



ש.שלמה החזקות בע"מ - דירוג סדרות

ש.שלמה רכב בע"מ - דירוג מנפיק

דוח מעקב | ינואר 2012

מחבר:

גיא דרורי, רו"ח, אנליסט
guyd@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר-דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



ש. שלמה רכב בע"מ

אופק דירוג: חיובי	A2	דירוג מנפיק דירוג סדרות
-------------------	----	----------------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג מנפיק A2 באופק דירוג חיובי לש. שלמה רכב בע"מ ("שלמה רכב" או "החברה") כמו כן מידרוג מאשרת מחדש דירוג A2 באופק חיובי לאגרות חוב (סדרות ז' ו-ט) שהנפיקה ש.שלמה החזקות בע"מ ("שלמה החזקות") ואשר הועמדו כהלוואה לשלמה רכב, חברה בת בבעלות מלאה של שלמה החזקות, בתנאים זהים לתנאי אגרות החוב ובערבות מלאה של שלמה רכב. דירוג אגרות החוב (סדרות ז' ו-ט) שהנפיקה שלמה החזקות מתבסס על דירוג המנפיק של שלמה רכב.

אגרות החוב המדורגות:

סדרה	מס' ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30/09/2011 (מיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון קרן האג"ח
ז'	1410174	08/2006	5.50%	מדד	157	2012-2013
ט'	1410208	07/2009	5.20%	מדד	160	2012

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך במיצובה המוביל של החברה בענף הליסינג התפעולי בישראל, המתבטא בנתח שוק משמעותי במונחי היקף צי הרכבים וההכנסות מהשכרה. לחברה ניסיון רב שנים ומוניטין חזק הנקשר ליכולתה לספק שירות איכותי, מקצועי ואמין. כמו כן, החברה נהנית מיתרונות לגודל, המתבטאים בהנחות מספקים ובניצול יעיל של תשתיות ומערכי השיווק וההפצה. ענף הליסינג בישראל מאופיין בחסמי כניסה בינוניים - גבוהים, יתרונות לגודל, משך חוזי כחירה ארוכים יחסית וסחירות גבוהה יחסית של נכס הבסיס. בצד גורמי הסיכון יש לציין את רמת המינוף הגבוהה המאפיינת את הענף והחברה בתוכו, רגולציה אינטנסיבית בענף, המשפיעה על רמת הביקושים לעסקאות החכירה וכן חשיפה לערכי הגרט של צי הרכבים. הענף מאופיין מזה זמן בהיעדר צמיחה משמעותית, מצב שאינו צפוי להשתנות בקרוב, ולהערכת מידרוג מאיץ את החרפת התחרות והלחץ על מחירי השכרה. הענף והחברה בתוכו מאופיינים בתלות גבוהה במימון חיצוני לצורך שימור הצי והרחבתו. להערכת מידרוג, ענף הליסינג צפוי להתמודד עם גידול בעלויות המימון וזאת נוכח הקשחת הרגולציה למערכת הבנקאית ועליית התשואות בשוק ההון. בשיקולי הדירוג אנו מביאים בחשבון את מיצובה העסקי והפיננסי של שלמה החזקות. להערכתנו, שלמה החזקות צמצמה במידה מסוימת את חשיפתה לדרישות ההון של שלמה ביטוח (100%) נוכח עסקה למכירת תביעות תלויות בביטוח חובה בגין שנות העבר.

הרווח הנקי שופר בשנים 2009-2010 בעיקר על רקע ירידה בהוצאות המימון, אולם בתקופה ינואר עד ספטמבר 2011 ניכרת שחיקה ברווח לעומת התקופה המקבילה אשתקד וזאת נוכח עלויות פרסום גבוהות ועלייה בהוצאות מטה החברה. רמת הרווחיות של החברה נותרה טובה ביחס לחברות בענף. הנזילות הינה טובה ונסמכת על תזרימי מזומנים חזקים ויציבים מפעילות השכרת הרכבים, סחירות נכס הבסיס, נגישות טובה לגורמים המממנים. רמת החוב נותרה יציבה ויחס ההון עצמי למאזן שופר ועמד על 14.6% ליום 30.9.2011, בין השאר נוכח היציבות בהיקף הצי. החברה עומדת כיום במרווח סביר מול אמות המידה הפיננסיות, שהעמידו לה הבנקים המממנים.

לאחרונה הקים משרד התחבורה וועדה לבחינת הרכיזיות בתחום הרכב ("וועדת זליכה"). מסקנות הוועדה טרם הוגשו ולא ניתן לקבוע בשלב זה את מידת השפעתן על ענף הרכב בכלל וענף הליסינג בפרט. אולם, להערכת מידרוג,



מסקנות הוועדה עלולות ליצור אתגרים בפני השחקניות בענף הליסינג, בדמות התחרותיות והחרפת הרגולציה. אופק הדירוג החיובי ייבחן על ידינו בחודשים הקרובים בין השאר על רקע התבהרות טיבן של המלצות וועדת זליכה והערכתנו לגבי השלכותיהן על ענף הרכב ועל שלמה רכב. דירוג החברה ייבחן גם על נוכח יכולת החברה לשפר את התוצאות הכספיות מפעילות הליבה ואת הלימות ההון, ברקע תנאים מאקרו כלכליים פחות נוחים הצפויים בשנה הנוכחית וסביבה תחרותית חזקה.

שלמה רכב: נתונים פיננסיים עיקריים (מאוחד), במיליוני ₪

2007	2008	2009	2010	1-9/2010	1-9/2011	
1,308 ¹	2,281	2,330	2,451	1,787	1,892	הכנסות מהשכרה ומכירת רכבים
263	291	296	286	220	192	רווח תפעולי
862	979	990	956	719	680	EBITDA
65.9%	42.9%	42.5%	39.0%	40.3%	36.0%	EBITDA / הכנסות
20.1%	12.7%	12.7%	11.7%	12.3%	10.1%	רווח תפעולי / הכנסות
3,005	3,297	3,068	2,873	2,766	2,910	חוב פיננסי
468	500	553	628	594	645	הון עצמי
11.1%	11.5%	13.0%	14.2%	13.6%	14.6%	הון עצמי / סך מאזן
84.2%	84.4%	82.3%	79.4%	79.4%	79.1%	חוב / CAP
3.5	3.4	3.1	3.0	2.8	3.2	חוב פיננסי / EBITDA
4.3	4.1	3.5	3.4	3.1	3.6	חוב פיננסי / FFO

פירוט גורמי מפתח בדירוג

ענף הליסינג מאופיין בסיכון עסקי בינוני, המצוי בעלייה כתוצאה מהחרפת הרגולציה ועליית מרווחי המימון

ענף הליסינג מאופיין ביציבות בהיקף צי הרכבים הכולל בשנים 2009-2011, המוערך בכ- 200 עד 210 אלף כלי רכב. שוק הליסינג נשלט על ידי חמש חברות מובילות, אשר נתח השוק המצרפי שלהן נאמד בכ- 70% מכלל הענף. הענף מאופיין בחסמי כניסה בינוניים - גבוהים, הנובעים מהצורך בניסיון ומומחיות, בהון עצמי משמעותי לצורכי השקעות בכלי הרכב ובנגישות למקורות מימון חיצוניים. הענף אופיין בשנתיים האחרונות בעלייה ברמת התחרות, בין השאר נוכח מגבלות הצמיחה של הענף וכניסה של שחקנים קטנים, על רקע עלייה בזמינות מקורות ההון החל משנת 2010. ענף הליסינג חשוף לרגולציה כבדה שהינה בעלת השלכות על רמות הביקושים ועל שווי כלי הרכב המשומשים. הענף מושפע גם משינויים קיצוניים בשערי מטבעות זרים אל מול השקל, המשליכים על מחירי כלי הרכב החדשים והמשומשים. ענף הליסינג התמודד בשנים האחרונות עם העלאת שווי השימוש לצרכי מס מחד, והורדת מס הקנייה על כלי הרכב, מאידך.

חברות הליסינג חשופות לערך הגרט של כלי הרכב המשומשים, המהווים את המרכיב העיקרי בנכסיהן (מעל לכ- 85% מסך המאזן). ערכם של כלי הרכב בספרי החברות נאמד לפי שיעור אשר עשוי להיות שונה מהפחת הכלכלי. ערכם הכלכלי של כלי הרכב נגזר בעיקר ממחיר כלי הרכב החדשים (המושפע משיעור מס הקנייה ומשערי המטבעות של ארץ הייבוא), מהפופולאריות של דגמים שונים בציבור וכן מהמצב הכלכלי, הגוזר את הביקושים לכלי רכב משומשים ואת התחלופה בין כלי רכב חדשים ומשומשים. חברות הליסינג מאופיינת ברמת מינוף גבוהה, הממונת בחלקה מצד

¹ הכנסות שנת 2007 אינן כוללות הכנסות ממכירת רכבים משומשים אלא רק הכנסות מהשכרת רכבים. רווח ההון ממכירת רכבים בשנה זו נרשם בנטו (הכנסות בניכוי הוצאות) ונכלל בשורת הרווח התפעולי. שינוי רישום זה משפיע גם על שיעורי הרווחיות המוצגים בהמשך הטבלה.



נזילות גבוהה יחסית של נכס הבסיס. הנגישות למקורות מימון חיצוניים מהווה גורם קריטי ביכולת ההתנהלות של החברות. מחנק האשראי, שפקד את השווקים החל מסוף שנת 2008, הוביל חלק מהחברות בענף לאסטרטגיה של צמצום היקף צי הרכבים, שיפור הנזילות והאיתנות הפיננסית וחלקן אף פנו לייבואני הרכב על מנת לקבל מימון שוטף. בשנים 2010 ו-2011 חזרו החברות לגייס בשוק ההון ובמערכת הבנקאית, תוך שמירה על היקף צי רכבים יציב. הקשחת תנאי האשראי במערכת הבנקאית ובשוק ההון בתקופה האחרונה עלולה לפגוע ברווחיות החברות בענף ובצמיחת צי הרכבים בעתיד, אם כי היא עשויה למתן את רמת התחרות.

בשנת 2012 חלה התייקרות של כלי הרכב החדשים נוכח התחזקות מטבעות הייבוא במהלך השנה החולפת ועדכון מחירוני הייבואנים כלפי מעלה. מידת היכולת של חברות הליסינג להתאים את מחירי העסקאות החדשות תלויה ברמת התחרות והביקושים שישררו במהלך השנה. העלייה במחירי הרכבים החדשים, כמו גם ירידה בהיצע המשומשים מצד חברות הליסינג (על רקע הקטנת הציים בשנת 2009) עשויות לחזק את מחירי הרכבים בשוק המשני.

מיצוב עסקי גבוה בתחום הפעילות, הנתמך בניסיון, יתרונות לגודל, נתח שוק משמעותי ובסיס לקוחות רחב

החברה הינה החברה המובילה בענף הליסינג בישראל, עם נתח שוק של כ-27% בהיקף צי הרכבים (כ-52 אלף כלי רכב) ובסך המכירות. לחברה ניסיון רב שנים ומותג חזק הנקשר ליכולתה לספק שירות איכותי, מקצועי ואמין. לחברה בסיס לקוחות רחב (כ-3,000 לקוחות) ממגוון ענפי המשק, אולם ביחס לחברות השוואה² תיק החברה הינו ריכוזי, כך שכ-70% מההכנסות מהשכרה מקורן בכ-5% ממספר הלקוחות. רכש כלי הרכב נעשה על ידי הקבוצה במרוכז לפעילות הליסינג וההשכרה (חברה אחת - שלמה תחבורה בע"מ) - המונות ביחד כ-70 אלף כלי רכב. בכך ממנפת הקבוצה את כוח הקנייה שלה על מנת לקבל תנאים מועדפים מיבואני כלי הרכב וספקי תחזוקה שוטפים. בנוסף, הנית הקבוצה מיתרונות לגודל וסינרגיה לוגיסטית ותפעולית. לחברה פריסה ארצית של סניפים המיועדים למכירת כלי הרכב שתקופת השכרתם הסתיימה לסוחרים ולפרטיים.

חוזי חכירה ארוכי טווח יחסית מתורגמים לרווחיות טובה ותזרימי מזומנים חזקים לצד חשיפה לערכי הגרט

חוזי החכירה בטווח של כ-3 שנים מאפשרים לחברה לשמר רמת הכנסות יציבה וצפויה בטווח הזמן הבינוני. הכנסות מהשכרה של החברה נותרו יציבות יחסית (קיטון של 1.6%) בתקופה של ינואר עד ספטמבר 2011 בהשוואה לתקופה מקבילה אשתקד וזאת בהמשך לאותה מגמה של יציבות בשנים 2009 ו-2010 (צמיחה של 1.3% ו-0.6% בהתאמה). היציבות בהכנסות מקבילה ליציבות בהיקף צי הרכבים. רווחיות החברה מושפעת, הן מתמחור עסקות החכירה והן מערכי הגרט הגוזרים את רווחי ההון בעת מכירת הרכבים בתום תקופת החכירה (לרוב לאחר שלוש שנים). החשיפה לערך הגרט מהווה מרכיב מסוכן יותר במודל העיסקי. הרווחיות התפעולית של החברה נשחקה בתקופה ינואר עד ספטמבר 2011 לעומת תקופה מקבילה אשתקד וזאת נוכח גידול חד בהוצאות הפרסום ועלייה בהוצאות מטה החברה. הוצאות המימון (נטו) כאחוז מההכנסות מהשכרה נותרו יציבות בתקופה האמורה בהשוואה לתקופה המקבילה.

בחינת סיכון האשראי של שלמה החזקות

בבחינת הדירוג של שלמה רכב, מידרוג מבצעת הרחבה אשר כוללת בחינת סיכוני האשראי של החברה האם שלמה החזקות. הרחבת בחינת סיכוני האשראי הינה בהמשך להערכת מידרוג כי המבנה המשפטי לפיו אגרות החוב מונפקות על ידי שלמה החזקות ומועברות לשלמה רכב כהלוואה - לרבות העילות להעמדת אגרות החוב לפירעון מידי, חושף את שלמה רכב במידה מסוימת לסיכון האשראי של שלמה החזקות. להערכת מידרוג, עוצמת החשיפה מוחלטת בהתחשב בכך ששלמה רכב ערבה במישרין כלפי מחזיקי אגרות החוב (סדרות ז' ו-ט') ובכך שבשטר הנאמנות של אגרות החוב (סדרות ז' ו-ט') קיימים מנגנונים התומכים במידה חזקה בבכירות מחזיקי אגרות החוב על פני נושים

² ההשוואה בוצע ביחס לחברת אלבר שירותי מימונית בע"מ וחברת קרדן רכב בע"מ המפרסמות את דוחותיהן.

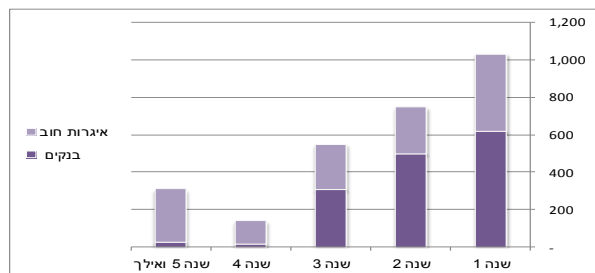


אחרים של שלמה החזקות (דוגמת מנגנון לבידוד העברת הכספים משלמה רכב ישירות לשלמה החזקות לצורך תשלומים למחזיקי אגרות החוב וכן שעבוד כלי הרכב לטובת מחזיקי אגרות החוב סדרה ט').
להערכת מידרוג, סיכון האשראי של שלמה החזקות נתמך בהחזקה בשלמה רכב ובהיקף הפעילות הרחב של הקבוצה בשוק הרכב המקומי, המקנה לה מעמד עסקי חזק ויתרונות מובנים. לצד זאת, סיכון האשראי של שלמה החזקות מושפע לשלילה מההחזקה בשלמה ביטוח, שהינה חברה צעירה בתחום ביטוחי הרכב שעדיין רושמת הפסדים ונדרשת למימון שוטף להשלמת הונה העצמי. לאחרונה התקשרה שלמה ביטוח עם מבטח משנה במסגרתו רכשה ביטוח משנה לסיכון בגין התביעות התלויות בשייר במסגרת עסקי ביטוח רכב חובה בגין השנים 2008 עד 2010 (כולל). ביצוע העסקה מקטין את דרישות ההון משלמה ביטוח, ועשוי לצמצם את תלותה של שלמה ביטוח בהזרמות הון משלמה החזקות.

רמת מינוף גבוהה אם כי במגמת שיפור בשנתיים האחרונות ויחסי כיסוי מהירים יחסית

פעילות החברה מאופיינת ברמת מינוף גבוהה, הנובעת מההשקעות הכבדות בצי הרכבים. השמירה על היקף צי קבוע יחסית בשנים 2009 עד 2011, במקביל לגידול ברווח הנקי בשנים הללו וחלוקת דיבידנדים מתונה (כ- 30 מיליון ₪ כל שנה), תרמו לרמת חוב יציבה ולשיפור האיתנות הפיננסית, כפי שמתבטא ביחס ההון עצמי למאזן, שעמד על 14.6% ליום 30.09.2011. יחסי הכיסוי של החברה נותרו יציבים בשנתיים האחרונות, עם יחס חוב ל- EBITDA בטווח של 3.0 - 3.2 ויחס חוב ל- FFO בטווח של 3.4 - 3.6. מידרוג מציינת כי רמת המינוף של החברה נמצאת בטווח הבינוני בהשוואה למתחרותיה העיקריות אשר מפרסמות את דוחותיהן. חלק ניכר מהחוב מובטח בשעבוד צי הרכבים. נזילות החברה נסמכת על תזרימי מזומנים חזקים ויציבים מהפעילות השוטפת, סחירות נכס הבסיס ונגישות טובה לגורמים המממנים. בנוסף, לחברה צי רכבים לא משועבד בשווי כולל של כ- 450 מיליון ₪. להערכת מידרוג, הסחירות הגבוהה של נכס הבסיס, כמו גם יכולת ייצור התזרימים ויחסי הכיסוי המהירים, ממתנים במידה מסוימת את הסיכון הנובע מרמת המינוף הגבוהה. החברה מחויבת לעמוד באמות מידה פיננסית של יחס הון למאזן של 11.5% בסוף שנת 2011 ושל 12.0% בסוף שנת 2012. החברה עומדת במרווח מספק מול דרישות הגורמים המממנים.

לוח סילוקין לחוב הפיננסי לז"א ליום 30.09.2011, במיליוני ₪*



* לוח הסילוקין אינו כולל אשראי לז"ק מבנקים בסך של כ-241 מיליון ₪ ליום 30.9.11

גורמים אשר עשויים להוביל להעלאת הדירוג:

- המשך חיזוק האיתנות הפיננסית ושמירה על יחס זה לאורך זמן
- שמירת פער בין היחסים הפיננסיים לבין היחסים הנדרשים ע"י המממנים השונים. פער זה משמש כמרווח ביטחון לשינויים בלתי צפויים
- התייצבות הסביבה העסקית והתבהרות אי הוודאות בקשר עם הרגולציה

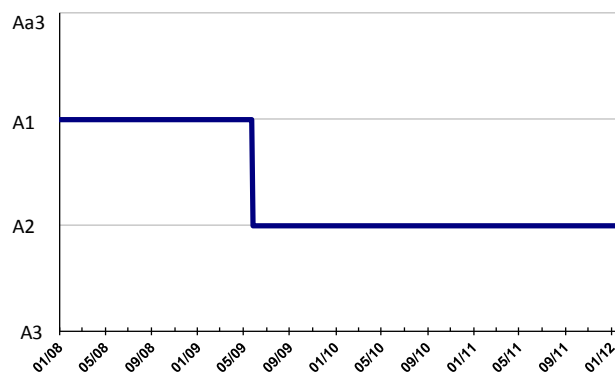
גורמים אשר יכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

- שחיקה משמעותית בערכי הגרט של הרכבים
- שחיקה בהכנסות ופגיעה ברווחיות החברה
- רגולציה והקטנת חסמי הכניסה לענף אשר יאימו על מעמד החברה וביצועיה

אודות החברה

ש. שלמה רכב בע"מ והחברות המאוחדות שלה הינן קבוצת חברות פרטיות הפועלות בתחום הליסינג התפעולי של כלי רכב בישראל. החל משנת 2005 החלה החברה לפעול בתחום הליסינג התפעולי והשכרה של כלי רכב ברומניה וכן בשיווק והפצה של רכבים חדשים. בנוסף, החברה מחזיקה בחברה כלולה (40%) - שלמה כ.א.ל. בע"מ (40% נוספים מוחזקים על ידי שלמה תחבורה בע"מ, חברה אחת המוחזקת בבעלות מלאה של ש.שלמה החזקות בע"מ), העוסקת בתחום הליסינג המימוני. ש.שלמה רכב בע"מ הינה חברה בת בבעלות מלאה של ש.שלמה החזקות בע"מ - חברה מדווחת בבורסה בתל אביב.

היסטוריית דירוג



דוחות קשורים

- [ש.שלמה רכב בע"מ - דוח מידי \(אוגוסט 2011\)](#)
- [ש.שלמה רכב בע"מ - דוח מעקב \(דצמבר 2010\)](#)

תאריך דוח: 31.1.2012

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 לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב 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.

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 הונית

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)

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט 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 שיפוט 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 שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.	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.



דו"ח מספר: CTS070112000M

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") 2012.

מסמך זה, לרבות פיסקה זו, הוא רכושה 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.