונים על כ-1.47, הגבוה במעט מהממוצע בשנתיים האחרונות (1.3).

מקורות החברה מפעילות בשלוש השנים האחרונות שימשו בעיקר להשקעות בהון חוזר וברכוש קבוע וכן לתשלום דיבידנדים לבעלי המניות, זאת, כאשר היקף החוב נטו נותר יציב יחסית, תוך שהחברה פועלת למחזור חוב באופן שוטף. צרכי ההון החוזר של החברה הינם תנודתיים יחסית עקב שינויים ביתרת הלקוחות המושפעת ממחירי הדלקים ומהיקף הפעילות במגזר השיוק הישיר. יש לציין כי ממוצע ימי החובות הפתוחים במגזר התדלוק והסחר עלה מ-50 ל-64 יום בשנים 2008 ו-2009 בהתאמה וכי החברה זוקפת מגמה זאת לתנודתיות במחירי הדלקים ולעליית מס הבלו על הסולר. בשלוש השנים האחרונות רשמה החברה השקעות הוניות בהיקף שנתי ממוצע של כ-165 מיליון ש"ח (בנטרול ההשקעה בפעילות הגז), מרביתן - הרחבה ושדרוג של רשת תחנות הדלק. השקעות אלו כוללות גם את הרכישה והרחבה של רשת AMPM, בעיקר בשנים 2007-2008. ברבעון הראשון של שנת 2010 רכשה החברה שלוש תחנות דלק, בעלות השקעה של כ-50 מיליון ש"ח. מידרוג מעריכה גידול בהיקף ההשקעות בשנה הקרובה.

לחברה אין מדיניות דיבידנד מוצהרת, אולם בפועל החברה חילקה בממוצע בשנים 2005-2009 כ-20 מיליון ש"ח לשנה. במהלך שנת 2008 שולם באופן חריג דיבידנד נוסף מסך יתרת העודפים, בסך של 75 מיליון ש"ח.

החברה רשמה תזרים חופשי (FCF) נמוך בשנים האחרונות ואף שלילי בחלק מהתקופות על רקע השקעות גבוהות ברכישות ובמקביל פירעונות החוב מומנו על בסיס מחזור חוב פיננסי. אנו מעריכים מצב זה ימשך גם בעתיד.

רמת נזילות וגמישות פיננסיות טובות

רמת הנזילות של החברה נשענת על יכולת יצור מזומנים גבוהה ועל יתרות נזילות גבוהות שהחברה שומרת לאורך זמן. התיק הנזיל ליום 31/3/2010 הסתכם בכ-300 מיליון ש"ח ונבע בעיקר מתמורת אג"ח שהונפקו בסוף שנת 2009, אשר הופנתה בחלקה לרכישת תיק ני"ע ולהגדלת יתרת המזומנים. תיק ניירות הערך כולל בעיקר אג"ח סחירות בדירוג A2 ומעלה וכן השקעה של כ-24 מיליון ש"ח (6 מיליון דולר) במניות חברה הנסחרת בבורסה בניו-יורק. התיק הנזיל של החברה מכסה בצורה טובה את צרכי פירעון קרן האג"ח של החברה בטווח של עד שנתיים, אם כי אנו מעריכים שחלק מהתיק הנזיל עשוי להיות מופנה להשקעות הוניות.

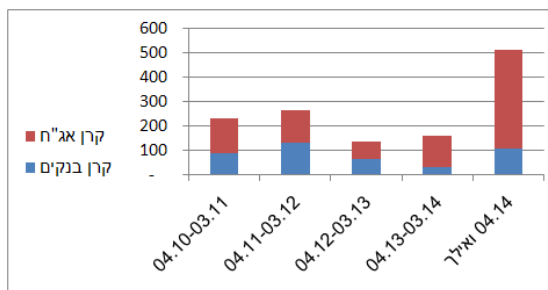
במהלך 2010, גייסה החברה הלוואות מבנקים שנועדו ברובן לפירעון אגרות החוב בסך כולל של 160 מיליון ש"ח. מידרוג מעריכה כי הגמישות הפיננסית של החברה הינה טובה בהתבסס על יכולת חזקה בייצור תזרימי מזומנים, מערכת יחסים ארוכת טווח של החברה מול מספר בנקים והיעדר קובננטים על מרבית החוב. היקף מסגרות האשראי הבלתי מנוצלות של החברה לסוף הרבעון הראשון עמד על כ-550 מיליון ש"ח. מסגרות האשראי של החברה אינן חתומות, דבר המהווה גורם סיכון בדירוג.

⁴ הנתונים התזרימיים מוצגים לפני התאמות חכירה תפעולית. יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמות חכירה תפעולית.

איתנות פיננסית יציבה לצד שחיקה ביחסי כיסוי חוב

לחברה רמת מינוף גבוהה יחסית הנגזרת מההשקעות הגבוהות בהרחבת הפעילות, לצד היקף חלוקת הדיבידנד לבעלי המניות. יחס DEBT/EBITDAR מותאם לארבעת הרבעונים האחרונים עומד על כ- 6.45, לעומת יחס של 5.5-6.0 בשנים 2007-2008. העלייה ביחס נרשמה נוכח הירידה בתזרים התפעולי ועלייה בהיקף החוב הפיננסי ברוטו.

לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 31.03.2010, במיליוני ₪



אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להעלות את הדירוג:

- הורדה משמעותית של רמת המינוף תוך שיפור מהותי ביחס הכיסוי.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

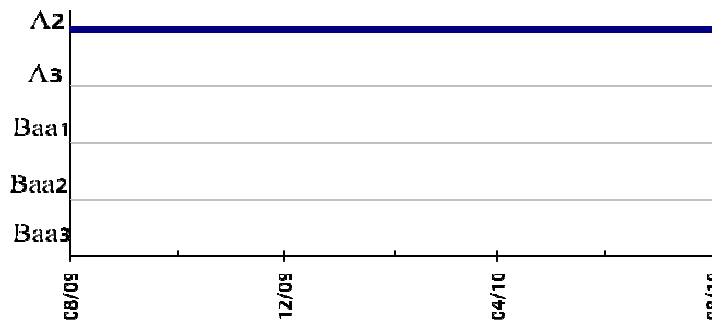
- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי המותאם ברוטו ל- EBITDAR בארבעת הרבעונים האחרונים מעל לטווח של 7.0-7.5 (היחס מותאם להוצאות חכירה תפעולית)⁵;
- פגיעה ברמת הנזילות של החברה ביחס לצורכי שירות החוב ופגיעה בגמישות הפיננסית;
- חלוקת דיבידנד במידה שיש בה לפגוע בפרופיל הפיננסי של החברה.

⁵ טווח יחס הדירוג הותאם בהשוואה לדוח הדירוג הראשוני על מנת לשקף את המעבר לחישוב יחסי כיסוי המותאמים לתשלומי חכירה תפעולית וביחס לחוב ברוטו במקום חוב נטו.

אודות החברה

דור אלון אנרגיה בישראל (1988) בע"מ, ביחד עם חברות הבת שלה ("החברה" או "דור אלון"), עוסקת בפיתוח, הקמה והפעלה של תחנות תדלוק ומרכזים מסחריים בסמיכות להם וכן, בשיווק של מוצרי דלק ומוצרי צריכה אחרים בתחנות תדלוק ומחוץ לתחנות. מגזר מתחמי התדלוק והמסחר הינו מגזר הפעילות העיקרי של החברה, התורם כ-60% מההכנסות המאוחדות וכ-88% מהרווח התפעולי. הפעילות בו כוללת בעיקר פיתוח, הקמה ותפעול של תחנות תדלוק ציבוריות בשם המותג "דור אלון", אשר מרביתן כוללות חנויות נוחות בסמוך להן בשם המותג "אלונית" ו-"סופר אלונית". במגזר זה נכללת גם פעילות רשת AM:PM שנרכשה בחודש ינואר 2007 תמורת כ-140 מיליון ש"ח. נכון להיום דור אלון מחזיקה ברשת מתחמי תדלוק הכוללת 187 תחנות דלק ציבוריות בפריסה ארצית ו-186 תחנות פנימיות וכן 119 חנויות נוחות (אלוניות) בתוך מתחמי התדלוק. בנוסף, החברה מפעילה 45 חנויות AMPM ו-10 צרכניות בקיבוצים ובמושבים. מגזר הפעילות השני בחברה הינו השיווק הישיר, הכולל מכירה, שיווק והפצה של מוצרי דלק ישירות ללקוחות, לרבות אספקה של גפ"מ למשקי בית באמצעות החברה הבת דור גז החדשה בע"מ ("דורגז"). מגזר הפעילות השלישי בחברה הינו מגזר שיווק דלק סילוני, הכולל שיווק של דלק סילוני לחברות תעופה אזרחיות והשקעה בחברה העוסקת בשירותי תעופה.

היסטוריית הדירוג



דוחות מתודולוגיים:

מתודולוגיה - "ענף קמעונאות - מתודולוגיית דירוג", אוגוסט 2010.

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

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 פיננסי 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 פיננסי + 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 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

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 מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיין 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") 2010.

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 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 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 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.