



# וואן טכנולוגיות תוכנה (או.א.ס.טי) בע"מ

מעקב | ינואר 2013

1

## מחברים:

דניאל אבן צור, רו"ח, אנליסט  
[Daniel@midroog.co.il](mailto:Daniel@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

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

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

## וואן טכנולוגיות תוכנה (או.אס.טי) בע"מ

אופק דירוג: יציב	A2	דירוג סדרות
------------------	----	-------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 ואופק דירוג יציב לאג"ח (סדרות א' ו-ב') של וואן טכנולוגיות תוכנה (או.אס.טי) בע"מ ("וואן" או "החברה").  
סדרות האג"ח הכלולות בדוח זה:

סדרת אג"ח	מס' נייר ערך	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי ההצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.09.12 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
א'	1610138	5/2005	3.95%	מדד	10.8	2013
ב'	1610153	1/2010	4.20%	מדד	61.2	2013-2016

### שיקולים עיקריים לדירוג

במהלך השנתיים האחרונות החברה הציגה שיפור בפרופיל הפיננסי, הכולל גידול במכירות, בעקבות צמיחה אורגנית ותהליכי מיזוגים ורכישות והצגת תזרים מפעילות בהיקפים עולים. להערכת מידרוג, הפרמטרים הפיננסיים של החברה שופרו במהלך תקופה זו ותומכים בדירוג גבוה יותר. עם זאת, היקפי פעילות החברה הינם בינוניים ביחס למתחרים. החברה פועלת בענף בעל סיכון עסקי בינוני המאופיין ברמת תחרות גבוהה. החברה פועלת גם בתחום התשתיות, שלהערכתנו, תנודתי יותר ובעל סיכון גבוה יותר מאשר תחום התוכנה. בשקלול כלל הפרמטרים, החברה נמצאת בטווח העליון של הדירוג.

דירוג החברה נתמך במעמדה העסקי המבוסס בענף ה-IT (טכנולוגיות מידע) בישראל. החברה היא בעלת מוניטין ודומיננטיות בתחום פיתוח והטמעה של פרויקטי ERP, בעל רווחיות תפעולית בולטת לחיוב. החברה מאופיינת בגיוון ופיזור מוצרים ולקוחות אשר הורחב בשנים האחרונות באמצעות אסטרטגיית מיזוגים ורכישות חברות, כגון: כלנית כרמון והראל טכנולוגיות. לחברה פרופיל פיננסי גבוה, הנתמך ברווחיות טובה ובצמיחה פנימית וביחסי כיסוי מהירים. במהלך השנה האחרונה רשמה החברה גידול במחזור הפעילות, הנובע מצמיחה אורגנית וכן מרכישת החברות: טסקום, המתמחה בתחום בדיקות התוכנה ואקסקט, הפועלת בתחום הטמעה ויישום מערכות מבוססות SAP.

החברה מציגה יחס הון למאזן נמוך יחסית של כ-30%, ובדומה לתאגידי נוספים בתחום ה-IT, המאזן כולל מרכיב גבוה של נכסים בלתי מוחשיים. לחברה נזילות טובה, המסתמכת בעיקר על יתרות נזילות גבוהות אשר מופנות בעיקר לעסקאות מיזוגים ורכישות. במהלך השנה האחרונה עלה הסיכון הענפי המאפיין את מגזר ה-IT, נוכח ההאטה הכלכלית וצמצום תקציבים מצד גופים שונים. ענף ה-IT מאופיין ברמת סיכון בינונית נוכח רגישות גבוהה יחסית למחזוריות הכלכלית במשק הישראלי, פעילות פרויקטאלית ורמת תחרות גבוהה, בעיקר בתחום התשתיות. במהלך השנה האחרונה, חרף התעצמות הסיכון בענף הפעילות, החברה הציגה שמירה על יציבות בשיעורי הרווחיות. בתחום התוכנה, החברה מציגה רמת רווחיות תפעולית גבוהה ביחס לענף וזאת - במקביל לעלייה מתמשכת בשיעורי הרווחיות התפעולית בתחום התשתיות, המאופיין ברמת רווחיות נמוכה ותנודתיות בינונית עד גבוהה. אופק הדירוג היציב משקף את ציפיותינו, כי בשנת 2013, החברה תשכיל לשמור על רמת ההכנסות ושיעורי הרווחיות התפעולית שאפיינו את שנת 2012 וזאת - גם על רקע התחרות הגבוהה וההאטה הצפויה בסביבה המאקרו כלכלית בישראל. שינוי תחזית הדירוג לחיובית תיתכן במידה והחברה תציג גידול בהכנסות ובתזרים התפעולי, תוך שמירה על רמת המינוף הנוכחית.

**וואן תוכנה (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪ \***

במיליוני ₪	1-9.12	1-9.11	2011	2010	2009	2008
הכנסות	793	767	1,049	607	514	511
רווח גולמי	149	139	191	120	91	88
רווח גולמי/הכנסות	18.8%	18.1%	18.2%	19.8%	17.6%	17.2%
רווח תפעולי	55	52	70	49	34	30
רווח תפעולי/הכנסות	6.9%	6.8%	6.7%	8.1%	6.7%	5.8%
רווח נקי	38	33	46	34	23	13
EBITDA	63	60	81	57	40	36
FFO	43	46	63	40	31	26
CFO	40	33	58	53	35	20
יתרות נזילות	74	68	87	98	60	59
נכסים בלתי מוחשיים, נטו	103	87	85	84	56	55
חוב פיננסי**	141	139	142	133	88	108
סך הון החברה	159	140	147	120	93	75
סך הון/סך מאזן	30%	27%	27%	27%	28%	22%
סך מאזן	532	527	546	450	334	344
Debt/Cap	47%	49%	48%	53%	49%	60%
חוב/EBITDA***	2.4	2.6	2.5	2.9	2.8	3.6
חוב/FFO***	3.5	3.4	3.3	4.1	3.7	4.9

\* פעילות הראל טכנולוגיות וכלנית כרמון מאוחדות לדוחותיה הכספיים של החברה החל מהרבעון הראשון של 2011 והרבעון הרביעי של 2010, בהתאמה.

\*\* חוב פיננסי ליום 30/09/2012 כולל סך של כ-5 מיליון ₪ התחייבות בגין צירופי עסקים.

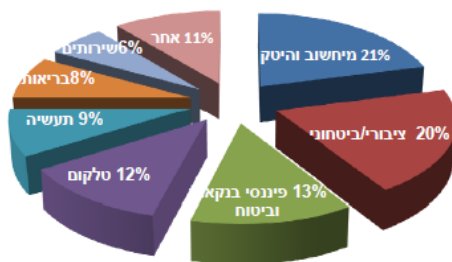
\*\*\* יחסי הכיסוי מתואמים על פי מתודולוגיית דמי חכירה, בחישוב של 12 חודשים אחרונים.

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

### חברה בין המובילות בענף ה-IT, בעלת פיזור רחב של לקוחות

וואן נמנית בין שלוש חברות ה-IT הישראליות הגדולות בישראל, בעלת נתח שוק יציב של כ-10% ושומרת על הדומיננטיות במגזר ה-ERP. החברה פועלת בכל שלושת הפלחים של ענף ה-IT בישראל: תחום התשתיות, התוכנה ושירותי ערך מוסף.

לקוחות החברה הם בעיקר תאגידיים וגופים ציבוריים גדולים, כאשר עשרת הלקוחות הגדולים של החברה אחראים על כ-22% ממחזור ההכנסות.



לקוחות החברה מהמגזר הפיננסי והביטוח מהווים כ-13% מסך ההכנסות. להערכת מידרוג, המגזר הפיננסי צפוי להמשיך לבצע צעדי התייעלות אשר כוללים קיצוצים בכ"א ובתקציבי ה-IT, הדבר מקבל ביטוי, בעיקר בחברות בענף, החשופות לתחום התוכנה ומספקות שירותי כ"א, בין השאר, מגזר QA. להערכת מידרוג, החברה צפויה להציג פגיעה מתונה עד אפסית, כתוצאה ממהלך זה, עקב היותה מוטת ענף התשתיות בסקטור הפיננסיים.

ענף ה-IT מאופיין ברמת סיכון בינונית ומציג מתאם חיובי עם המחזוריות הכלכלית ובעוצמה חזקה, כך שבתקופות של האטה כלכלית, חברות וארגונים נוטים לדחות ולצמצם פרויקטים של IT ואילו בתקופות של צמיחה, יוצרות תנאים נוחים ליישום פרויקטים גדולים יותר. ההיקף הכספי של פעילות הענף נאמד, בסוף שנת 2011, בכ-6 מיליארד דולר<sup>1</sup>.

הצמיחה הממוצעת של כ-13% בתחום התוכנה וכ-9% בתחום החומרה (התשתיות) בשנה<sup>2</sup> אשר אפיינה את הענף בשנים 2010-2011, לא נמשכה לשנת 2012 ולא רק שלא צפויה גם בשנת 2013, אלא אף עלולה להפוך לשלילית, כתוצאה מהשפעה של האטה העולמית על המשק הישראלי והמשך הלחץ מצד הלקוחות, להורדת המרווחים בכל תחומי הפעילות. עם זאת, המגמות התומכות בהמשך צמיחה גבוהה של הענף, בטווח הזמן הבינוני, כוללות חדשנות טכנולוגית בתחומים דוגמת: mobile enterprise, וירטואליזציה, Big Data ומחשוב ענן.

<sup>1</sup> STKI: Israel IT Market, 2012

<sup>2</sup> הנתונים מתוך פרסומים של חברת IDC ישראל. בשנת 2010 שיעור הצמיחה בענף היה כ-6.5% ובשנת 2011 מוערך בכ-9.3%.



שיעור הרווחיות בענף בתחום התוכנה נע בטווח של 5%-10% בשנים האחרונות. החברה נמצאת כיום מעל לטווח העליון של יחס זה עם רווחיות תפעולית בטווח של 10%-12%.

שיעור הרווחיות בענף בתחום התשתיות נע בטווח של 1.5%-3.5% בשנים האחרונות. החברה נמצאת כיום מעל לטווח העליון של יחס זה, עם רווחיות תפעולית של כ-4%, לאורך השנה האחרונה (עם רכישת הראל טכנולוגיות), לאחר ששנתיים קודם לכן הציגה רווחיות תפעולית בטווח של 2%-3%.

### **צמיחה פנימית במגזר התוכנה לצד שיפור ברווחיות התפעולית בתחום התשתיות**

החברה רשמה הכנסות של כ-793 מיליון ₪, בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012, לעומת כ-767 מיליון ₪ לתקופה המקבילה אשתקד, תוך שמירה על רווחיות תפעולית של כ-6.8%. מגזר התוכנה הינו מחולל הרווח העיקרי בחברה ומהווה כ-65% מהתרומה לרווח התפעולי המאוחד.

היקף ההכנסות של מגזר התוכנה לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012 הסתכם לסך של כ-324 מיליון ₪ (כ-106 מיליון ₪ לרבעון שלישי 2012) לעומת סך של כ-270 מיליון ₪ (כ-91 מיליון ₪ לרבעון שלישי 2011) בתקופה המקבילה אשתקד, המייצג גידול במחזור של כ-20% לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. הגידול נובע בחלקו כתוצאה מכניסתן הראשונית לאיחוד של החברות טסקום, הפועלת בתחום בדיקות התוכנה בחו"ל ואקסאקט, המתמחה בהטמעת מערכות ה-SAP, אשר נרכשו בשנה החולפת תמורת 17 מיליון ₪ ו-4 מיליון ₪, בהתאמה, והגדילו את הכנסות החברה בכ-34 מיליון ₪, ללא תרומה משמעותית לרווח התפעולי. החברה הציגה במהלך תשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 צמיחה אורגנית של כ-10% בתחום התוכנה. הצמיחה האורגנית בתחום התוכנה, הינה בעיקר נוכח גידול בפרויקטים במגזר בתחום הציבורי וההי-טק. תחום ה-ERP תורם לחיוב לרווחיות של מגזר התוכנה ומאופיין ברמת רווחיות תפעולית טובה מאוד.

תחום התשתיות בענף ה-IT בארץ נחשב למאוד תנודתי ומושפע יותר מתחום התוכנה בעיתות המשבר וההאטה הכלכלית, אי לכך בתשעה החודשים של 2012 החברה הציגה הכנסות ממגזר התשתיות המסתכמות לסך של כ-374 מיליון ₪, בהשוואה ל-407 מיליון ₪ לתקופה המקבילה אשתקד, המהווה קיטון של כ-8%, כתוצאה מהתגברות התחרות בתחום וקיצוצים בתקציבי ה-IT.

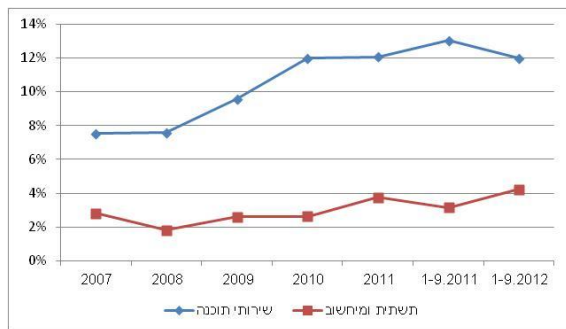
החברה רשמה גידול בשיעור הרווח התפעולי של מגזר התשתיות מ-3.2% לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2011 לכ-4.2% לתשעת החודשים הראשונים לשנת 2012, כאשר בחלקו השיפור מוסבר על ידי מכרז החשכ"ל אשר תרם לרווחיות התפעולית של המגזר, נוכח היותה פעילה במגזר התשתיות, בשונה מרוב השחקניות בענף. ברבעון הרביעי של שנת 2012 צפויה החברה להציג עלייה בהכנסות בתחום התשתיות, בעיקר נוכח ניצול תקציבים בגין שנת 2012 על ידי לקוחותיה.

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 רשם מגזר התוכנה רווח תפעולי של כ-39 מיליון ₪ (12% מההכנסות) לעומת כ-35 מיליון ₪ (כ-13% מהכנסות) לתקופה המקבילה אשתקד וכ-44

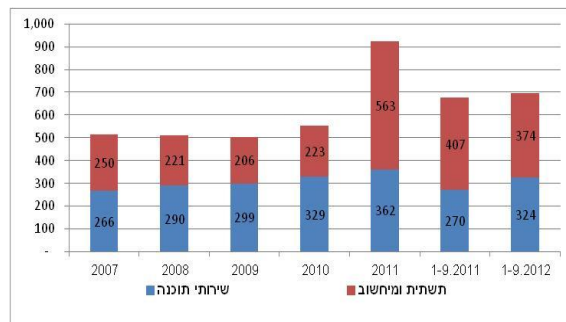


מיליון ₪ (כ- 12.1% מההכנסות) לשנת 2011. שיעור הרווחיות גבוה ביחס למתחרותיה, וזאת בין השאר נוכח התמקדות בפתרונות שמפתחת החברה בעצמה. מרבית השחקניות בענף רשמו שחיקה במגזר התוכנה במהלך תשעת החודשים הראשונים לשנת 2012, נוכח התחרות הגבוהה. החברות החדשות שנרכשו השנה, טסקום ואקסאקט, תרמו תרומה שולית לרווח התפעולי במהלך תשעת החודשים של 2012, כאשר, להערכת החברה, בשנת 2013 צפויות החברות האלו להיות בעלות תרומה תפעולית גבוהה יותר, נוכח תהליכי התייעלות.

### שיעור הרווח התפעולי בחלוקה בין המגזרים העיקריים



### הכנסות בחלוקה בין המגזרים העיקריים במיליוני ₪



### יחסי כיסוי מהירים

החוב הפיננסי של החברה הסתכם לכ-141 מיליון ₪ ליום 30.09.12, הזזה ליום 31/12/11. יתרת החוב מורכבת מכ-72 מיליון ₪ אג"ח, כ-64 מיליון ₪ התחייבויות בנקאיות וסך של כ-5 מיליון ₪ התחייבויות אחרות.

החברה הציגה תזרים תפעולי (EBITDA) של כ-85 מיליון ₪ לארבעת הרבעונים שנסתיימו ביום 30.09.12, לעומת 78 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה ברמת החוב הפיננסי, במקביל לעלייה בתזרים התפעולי, הובילו לשיפור ביחסי הכיסוי. יחס חוב ל-EBITDA לארבעת הרבעונים האחרונים ליום 30.09.12 עמד על 2.4x, יחס חוב ל-FFO עמד על 3.5x, לעומת יחסי כיסוי של 2.6x ו-3.4x בתקופה המקבילה אשתקד. להערכת מידרוג, בשנת 2013 החברה צפויה להציג יחסי כיסוי דומים לשנת 2012, נוכח שמירה על רמות חוב ורמות תזרים תפעולי זהות.

החברה מציגה יחס חוב ל-Cap של כ-47% ל-30.9.2012. יחס הון למאזן השתפר ועלה מ-27% ביום 31.12.2011 ל-30% ביום 30.09.2012, כאשר נכסים בלתי מוחשיים, הכוללים בעיקר מוניטין שנבע ממיזוגים ורכישות, מהווים כ-19% מסך המאזן וכ-65% מסך ההון של החברה.

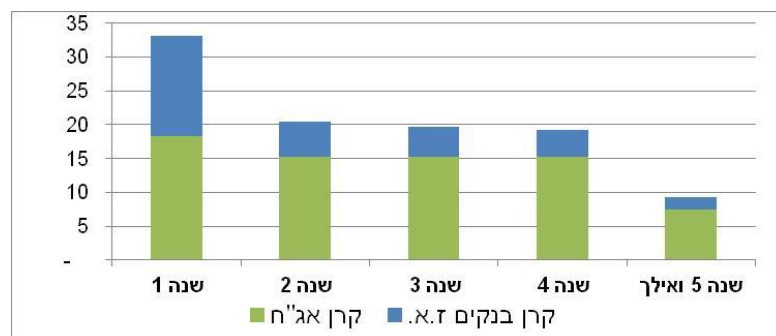
## רמת נזילות טובה

היתרות הנזילות החופשיות בחברה מסתכמות לסך של כ-74 מיליון ₪ ליום 30.9.2012. צרכי פירעון קרן החוב לז"א, לשנתיים הקרובות, מסתכמים בכ- 48 מיליון ₪, מכך כ- 37 מיליון ₪ בגין פירעון קרן אג"ח. החברה רשמה גידול בתזרים המזומנים מפעילות שוטפת של החברה (מאוחד), המסתכם בתשעת החודשים הראשונים שנסתיימו ביום 30.09.12 ל-40 מיליון ₪, בהשוואה ל-33 מיליון ₪ בתקופה המקבילה אשתקד, כתוצאה מקיטון משמעותי ביתרת הלקוחות וזאת - לאחר עלייה חדה ביתרת הלקוחות ב-2011 אשר נבעה בעקבות הרחבת פעילות החברה במגזר התשתיות.

היתרות הנזילות ליום 30.09.12 מהוות כ-14% מסך המאזן (בדומה לשנת 2011) ומיועדות, בין השאר, להשקעות ברכישת פעילויות בתחום עיסוקה של החברה, כפי שביצעה החברה במהלך השנה האחרונה. מידרוג רואה באסטרטגיית הרכישות של החברה, גורם חיובי במיצובה העסקי והתחרותי בשוק, בהתחשב במגמות הענף, אך לוקחת בחשבון התאמות נדרשות ויצירת התחייבויות מאזניות בחלק מהסכמי הרכישה. החברה מציגה תזרים מזומנים חופשי (FCF) חיובי, לאורך שלוש השנים האחרונות, המסתכם בכ-12 מיליון ש"ח בממוצע. לחברה מדיניות דיבידנד, בהיקף של 50% מהרווח הנקי, המכבידה על התזרים החופשי (FCF). בשנים 2010-2012 נרשמה חלוקת דיבידנדים מוואן תוכנה בהיקף מצטבר של כ-60 מיליון ₪ לכלל בעלי המניות של החברה, מתוכה כ-17.5 מיליון ₪ לתקופה של תשעת החודשים של 2012, וכ-19 מיליון ₪ בשנת 2011.

לחברה מסגרות אשראי, בלתי מנוצלות ובלתי חתומות, בסך של כ-92 מיליון ש"ח ומתוכה - מסגרת אשראי חתומה של 15 מיליון ₪. לחברה אין שעבדים מהותיים. כמו כן, ליום 30.09.12 החברה עומדת באמות מידה פיננסיות כנגד ההתחייבויות הבנקאיות.

### לוח סילוקין של קרן החוב הפיננסי לז"א ליום 30.09.12, במיליוני ₪



\* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי מתגלגל לזמן קצר בסך של כ-33 מיליון ₪ ליום 30.09.12

## אופק הדירוג

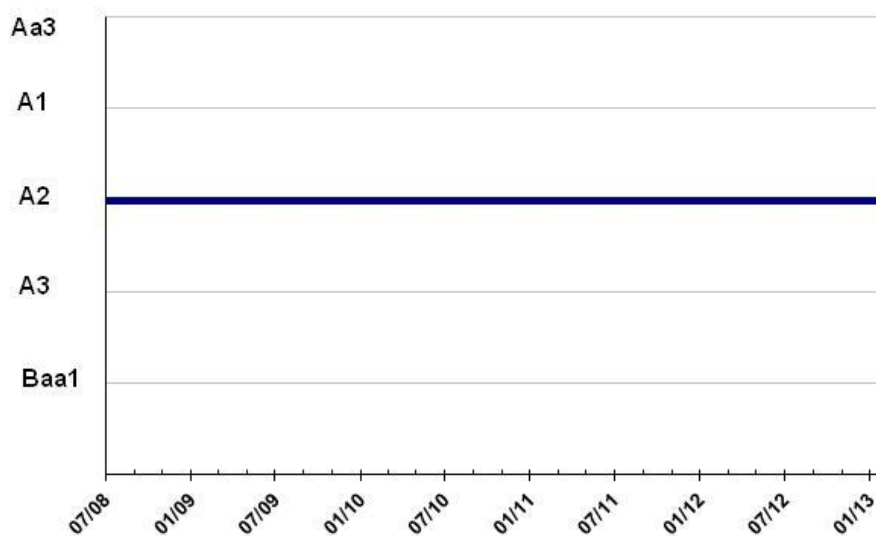
### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור מתמשך בתוצאות הכספיות תוך שמירה על רמת המינוף הנוכחית
- שיפור ביחס ההון למאזן

### גורמים אשר יכולים להוביל לירידה בדירוג

- חריגה מתמשכת מיחס חוב ל-EBITDA, מותאם חכירה, של  $4.0\times$
- ביצוע השקעות מהותיות חדשות, באופן שיגדיל את רמת הסיכון העסקי והפיננסי של החברה

## היסטוריית הדירוג





## אודות החברה

וואן טכנולוגיות תוכנה (א.ו.א.ס.טי) בע"מ הינה בית תוכנה, העוסק בשיווק והפצה של מוצרי תוכנה, מתן מגוון שירותי מידע ותוכנה ובכלל זה - יישום והטמעה, שיווק מוצרי חומרה ומערכות מחשבים (באמצעות החברות הבנות הראל טכנולוגיות ו-וואן שילוב מערכות בע"מ) וכן אספקת מכלול שירותים מנהלים בתחום המחשוב לארגונים (באמצעות חברת כלנית כרמון שירותי תוכנה בע"מ). החברה פעילה החל משנת 1973 ומניותיה נסחרות בבורסה לני"ע בת"א החל משנת 1983. לחברה מעל ל-1,500 לקוחות, חלקם קשורים עם החברה בקשרים רב שנתיים. הלקוחות כוללים גופים מהגדולים במשק, ממגוון תחומי פעילויות, בהם תקשורת, אלקטרוניקה, תעשייה ואנרגיה. נכון למועד דוח זה, החברה מעסיקה מעל ל-3,000 עובדים. החברה נשלטת ע"י קבוצת מיחשוב ישיר בע"מ (65.8%), חברה ציבורית, הנשלטת ע"י מר עדי אייל (76.8%), אשר מכהן בתפקיד מנכ"ל החברה מאז ראשית שנת 2009. יו"ר הדירקטוריון הוא מר ניצן ספיר.

## דוחות קשורים

דוח מעקב שנתי קודם – [ינואר 2012](#)

מתודולוגיה – ["מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים לתשלומי חכירה", נובמבר 2010](#)

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

תאריך הדו"ח: **13/01/2013**

## 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 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 הוניות - 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 שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 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.

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") 2013.

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 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.