



אסם השקעות בע"מ

דוח מעקב | מרץ 2014

1

מחבר:

אלעד סרוסי, אנליסט בכיר
elads@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אסם השקעות בע"מ

אופק דירוג: יציב	Aaa	דירוג יכולת פירעון כוללת
------------------	-----	--------------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aaa באופק יציב ליכולת הפירעון הכוללת של אסם השקעות בע"מ.

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

אסם בעלת מעמד מוביל בקרב חברות המזון בישראל עם היקף הכנסות של כ-4.2 מיליארד ₪ ב-12 החודשים האחרונים שעד 30.9.2013, כ-85% מכך בשוק המקומי. מוצרי החברה נפרשים על פני מגוון של קטגוריות בתחום המזון. לאסם סל מותגים חזקים, המחזיקים בנתח שוק ראשון או שני בגודלו בכל אחת מקטגוריות הפעילות. החברה מבוססת על ניהול איכותי, ממוקד ויציב, הנתמך בהשתייכות לתאגיד המזון הגדול בעולם, קבוצת נסטלה (63.7%). מאפיינים אלו תומכים ביכולת השבת רווחים גבוהה של החברה לאורך זמן.

אסם מציגה צמיחה פנימית גבוהה ביחס לענף המזון בישראל, המאופיין בצמיחה מתונה. בתקופה 1-9/2013 רשמה אסם צמיחה של כ-4.3% בהכנסות בשוק המקומי. להערכתנו, הצמיחה נבעה בין השאר מחדשנות מוצרים, מכניסה לקטגוריית משקאות התה הקלים עם המותג "נסטי" וכן מעדכון מחירי המכירה שבוצע לקראת סוף שנת 2012. יכולת החברה להציג צמיחה פנימית בשוק המקומי מתבססת על חדשנות שיווקית והרחבת קטגוריות הפעילות, שני אלו נשענים במידה רבה על פלטפורמות הפיתוח והשיווק של נסטלה. במקביל, החברה פועלת בשנים האחרונות להרחבת הפעילות בחו"ל בתחום תחליפי בשר, הסלטים והמזון הכשר, אולם זו עדיין אינה רחבה ומהווה כ-15% מסך הכנסות החברה. בשנת 2013 נרשמה ירידה בהכנסות מחו"ל שנבעה בעיקר מהתחזקות השקל ומהפסקת מכירות של מוצרים מפסידים. בנטרול השפעות אלו נרשמה צמיחה גם בפעילות הליבה בחו"ל. בשנת 2013 ביצעה אסם שינוי ארגוני והקימה את החטיבה הבינלאומית המאחדת תחתיה את כל הפעילות בחו"ל, במהלך שנועד לתמוך בחיזוק פעילות הקבוצה בשווקים הבינלאומיים ובהזדמנויות בינלאומיות עתידיות.

מעמדה הבכיר של החברה בשוק המזון המקומי מתבטא ברווחיות גולמית גבוהה ויציבה מאוד. בשנת 2013 זכתה הרווחיות לרוח גבית מצד ירידת מחירים בחלק מסחורות המזון, ובעיקר קפה, חיטה וסוכר. לאורך זמן מתמודדת החברה עם עלייה במחירי התשומות ושחיקה מסוימת בגמישות המחיר, המאפיינת להערכתנו את השוק כולו.

בשנת 2013 נרשמה צמיחה בשיעור של 2%-3% במכירות ענף המזון בישראל במונחים כספיים, שנבעה כולה מעלייה במחירי המכירה ומשקפת קיטון ריאלי במכירות, וזאת בהמשך לצמיחה ריאלית נמוכה מאוד שנרשמה בשנת 2012. להערכתנו, הירידה הריאלית הינה תוצאה של צמצום הקניות כתגובה לעליית מחירי המזון וברקע החשש מפני האטה כלכלית וצמצום בהכנסה הפנויה. אנו מעריכים כי יכולתה של אסם להציג תיעילות מתמשכת בקווי הייצור ובתהליכי הרכש והלוגיסטיקה תורמת לשמירה על רווחיות תפעולית גבוהה ויציבה גם בסביבה של לחצי מחיר.

לאסם פרופיל פיננסי חזק ויציב. רמת המינוף של החברה נותרה נמוכה ואף ירדה בשנה האחרונה. מיצובה הפיננסי של אסם הינו תוצאה של שמרנות פיננסית, מיקוד עסקי וצורכי הון חוזר מתונים. ההשקעות ההוניות שביצעה החברה בשנים האחרונות ברכוש קבוע וברכישת פעילויות מומנו בעיקר מתזרימי המזומנים מפעילות. לחברה מדיניות דיבידנד יציבה, אשר תואמת את יכולותיה התזרימיות ואינה פוגמת בגמישותה הפיננסית.

אופק הדירוג היציב נתמך בצפי להמשך גידול בפעילות, ליציבות ברווחיות לאורך זמן ולשימור יכולת ייצור המזומנים הגבוהה ורמת המינוף הנמוכה.

אסם (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים - מיליוני ₪:

31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	30.9.12	30.9.13	
3,220	3,397	3,807	3,961	4,092	3,081	3,155	הכנסות
374	435	485	502	511	388	398	רווח תפעולי
249	291	316	341	357	282	285	רווח נקי
40.5%	41.8%	43.1%	41.7%	41.0%	41.2%	42.0%	רווח גולמי %
11.6%	12.8%	12.7%	12.7%	12.5%	12.6%	12.6%	רווח תפעולי %
474	565	635	655	677	507	523	EBITDA
353	426	477	498	496	393	403	FFO
(80)	(101)	(91)	(76)	(129)	(188)	(132)	עלייה בצורכי הון חוזר
(560)	(295)	(143)	(89)	(100)	(84)	(132)	השקעות הוניות
(100)	(100)	(150)	(300)	(150)	0	(150)	דיבידנד ששולם
55	167	129	104	60	255	221	יתרות נזילות
405	326	225	141	62	85	122	חוב פיננסי
366	841	609	340	357	324	351	התחייבויות בגין אופציית מכר
49.3%	46.1%	50.5%	53.3%	59.7%	58.5%	60.2%	הון עצמי למאזן
33.6%	40.6%	31.3%	20.5%	16.8%	22.2%	17.6%	חוב פיננסי מותאם ל-Cap *
2.0	2.4	1.8	1.5	1.1	1.4	1.1	חוב פיננסי מותאם ל-EBITDA *
2.8	3.2	2.4	1.9	1.4	1.8	1.5	חוב פיננסי מותאם ל-FFO *

* יחס המינוף ויחסי הכיסוי מותאמים להתחייבויות ולריבית בגין אופציית מכר לרכישת מטרנה וכן מותאמים להתחייבויות לחכירה תפעולית.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

3

חברת מזון מהמובילות בישראל, בעלת סל מוצרים רחב ודפנוסיבי וצמיחה פנימית גבוהה מהשוק מבוססת חדשנות

אסם הינה אחת משלוש חברות המזון המובילות בישראל, עם הכנסות של כ-3.5 מיליארד ₪ בשוק המקומי ב-12 החודשים שהסתיימו ב-30.9.2013 (מתוך סך הכנסות של כ-4.2 מיליארד ₪ לאותה תקופה). ישראל מהווה את שוק הפעילות העיקרי של החברה, עם כ-85% מההכנסות. לחברה סל מוצרים רחב במגוון רב של קטגוריות בתחום המזון הארוז, אולם היא אינה פועלת כלל בתחום מוצרי החלב והינה שחקנית קטנה יחסית בתחום המשקאות. בשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בישראל בעיקר באמצעות כניסה לקטגוריות פעילות חדשות (מזון לתינוקות, משקאות תה). לאסם מותגים חזקים מאוד בכל קטגוריות הפעילות, הנתמכים לאורך זמן בחדשנות שיווקית ותמיכה פרסומית. הדבר מקבל ביטוי בנתחי שוק גבוהים מאוד בכל קטגוריות הפעילות (מקום ראשון ושני). המותג אסם הינו בעל מוניטין חזק מאוד ותפיסה גבוהה של איכות ואמינות.

לאורך זמן, מציגה החברה חדשנות שיווקית גבוהה התורמת ליכולתה להציג צמיחה פנימית גבוהה מעט מעל זו של השוק, באמצעות השקת מוצרים חדשים, מתיחת מוצרים קיימים וכניסה לקטגוריות חדשות. החדשנות של אסם מבוססת במידה רבה על תשתית המו"פ הענפה של החברה האם נסטלה.

מכירות החברה בשוק המקומי צמחו בתקופה 1-9/2013 בשיעור של כ-4.3%, בהמשך לצמיחה של כ-3.1% בשנת 2012 כולה. על פי נתוני חברות המחקר נילסן ו-סטור נקסט, המכר הכספי בשוק המזון בישראל צמח ב-3%-2% בשנת 2013 ובשיעור דומה גם בשנת 2012. להערכתנו, עיקר הצמיחה של אסם בשוק הישראלי בשנת 2013, בדומה לשוק המזון כולו, נבעה מעדכון מחירי המכירה לקראת סוף שנת 2012 ובמהלך שנת 2013. הצמיחה של אסם נרשמה במרבית קטגוריות הפעילות, ובפרט במגזרי מאפה ומשקאות (הכולל את הקפה), המזון המוכן ומגזר "אחר", הכולל בין השאר את המשקה "נסטי" אותו החלה החברה לשווק בישראל בחודש אוקטובר 2013. במגזר מזון לתינוקות נרשמה ירידה במכירות בשנת 2012 ועד למחצית הראשונה של שנת 2013, וזאת בשל מבצעי הנחות (קופונים) של החברה.

צמיחת החברה מוגבלת נוכח הצמיחה המתונה בשוק המזון הישראלי, ובשנים האחרונות הרחיבה החברה את פעילותה בחו"ל בקטגוריות מוצר בהן היא מחזיקה ביתרונות טכנולוגיים, באמצעות כניסה לשוק האמריקאי עם תחום הסלטים המוכנים ותחליפי הבשר. הכנסות אסם ממכירות לחו"ל היוו כ-15% מסך הכנסותיה בתקופה 1-9/2013, ירידה משיעור של כ-17% בשנת 2012, וזאת נוכח ירידה של כ-7.1% במכירות חו"ל בש"ח, אשר נבעה בעיקר משחיקת שערי המטבעות וכן מהפסקת מכירתם של מוצרים מפסידים בחו"ל. בניטרול השפעות אלו רשמו מכירות החברה בחו"ל גידול במכירות.

אנו מעריכים כי צמיחת המכירות של החברה בישראל תעמדו על שיעור שנתי של 2%-3% בטווח הזמן הקצר והבינוני. במקביל, אנו מעריכים כי החברה תחזק את צמיחת מכירותיה בחו"ל בין השאר בעקבות מהלכים אסטרטגיים ממוקדים להעמקת הצמיחה בתחומי הפעילות העיקריים בחו"ל.

אסם: הכנסות ורווח תפעולי לפי מגזרי פעילות עיקריים, במיליוני ₪ ובאחוזים

	שינוי בהכנסות, %			הכנסות		
	2011	2012	1-9/13	2011	2012	1-9/13
קולינארי	0.1%	2.6%	1.3%	720	739	549
חטיפים ודגני בוקר	10.4%	1.0%	0.6%	656	663	502
מאפה ומשקאות	2.9%	8.2%	3.6%	489	529	408
מזון מוכן	0.9%	2.8%	2.8%	890	915	703
מזון תינוקות	16.0%	(3.8)%	(0.8)%	369	355	256
אחר*	3.4%	6.7%	5.0%	888	947	780
	שיעור רווח תפעולי, %			רווח מגזרי, במיליוני ש"ח		
	2011	2012	1-9/13	2011	2012	1-9/13
קולינארי	13.3%	13.1%	13.3%	96	97	73
חטיפים ודגני בוקר	26.7%	25.5%	23.9%	175	169	120
מאפה ומשקאות	13.7%	13.5%	16.5%	67	71	68
מזון מוכן	5.8%	7.9%	7.9%	52	72	55
מזון תינוקות	17.6%	16.7%	16.8%	65	59	43
אחר	5.4%	4.5%	5.1%	48	43	40

* כולל בין השאר גלידות, משקאות קלים, מזון לבעלי חיים, חבילות שי וכן ייצוא מוצרים לארה"ב ואנגליה.

ענף סוליד, בעל צמיחה מתונה ומגמה של שחיקה בגמישות המחיר

ענף המזון מאופיין בביקושים יציבים יחסית למחזוריות הכלכלית, תוך שונות בין קטגוריות המוצר השונות, ובאבחנה עיקרית בין מוצרי פרימיום ופינוק לבין מוצרי מזון בסיסיים. הענף כולל מספר יצרנים מקומיים גדולים, בעקבות תהליכי קונסולידציה מואצים שאירעו בעשורים האחרונים וכן מספר רב של יצרנים קטנים ויבואנים. רמת התחרות ערה אך יציבה יחסית. התחרות העיקרית על שטחי המדף הינה מול יבואנים ומול מותגים פרטיים שבבעלות הרשתות הגדולות. השוק המאורגן (שלוש רשתות השיווק הגדולות) מהווה כוח תחרותי מאזן בענף, אף כי הוא מאבד נתח שוק בהדרגה בשנים האחרונות. יצרני המזון בישראל חשופים לתנודתיות הגבוהה במחירי חומרי הגלם ותשומות הייצור כגון אנרגיה ושכר מינימום. נראה כי התחזקות התהודה הציבורית בישראל בנושא מחירי מוצרי הצריכה, ומוצרי המזון בפרט, שחקה את גמישות המחיר של החברות הממוטגות, ואסם בתוכן. הדבר מתבטא בירידה הכמותית במכירות הענף בשנת 2013

בתגובה לעליית המחירים וזאת תוך חשש מהתגברות ההאטה הכלכלית. הרגולציה בענף מתמקדת בעיקר בהסרת חסמי היבוא ובתחום ההגבלים העסקיים. ניכר כי המדינה פועלת לחזק את הרגולציה בענף המזון במטרה לעודד תחרות, ובפרט בקטגוריות המוצרים הבסיסיים ובהם מוצרי החלב. איננו מעריכים השפעה מהותית בתחום זה בטווח הנראה לעין.

רווחיות גבוהה ביחס לשוק המקומי ויציבה מאוד

המותגים החזקים של אסם מייצרים עבודה ערך מוסף ותורמים לרווחיות גולמית גבוהה (41%-42% בממוצע בשנים האחרונות). מעמדה העסקי המוביל תורם לגמישות המחיר שלה וליכולתה להתאים לאורך זמן את מחירי המכירה להתייקרות תשומות הייצור, ובכך לשמור על יציבות הרווח. רווחיות החברה נובעת גם מיכולתה להציג שיפור מתמשך ביעילות תפעולית, על בסיס השקעה בקווי ייצור חדשים, איחוד אתרי ייצור, שיפור תהליכים, התייעלות ברכש, במערכות הנתונים ובלוגיסטיקה. יש לציין כי בשנים האחרונות הגדילה החברה בהיקף משמעותי את השקעותיה בציוד ייצור במטרה לשפר את תהליכי הייצור. תהליכי השיפור בחברה נעשים בין השאר בתמיכת הידע ומערכות הנתונים של נסטלה ושיטות הפעולה עמה. כך למשל, אסם נהנית ממאגר הרכש העולמי של נסטלה. במהלך תשעת החודשים הראשונים של 2013 הרווחיות הגולמית שופרה בכ-0.8%, לשיעור של כ-42% מסך המכירות. השיפור נבע, בין היתר, מעליית מחירי המכירה שחלה במהלך הרבעון הרביעי של 2012 וכן מעצירת מגמת העלייה במחירי הסחורות שאפיינה את השנה הקודמת. מרבית הסחורות הציגו מגמת ירידה בשנה החולפת, ובעיקר הקפה, הסוכר, הסויה והחיטה. מנגד חלה עלייה חדה במחירי השומשום, המהווה מרכיב מהותי בסל הקניות של אסם וכן עלייה במחירי תשומות אחרות. הירידה בשערי החליפין תרמה אף היא לשיפור הרווח הגולמי. לאסם הוצאות שיווק ומכירה בהיקף משמעותי התומכות במערך ההפצה הנרחב בסל המותגים ובחדשנות. בשנים האחרונות ניצבו הוצאות אלו על שיעור יציב של כ-22% מההכנסות.

כאמור, להערכתנו מתמודדת אסם, בדומה לענף כולו, עם מגמה של כוח צרכני עולה המאיים על גמישות המחיר, וזאת ברקע מגמה ארוכת טווח של עלייה במחירי התשומות. להערכתנו, לחברה מספר כלים להתמודד עם מגמות אלו: כוח המותג והמשך חיזוקו, נוכחות גבוהה בקטגוריות מזון בסיסיות וכן המשך התייעלות תפעולית. אנו צופים יציבות ברווחיות התפעולית של החברה במהלך שנת 2014.

יחסי כיסוי מהירים הנתמכים במינוף נמוך מאוד ותזרימי מזומנים חזקים מפעילות שוטפת

לחברה מבנה פיננסי סולידי ויציב, המתבטא בהון עצמי גבוה, המהווה כ-60% מסך המאזן, וחוב פיננסי ישיר נמוך מאוד. לצד ההון העצמי, ממומנת החברה בעיקר מאשראי ספקים העומד בממוצע על כ-100 ימי אשראי ומהווה כ-17% מסך הנכסים במאזן. לחברה תזרים שוטף חזק מפעילות, העולה באופן מהותי על קצב ההשקעות ההוניות השוטפות וחלוקת הדיבידנד, ואפשר בשנים האחרונות לצמצם את החוב הפיננסי. קצב ההשקעות ברכוש קבוע עלה בשנת 2013 בשל גידול בהשקעות בקווי ייצור ובאוטומציה שנועדה לשפר את התפוקה לעובד. אנו מעריכים התמתנות בהשקעות אלו בשנה הקרובה. בשנים 2012-2013 חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות בהיקף שנתי של 150 מיליון ₪, שהיווה כ-40% מהרווח הנקי.

בחישוב יחסי כיסוי החוב, מידרוג לוקחת בחשבון את ההתחייבות של אסם בגין אופציית מכר שהוענקה לבעלי מניות המיעוט של מטרנה. במהלך 2012 נפרעה התחייבות לתשלומים עתידיים בגין טבעול מתוך המקורות הפנימיים וכתוצאה מכך השתפרו יחסי הכיסוי. כיסוי החוב הפיננסי המותאם ל-EBITDA ליום 30.9.2013 הינו 1.1x וכיסוי החוב הפיננסי המותאם ל-FFO הינו 1.5x. אנו מעריכים כי החברה תוסיף לשרת את צורכי ההשקעות והדיבידנד, בעיקר ממקורותיה העצמיים, ולפיכך איננו צופים גידול משמעותי בחוב בטווח הזמן הקצר והבינוני ומעריכים כי החברה תשמור על יחסי הכיסוי הנוכחיים.

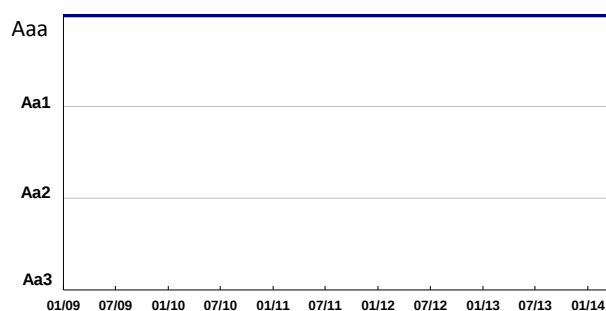
גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- עלייה ביחס כיסוי החוב הפיננסי ברוטו מותאם ל-EBITDA מעל 2.0x
- פגיעה משמעותית במוניטין ו/או במותגים מרכזיים של החברה

אודות החברה

אסם השקעות בע"מ, ישירות וביחד עם שורה של חברות בנות ומוחזקות, פועלת בייצור ושיווק מזון בישראל ולחו"ל, ונמנית עם הקונצרנים המובילים בישראל בענף המזון. החברה מייצרת למעלה מ-2,000 פריטי מזון שונים המיוצרים כיום באתרי יצור בכל רחבי הארץ ובחו"ל ומשווקים באמצעות מרכזי הפצה אזוריים. במהלך נובמבר 2013 רכשה בעלת המניות הגדולה בחברה, NESTLE SA (נסטלה) את מרבית מניות אסם שהוחזקו בידי יו"ר החברה מר דן פרופר, ובכך עלתה לשיעור החזקה של כ-63.7% בהון ובזכויות ההצבעה. נסטלה הינו תאגיד המזון הבינלאומי הגדול בעולם. בין האחזקות העיקריות של הקבוצה ניתן למנות את מגדנות הבית בע"מ (100%), טבעול (1993) בע"מ (100%), שותפות מטרנה (51%), סלטי צבר תעשיות מזון בע"מ (100% באמצעות חברת טבעול) ובית השיטה-עסיס תעשיות מזון שותפות מוגבלת (100%). האחזקות העיקריות של החברה בחו"ל הינן: Tribe בארה"ב, העוסקת בייצור ושיווק של סלטים מצוננים ים תיכוניים וכן ייצור ומכירה של תחליפי בשר מצוננים, המשווקים ברחבי ארה"ב וקנדה. כמו כן, החברה מחזיקה בבעלות מלאה בחברת אסם USA וחברת אסם UK, המשווקות את כלל מוצרי הקבוצה בארה"ב ובאנגליה. מנכ"ל קבוצת אסם הינו מר איציק צאיג.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [אסם תעשיות בע"מ - דוח מעקב, מרץ 2013](#)
- [מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)
- ["מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 04.03.2014

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 פקס. 03-6855002 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 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 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

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 מאוד.
	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 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") 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. 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 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 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 (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.