



תדיראן הולדינגס בע"מ

מעקב | יוני 2012

מחבר:

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

איש קשר:

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

תדיראן הולדינגס בע"מ

אופק דירוג: שלילי	Baa1	דירוג סדרה
-------------------	------	------------

מידרוג מורידה את דירוג איגרת החוב (סדרה 1), שהנפיקה תדיראן הולדינגס בע"מ ("תדיראן" או "החברה"), מדירוג A3 באופק יציב, לדירוג Baa1 ומציבה אופק דירוג שלילי.

סדרת האג"ח המדורגת ע"י מידרוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31/03/12 (במיליוני ₪)	יתרת שנות פירעון האג"ח*
1	2580058	4/2007	5.0%	מדד	37.9	2012-2014

* ביום 22 באפריל 2012 פרעה החברה כ-15 מיליון ₪ בנין אגרות החוב (קרן וריבית והפרשי הצמדה).

סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הורדת הדירוג נובעת מחולשה מתמשכת בתוצאות פעילות החברה והחלשות באיתנותה הפיננסית. הורדת הדירוג נובעת גם מעלייה ברמת הסיכון הענפי. בענף המזגנים, המהווה את מגזר הפעילות העיקרי של החברה, החריפה התחרות בעקבות כניסתה של החברה לענף וקיומם של מספר מצומצם של שחקנים גדולים. כמו כן, הענף מאופיין בירידה מתמשכת במחירי המכירה. ענף מוצרי החשמל הלבנים מאופיין אף הוא בעלייה ברמת התחרות, נוכח חסמי הכניסה הנמוכים, ושחיקה מתמשכת במחירי המותגים הפרטיים. ההאטה בנדל"ן למגורים השפיעה אף היא לשלילה על הפעילות בענף ברבעונים האחרונים. פעילות הסחר בחשמל הינה עתירת הון חוזר, לרבות חשיפה לסיכון אשראי של לקוחות. להערכתנו, חלה עלייה ברמת סיכון האשראי של הלקוחות בענף.

לחברה נתחי שוק משמעותיים בתחום מוצרי החשמל והינה שחקנית מרכזית בענף, על בסיס סל מותגים רחב ופיזור הכנסות בין תחום המוצרים הלבנים, לבין תחום המזגנים. במגזר המוצרים הלבנים רשמה החברה הפסד תפעולי בשנת 2011 וברבעון הראשון לשנת 2012. מגזר זה נפגע בעיקר כתוצאה מירידה במכירות לרשתות שקם אלקטריק ומחסני חשמל, הנמצאות בבעלות חברה מתחרה עיקרית. החברה חסרת רצפת מכירה בבעלותה, בשונה ממתחריה העיקריים, גורם המחליש את מעמדה העסקי. הכניסה לפעילות המזגנים בסוף שנת 2009 הגדילה משמעותית את פעילות החברה וגיוונה העסקי, אולם כאמור אנו מעריכים שהענף תחרותי מאוד, מאופיין ברווחיות נמוכה יחסית וגמישות המחיר בו חלשה יותר. שיעור הרווח התפעולי היה, לראשונה אף נמוך מ-3%. רווחיות זו, להערכתנו, אינה מצויה בהלימה לרמת החוב הנוכחית ולהוצאות המימון הנגזרות. החברה פועלת לשיפור המכירות בתחום המוצרים הלבנים, לצד תוכנית התייעלות בהוצאות התפעוליות, במטרה לשפר את הרווח.

רמת המינוף של החברה הינה גבוהה, אך כנגד החוב עומד מרכיב גבוה של הון חוזר תפעולי, הממתן את הסיכון הפיננסי. נזילות החברה נמוכה ונסמכת על מסגרות אשראי מבנקים, שכמחציתן תחומות. איתנותה הפיננסית של החברה נשחקה אף היא בעקבות הרווחיות הנמוכה והדיבידנדים שחולקו בשנת 2011, בגין רווחי שנת 2010, כפי שמתבטא ביחס הון למאזן, בין היתר.

תדיראן הולדינגס - נתונים פיננסיים עיקריים, מיליוני ש"ח:

FY 2008	FY 2009	FY 2010*	FY 2011	31.03.11	31.03.12	
351	345	729	715	150	162	הכנסות
100	86	154	135	29	31	רווח גולמי
34	18	26	20	2.5	1.7	רווח תפעולי
9.6	7.1	9.4	-8.9	-2.7	-3.4	רווח נקי
-12.8%	-1.8%	111%	-1.9%	7.4%	7.7%	% שינוי במכירות
28.4%	25.0%	21.1%	18.9%	19.5%	19.6%	% רווח גולמי
9.7%	5.3%	3.6%	2.8%	1.7%	1.1%	% רווח תפעולי
2.0	1.9	1.9	1.1	1.4	1.0	EBITDA למימון נטו
295	473	494	548	567	562	סך נכסים במאזן
112	180	157	285	267	250	חוב פיננסי ברוטו
111	111	114	96	102	93	הון עצמי
37.7%	23.4%	23.1%	17.5%	18.0%	16.5%	הון עצמי לסך מאזן
29.5%	19.0%	18.2%	14.0%	14.0%	13.5%	הון עצמי למאזן בתוספת ניכיון שוברי אשראי
39.3	24.1	34.7	28.7	4.8	4.3	EBITDA
17.9	8.5	15.7	2.6	-0.4	-1.2	FFO
35	(37)	36	-111	-103	35	CFO
12.5	8.0	6.5	9.2	-	-	דיבינד ששולם

* בנובמבר 2009 רכשה החברה את מניות תדיראן מוצרי צריכה בע"מ, והחלה באיחוד תוצאותיה בדצמבר 2009.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

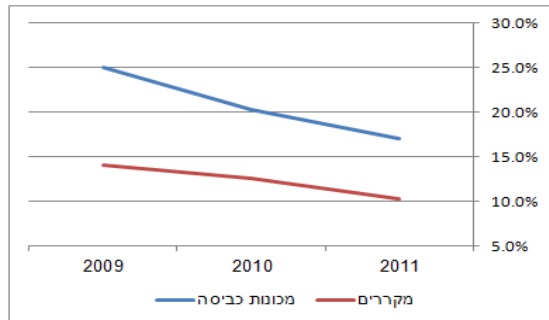
סל מותגי אמצע רחב ומגוון אולם במגמת שחיקה בנתח השוק, תוך יציאה מרצפות מכירה גדולות, שהובילה להפסד תפעולי לאורך מספר רבעונים

החברה משווקת מוצרי חשמל לבנים (בעיקר מקררים, מכונות כביסה, מייבשי כביסה ומדיחי כלים) וכן מוצרי חשמל קטנים, במספר מותגים ותיקים ומבוססים, חלקם בבעלות החברה וחלקם בהסכמי הפצה בלעדיים מול יצרנים בינלאומיים. המותגים הפרטיים כוללים את קריסטל (מכונות כביסה), אמקור (מקררים), תדיראן (מזגנים ומקררים) וספקטרה. המותגים הבינלאומיים כוללים את Amana, AEG, Viking, Blomberg, Carrier, KitchenAid ו-Dietrich.

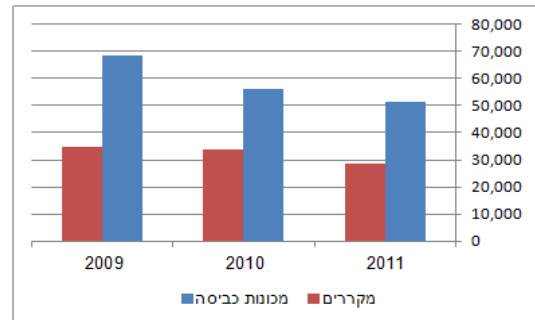
פעילות החברה בתחום מוצרי החשמל הלבנים נשחקה בשנים 2009-2011, תוך איבוד נתחי שוק. בשנת 2011 נמשכה ההאטה בתחום זה, עם ירידה במכירות בשיעור של כ-13%, בהמשך לירידה של כ-6% בשנת 2010, לעומת שנת 2009. בין הגורמים לירידה במכירות מגזר זה בשנתיים האחרונות, ניתן למנות את הירידה במכירות החברה לרשתות החשמל המובילות, מחסני חשמל ושקם אלקטריקי, המצויות בבעלות המתחרה אלקטרה, זאת כאשר הגידול במכירות לסוחרים פרטיים לא פיצה על ירידה זו. גורם נוסף בירידת נתחי השוק הינו חדשנות נמוכה, שאפיינה את המוצרים החדשים שהשיקה החברה בשנים האחרונות, ונגזרת מההתפתחויות בקרב היצרניות. קיטון המכירות במגזר לווה במעבר להפסד תפעולי של כ-4.8 מיליון ש"ח בשנת 2011 לעומת רווח של כ-9 מיליון ש"ח ו-13 מיליון ש"ח בשנים 2010 ו-2009, בהתאמה. הכנסת קווי מוצרים חדשים בקרב היצרניות העיקריות בחברה, במהלך שנת 2012, עשויה לאושש את נתחי השוק של החברה. כמו כן, החברה משקיעה מאמצים ניכרים בצמצום הוצאות והתייעלות בהוצאות התפעול. ברבעון הראשון של שנת 2012 רשמה החברה גידול מהותי של כ-18% במכירות מגזר הלבנים, אולם הרווח המגזרי הוסיף להיות שלילי (הפסד תפעולי של כ-1.1 מיליון ש"ח). ברבעון זה נרשמה עלייה חדה בהוצאות המכירה והשיווק, נוכח קמפיין

פרסומי גדול וכן קידום מכירות. להערכתנו, לחברה פוטנציאל לשיפור נתח השוק והרווחיות במגזר זה, אך הוא מאוים עקב היחלשות הסביבה המאקרו כלכלית וכן מצד התחרות החריפה המאפיינת את רשתות השיווק ועשויה להפעיל לחץ על המרווחים. יש לציין, כי יציאת החברה מרשתות החשמל שבבעלות אלקטרה הפחיתה את ריכוזיות לקוחות החברה. הלקוח הגדול כיום בחברה הינו רשת פרטית, המהווה כ-10% מהמכירות.

תדיראן - נתח השוק במוצרים לבנים עיקריים



תדיראן - יחידות מכירה של מוצרים לבנים עיקריים



מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג.

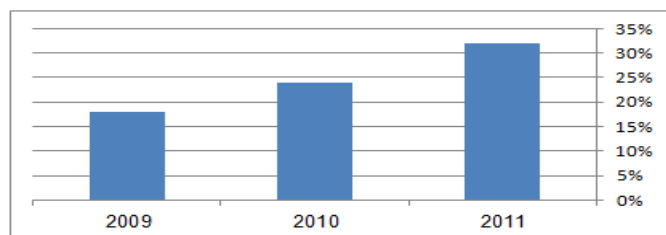
התחזקות מעמד השוק בתחום המזגנים

תדיראן פועלת בתחום המזגנים מאז סוף שנת 2009, עם רכישת פעילות תדיראן מוצרי צריכה בע"מ ומיזוגה המלא לתוך החברה. החברה משווקת מזגנים במותגים "תדיראן", "אמקור", "Toshiba" ו-"Carrier". מכירות המזגנים על ידי החברה בשנת 2011 רשמו גידול של כ- 6.5% והיוו כ- 64% מסך הכנסות החברה. הגידול בהכנסות החברה ממכירות מזגנים, חרף ירידה במכירות המזגנים בישראל בשנת 2011, לעומת שנת 2010, נבע מהתחזקות נתח השוק של החברה, בין השאר, על רקע יציאת המותג המתחרה LG משוק מזגני ON/OFF עיליים, בעקבות שינוי בתקנות האנרגיה בשנת 2010. להערכתנו, יכולת החברה להמשיך ולהגדיל את נתח השוק בתחום המזגנים תלויה, בין השאר, במהלכי השוק של המתחרות העיקריות אלקטרה וטורנדו בשנת 2012, שעשויות לחזק את מעמדם בשנה זו.

הרווחיות התפעולית של מגזר המזגנים שופרה במהלך שנת 2011 הודות לשיפור הרווח הגולמי וקיטון יחסי בהוצאות המכירה והפרסום בתחום. החברה הגדילה את מלאי המזגנים במידה משמעותית בתחילת שנת 2011, נוכח צפי למכירות גבוהות יותר בעונת הקיץ, לעומת המכירות בפועל. ברבעון הראשון של שנת 2012 ניכרת יציבות במכירות המזגנים בהשוואה לרבעון המקביל תוך שחיקה מסוימת ברווח המגזרי.

להערכת מידרוג, ענף המזגנים מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית, בדומה לכלל ענף מוצרי החשמל. תחום המזגנים אופיין בביקושים גדלים בעשור האחרון, אולם לחץ המחירים, הנובע מתחרות חריפה, כמו גם שיעור החדירה הגדל, הובילו לירידה במרווחים. ככלל, מאופיין הענף ברווחיות נמוכה בהשוואה ליתר מוצרי החשמל, גם בשל שונות בשרשרת הערך, הכוללת את חוליית המתקנים ומפיצים ייעודיים. גורם סיכון ייחודי המאפיין את התחום הינו רגולציה בתחום התקנים, אשר חושפת את הענף לסיכון שחיקת המחיר בתקופות של החלפת תקנים.

תדיראן - התפתחות נתחי שוק בתחום המזגנים



מקור: נתוני החברה ועיבודי מידרוג

חסרון יחסי בהיעדר רשת שיווק רחבה

ענף מוצרי החשמל הופך בשנים האחרונות לריכוזי יותר, תוך תהליך קונסולידציה בין יבואנים גדולים ורשתות השיווק. תהליך זה הינו תוצאה של התחרות החריפה בענף והשאיפה לשפר את נפחי המכירה והרווחיות, באמצעות הגדלת שטחי המכירה המוקצים לאותו יבואן.

מגמה זו מהווה אתגר לחברה, שכיום מתמודדת מול נחיתות תחרותית, הנובעת מפריסה שיווקית מצומצמת, יחסית ליבואנים גדולים אחרים בארץ, דוגמת אלקטרה (מחסיני חשמל, שקם אלקטריק וסנסור), מיני-ליין (א.ל.מ), אשר נרכשה לאחרונה על ידי ניופאן וקבוצת אלייד), ברימאג דיגיטל (טרקלין חשמל) וניופאן ("החשמל הסיטונאי", "בסט ביי", ו-"ביג בוקס"). רשת החנויות של החברה מונה כיום 12 חנויות, המציעות בעיקר מותגים המיובאים או מיוצרים על ידי החברה. החברה ביצעה בזמן האחרון מהלכים למיתוג מחדש של רשת החנויות שבבעלותה.

תלות גבוהה בספק המזגנים בסין

לחברה תלות ביצרן מסין, המספק את עיקר המזגנים וחלקי החילוף למזגנים. החברה קשורה עם ספק זה בהסכם אספקה ובהסכם פיתוח אשר תקפים עד לאמצע שנת 2013, עם אופציה להארכה בשנתיים נוספות. הסכם הפיתוח כפוף לעמידת החברה ביעדי רכישות מינימאליים שנקבעו מראש. להערכת מידרוג, תלות זו מגדילה את הסיכון העסקי של החברה, נוכח קושי למצוא ספק חלופי, במידת הצורך, לפחות בטווח הקצר והבינוני. יש לציין, כי לחברה מפעל לייצור מזגנים בישראל המקנה לחברה גמישות תפעולית מסוימת ומהווה בסיס למחקר ופיתוח.

צורכי הון חוזר גבוהים ותנודתיים לצד הפרשה נמוכה לחובות מסופקים

במהלך שנת 2011 חלה עלייה חדה בצורכי הון החוזר של החברה, כאשר יתרת הון החוזר התפעולי נטו, בתוספת יתרת לקוחות שנוכו וטרם נפרעו, היוותה כ-65% מסך המכירות לשנה, לעומת כ-46% בסוף שנת 2010. העלייה בצורכי הון החוזר בשנת 2011, נבעה בעיקר מגידול במלאי המזגנים במהלך הרבעון הראשון של השנה וזאת בשל היערכות החברה לביקושים גבוהים יחסית וכן לקראת עליית מחירים מצד היצרן. יתרת המלאי ליום 31.12.2011 שיקפה כ-123 ימים ביחס למכירות שנת 2011, לעומת 95 ימים בתקופה המקבילה אשתקד. החברה פועלת לצמצום ימי המלאי באמצעות ייעול שרשרת האספקה וברבעון הראשון ניכרת ירידה מסוימת בימי המלאי. במקביל ניכרת ירידה בימי הלקוחות. כאמור לעיל, החברה הפחיתה את חשיפתה לרשתות הגדולות, אולם הגדילה את החשיפה לסוחרים פרטיים. עד כה הציגה החברה ניהול שמרני של חוב הלקוחות, שהתבטא בהפרשה נמוכה לחובות מסופקים לאורך השנים האחרונות.

תדיראן: יחסי הון חוזר עיקריים (מתוקנן ניכיון לקוחות) *

12.08	12.09**	12.10	12.11	3.12	
59%	103%	49%	65%	59%	הון חוזר תפעולי נטו / הכנסות
189	303	174	181	179	ימי לקוחות
69	144	89	51	70	ימי ספקים
106	242	94	123	117	ימי מלאי

* החישוב מוסיף ליתרת הלקוחות בספרי החברה את יתרת הלקוחות, שנוכו וטרם נפרעו, לתאריך המאזן. החישוב מבוסס על נתוני המכירות/עלות המכר לארבעת הרבעונים האחרונים לחתך החישוב.

** הנתונים המוצגים לסוף 2009 מוטים כלפי מעלה, תוצאה של איחוד מאזן תדיראן מוצרי צריכה בתחילת דצמבר 2009, כאשר הנתונים התוצאתיים משקפים חודש פעילות בלבד.

נזילות חלשה הנסמכת בעיקר על מסגרות אשראי ותזרים מזומנים חופשי

החברה הציגה בשנת 2011 היחלשות במקורות מפעילות (FFO), בהשוואה לשנת 2010, שנבעה מירידה ברווח התפעולי ועלייה בהוצאות המימון, על רקע הגידול במלאי ובחוב הפיננסי. הגרעון מפעילות שוטפת בשנת 2011 הסתכם בכ-111 מיליון ₪, לעומת עודף של כ-36 מיליון ₪ בשנת 2010. הירידה בתזרים השוטף נבעה מעלייה בצורכי ההון החוזר, כאמור לעיל, בעיקר ברבעון הראשון של השנה. הגידול בהון החוזר מוסך ברובו מאשראי בנקאי שנטלה החברה. ברבעון הראשון של שנת 2012 חלה ירידה בהון החוזר, שהובילה לתזרים שוטף חיובי בסך כ-35 מיליון ₪ ולירידה מסוימת בחוב הבנקאי.

נזילות החברה מושתתת על יכולתה לגלגל את מימון נכסיה השוטפים באמצעות מימון בנקאי. לחברה מסגרות רחבות, המבוססות על שעבוד של הנכסים השוטפים (לקוחות ומלאי), כמחציתן מחייבות. היחס בין החוב הבנקאי ליתרת הלקוחות (המאזנית) והמלאי עמד על כ-60.0% ליום 31.12.2011, לעומת כ-30% ליום 31.12.2010, עלייה המצביעה על שחיקה בנזילות. ליום 31.03.12 השתפר היחס לכ-53.6%.

האטה משמעותית ביחסי הכיסוי על רקע שחיקת הרווח

היקף החוב הפיננסי ליום 31.3.2012 הסתכם בכ-250 מיליון ₪, בהשוואה לסך של כ-157 מיליון ₪ לסוף 2010. הגידול בחוב נבע ברובו מגידול באשראי הבנקאי, ששימש למימון העלייה בהון החוזר. ברביע הראשון של 2012, נוכח הירידה בצורכי ההון החוזר הקטינה החברה את האשראי הבנקאי. החולשה ברווח התפעולי בחברה, לצד גידול ביתרת החוב, הובילו להאטה משמעותית ביחסי הכיסוי בשנת 2011.

תדיראן - יחסי כיסוי חוב *

12.08	12.09	12.10	12.11	3.12	
50%	61%	57%	74%	72%	חוב פיננסי / קאפ
3.5	7.6	5.2	9.4	8.6	חוב פיננסי / EBITDA
7.2	17.9	10.5	שלילי	40.0	חוב פיננסי / FFO
5.3	11.3	8.3	13.1	12.0	חוב פיננסי מותאם / EBITDA
11.0	26.8	16.8	שלילי	56.0	חוב פיננסי מותאם / FFO

* יחסי הכיסוי מחושבים לאחר התאמת החוב הפיננסי ותזרימי המזומנים להוצאות חכירה תפעולית, בהתאם למתודולוגיה של מידרוג. החוב הפיננסי המתואם כולל את החוב המאזני, בתוספת שוברים שנוכו.

אופק הדירוג

גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- חיזוק משמעותי ומתמשך במעמדה העסקי של החברה וברווחיות

גורמים שיכולים להוביל לפגיעה בדירוג:

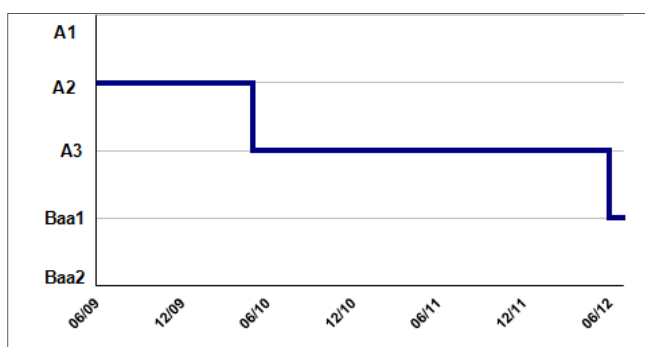
- הרעה נוספת ברווחיות החברה ושחיקה בנתחי השוק בתחומי הליבה
- אי שיפור ביחס החוב הפיננסי המותאם ל-EBITDA מתחת ל-10.0x¹

¹ היחס נבחן בהתאמה להיוון דמי חכירה וניכיון שוברים. ההתאמה נועדה לשקף את רמת החוב הפיננסי הנדרש לפעילות החברה. התאמה זו מבוצעת באופן זהה לכלל החברות בענף מוצרי החשמל.

אודות החברה

תדיראן פועלת בענף מערכות מיזוג אוויר (כ-64% מהכנסות החברה בשנת 2011), בעקבות רכישת חברת תדיראן מוצרי צריכה בע"מ (בנובמבר 2009) ובנוסף, ביבוא ושיווק מוצרי חשמל ואלקטרוניקה לשימוש ביתי, תחת מותג העוגן של החברה: "קריסטל". כמו כן, משמשת כיבואנית ומשווקת בישראל של המותגים "Viking", "Amana", "Maytag", "Blomberg", "De-Dietrich" ו-"AEG" וכן בעלת המותגים "תדיראן", "אמקור" ו"ספקטרה" (כ-36% מהכנסות החברה בשנת 2011). החברה פועלת החל משנת 1989 וניירות הערך שלה נסחרים בבורסה לני"ע בתל אביב החל משנת 1991. בעל המניות העיקרי בחברה הינו מר משה ממרוד, המחזיק כ-75.7% בהון המניות ובזכויות ההצבעה בחברה.

היסטוריית דירוג



7

דוחות קשורים

דוח מעקב קודם - [דוח מעקב, מאי 2011](#)

מתודולוגיה - ["מתודולוגיה להתאמת יחסים פיננסיים", נובמבר 2010.](#)

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

תאריך הדוח: 25.6.2012

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	מונחים פיננסיים עיקריים: 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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בצידוד, 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 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 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") 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 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.