

# פרטנר תקשורת בע"מ

דוח מעקב | נובמבר 2011

1

## מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט  
[guyd@midroog.co.il](mailto:guyd@midroog.co.il)

## אנשי קשר:

סיגל יששכר, ראש תחום מימון חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)  
אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

## פרטנר תקשורת בע"מ

דירוג סדרה	Aa3	אופק דירוג: שלילי
------------	-----	-------------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג Aa3 לאיגרות החוב (סדרה א') שהנפיקה פרטנר תקשורת בע"מ ("פרטנר" או "החברה") ושינוי אופק הדירוג מיציב לשלילי.

### סדרות האג"ח המדורגות ע"י מידרוג:

סדרה	מועד הנפקה	ריבית נקובה	בסיס הצמדה	ערך נקוב (מיליוני ₪)	יתרה בספרים 30/06/2011 במיליוני ₪	שנות פירעון האג"ח
א'	3/2005	4.25%	מדד	500	587	2009-2012

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

לפרטנר מעמד מוביל בשוק הסלולר בישראל, יכולת השבת הכנסות חזקה ושיעורי רווחיות גבוהים, הנשענים על ביקושים חזקים ויציבים, בסיס לקוחות רחב מאוד ונתח שוק יציב לאורך השנים האחרונות, של כ- 32%. פעילות החברה מתורגמת לתזרימי מזומנים חזקים מפעילות, גם בהתחשב בצורכי ההשקעות ההוניות. ענף התקשורת והסלולר בתוכו, הינו עתיר רגולציה והוא חווה רפורמות מהותיות בשנתיים האחרונות, שמטרתן להגביר את התחרותיות. יישום ההחלטה על הפחתת דמי הקישוריות החל בשנת 2011 (מתעריף של כ- 25 אג' לכ- 4 אג' לדקת שיחה) הוביל לשחיקה משמעותית בהכנסות וברווח של החברות בענף. יישום הרפורמות לניוד מספרים וביטול קנסות יציאה הוביל להחרפת התחרות ולירידה משמעותית במחירי החבילות במחצית הראשונה של שנת 2011. בשנה החולפת ניתנו רישיונות לכניסתם של מספר מפעילי MVNO - אשר צפויים להתמודד על נתח שוק, בעיקר בקרב לקוחות Pre-paid. במקביל, הוקצו תדרים לשתי חברות תשתית חדשות (מירס מקבוצת הוט וגולן טלקום), שצפויות להתחיל לפעול בשלהי שנת 2012. לאור כל זאת, ועל רקע שיעור הצמיחה המתון של ענף הסלולר, מידרוג מעריכה כי ההחרפה בעוצמת התחרות, שהחלה כבר במחצית הראשונה של שנת 2011 תימנע מהחברה להמשיך ולהציג את הרווחיות הגבוהה שהציגה בעבר. בסוף שנת 2010 רכשה החברה את 012-סמייל, הפועלת בתחום הטלפוניה הקווית ושירותי הגישה לאינטרנט (ISP). הרכישה הינה מהלך נוסף באסטרטגיית החברה להרחיב את סל המוצרים ולצמח בתחום הטלפוניה הקווית באמצעות רשת האינטרנט (VOB). המלצות ועדת חייק (ראה גם בהמשך) טומנות בחובן פוטנציאל עבור פרטנר לצמוח בתחום הנייח, בין השאר, על בסיס הפלטפורמה התפעולית והעסקית של סמייל, ולהפוך לקבוצת תקשורת המספקת הצעת ערך בתחום הנייח, הנייד ו-ISP, ללא השקעה גבוהה בתשתיות. יחד עם זאת, קיימת עדיין אי-וודאות גבוהה לגבי אופי יישום הרפורמה, אשר צפויה להעמיק את התחרות בענף התקשורת, ומאפייני תחרות זו. כתוצאה מהפחתת דמי הקישוריות ומהגברת התחרותיות, רשמה פרטנר ברבעון השני של שנת 2011 שחיקה של כ- 25% בהכנסה הממוצעת למנוי (ARPU) בהשוואה לרבעון המקביל, ובנטרול השפעת דמי הקישוריות, עמדה השחיקה על כ-10% בין הרבעונים. הירידה בהכנסות משירותי סלולר הובילה לקיטון חד ברווח הגולמי מפעילות זו. קיטון זה קוזז בחלקו על ידי עלייה במכירות מכשירי קצה ואיחוד לראשונה של תוצאות סמייל. במקביל, חלה עלייה משמעותית בהוצאות מכירה ושיווק, שנבעה מהגידול בשיעור הנטישה ומהעלייה במכירות המכשירים. מידרוג מעריכה כי כניסת המתחרים החדשים והתחרות בין המפעילות הקיימות תוביל לשחיקה נוספת ב-ARPU של פרטנר ובנתח השוק שלה, בשיעורים מהותיים, וזאת בטווח של שנתיים. יש לציין עוד כי, איננו רואים המשך צמיחה במכירות מכשירי הקצה, ואף מניחים כי היקפה של פעילות זו ילך ויקטן. מנגד, אנו מניחים כי החברה תציג תתייעלות



בהוצאות התפעול. קיים קושי לאמוד את היקף ההתייעלות, המהווה אתגר משמעותי, על רקע הצורך לשמור על רמת שירות גבוהה, שתבדל את הצעת הערך של פרטנר מאלו של המתחרות.

החוב הפיננסי של החברה גדל באופן ניכר במחצית הראשונה של שנת 2011, נוכח מימון רכישת סמייל בתמורה לסך של כ-650 מיליון ₪ ואיחודה לראשונה בחודש מרץ 2011. הגידול בחוב הפיננסי לצד השחיקה ברווח התפעולי, הובילו להאטת יחסי הכיסוי. גם בגילום שנתי של תוצאות סמייל, יחסי הכיסוי נשחקו בהשוואה לשנת 2010.

לפרטנר נזילות טובה, הנשענת על יכולת חזקה בייצור מזומנים וכן על מסגרות בלתי מנוצלות ומחייבות, בהיקף של כ-780 מיליון ₪. כמו כן, לחברה יתרות נזילות בסך של כ-503 מיליון ₪ ליום 30.6.2011 (לצד דיבידנד לשלם בסך של כ-210 מיליון ₪).

בעלת השליטה בחברה (44.54%), חברת סקילקס קורפוריישן בע"מ (A3/רשימת מעקב), נסמכת על הדיבידנדים מפרטנר כמקור תזרים עיקרי לשירות חוב פיננסי שמימן את רכישת השליטה בחברה. מבנה בעלות ממונף זה, יוצר לחץ לחלוקת דיבידנדים ומקשה על החברה לשפר את התזרים החופשי להקטנת החוב.

בשנתיים האחרונות חלו שינויים תכופים בהנהלת החברה. במהלך הרבעון השני לשנת 2011 מונה מר חיים רומנו לתפקיד מנכ"ל החברה ומר זיו לייטמן לתפקיד סמנכ"ל הכספים.

הצבת אופק דירוג שלילי הינה נוכח הסיכונים והאתגרים העומדים בפני החברה בטווח הזמן הקצר-בינוני. אנו מעריכים כי סיכונים אלו יובילו לשחיקה נוספת ברווחיות ולהאטה נוספת ביחסי כיסוי החוב וזאת, על רקע הגברת התחרות ובהתחשב גם ביכולת החברה להציג התייעלות ואף ירידה מסוימת בהיקף החוב הפיננסי. להערכת מידרוג, שחיקה נוספת ברווחיות החברה ו/או גידול בחוב הפיננסי, בשל חלוקת דיבידנדים אגרסיבית והשקעות מאסיביות ברכוש קבוע, יקשו על החברה לשמור על הדירוג הנוכחי.

#### פרטנר - נתונים פיננסיים עיקריים, במיליוני ₪

FY 2008	FY 2009	FY 2010	H1 2010	H1 2011	
5,546	5,424	5,662	2,772	2,572	הכנסות משירותים
756	655	1,012	491	1,086	הכנסות ממכירת ציוד
6,302	6,079	6,674	3,263	3,658	סך הכנסות
1,826	1,701	1,860	925	777	רווח תפעולי
184	176	181	74	158	הוצאות מימון, נטו
1,198	1,141	1,243	630	459	רווח נקי לתקופה
29.0%	28.0%	27.9%	28.3%	21.2%	% רווח תפעולי
2,298	2,304	2,570	1,265	1,171	EBITDA
36.5%	37.9%	38.5%	38.8%	32.0%	EBITDA %
1,772	1,873	2,039	1,000	898	FFO
378	(78)	170	(40)	(40)	FCF
184	329	321	18	503	מזומנים ושווי מזומן
2,181	2,431	3,716	3,558	5,359	חוב פיננסי
1,732	1,962	626	588	591	הון עצמי
33.5%	34.9%	11.1%	11.2%	7.8%	הון עצמי למאזן
0.9	1.1	1.4	1.5	2.2	חוב פיננסי ל-EBITDA *
1.2	1.3	1.8	1.8	2.8	חוב פיננסי ל-FFO *

\* יחסי הכיסוי מחושבים עבור 12 חודשים אחרונים.

## פרטנר - נתונים תפעוליים עיקריים

FY 2008	FY 2009	FY 2010	Q2 2010	Q2 2011	
2,898	3,042	3,160	3,096	3,175	מספר מנויים לסוף תקופה
159	151	148	149	112	הכנסה חודשית ממוצעת למנוי
365	364	366	368	396	משך דקות ממוצע מנוי
17.8%	17.7%	21.4%	19.3%	21.2%	שיעור נטישה 12 חודשים אחרונים

## פירוט גורמי מפתח בדירוג

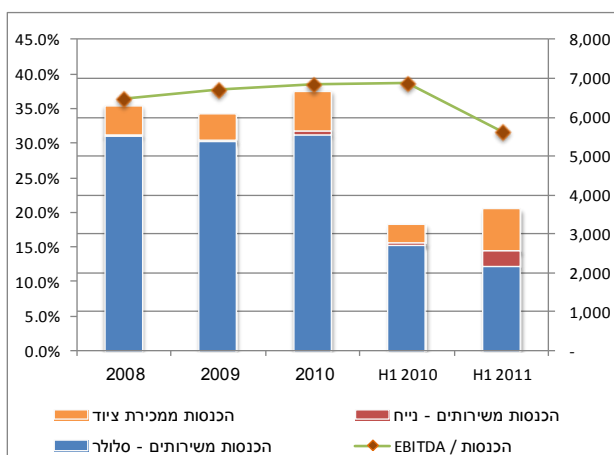
### מעמד מוביל בשוק הסלולר

חברת פרטנר מחזיקה בשנים האחרונות בנתח שוק של כ- 32% בשוק הסלולר בישראל. מחזור ההכנסות בענף הסלולר הסתכם בכ- 20 מיליארד ₪ בשנת 2010 וסיפק שירותים לכ- 9.8 מיליון מנויים. שיעור חדירה של כ- 130% מהאוכלוסייה, מהגבוהים בעולם, מעיד על שוק רווי אשר יצמח בקצבים איטיים יותר משנים קודמות. ענף הסלולר מאופיין בביקושים יציבים, הנתמכים גם בהתפתחויות טכנולוגיות, המאיצות את הביקושים לשירותי מידע על גבי הרשת הסלולרית.

התחרות בענף הסלולר בישראל, אשר אופיינה בריכוזיות של שלוש מפעילות עיקריות, צפויה להחריף נוכח הרפורמות הרגולטוריות האחרונות. בין קביעות הרגולטור, נציין את הקצאת תדרים לשתי חברות תשתית חדשות (MIRS - מקבוצת הוט וחברת גולן טלקום), במקביל, אושרה כניסתם של מפעילי MVNO, בוטלו קנסות היציאה בהתקשרויות עם לקוחות חדשים והושלמה רפורמת ניויד המספרים מחברה לחברה. כל אלו צפויים להוסיף ולשחוק את ה- ARPU. כמו כן, התחלת יישומן של מסקנות ועדת חייק, צפויות אף הן להעמיק את התחרות בשוק התקשורת, תוך ביטול ההפרדה המבנית אשר יאפשר לקבוצות תקשורת את שיווקן של חבילות תקשורת, הכוללות סל מוצרים רחב.

### קיטון בהכנסות וברווח מפעילות הסלולר נוכח הפחתת דמי הקישוריות והחרפת התחרות, אשר מותן בעקבות איחוד סמייל ועלייה במכירות מכשירי קצה

פרטנר: הכנסות ורווחיות לפי מגזרים, במיליוני ₪ ובאחוזים



הכנסות החברה במחצית הראשונה של שנת 2011 גדלו בכ- 12% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, נוכח גידול של כ- 121% במכירות מכשירים וציוד תקשורת, אשר קיזז קיטון של כ- 7% בהכנסות משירותים (סלולר + נייד). בתוך כך, ההכנסות משירותי סלולר ירדו בכ- 21%, בעיקר עקב הפחתת דמי הקישוריות החל מתחילת שנת 2011 והחרפת התחרות, שמשתקפת בגידול שיעור הנטישה ובקיטון ה- ARPU מעבר להשפעת דמי הקישוריות. ההכנסה הממוצעת למנוי ירדה ברבעון השני של שנת 2011 לסך של 112 ₪ לעומת 149 ברבעון המקביל.

כ- 70% מהקיטון נבעו מהפחתת דמי הקישוריות וכ- 30% הנוותרים הינם השפעת התחרות הגוברת. בעקבות רכישת סמייל ואיחודה לראשונה בחודש מרס 2011, הכנסות משירותים מהמגזר הנייד צמחו לסך של כ- 410 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2011 לעומת כ- 49 מיליון ₪ בתקופה המקבילה.

שיעור הרווחיות במחצית הראשונה של שנת 2011 רשם שחיקה חדה בהשוואה לשנים 2010 ו-2009 (שיעור EBITDA להכנסות של 32% בחציון 2011 לעומת שיעור של כ-38% בממוצע בשנים 2010 ו-2009). השחיקה ברווחיות נבעה מהגדלת ההנחות וסבסוד של תוכניות ללקוחות, כמו גם מגידול בהכנסות ממכירת מכשירים ואיחוד לראשונה של הכנסות סמייל - שניהם בעלי שולי רווח נמוכים לעומת שירותי הסלולר. אנו סבורים כי ההחרפה הנוספת הצפויה בתחרות בשנים 2012-2013 עתידה לשחוק את נתח השוק של החברה, את ה-ARPU ואת הרווחיות בפעילות הסלולר. כמו כן, אנו מניחים ירידה חדה בהיקף המכירות של מכשירי קצה ביחס למחצית האחרונה. גורם שיכול למתן את המגמות הללו הינה התייעלות משמעותית, שאנו סבורים שיש בידי החברה לבצע, לרבות בדרך של ייעול תהליכי המכירה והשיווק, באמצעות פישוט מבנה חבילות התקשורת. הצלחתה של החברה להגדיל במידה משמעותית את נתח השוק במגזר הנייח שרויה עדיין בערפל, אולם אנו רואים בתחום זה פוטנציאל צמיחה מסוים.

#### **המלצות ועדת חייק ורכישת סמייל: פוטנציאל מעבר לחברת תקשורת בעלת סל שירותים אולם בסביבה עסקית תחרותית יותר**

החברה מתעתדת להרחיב את שירותי התקשורת שהיא מספקת, מעבר לשירותי הסלולר, על בסיס הפלטפורמה העסקית של סמייל. המלצות הוועדה לבחינת מבנה תעריפי חברת בזק ועדכונם ולקביעת תעריפי שירותים סיטונאיים בתחום התקשורת הנייחת ("וועדת חייק"), שנועדו למסד שוק תשתיות סיטונאי ולהנמיך את חסמי הכניסה עבור מפעילות חסרות תשתית, מהוות עבור פרטנר פוטנציאל לחדור לתחום הנייח (כיום פרטנר בעלת נתח שוק לא מהותי בתחום, באמצעות פעילות ה-VOB של סמייל). בכוונת החברה לנצל פוטנציאל, זה בין השאר, על בסיס הפלטפורמה התפעולית והעסקית של סמייל ולהפוך לקבוצת תקשורת, שתוכל לספק הצעת ערך בתחום הנייח, הנייד ו-ISP, ללא השקעה גבוהה בתשתיות. מאידך, הצפי להתגברות התחרות בעקבות פתיחת השוק לתחרות, ביטול ההפרדות המבניות בבזק והוט (למעט טלוויזיה רב-ערוצית) והסרת הפיקוח הקיים על המחיר הקמעונאי של בזק (מעבר לקביעת תעריף מרבי) מציבים אתגר ברמת המיצוב העסקי והשיווקי של החברה.

#### **גידול בחוב הפיננסי והאטת יחסי הכיסוי שצפויה להימשך גם בעתיד**

החוב הפיננסי של פרטנר גדל משמעותית במחצית הראשונה של שנת 2011, על רקע הרחבת סדרות קיימות של איגרות חוב ואיחוד לראשונה של סמייל (החוב שאוחד הסתכם לסך של כ-780 מיליון ₪). גיוס אגרות החוב מימן בין השאר, את רכישת סמייל בסך כולל של כ-650 מיליון ₪ וכן הוא מימן גידול חד בהון החוזר, הנגזר מגידול בהיקפי המכירות של מכשירים וציוד תקשורת.

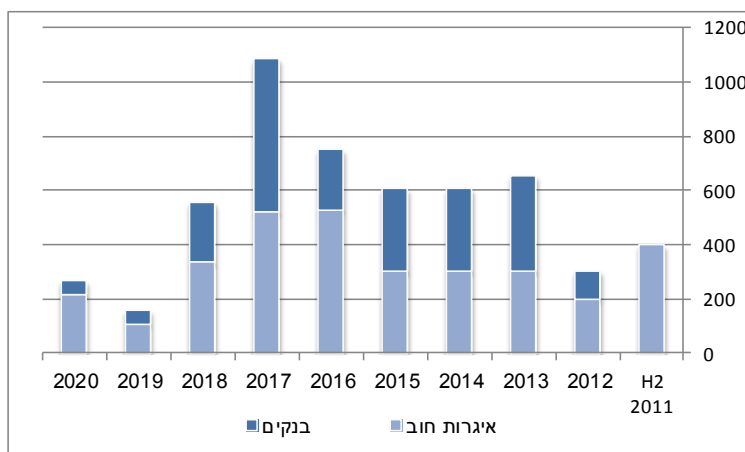
נוכח הגידול ברמת המינוף ושחיקה ב-EBITDA ובתזרים מפעילות (FFO), יחסי הכיסוי של החברה הואטו. יחס החוב ברוטו ל-EBITDA על בסיס 12 חודשים אחרונים עמד על כ-2.2 ויחס החוב ל-FFO לאותה תקופה עמד על כ-2.8. להערכתנו, בחישוב יחסים אלו קיימים מספר עיוותים, חלקם מקזזים זה את זה. היחסים מגלמים את פעילות הסלולר גם במחצית השנייה של שנת 2010 - אשר אינה רלוונטית עוד מבחינת הרווחיות הנוכחית והעתידית. כמו כן, היחסים מבטאים את מלוא החוב בגין רכישת סמייל, בעוד שתרומתה לרווח ולתזרים קיבלה ביטוי ארבעה חודשים בלבד. לבסוף, היחסים מגלמים היקף גבוה מאוד של מכירות מכשירי קצה, אשר איננו מייצג, להערכתנו. בתיקון היחסים על בסיס תוצאות המחצית הראשונה בלבד, גילום שנתי של פעילות סמייל ותיקון מכירות המכשירים לרמה נורמטיבית (להערכתנו), היחסים נאמדים על ידינו בכ-2.3 ו-3.0, לעומת 1.4 ו-1.8 בשנת 2010 כולה, בהתאמה. ואולם, עדיין אנו סבורים כי יחסים אלו אינם מייצגים את ההשפעות על ה-EBITDA בשנתיים הקרובות, כפי שתוארו לעיל. יחסי הכיסוי העתידיים הם גם נגזרת של היקף החוב הפיננסי. אנו מעריכים שהוא יקטן בשנתיים הקרובות, אולם עדיין לא ברור

באיזו עוצמה, שכן קיטון החוב הינו במידה רבה פועל יוצא של היקף חלוקת הדיבידנדים. בטווח אופק הדירוג אנו מעריכים עלייה ביחסי הכיסוי חוב ברוטו ל-EBITDA לכיוון הטווח של 2.5-2.8 שנים ו-3.2-3.5 שנים חוב ברוטו ל-FFO. יתר הדברים קבועים, האטה נוספת ביחסי הכיסוי, בשל שחיקה נוספת ברווחיות החברה ו/או גידול בחוב הפיננסי, יקשו על החברה לשמור על הדירוג הנוכחי.

#### רמת נזילות טובה

נזילות החברה נסמכת על יכולת יצור תזרימים חזקים ויציבים, מסגרות אשראי לא מנוצלות וחתומות בהיקף של כ-780 מיליון ₪ וכן יתרת מזומנים ליום 30.6.2011 בסך של כ-503 מיליון ₪. חלק מיתרה זו יועדה לתשלום דיבידנד שהוכרז בגין רווחי הרבעון הראשון בסך 210 מיליון ₪. לחברה צורכי שירות חוב בשנים 2012 ו-2013 של כ-300 מיליון ₪ וכ-650 מיליון ₪ בהתאמה. שירות החוב בשנים הבאות נסמך על תזרים מזומנים חופשי (FCF), התלוי בהיקף ההשקעות ההוניות ובמדיניות הדיבידנד, ובמידת הצורך על ידי מחזור חובות.

לוח סילוקין חוב פיננסי ליום 30.06.2011 (מיליוני ₪):



#### אופק הדירוג

##### גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- ירידה חדה ברמת המינוף תוך שיפור בתזרים החופשי
- הרחבה משמעותית של סל השירותים בתחום התקשורת אותו מספקת החברה

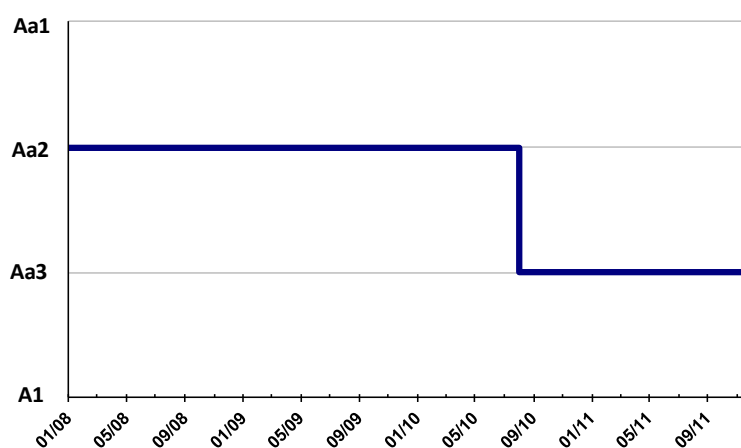
##### גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- האטת יחסי הכיסוי באופן שלא יתאם את הדירוג
- החרפת התחרות בענף באופן שיאיימו באופן משמעותי על מעמד החברה ועל ביצועיה

## אודות החברה

פרטנר תקשורת בע"מ נוסדה בשנת 1997 והחל משנת 1999 פועלת כספקית שירותי תקשורת סלולרית בישראל, במסגרת רישיון ממשרד התקשורת, להקמה והפעלה של רשת תקשורת ניידת בטכנולוגיית GSM. בחודש דצמבר 2001, בעקבות זכייתה במכרז על רצועות תדרי דור שני ותדרי דור שלישי, הוארך לה תוקף הרישיון עד שנת 2022. בסוף שנת 2004 השיקה פרטנר שירותי תקשורת בטכנולוגיה מתקדמת של הדור השלישי ("3G"). פרטנר, באמצעות שם המותג הבינלאומי Orange™, מספקת שירותים לכשליש ממנויי הטלפון הסלולרי בישראל. בחודש אוקטובר 2010 רכשה פרטנר את חברת "012-סמייל", הפועלת בתחום הטלפוניה הקווית ושירותי גישה לאינטרנט (ISP). בעלת השליטה הינה חברת סקיילקס (44.5%).

## היסטוריית דירוג



7

## פרסומים קשורים

- [דוח מעקב 2010 \(אוגוסט 2010\)](#)
- [דוח הכנסת לרשימת מעקב - סקיילקס וסאני אלקטרוניקה \(אוגוסט 2011\)](#)
- [דוח מתודולוגיה של ענף התקשורת \(יוני 2011\)](#)

## מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות *</b> Funds From Operation (FFO)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת *</b> Cash Flow from Operation (CFO)
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי *</b> Retained Cash Flow (RCF)
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי *</b> 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 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: CTP071111000M

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") 2011.

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 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 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.