



# חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

מעקב | ינואר 2014

1

**מחבר:**

עמית ברון, אנליסט  
[amitb@midroog.co.il](mailto:amitb@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

ליאת קדיש, רו"ח, ראש צוות  
[liatk@midroog.co.il](mailto:liatk@midroog.co.il)

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)



## חממה מאיר סחר (1996) בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa2	דירוג סדרות
------------------	------	-------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג לאגרות החוב (סדרה ב') שהנפיקה חממה מאיר סחר (1996) בע"מ ("חממה" או "החברה"), מדירוג Baa3 לדירוג Baa2, תוך שינוי האופק מחיובי ליציב.

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר נייר	מועד הנפקה	שיעור ריבית שנתית	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.13 (במיליוני ש"ח)	יתרת שנות פירעון האג"ח
ב'	1105006	06/2007	5.5%	מדד	8.5	2014

בחודש יולי 2013 גייסה החברה סדרת אג"ח חדשה (אג"ח ג' - לא מדורגת) בהיקף של כ-80 מיליון ש"ח, לפדיון בשנים 2015-2019. ריבית צמוד מדד +5.25%.

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

בחודש נובמבר 2012 שינתה מידרוג את אופק דירוג אגרות החוב של החברה מיציב לחיובי. שינוי האופק נבע מגידול עקבי במחזור ועלייה בשיעור הרווחיות התפעולית, לצד שיפור ביחסי הכיסוי ביחס לשנים קודמות. בתרחיש הבסיס בטווח אופק הדירוג הונח כי החברה תציג יחס כיסוי חוב/EBITDA של 7-8 לאור ציפיותינו לשמירה על רמת הרווחיות. החל ממועד המעקב האחרון החברה הציגה יציבות ושיפור באחוזי הרווחיות הגולמית והתפעולית. הדירוג נתמך בפרופיל עסקי חזק של חברה ותיקה ובעלת מוניטין בתחום פעילותה. מוצרי החברה כוללים מגוון רחב של סחורות חקלאיות, הנמכרות בעיקרן ללקוחות תעשייתיים, מסחריים ומוסדיים בשוק הישראלי ובפיזור גבוה. יתרונה היחסי על פני מתחרותיה הינו בעיקר יתרון לגודל, המאפשר זמינות סחורות וכן הקטנת עלויות המימון והלוגיסטיקה של לקוחותיה. לאורך השנים החברה מציגה רווחיות יציבה יחסית לענף הפעילות חרף המגמות והתנודתיות במחירי הסחורות בעולם. מידי רבעון החברה מעדכנת הפרשה לירידת ערך מלאי. בשלוש השנים האחרונות היוותה הפרשה זו רכיב זניח מסך המכירות. בנוסף, החברה מציגה לאורך זמן שיעור הפרשה לחומ"ס כאחוז מהמכירות, הנאמד בכ-0.5% בחמש השנים האחרונות (כ-0.15% בשלוש השנים האחרונות). החל ממועד המעקב האחרון החברה הציגה יציבות ושיפור באחוזי הרווחיות הגולמית והתפעולית (כ-8.5% מרווח גולמי ו-5.3% מרווח תפעולי לתקופת 1-9/2013 לעומת 8.4% ו-4.4% לשנת 2012) חלק ניכר מהשיפור בתוצאות הינו נוכח עלייה במחירי המכירה. במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2013 עלה מחיר המכירה של אחד מהמוצרים המובילים של החברה בכ-30%, דבר אשר השפיע על הגידול במכירות. החברה רשמה עלייה ברמת החוב, בעיקר נוכח גידול בצרכי ההון החוזר וזאת-לאור גידול בהיקף הפעילות והצטיידות במלאים לטובת קניות הזדמנותיות. ימי המלאי של החברה נשארו יציבים לאורך התקופה ועמדו על כ-143 יום בשנתיים האחרונות. להערכת מידרוג, החברה הגיעה בשנת 2013 לרמות מלאי ש"א, ואינה צפויה להעלות בצורה ניכרת מעל רמות המלאי הנוכחיות.

ענף פעילותה של החברה - סחר במזון בסיסי חקלאי (Commodities) מאופיין בביקושים יציבים לאורך זמן הנגזרים ממאפייני האוכלוסייה. עם זאת, קיימת חשיפה לסיכונים שוק גלובליים, כגון שינויים תכופים בשערי חליפין ותנודתיות במחירי ובמרווחי הסחורות החקלאיות, המושפעים (בין היתר) משיעור היבולים, מגמות סוציו-דמוגרפיות ופגעי אקלים. לאור הגורמים הנ"ל, צורכי ההון החוזר בענף הינם גבוהים ותנודתיים. לחברה מינוף גבוה יחסית ויחסי כיסוי איטיים המושפעים מצורכי ההון החוזר הגבוהים הנגזרים מפעילות הסחר. המרכיב הגבוה של נכסי הון חוזר, בדגש על מלאי הסחורות, ממתן במידת מה את סיכון המינוף.

יחס הכיסוי LTM ליום 30/09/13 הנו 10.1 וזאת- נוכח כך שהרבעון הרביעי של 2012 רשם הוצאות שכר הנהלה וטרואקטיביות לכל שנת 2012 (לאור מו"מ מתמשך, בהתאם לתיקון 16 לחוק החברות) בסך מצטבר של כ- 4 מיליון ₪ ועל כן אינו מייצג. מידרוג צופה כי החברה עתידה לסיים את שנת 2013 ביחס כיסוי חוב ל-Ebitda של כ- 7.1. יחס זה תואם את ציפיות המידרוג אשר הוצגו בעת הצבת האופק החיובי. המידרוג הנוכחי מגלם צפי לתנודתיות מסוימת ביחס הכיסוי התזרימיים לאורך זמן כנגזרת של אופי פעילותה של החברה. מידרוג מצפה כי החוב הפיננסי הכולל של החברה לא יעלה על הרמה הנוכחית וכי החברה תציג בטווח התחזית יחס כיסוי חוב/Ebitda אשר אינו עולה על 8.0.

החברה הינה חברה קטנה במונחי תזרים ומציגה לאורך השנים FFO (מקורות מפעילות) נמוך, מאפיין המחליש את מעמדה ומגדיל את שיעור חשיפתה לתנודתיות ענפית ולאתגרים תפעוליים.

גמישותה הפיננסית של החברה שופרה במהלך השנה האחרונה עם גיוס סדרת אג"ח חדשה בחודש יולי 2013 (לא מדורגת) בהיקף של כ-80 מיליון ₪, לפירעון בשנים 2015-2019 בריבית צמודה+5.25% אשר שימשה לפירעון חוב ז"ק מול הבנקים. במסגרת המהלך, החברה האריכה מח"מ תוך כדי הגדלת מסגרות בלתי מנוצלות במערכת הבנקאית. להערכת מידרוג, גיוס הסדרה החדשה שיפר את החברה מבחינת הארכת מח"מ הסדרה אך לאורך זמן יכביד על הוצאות המימון של החברה, דבר אשר עלול לפגוע ב- FFO של החברה. בתרחיש הבסיס של מידרוג, החברה תציג Ebitda בטווח של 20-25 מיליון ₪ ו-FFO בטווח של בין 10-15 מיליון ₪. החברה מציגה שיפור ביחס השוטף לרמה של 2.0 ליום 30/09/2013, נתון בולט לחיוב, המעיד על הארכת מח"מ החוב אשר מממן את צרכי ההון החוזר.

**חממה - נתונים פיננסיים עיקריים – במיליוני ₪:**

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	*1-9/2012	**1-9/2013	
390	389	444	481	358	388	הכנסות
28	28	41	40	34	33	רווח גולמי
7	11	23	21	22	20	רווח (הפסד) תפעולי
0	4	9	13	11	12	רווח (הפסד) נקי
7.1%	7.1%	9.2%	8.4%	9.4%	8.5%	% רווח גולמי
1.9%	2.9%	5.3%	4.4%	6.2%	5.3%	% רווח תפעולי
8	12	24	22	23	21	Ebitda
4	6	12	12	12	15	FFO
11	(18)	0	(41)	(23)	(32)	שינויים בהון החוזר
15	(8)	14	(31)	(9)	(13)	CFO
0	(1.5)	(3)	0	0	0	דיבידנד
0.5	0.2	0.5	1.1	0.5	0.7	יתרות נזילות
154	165	157	188	168	202	חוב פיננסי ברוטו
24.2%	24.7%	25.5%	25.4%	27.2%	28.5%	הון עצמי למאזן
54%	60%	52%	57%	52%	60%	הון חוזר תפעולי / הכנסות
19.3	13.6	6.5	8.6	6.2	10.1	חוב/LTM Ebitda
34.8	25.5	13.1	16.1	12.3	14.3	חוב/LTM FFO

\*יחסי הרווחיות וכן יחסי הכיסוי חוב / Ebitda וחוב/FFO 1-9/2012, אינם מתייחסים לעלויות נוספות בגין הוצאות שכר (בעיקר הנהלה) אשר אושרו וטרואקטיביות במהלך שנת 2012 ונרשמו ברבעון הרביעי של שנת 2012.

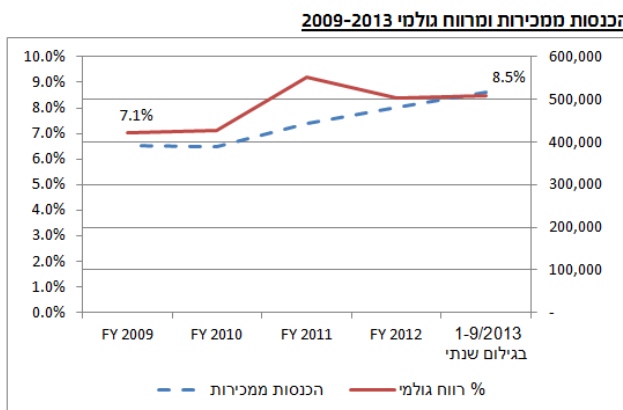
\*\*יחסי הכיסוי LTM לתקופת 1-9/2013 הושפעו אף הם מהרבעון הרביעי 2012. אם נתייחס לתקופה האמורה בלבד, יעמדו יחס חוב/Ebitda וחוב/FFO על 7.3 ו 10.4, בהתאמה.

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

### צמיחה בהכנסות וברווחיות החברה נוכח עלייה במחירי הסחורות

הכנסות החברה ממשיכות לצמוח בקצב מתון אך עקבי. החברה רשמה יציבות ואף גידול מסוים בשיעורי הרווח הגולמי והתפעולי מ-8.4% ו-4.4% בשנת 2012 ל-8.5% ו-5.3% בתקופת 1-9/2013. מרווחים אלו דומים לאלה שנרשמו בשנת 2011. מידרוג רואה בחיוב את יציבות המרווחים אשר נשמרת חרף תנודתיות אינהרנטית בענף פעילותה של החברה. בין הסיבות לתנודתיות: שינוי במחירי הסחורות ותמהיל המוצרים, אופי הפעילות (סחר בלבד ו/או שירותים), הפרשות לירידת ערך מלאי, התייקרות תשומות (כגון תעריפי הובלה ודמי"ש) והתפתחויות בסביבה התחרותית והאכיפה הרגולטורית כלפי מתחמים. שינויים בשע"ח הינם גורם אשר משפיע אף הוא על תנודתיות הפעילות. ככלל, החברה אינה מגדרת את חשיפת המט"ח. מחד, מבחינה כלכלית לחברה אין חשיפה למט"ח (החברה קונה ונוקבת את מחירי הסחורות בדולרים) מאידך, לחברה חשיפה מאזנית לדולר אשר איננה מגודרת.

חלק מהותי ממכירות החברה הינן מכירות של מוצר בודד של החברה אשר רשם בתשעת החודשים הראשונים של 2013 עליית מחירים של כ-30% נוכח יבולים נמוכים ועלייה בביקוש למוצר בשוקי המקור. הרווחיות הגולמית של אותו



מוצר רשמה מגמת עלייה בין 2011 ל-2012 אשר בשנת 2013 התמתנה במקצת. מוצר דומיננטי אחר של החברה, שומר על יציבות במחירי המכירה לאורך השנים, מהווה גורם מייצב בתמהיל המכירות ותורם אף הוא לרווחיות החברה. בתרחיש הבסיס שלנו אנו מניחים המשך הצגת שיעורי רווחיות גולמית שנתית של כ-8% ושיעור רווחיות תפעולית של כ-4.5%, בדומה לשיעורי הרווחיות אשר נרשמו בשנים 2011-2013.

### יחסי כיסוי איטיים ותנודתיים אך במגמת שיפור מסוימת

יחס הכיסוי חוב ל-Ebitda (LTM) ליום 30/09/13 הנו 10.1 וזאת- נוכח כך שהרבעון הרביעי של 2012 רשם הוצאות שגר הנהלה רטרואקטיביות לכל שנת 2012 (לאור מו"מ מתמשך, בהתאם לתיקון 16 לחוק החברות) בסך מצטבר של כ-4 מיליון ש"ח ועל כן אינו מייצג. לעומת זאת בשנת 2012 כולה (המהווה תקופה מייצגת) החברה רשמה יחס כיסוי חוב/Ebitda של כ-8.6. לאור השמירה על רמת הרווחיות (כ-8.5% מרווח גולמי בשנים 2012-2013) והגידול במחזורים בשנת 2013 (8% בכל אחת מהשנים) החברה צפויה להערכת מידרוג להציג יחס כיסוי חוב ל-Ebitda בסוף שנת 2013 של כ-7.1, נתון העומד בקנה אחד עם הערכתנו בעת הצבת האופק החיובי. תרחיש הבסיס שלנו מניח חזרה לשיעורי רווחיות גולמית שנתית של כ-8% ולשיעור רווחיות תפעולית של כ-4.5%, בדומה לשיעורי הרווחיות אשר נרשמו בשנים 2011-2013. כמו כן, אנו מניחים כי החברה תציג יחס חוב ל-Ebitda שלא יעלו על 8.0 לאורך זמן.

החברה הינה חברה קטנה במונחי תזרים ומציגה לאורך השנים FFO נמוך. כתוצאה מכך, בד בבד עם הגידול ברמות החוב הנ"ל, מציגה החברה יחסי כיסוי חוב ל-FFO איטיים לאורך זמן.



## יתרות מזומנים נמוכות, שיפור בגמישות הפיננסית בעקבות גיוס האג"ח בשנת 2013

נזילות החברה אינה גבוהה. החברה שומרת על יתרות נזילות זניחות לאורך השנים. עם זאת, הנזילות נגזרת מצורכי ההון החוזר האינהרנטיים של החברה אשר מבוססים על יתרות מלאי סחירות ביותר. החברה מציגה שיפור ביחס שוטף לרמה של 2.0 ליום 30/09/2013, נתון בולט לחיוב, המעיד על הארכת מח"מ החוב אשר מממן את צרכי ההון החוזר.

בחודש יולי 2013 גייסה החברה סדרת אג"ח חדשה (אג"ח ג' - לא מדורגת) בהיקף של כ-80 מיליון ₪, לפדיון בשנים 2015-2013 בריבית צמוד+5.25%, לצורך מחזור חוב קיים לז"ק וכן לצרכי הון חוזר. בשנים האחרונות החברה רשמה עלייה ברמות החוב בעיקר לאור עליית מחירי הסחורות. גיוס הסדרה החדשה אפשר לחברה לפנות מסגרות אשראי בהיקפים משמעותיים, דבר אשר תרם לגמישות הפיננסית מול הגורמים המממנים. להערכתנו, בעקבות הגיוס נוצר פער מח"מ בין פעילות החברה, המאופיינת בצורכי הון חוזר מהירים לבין מח"מ המימון הארוך של האג"ח.

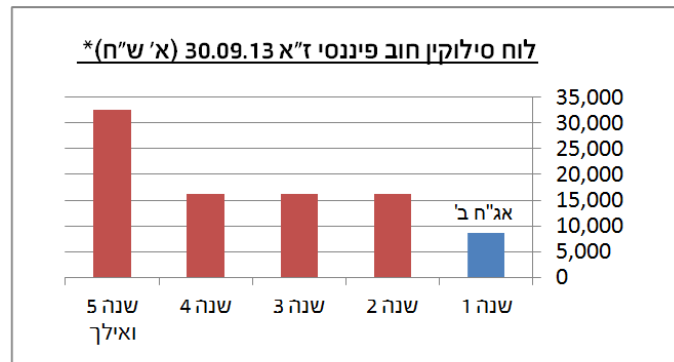
בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2013 החברה הציגה תזרים מזומנים שוטף (CFO) שלילי של כ-13 מיליון ₪, מרביתו נרשם ברבעון השני של השנה נוכח עלייה בימי המלאי וזאת- בהמשך לתזרים שלילי של כ-31 מיליון ₪ בשנת 2012. בשנים 2012-2013 נרשם גידול במלאי נוכח עליית מחירי מוצר מוביל של החברה בהיקף של כ-40 מיליון ₪. כמו כן, חל במקביל גידול באשראי ללקוחות בסך 17 מיליון ₪. שינויים אלו הינם מחזוריים באופיים ונגזרים ממדיניות החברה הכוללת קניית הזדמנותיות ותגודתיות במחירי הסחורות, אשר קשה לצפות אותם מראש. כמו כן, לעיתים יום החתך כולל מלאי בדרך אשר ממומן ע"י אשראי ספקים, דבר אשר מגדיל את צרכי ההון החוזר באופן נקודתי. עם זאת, לאורך זמן, גידול בצרכי ההון החוזר תומך בהמשך גידול במכירות וברווחיות.

FY 2009	FY 2010	FY 2011	FY 2012	1-9/2012	1-9/2013	
136	130	125	144	130	143	ימי מלאי
117	134	122	123	112	121	ימי אשראי לקוחות
1.6	1.5	1.4	1.4	1.4	2.0	יחס שוטף
0.8	0.8	0.7	0.7	0.7	1.0	יחס מהיר
35%	43%	43%	51%	49%	33%	חוב ז"ק/מלאי+לקוחות
54%	60%	52%	57%	52%	60%	הון חוזר תפעולי/הכנסות

בעקבות שינוי בתמהיל המוצרים ובמדיניות החברה, התארכו ימי המלאי מהיקף של כ-125 יום בשנת 2011 להיקף של כ-143 יום בשנים 2012-2013. היקפם הכולל של צרכי ההון החוזר הינו במתאם ישיר לרמת החוב. היחס בין צרכי ההון החוזר להכנסות עמד על כ-57% בסוף שנת 2012 וכ-60%, נכון לסוף הרבעון השלישי 2013. בדומה לטווח אשר נרשם בשנים קודמות. יתרת החוב הפיננסי ליום 30.09.2013 הינה כ-202 מיליון ₪ (מתוכה כ-88 מיליון ₪ יתרת אג"ח ב' ו ג'), לעומת יתרת חוב של 168 מיליון ₪ אשתקד (מתוכה כ-17 מיליון ₪ יתרת אג"ח) כאשר במהותו, החוב הפיננסי רובו ככולו מיועד למימון הון חוזר.

לחברה מסגרות אשראי בסך כ-275 מיליון ₪, המתחלקות בין ארבעה בנקים שונים. כ-153 מיליון ₪ מתוכן הינן מסגרות חתומות. סך המסגרות הפנויות העומדות לרשות החברה, נכון ליום הדו"ח, מוערכות בכ-122 מיליון ₪. החברה הסירה לאחרונה מחויבות כלפי אחד מהבנקים שלא לבצע חלוקת דיבידנד כל עוד תזרימה השוטף בארבעת הרבעונים האחרונים שלילי. עם זאת, החברה מחויבת כלפי הבנקים שלא לבצע חלוקה של למעלה מ-50% מהסכום הראוי לחלוקה או לבצע חלוקה אשר בעקבותיה ההון עצמי של החברה יפחת מסך של 75 מיליון ₪ ו/או יהווה פחות מ-20% מסך מאזן החברה. אנו מעריכים כי לא יחולקו דיבידנדים בסכומים מהותיים לאורך שנות התחזית. צרכי שירות החוב

של החברה לארבעת הרבעונים הקרובים מסתכמים בכ- 8 מיליון ₪ וזאת- לטובת התשלום האחרון של אג"ח ב'. צרכי שירות החוב בשנים הבאות יהיו כ-16 מיליון ₪ לשנה בגין אג"ח ג'. להערכתנו צרכי שירות החוב ימולאו ע"י שימוש במסגרות בנקאיות הפנויות אשר עומדות לרשות החברה.



\*לוח הסילוקין כולל חוב ז"א (אג"ח בלבד, לחברה אין חוב בנקאי ז"א) ואינו כולל אשראי בנקאי לז"ק בסך של כ-113 מיליון ₪

## אופק הדירוג

### גורמים אשר יכולים להוביל להעלאת הדירוג:

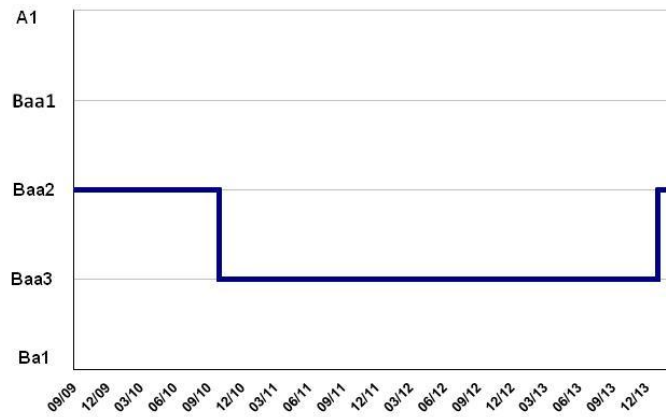
- הורדה מתמשכת ברמת המינוף ושיפור פרמננטי ביחסי הכיסוי
- שיפור רמת הרווחיות לאורך זמן

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- פגיעה משמעותית ביחס כיסוי חוב ל- EBITDA לאורך זמן
- פגיעה מתמשכת ברווחיות החברה
- ירידה ביחס הון עצמי לסך מאזן מתחת ל- 25%

## פרופיל החברה

חממה מאיר סחר (1996) בע"מ עוסקת, החל מהקמתה בשנת 1996, במסחר במזון יבש, לרבות מכירתו, הפצתו ושיווקו. פעילות החברה כוללת ייבוא רחב של מוצרים (כ-50 משפחות) ובכלל זה: קטניות, תבואות, דגנים ובעיקר שומשום ואורז. המוצרים מיובאים מעשרות מדינות בעולם והחברה שומרת על קשרים עסקיים עם כ-140 ספקים, בנוסף לסוכנים ומתווכים במדינות היעד. מוצרי החברה נמכרים בעיקר באריזות סייטונאיות ליותר מ-450 לקוחות שונים, ביניהם: יצרני מזון, סייטונאים, בתי קלייה ולקוחות מוסדיים. אחסנת המוצרים נעשית במרכז הלוגיסטי בקרית גת, משם הם מופצים, באמצעות מערך משאיות בבעלות קבלני משנה. ביוני 2007 הונפקו לראשונה מניות החברה לציבור. כ-77% מהון המניות של החברה מוחזק בידי בני משפחת חממה. מנכ"ל החברה הינו מר אליהו חממה ויו"ר הדירקטוריון הינו מר צביקה עמית.



### דוחות קשורים

[דוח מעקב קודם - מעקב נובמבר 2012](#)

[מתודולוגיית דירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג [www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

תאריך הדוח: 21.01.2014

**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 פיננסי 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 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

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 לפדין של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדין 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](http://www.midroog.co.il)  
© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2014.

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](http://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 לסיכוני 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 שבכונתו 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.