



שניב תעשיות נייר בע"מ

מעקב | ספטמבר 2014

1

מחבר:

אלעד ביטון, אנליסט
eladb@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

שניב תעשיות נייר בע"מ

אופק דירוג: יציב	Baa1	דירוג סדרה
------------------	------	------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג אגרות החוב (סדרה ב) שהנפיקה שניב תעשיות נייר בע"מ ("שניב" או "החברה") מ Baa2 ל- Baa1 ושינוי האופק מחיובי ליציב.

הדירוג חל על סדרת האג"ח במחזור, כדלקמן:

סדרה	מס' ני"ע	מועד ההנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30/06/2014 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ב'	1128271	05/2013	4.6%	מדד	64.5	2014-2018

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

העלאת הדירוג נתמכת בשיפור מהותי ברווחיות החברה ובתזרים מפעילות, אשר קיצר את יחסי כיסוי החוב. עיקר השיפור נבע ממעבר לשימוש בגז טבעי (חלף מזוט וגפ"מ) החל מיוני 2013. בנוסף, החברה שוקדת בימים אלו על הקמת תחנת כח לייצור חשמל שתופעל ע"י גז טבעי- הפעלת התחנה (יולי 2015 עפ"י תכנית החברה) תחסוך לחברה עלויות חשמל וקיטור בסכומים משמעותיים.

בשנים האחרונות ביססה החברה בהדרגה נתח שוק משמעותי ויציב בענף מוצרי הנייר לבית, כ- 25% בשוק הנייר הגולמי ו- כ- 20% בשוק המוצרים המוגמרים. בשלוש שנים האחרונות רשם תחום זה עליה ממוצעת של כ- 28% במכירות. אסטרטגיית החברה היא להמשיך ולהרחיב את פעילותה בשוק המוצרים המוגמרים המהווה כיום כ-75% ממכירתיה וצפוי להוסיף ולגדול בשיעור.

צמיחה במכירות מוצרים מוגמרים, ירידה משמעותית במחיר התאית בשנת 2013 (10%) ומעבר לשימוש בגז הוביל לשיפור משמעותי ברווחיות החברה (שיעור הרווח התפעולי בסוף 2013 עמד על 8% לעומת 4% ב-2012). ענף מוצרי הנייר לבית מאופיין להערכתנו ברמת סיכון נמוכה-בינונית נוכח ביקושים יציבים וחסמי כניסה, אולם מנגד צמיחה מתונה, היקף פעילות מוגבל והשקעות הוניות. חדירת החברה לשוק המוצרים המוגמרים לוותה בתכנית השקעות נרחבת בהקמת קווי ייצור ושדרוגם, תכנית זו החלה ב-2006 ועלותה נאמדת בכ- 60 מיליון ₪. אנו מעריכים כי המשך התייעלות בייצור וצמיחה משמעותית תלווה בהשקעות נוספות, אם כי בהיקפים מתונים מבעבר.

כ- 65% ממכירות החברה נובעות מהשוק הקמעונאי. כמחצית מכך במותג פרטי וכמחצית במותגי החברה (טאצ', שאפו, עדן ו Lovely). להערכתנו, לחברה מעמד עסקי מוגבל יחסית, בשל הישענות על מוצרי הנייר בעיקר, נוכחות מועטה במגזר המוסדי, תלות ברשתות השיווק הגדולות וחוזק מותג נמוך יחסית.

שיפור תוצאות פעילות החברה הוביל ליחסי כסוי מהירים יותר, מכך חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO (12 חודשים אחרונים) בסוף חציון ראשון 2014 עמדו על 3.8 ו- 4.7 לעומת 7.6 ו- 13.1. אנו מעריכים כי יחסי כיסוי אלו צפויים להישמר בקירוב בטווח הקצר ואילו בטווח הארוך (עקב הפעלת תחנת הכח) הם עשויים להשתפר ולנוע בטווחים 3-4 ו- 4-5, בהתאמה. דעת מידרוג היא כי יחסי כיסוי אלו תואמים את רמת הדירוג החדשה של החברה, בהתחשב במגבלותיה העסקיות ובהיקף פעילותה, ותומכים במהלך העלאת הדירוג. אנו מעריכים את התזרים החופשי (FCF) בשנים 2014-2015 בהיקף נמוך יחסית, בהתחשב גם בהשקעות ההוניות. אמצעייה הנזילים של החברה (מזומנים ושווי מזומנים) עומדים על 10 מיליון ₪ (נכון ליום 30.6.2014) ואינם מספיקים לצרכי שירות הקרן בטווח הקצר, כתוצאה מכך בטווח

הקצר החברה נסמכת בעיקר על מסגרות אשראי פנויות, בהיקף משמעותי, כמחצית מהן חתומות וכן על מחזור חוב. לחברה אמות מידה פיננסיות בהן היא עומדת כיום במרווח מספק.

שניב - נתונים פיננסיים עיקריים (מיליוני ₪):

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	H1 2013	H1 2014	
154	161	192	201	98	101	הכנסות
28	34	40	51	23	30	רווח גולמי
18.4%	21.3%	20.6%	25.3%	23.3%	29.9%	שיעור רווח גולמי
4	7	8	16	6	11	רווח תפעולי
2.8%	4.4%	4.0%	8.0%	6.1%	11.3%	שיעור רווח תפעולי
(0)	(3)	2	1	(4)	6	רווח נקי
2	9	2	9	23	10	יתרות נזילות
78	105	92	106	110	109	חוב פיננסי
76	96	89	97	87	99	חוב פיננסי נטו
199	228	230	249	252	245	סך נכסים
38%	32%	33%	31%	29%	32%	הון עצמי למאזן
50%	57%	53%	55%	58%	55%	חוב ל-CAP
12	14	15	23	10	15	EBITDA
7.7%	8.5%	7.7%	11.6%	9.8%	15.1%	EBITDA %
15	(2)	10	7	10	7	CFO
7	8	9	18	6	12	FFO
(9)	(10)	(13)	(9)	(5)	(6)	השקעות ברכוש קבוע
6.6	7.7	6.2	4.5	7.6	3.8	חוב פיננסי ל-12 (EBITDA חודשים אחרונים)
11.5	13.2	10.2	6.0	13.1	4.7	חוב פיננסי ל-12 (FFO חודשים אחרונים)

* החוב הפיננסי ברטו כולל התחייבות לספקים בגין רכוש קבוע בסך כ-2 מיליון ₪ בשנת 2013, כ-4 מיליון ₪ בשנת 2012 וכ-6 מיליון ₪ בשנת 2011.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

נתח שוק מהותי בענף קטן ויציב עם תחרותיות נמוכה

שניב מייצרת נייר גולמי (60% נועד לשימוש עצמי) ומוצרי נייר מוגמרים, כגון נייר טואלט, מגבות נייר, מפיות וממחטות. הביקוש למוצרי החברה מאופיין בקשיחות יחסית נוכח היותם מוצרי צריכה בסיסיים ומתכלים אשר הביקוש להם נגזר מגודל האוכלוסייה. ענף מוצרי הנייר מאופיין בחסמי כניסה גבוהים ובמתחרים מעטים, לרבות היקף ייבוא נמוך. זהו ענף קטן יחסית עם מחזור מכירות של כ-1 מיליארד ₪, המתפלג בין מכירות למגזר הפרטי (כ-70%) לבין המגזר המוסדי (כ-30%). גורמי הסיכון המבניים בענף הינם מחירי תאית ואנרגיה. מכירות החברה הן ברובן למגזר הפרטי כאשר יכולתה לפנות למגזר המוסדי מוגבלת בשל היעדר סל מוצרים רחב הכולל מוצרי ניקיון ומוצרים משלימים.



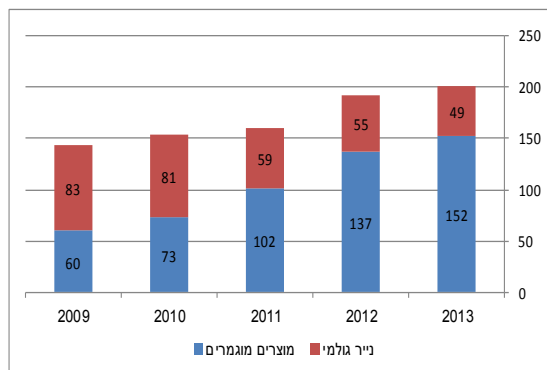
חו"ג העיקריים לייצור מוצרי הנייר הביתי הינם תאית ונייר ממוחזר. בשנים האחרונות החברה מגדילה את השימוש בנייר הממוחזר ומקטינה את השימוש בתאית. הנייר הממוחזר הינו בעל תנודתיות מחיר נמוכה ביחס למחיר התאית ולכן מעבר נרחב לשימוש בנייר הלבן על חשבון תאית מביא לקיטון בחשיפה לתנודתיות מחירי חו"ג.

ייצור מוצרי נייר כרוך בצריכת אנרגיה גבוהה המהווה כ-25% מסך עלויות הייצור. המעבר לשימוש בגז טבעי ביוני 2013 הקטין את הוצאות האנרגיה ל-20% מסך עלויות הייצור והקטין את חשיפת החברה לתנודות במחירי האנרגיה. החברה שוקדת בימים אלו על הקמת תחנת כח לייצור חשמל בהספק של כ-5 MW שתופעל ע"ג טבעי (קוגנרציה) בעלות של כ-21 מיליון ₪ (80% מימון בנקים). התחנה צפויה להתחיל לעבוד ביוני 2015 ולהניב חסכון משמעותי בהוצאות החשמל והקיטור. הקטנת רכיב הוצאות האנרגיה תקטין החשיפה לתנודות מחירי האנרגיה.

הגדלת נתח השוק במדפים והוזלה משמעותית בעלות האנרגיה

מכירות החברה מוסיפות לצמוח, כאשר קצב הצמיחה הממוצע בשלוש שנים האחרונות עמד על 10%. צמיחה זו נבעה מגידול במכירות מוצרי הנייר המוגמרים, בשיעור של כ-28% בממוצע בשלוש שנים האחרונות, וזאת על חשבון הירידה במכירות נייר גולמי. הגידול נבע בעיקר מהגדלת נתח השוק של החברה בתחום נייר הטואלט המהווה את עיקר מכירות המגזר וכן מכניסה לקטגוריות מוצר חדשות בתחום הנייר לשימוש ביתי. אנו מעריכים כי ביכולת החברה להגדיל עוד את נתח השוק באמצעות כניסה לרשתות שאין לה בהן נוכחות כיום.

התפתחות מכירות מגזרי החברה 2009-2013 במיליוני ₪



שנת 2013 התאפיינה בגידול ניכר בשיעורי הרווחיות בשל מעבר לשימוש בגז טבעי (החל מיוני 2013), במקום גפ"מ ומזוט, אשר תרם לרווח הגולמי ב-2013. הרווחיות שופרה גם בשל המשך הגידול במכירות המוצרים המוגמרים שהינם בעלי רווחיות גבוהה יותר. כמו כן החברה זכתה לרוח גבית מצד ירידה חדה במחירי התאית (כ-10% במהלך 2013) ודולר נמוך יחסית. הוצאות ההובלה מהוות מרכיב מהותי בהוצאות המכירה של שניב, בין השאר בשל נפח הסחורה וריחוק מפעל החברה ממרכז האוכלוסין.

מידרוג מניחה בטווח הקצר המשך צמיחה בקצב המכירות עקב העמקת החדירה במוצרי נייר מוגמר אשר תושג באמצעות גיוס לקוחות חדשים וגידול טבעי. רמת הרווחיות של שנת 2013 צפויה להשתפר קלות (בעיקר בשל חיסכון מהגז שהטבעי שלא התבטא במלואו בשנת 2013) ולשמור על יציבות בטווח זה. בטווח הבינוני מדרוג מניחה המשך צמיחה במכירות בעקבות צמיחה במכירות מוצרי נייר מוגמרים, אם כי בקצב נמוך מבעבר ושיפור בשיעורי הרווחיות כתוצאה מפעילות תחנת הכח וחסכון בעלויות האנרגיה כנזכר לעיל.

פיזור עסקי צר

מכירות החברה ברובן המכריע מתבצעות למגזר הפרטי כאשר המכירות שמתבצעות למגזר המוסדי מתבצעות בעיקר דרך סיטונאים והינן בהיקף נמוך. בניגוד לצמיחה המהירה במכירות למגזר הפרטי, לחברה אין אפשרות למכור לשוק המוסדי בהיקפים גדולים עקב סל מוצרים מוגבל- בעיקר בשל העובדה שלחברה אין יכולת ייצור מוצרי ניקיון מבוססי כימיקלים. חוסר היכולת להעמיק את החדירה לשוק המוסדי מגביל את פיזור הסיכון של החברה ומשאיר אותה חשופה מאוד לשינויי הצריכה במגזר הפרטי וללקוחות הקמעונאיים הגדולים.



סל המוצרים של החברה חסר גיוון נרחב ומורכב ברובו ממגוון מצומצם של מוצרים (מגבות נייר, טישו ונייר טואלט). יכולת מוגבלת להתפתחות בשוק המוסדי וחוסר גיוון בסל המוצרים גוזרים לחברה היקף פעילות קטן יחסית, ומכאן תזרימי מזומנים שנתרו נמוכים, על אף השיפור המשמעותי שחל בהם בעקבות המעבר לגז. להערכתנו, רמת מינוף לא מבוטלת- בעיקר בשל השקעות כבדות שבוצעו בשנים האחרונות, תקשה על הרחבה מהירה של הפעילות באמצעות מיזוגים ורכישות על בסיס תוספת חוב בלבד.

יחסי הכיסוי שופרו בשל הגידול ברווח, אם כי רמת החוב לא צומצמה

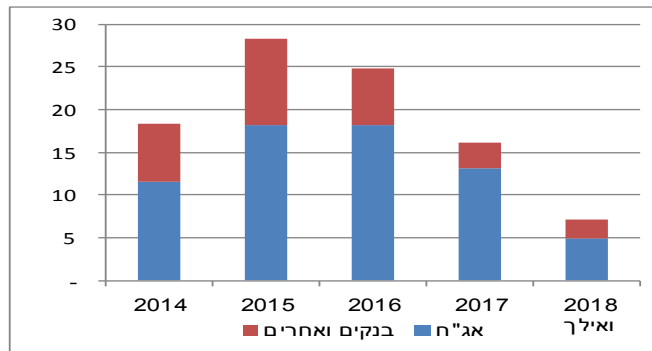
שנת 2013 הסתיימה עם רמת חוב גבוהה יותר בעיקר בשל גידול בהשקעות בהון החוזר וברכוש קבוע, לצד חלוקת דיבידנד (3 מיליון ₪). החוב הפיננסי ברוטו של החברה בסוף 2013 עמד על 106 מיליון ₪ לעומת כ- 92 מיליון ₪ בסוף 2012. במהלך 2013 בצעה החברה גיוס של כ 63 מיליון ₪ באג"ח כאשר כשני שלישי מכספי הגיוס הופנו לטובת תשלום לבנקים לצורך פינוי מסגרות אשראי. הגידול ב EBITDA, שהסתכמה ב 2013 בכ- 23.4 מיליון ₪ לעומת כ- 15 מיליון ₪, היה משמעותי יותר מהגידול בחוב ובהתאם לכך יחס חוב פיננסי ל EBITDA עמד בסוף 2013 על 4.5 לעומת 6.2 בסוף 2012. גם יחס חוב פיננסי ל- FFO השתפר ועמד בסוף 2013 על 6.0 לעומת 10.2 בסוף 2012. בחציון הראשון לשנת 2014 עמדו יחסי חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO (12 חודשים אחרונים) על 3.8 ו- 4.7, בהתאמה לעומת 7.6 ו- 13.1 בחציון מקביל. מדרוג מניחה כי בטווח הקצר רמת החוב תוסיף לגדול עקב ההשקעה בהקמת תחנת הכח וסבירות לחלוקת דיבידנדים ברמה דומה לשנת 2013. למרות זאת עקב השיפור בתוצאות כמתואר לעיל, יחסי חוב ל- EBITDA וחוב ל- FFO צפויים להישמר בטווח של 4-5 ו- 6-7 (בהתאמה). בטווח הבינוני לאחר הפעלת תחנת הכח יחסי הכיסוי צפויים לרדת ולנוע בטווחים 3-4 ו- 4-5. דעת מידרוג היא כי יחסי כיסוי אלו תואמים את רמת הדירוג החדשה של החברה, בהתחשב במגבלותיה העסקיות ובהיקף פעילותה, ותומכים במהלך העלאת הדירוג.

תזרים חופשי חלש בטווח הקצר והבינוני והישענות על מחזור חוב בטווח זה

אנו מעריכים תזרים FFO שנתי בשנים 2014 ו- 2015 בהיקף של 15-20 מיליון ₪. בניכוי השקעות הוניות בהיקף שנתי של 8-10 מיליון ₪ (ללא תחנת הכוח שצפויה להיות ממומנת ברובה ממסגרת חוב נפרדת) ובהתחשב ברמת הדיבידנדים הנוכחית, אנו מעריכים תזרים חופשי שנתי נמוך מאוד ביחס לצורכי פירעון החוב והישענות גבוהה על מחזור חוב במערכת הבנקאית או בשוק ההון. בטווח הבינוני הארוך עם השלמת תחנת הכוח התזרים החופשי עשוי לגדול במידה משמעותית. נכון ליום 30.06.2014, לחברה יתרת מזומנים בסך 10 מיליון ₪. כנזכר לעיל, גיוס האג"ח הוביל לפינוי מסגרות אשראי, מהלך שהותיר את החברה עם מסגרות אשראי פנויות (נכון ל 30.06.14) בסך של כ- 70 מיליון ₪, מחציתן חתומות. בשנתיים הקרובות צפויה החברה לפרוע כ- 54 מיליון ₪. מסגרות האשראי הקיימות לחברה הינן מספקות ביחס לתחזית הבסיס למקורות ושימושים בטווח הבינוני, אולם אתגרים לא מתוכננים עלולים להוביל לניצול גבוה ולפגוע בגמישות הפיננסית של החברה.

לחברה אמות מידה פיננסיות מול הבנקים, קרן בראשית ומחזיקי האג"ח, בהן נקבע, בין היתר, כי על החברה לעמוד ביחס חוב פיננסי נטו ל- EBITDA של 5.0 ובהון עצמי מוחשי שלא יפחת מ 25%. כיום החברה עומדת במרווח מספק ביחס הנדרש.

לוח סילוק חוב זמן ארוך* נכון ליום 30.06.2014 (מיליוני ₪):



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לזמן קצר בהיקף של כ- 16 מיליון ₪

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- גידול משמעותי במחזורי הפעילות של החברה
- שיפור מתמשך בתזרים החופשי של החברה
- המשך שיפור יחס חוב ל EBITDA ושיפור ניכר בשיעור ההון העצמי של החברה.

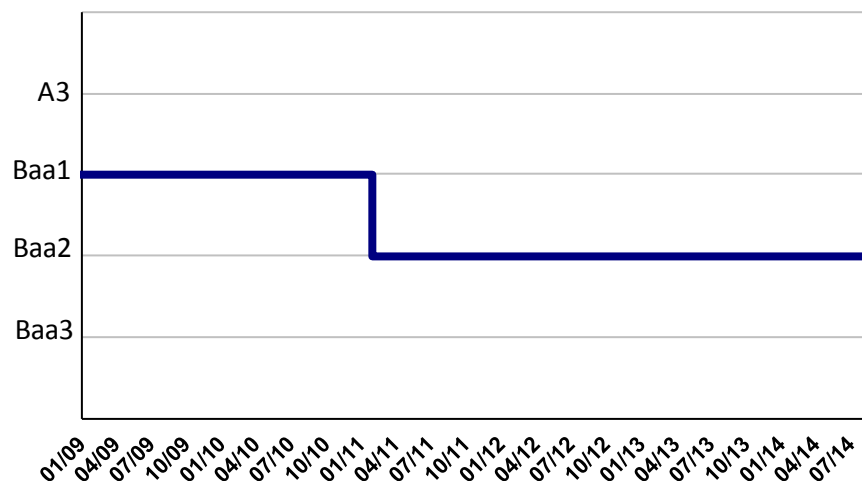
גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- המשך הצגת תזרים חופשי שלילי לאורך זמן
- מיזוגים ורכישות שיובילו לעלייה ברמת המינוף

אודות החברה

שניב עוסקת בייצור ושיווק של נייר גולמי ומוצרי נייר מוגמרים לשימושים ביתיים ולשוק המוסדי. שניב הוקמה בשנת 1988 כחברה פרטית ובשנת 1995 הונפקו מניותיה לציבור. המוצרים המיוצרים ומשווקים על ידי הקבוצה נחלקים לשני מגזרים עיקריים: (1) גלילי אב נייר (נייר גולמי) לייצור מוצרים מוגמרים לצריכה ביתית. מוצרי החברה מקבוצה זו נחלקים לשלושה סוגים עיקריים: נייר טישו, נייר קרפ ונייר מגבת. החברה נחשבת ליצרנית השנייה בגודלה בשוק הנייר הגולמי הביתי עם כושר ייצור פוטנציאלי של כ- 32,500 טון בשנה. (2) מוצרי נייר מוגמרים לשוק הקמעונאי ולשוק המוסדי. בעלי המניות בחברה הינם משפחת ברנט (60%), מר שלום לקס (11.2%), קרן מנף בראשית (13.6%) והציבור (15.2%). מנכ"ל החברה הינו מר פסח ברנט ויו"ר החברה הינו מר אברהם ברנט.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [מתודולוגיה לדירוג חברות תעשייה ומסחר, אוקטובר 2013](#)
- [שניב תעשיות נייר בע"מ - עדכון לפעולת דירוג \(מאי 2013\)](#)
- [שניב תעשיות נייר בע"מ - פעולת דירוג \(אפריל 2013\)](#)

תאריך הדוח: 03.09.2014

	מונחים פיננסיים עיקריים
	הוצאות ריבית
	Interest
	הוצאות ריבית תזרימיות
	Cash Interest
	רווח תפעולי
	EBIT
	רווח תפעולי לפני הפחתות
	EBITA
	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות
	EBITDA
	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה
	EBITDAR
	נכסים
	Assets
	חוב פיננסי
	Debt
	חוב פיננסי נטו
	Net Debt
	בסיס ההון
	Capitalization (CAP)
	השקעות הוניות
	Capital Expenditures (Capex)
	מקורות מפעילות*
	Funds From Operation (FFO)
	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*
	Cash Flow from Operation (CFO)
	תזרים מזומנים פנוי*
	Retained Cash Flow (RCF)
	תזרים מזומנים חופשי*
	Free Cash Flow (FCF)
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	
סך נכסי החברה במאזן.	
חוב פיננסי לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב פיננסי לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	
חוב פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	
* 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 מאד.
	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 מאד.
	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: CIS000914000M

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 פיסקה 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 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 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.