

**סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ**

אופק: יציב	A1	דירוג סדרה - אג"ח ד'
------------	----	----------------------

**אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת<sup>1</sup>**

**הרחבת פעילות החברה למדינות נוספות – ארה"ב וצ'כיה וכן נבחנת הרחבת הפעילות למדינות נוספות**

במהלך שנת 2004, רכשה סקופ חברה קטנה בארה"ב בהשקעה של כ-500 אלף דולר. בפברואר 2006 רכשה החברה משלושה תאגידיים קשורים תמורת 11 מ' דולר את הפעילות העסקית של 3 מרכזי הפצה בחוף המזרחי של ארה"ב. הרכישה כללה את כל רכושה של החברה המוכרת, כולל מלאי בסך של 8 מ' דולר. במרץ 2005, רכשה החברה את פעילותה העסקית (מלאי, מכונות וציוד ומוניטין) של חברה צ'כית העוסקת במסחר במתכות תמורת כ-895 אלף יורו אשר היקף מכירותיה בשנת 2004 עמד על כ-3.8 מ' יורו. החברה מתכננת להרחיב את פעילותה למדינות נוספות בשנים הקרובות בהתאם להזדמנויות העסקיות. החברה מעריכה כי הרחבת הפעילות למדינות נוספות תורמת להגדלת המכירות ומאפשרת שינוע של מלאים בהתאם לביקושים באזורים השונים.

**שינוי בהרכב הבעלות באמצעות הנפקות הון פרטיות לקרן פימי וקבוצת מגדל אשר כתוצאה מכך תרד החזקתו של מר שמואל שילה מלמעלה מ-50% לכ-36.4%. בנוסף הקצתה החברה אופציות לחברת כלל אשר מימושן יוריד את ההחזקות של מר שילה לכ-33.3%.**

בחודש מרץ 2006 חתמה החברה על הסכם עם פימי לפיו תקצה החברה לפימי מניות אשר יהוו מיד לאחר הקצאתן כ-27.64% מהון מניות החברה (וכ-25.09% בדילול מלא), תמורת סך של כ-157 מ' ₪. בנוסף, בחודש מרץ 2006, חתמה החברה עם חברות מקבוצת מגדל על הסכם להקצאת מניות אשר יהוו מיד לאחר הקצאתן כ-8.17% מהון מניות החברה (כ-7.16% בדילול מלא) תמורת 30 מ' ₪. בעקבות ההקצאה, ישתנה גודל והרכב הדירקטוריון כך שמספר החברים בדירקטוריון יעלה לכ-8 דירקטורים אשר מתוכם, ימונו 3 דירקטורים על ידי קרן פימי, שלושה דירקטורים מטעם מר שמואל שילה ושני דירקטורים חיצוניים. בנוסף, נחתם הסכם ניהול בין החברה לפימי על פיו פימי תהיה זכאית לדמי ניהול שנתיים בסך 120 אלף דולר לתקופה של שנתיים עם אופציה להארכה לעוד שלוש שנים.

בנוסף, הנפיקה החברה חוב בסך של 50 מ' ₪ לקבוצת כלל בריבית שנתית של כ-3.95% צמוד מדד העומד לפירעון בין שנת 2008 ל-2011. במסגרת העסקה, הקצתה החברה לכלל, ללא תמורה כתבי אופציה אשר במידה וימומשו, יהוו כ-7% מהון החברה.

כתוצאה מהקצאות אלו תרד החזקתו של מר שמואל שילה לכ-36.4% ובדילול מלא (כולל האופציות של כלל) תרד החזקתו לכ-33%.

מחבר:

אביטל איגנר

אנליסטית

[a.igner@midroog.co.il](mailto:a.igner@midroog.co.il)

אנשי קשר:

אביטל בר דיין

ראש תחום תאגידיים

ומוסדות פיננסיים

[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

מידרוג בע"מ

מגדל המילניום

רח' הארבעה 17

תל-אביב, 64739

טל': 03-6844700

פקס: 03-6855002

[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)

[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

<sup>1</sup> מאז פרסום הדוח האנליטי בחודש פברואר 2005

## מדיניות חלוקת דיבידנד

בהסכם בין בעל השליטה הנוכחי לפימי, נקבע כי על פי כוונת בעלי השליטה, החברה תחלק דיבידנד שנתי שלא יפחת מסך של כ-5 מ' דולר בכפוף לצרכי ההון החוזר של החברה, צרכי ההשקעות ההוניות הצפויות לחברה ובהתקיים שהרווח השנתי הנקי יעלה על 9 מ' דולר וכן שהחלוקה לא תשפיע על יכולת החברה לגייס הון או חוב. בשנת 2005 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-30 מ' ₪.

### **ביצוע השקעות גבוהות ברכוש קבוע ובהטמעת מערכת SAP - החברה מעריכה שלא תבצע השקעות נוספות במהלך שנת 2006.**

במהלך שנת 2005 ביצעה החברה השקעות גבוהות מאוד ברכוש קבוע אשר הסתכמו בכ-80 מ' ₪. ההשקעות העיקריות כוללות: השקעה במחסנים אוטומטיים לתחומי האביזרים, ברגים, חומרי רתך וצנרת נחושת בסך של כ-25 מ' ₪, השקעה בסככה וקומת משרדים למחסן התעשייה האוירית בעלות של כ-10 מ' ₪, השקעה במחסן אוטומטי לתחום המוטות והצינורות בסכום של 10.9 מ' ₪, קו חיתוך בעלות של כ-5 מ' ₪, רכישה והכשרה של 25 אלף מ"ר שטח נוסף צמוד לאתר החברה בהשקעה של כ-10.6 מ' ₪ והשקעה בתוכנת SAP ובהטמעתה בסכום של כ-9.3 מ' ₪. בנוסף, השקיעה החברה סך של כ-13.9 מ' ₪ במהלך העסקים הרגיל שלה.

לאחר השלמת ההשקעות הרבות בשנת 2005, החברה מעריכה כי לא תבצע השקעות מהותיות נוספות בשנת 2006.

### **הרחבת ההסכם עם התעשייה האווירית לשנת 2006**

בספטמבר 2005, חתמה החברה על הרחבת הסכם המסגרת עם התעשייה האווירית לאספקת פלטות אלומיניום לשנת 2006 (עם אפשרות דחיית חלק מן הכמות לשנת 2007). להערכת החברה, היקף ההכנסות הצפוי לנבוע לחברה מההסכם והתוספות להסכם יעמדו על כ-100-85 מ' ₪. בשנת 2005 הסתכמו ההכנסות מהתעשייה האווירית בסך של כ-65.4 מ' ₪.

## התפתחות התוצאות הכספיות

### **גידול משמעותי בהכנסות ושחיקה בשיעורי הרווחיות כתוצאה מהעלייה במחירי המתכות**

הכנסות החברה בשנת 2005 עלו בכ-20% ביחס לשנת 2004 ועמדו על כ-603 מ' ₪. הגידול נובע בעיקר ממכירות לשוק הישראלי ובכללן המכירות לתעשייה האווירית שעמדו על כ-65 מ' ₪ לעומת כ-33 מ' ₪ בשנת 2004 וכ-4.6 מ' ₪ בשנת 2003, וכן עליה במחירי המכירה של המוצרים כתוצאה מעליית מחירי המתכת. סך המכירות לחו"ל גדלו באופן מתון מכ-85 מ' ₪ בשנת 2004 לכ-91 מ' ₪ בשנת 2005. על אף הגידול המשמעותי בהכנסות, ניכרת ירידה בשיעור הרווחיות הגולמית מכ-35% בשנים 2003-2004 לכ-29% בשנת 2005. הירידה בשיעור הרווחיות נובעת בעיקר מעליית מחירי מוצרי המתכת, אשר לא גולגלה במלואה למחיר ללקוח. בנוסף, הושפעו הרווח התפעולי ושיעור ה-EBITDA מעלייה זו. יש לציין כי בשנת 2004 נהנתה החברה ממימוש מלאים שנרכשו במחירים נמוכים יותר ועל כן הרווחיות בשנה זו אינה מייצגת. הוצאות המימון של החברה עלו באופן משמעותי מכ-13 מ' ₪ בשנת 2004 לכ-30 מ' ₪ בשנת 2005 בעיקר כתוצאה מגידול בסך החוב אשר הגדיל את הוצאות הריבית בכ-13 מ' ₪. כתוצאה משינויים אלה, ירד הרווח הנקי בשנת 2005 לכ-42 מ' ₪ ביחס לכ-58 מ' ₪ בשנת 2004.

### **גידול במלאי שהביא לגידול בצרכי ההון החוזר אך ללא שינוי במספר ימי המלאי**

בשנתיים האחרונות הגדילה החברה את המלאי מכ-163 מ' ₪ נכון ל-31.12.2003 לכ-286 מ' ₪ נכון ל-31.12.2004 לכ-381 מ' ₪ נכון ל-31.12.2005. הגידול בסעיף המלאי נובע הן מעליית מחירי המתכת והן מאסטרטגיית החברה לשמירה על מלאים גבוהים המקנים גמישות באפשרויות אספקה ללקוחות. הגידול בסעיף המלאי לא לווה בגידול משמעותי בימי המלאי אשר עמדו נכון ליום 31.12.2005 על כ-327 יום, כשנה. הגדלת המלאי כאמור הגדילה את

צרכי ההון החוזר של החברה אשר עמדו על כ-527 מ' ש' נכון ליום 31.12.2005 והיוו כ-87% מההכנסות לעומת כ-81% מסך ההכנסות בשנת 2004 וכ-73% מההכנסות בשנת 2003

#### נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ש'	2005	2004	2003
הכנסות	603,846	501,186	285,883
רווח גולמי	177,915	174,557	99,768
שיעור רווח גולמי	29%	35%	35%
רווח תפעולי	88,241	108,692	40,552
שיעור רווח תפעולי	15%	22%	14%
הוצאות מימון	29,936	12,966	14,470
שיעור EBITDA	57%	68%	49%
רווח נקי	42,010	57,790	16,399
שיעור רווח נקי	7%	12%	6%
הון חוזר	526,981	405,925	209,925
הון חוזר מסך המכירות	87%	81%	73%
מלאי	381,847	286,290	163,791
ימי מלאי	327	320	321
ימי ספקים	74	65	98
ימי לקוחות	147	148	141

#### גידול משמעותי בחוב הפיננסי אך הגידול הצפוי בהון כתוצאה מהקצאת המניות לפימי ולמגדל יביא לשיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית

סך החוב הפיננסי של החברה גדל באופן משמעותי ועמד נכון ל-31.12.2005 על כ-570 מ' ש' לעומת כ-374 מ' ש' נכון ל-31.12.2004. החוב הפיננסי נטו עלה באופן מתון יותר מכ-291 מ' ש' נכון ל-31.12.2004 לכ-417 מ' ש' נכון ל-31.12.2005 שכן לחברה יתרות נזילות בגובה של כ-150 מ' ש'. הגידול בחוב הביא לירידה בחלק מיחסי האיתנות הפיננסית נכון ל-31.12.2005 לפני הקצאת המניות לפימי ולכלל כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן ירד לכ-30%, ויחס הוב ל-CAP עלה לכ-66%. לאחר השלמת מהלך הקצאת המניות, יגדל הון החברה בכ-187 מ' ש' כך שיחס ההון העצמי לסך המאזן יעלה לרמה של כ-41% ויחס החוב ל-CAP ירד לכ-54% ויחס החוב נטו ל-CAP ירד לכ-40%. מידרוג מעריכה כי יחסי איתנות אלו מצביעים על איתנות פיננסית גבוהה יחסית.

#### חוב ויחסי איתנות פיננסית

אלפי ש'	פרופורמה 2005	2005	2004	2003
חוב פיננסי	569,108	569,108	374,191	229,043
חוב פיננסי נטו	417,880	417,880	291,714	158,407
הון עצמי לסך מאזן	41%	30%	34%	35%
חוב ל-CAP	54%	66%	61%	58%
חוב נטו ל-CAP	40%	48%	47%	40%

#### ירידה ב-FFO וגידול בחוב הביאו להרעה מסוימת ביחסי הכיסוי

תזרים המזומנים מפעילות שוטפת היה שלילי בשנתיים האחרונות, על אף הרווח הנקי החיובי כתוצאה מגידול בצרכי ההון החוזר בשל הגידול במלאי. ה-FFO, אשר מנטרל את השינויים בהון חוזר היה חיובי אך ירד בשנת 2005 לכ-57 מ' ש' ביחס ל-70 מ' ש' בשנת 2004, בעיקר כתוצאה מהירידה ברווח הנקי, מהסיבות שפורטו לעיל.

הירידה ב-FFO ביחד עם הגידול בחוב הביאו להרעה מסוימת ביחסי הכיסוי של החברה כך שיחס החוב הפיננסי ל-FFO עלה מכ-4.1 בשנת 2004 לכ-10 בשנת 2005 ויחס החוב נטו ל-FFO עלה מכ-3.2 בשנת 2004 לכ-5.6 בשנת 2005. מידרוג מעריכה כי יחסי הכיסוי הנ"ל הינם גבוהים יחסית למאפייני הפעילות החברה.

#### תזרים ויחסי כיסוי

אלפי ₪	2005	2004	2003
תזרים מפעילות שוטפת	-60,722	-126,863	12,687
תזרים מפעילות השקעה	-79,290	8,296	-3,010
מזה, CAPEX	64,771	34,260	13,456
תזרים מפעילות מימון	197,313	162,607	-22,827
FFO	57,182	70,386	34,063
חוב ל-FFO	10.0	5.3	6.7
חוב נטו ל-FFO	7.3	4.1	4.7
חוב פיננסי ל-EBITDA	5.6	3.2	4.7
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	4.1	2.5	3.2
EBITDA להוצאות מימון	3.4	9.1	3.4

#### שיקולים עיקריים לדירוג

החברה הינה בעלת מעמד מוביל בשוק המקומי בתחום הסחר במוצרי מתכת; בשנים האחרונות יישמה בהצלחה אסטרטגיה של צמיחה באמצעות הרחבת תחומי הפעילות, הגדלת מגוון המוצרים וניצול הזדמנויות עסקיות, ביניהן חולשת מתחרים, לחיזוק מעמדה בענף; לאחרונה, החלה בפעילות בחו"ל בארה"ב ובצ'כיה; מחירי מוצרי המתכת נגזרים ממחירי המתכות בעולם אשר מתאפיינים בתנודתיות; למגמות העולמיות במחירי המתכות השפעה ניכרת על התוצאות הכספיות של החברה, ובפרט על ההכנסות ושולי הרווח. לחברה אין יכולת לשלוט באופן מלא ושיטתי במרווח הפעילות, על מנת לצמצם את השפעת השינויים במחירי המוצרים על שולי הרווח היא נוהגת להתאים את רכש מלאי המוצרים גם בהתחשב בתחזיותיה באשר למגמת המחירים. בנוסף מושפעים שיקולי הרכש ממלאי המוצרים הקיים ומרמת הביקושים; החברה נוהגת לשמור על מלאי מוצרים בהיקפים גבוהים לאורך כל השנים ואף הגדילה את המלאי בשנתיים האחרונות; מידרוג מעריכה כי היקפי מלאי גבוהים אלו אשר מאופיינים באורך חיי מדך גבוה יוצרים לחברה, מחד, יתרונות מול המתחרים בכל הקשור בזמינות אספקת מוצרי מתכת, אולם, מאידך, מגבירים את רגישות האיתנות הפיננסית והתוצאות הכספיות לשינויים בערך המלאי; איכות ניהול גבוהה אם כי ניכרת ריכוזיות ניהולית; ירידה ביחסי האיתנות הפיננסית אולם רמתם הנוכחית הינה מספקת בהתחשב במאפייני הפעילות; נגישות טובה לשוק ההון בישראל הבאה לידי ביטוי ביכולת גיוס חוב והון לצורך שירות הפעילות השוטפת ובעיקר פעילות ההשקעות;

#### סיכונים עסקיים ופיננסיים

החברה חשופה לשינויים במחירים העולמיים של חומרי הגלם הנתונים לתנודתיות בשל גורמי ביקוש והיצע עולמיים.

לאורך השנים מחירי המתכות תנודתיים ובעלי שונות גבוהה - רמת המחירים של מוצרי המתכת בהן סוחרת החברה, מושפעת מגורמי ביקוש והיצע עולמיים ונגזרת ממחירי המתכות הבסיסיים; תנודות אלו משפיעות על המרווח בו פועלת החברה ולחברה אין יכולת לשלוט באופן מלא ושיטתי במרווח. התנודות במחירי המתכות ובמחירי מוצרי המתכת, הנגזרים מכך, משפיעים על שולי הרווח הגולמי, אשר ירדו מכ-35% בשנת 2004 לכ-29% בשנת 2005. גורם

סיכון זה מקבל משנה תוקף בהתחשב ברמת המלאי הגבוהה אותה נוהגת החברה להחזיק לאורך שנים. אחזקת מלאי גבוה הינה חלק מהעקרונות הניהוליים עליהם מתבססת הפעילות וחלק מהיתרון שנבנה לחברה. החברה נוהגת לשנות את היקף המלאי עפ"י תחזיותיה להתפתחות מגמת המחירים. מידרוג מעריכה כי חוסר היכולת לשלוט במרווח מהווה גורם סיכון בפעילות החברה.

#### **הביקוש הגובר בסיין למתכות מגדיל את אי הוודאות באשר למגמת מחירי המתכות ולזמינות האספקה.**

בשנים האחרונות ניכרת עלייה במחירי המתכות בעולם, הנובעת מהגדלת הביקושים מסיין, המהווה כ-25% מסך הביקוש העולמי. ממשלת סין פועלת לצינון הכלכלה הסינית ואולם עדיין לא הוכחה הצלחתה. ההערכות כיום באשר למגמת מחירי המתכות בעתיד אינן אחידות, כאשר ישנן הערכות כי לאור פוטנציאל ביקוש גבוה לשוק הסיני תיתכן התארכות מחזור המחירים. חוסר וודאות זה ופוטנציאל ביקוש גבוה בשוק הסיני מגבירים להערכת מידרוג את אי הוודאות באשר לזמינות חומרי גלם ובאשר למגמת המחירים, שניהם בעלי השפעה מהותית על רווחיות החברה.

#### **ניהול ריכוזי**

ההנהלה הבכירה כוללת את המנכ"ל ואת מנהל העסקים הראשי, שניהם מעורבים באופן שוטף בפעילות, ובפרט בבקרה על תמחור המוצרים ללקוחות. מידרוג מעריכה כי החברה מנוהלת על בסיס מנגנון ריכוזי. מר שמואל שילה, המנכ"ל ובעל המניות העיקרי, התווה את אסטרטגיית הפעילות שהנחתה את החברה בשנים האחרונות ומתוכננת לעתיד. מידרוג מעריכה כי לשינוי בהרכב הדירקטוריון בעקבות השינוי בהרכב הבעלות לאחר הקצאת המניות לקרן פימי יכולה להיות השפעה על האסטרטגיה העסקית.

#### **מדיניות לשמירה על מלאי בהיקפים גבוהים חושפת את החברה לסיכון של ירידת מחירי המלאי ומובילה לצרכי הון חוזר משמעותיים**

החברה שומרת על מלאי בהיקפים גבוהים לאורך כל השנים. שיקולי רכש המלאי כוללים החזקת מגוון גדול של מוצרים על מנת לאפשר יישום אסטרטגית ה- One stop shop וגישה של ניצול תנודתיות במחירים וזאת בהתבסס על הערכות הנהלת החברה באשר למגמת המחירים. נכון ליום 31.12.2005 הסתכמה עלות המלאי ב-381 מ' ש"ח לעומת 286 מיליון ש"ח ביום 31.12.2004. ימי המלאי עמדו על כ-320 יום בשנים האחרונות. מידרוג מעריכה כי היקפי מלאי גבוהים אלו יוצרים מחד יתרונות מול המתחרים בכל הקשור בזמינות אספקת מוצרי מתכות, אולם, מאידך, מגבירים את רגישות האיתנות הפיננסית והתוצאות הכספיות לשינויים בערך המלאי. החזקת מלאי בהיקפים אלה ביחד עם אשראי לקוחות גבוה לעומת אשראי הספקים, מגדילה את צרכי ההון החוזר, אשר עמדו ב-31.12.2005 על 527 מיליון ש"ח. בשנתיים האחרונות גדלו צורכי ההון החוזר ביחס להכנסות מרמה ממוצעת של כ-70% לרמה של למעלה מ-85%.

#### **לוח הסילוקין מורכב מפרעונות קרן בהיקפים גבוהים בשנים הקרובות אשר מצריכים מיחזור חוב**

החוב הפיננסי של החברה מורכב מאשראי בנקאי לזמן ארוך בסכום של כ-200 מ' ש"ח, אג"ח בסכום של כ-197 מ' ש"ח וכן אשראי לזמן קצר (כולל חלויות שוטפות) בסכום של כ-165 מ' ש"ח. לוח הסילוקין של חובות החברה כולל פירעון קרן בהיקף גבוה מאוד בשנת 2006, בסכום של כ-164 מיליון ש"ח (כ-74 מ' ש"ח נפרעו בתחילת 2006). יתרת הפירעונות בין השנים 2004 ל-2010 כוללים פירעונות קרן בהיקפים של כ-100 מ' ש"ח לשנה. מידרוג מעריכה כי לוח סילוקין זה עלול להכביד על תזרים המזומנים בשנים הבאות ויצריך מחזורי חוב בסכומים משמעותיים בכל שנה. הנגישות הגבוהה למקורות מימון ביניהם בנקים ושוק ההון, מסגרות אשראי שאינן מנוצלות ויתרות המזומן אותן נוהגת החברה להחזיק עשויות לתמוך בפירעון ההתחייבויות.

## חשיפה מטבעית אינהרנטית לפעילות החברה

לחברה חשיפה מטבעית הנובעת מכך שפעילות היבוא הינה במט"ח והמכירות ברובם הינם ללקוחות בשוק המקומי ובשקלים. לחברה אין גידור מלא של החשיפה המטבעית, אולם בכדי להקטין את החשיפה היא מעדכנת את המחיר השקלי ללקוחות בהתאם לשינויים בשער החליפין של הדולר ומבצעת הגנה נוספת על ידי שימוש בחוזים עתידיים

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- חבירה לשותף אסטרטגי כגון קונצרן בינלאומי ושימוש כסוכן אזורי

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- שינויים בתנאי השוק העולמיים אשר ישפיעו על יכולת החברה להסתגל לתנאי השוק החדשים
- פגיעה ממשית באיתנות הפיננסית ושינוי ביחסי האיתנות הנגזרים מפעילות החברה בשנים האחרונות.

## אודות המנפיק

סקופ סחר מתכות ושירותים טכניים בע"מ עוסקת ביבוא ושיווק של מוצרי מתכת בהם נירוסטה, אלומיניום, פלדה, סגסוגות ניקל, מתכות צהובות, טיטניום ומוצרי פלסטיקה. מוצרי החברה כוללים פחים, מוטות, אביזרים, ברגים, שבכות, חומרי רתך, צינורות ועוד. החברה מציעה מגוון רחב של מוצרים למגוון רחב של ענפי משק הכוללים כימיה, אלקטרוניקה והיי טק, תשתיות, בניה, מזון ותעשייה ביטחונית. בשנת 2004 החלה החברה להרחיב את פעילות מסחר המתכות לחו"ל באמצעות רכישת חברות בצ'כיה ובארה"ב. החברה הוקמה בשנת 1980 כחברה פרטית. בשנת 1992 הונפקו ניירות ערך בבורסה לניירות ערך בת"א.

## סולם הדירוג

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 משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CTS04040600F

**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") 2006**

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, 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. 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.