



# ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

דירוג ראשוני | יולי 2015

## אנשי קשר:

יונתן אוחנה, עו"ד, אנליסט  
[yonatano@midroog.co.il](mailto:yonatano@midroog.co.il)

סיגל יששכר, סמנכ"ל, ראש תחום חברות  
[i.sigal@midroog.co.il](mailto:i.sigal@midroog.co.il)

## ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ

אופק דירוג: יציב	A3	דירוג סדרה
------------------	----	------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג A3 באופק יציב לאגרות חוב שתנפיק ויקטורי רשת סופרמרקטים בע"מ ("ויקטורי" או "החברה") בסך של עד 100 מיליון ש"ח. תמורת ההנפקה מתוכננת לשמש בחלקה הגדול להשקעה ברכישת פעילות מרכולים ברחבי הארץ. היקף ההשקעה ופרטיה טרם נקבעו.

**דוח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 19.07.2015 אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן.**

### פרופיל החברה

ויקטורי פעילה משנת 1996 בתחום קמעונאות המזון. הרשת מתמקדת בתחום חנויות הדיסקאונט תחת המותג "ויקטורי". החברה נתאגדה בשנת 2007 והפכה ציבורית בשנת 2011. נכון למועד דוח זה מפעילה החברה 29 מרכולים בפריסה ארצית בשטח כולל של כ- 42 אלף מ"ר הפזורים בעיקר בדרום הארץ ובמרכזה. שטחי הסניפים נעים בין כ-3,000 מ"ר ל- 500 מ"ר. במהלך שנת 2014 פתחה החברה 5 סניפים (בהמשך ל- 4 סניפים שנפתחו בשנת 2013) ובמהלך השנה הנוכחית צפוי להיפתח סניף נוסף. סניפי הרשת הושקרו על ידי החברה בחוזים לטווח ארוך. נתח השוק של רשת ויקטורי, עם מחזור מכירות של כ- 900 מיליון ש"ח בשנת 2014, מוערך על ידי החברה בכ- 2.6% מכלל שוק קמעונאות המזון בישראל. אסטרטגיית השיווק של החברה מדגישה מחירים מוזלים לצרכן הפרטי תוך הצעת מגוון רחב של מוצרים, לרבות מותג פרטי "המותג" (שבו היא מחזיקה 20% עם רשתות נוספות).

בכוונת החברה להתרחב באמצעות רכישה של סניפים במסגרת מהלכי ההתייעלות והקשיים אליהן נקלעו רשתות בענף, בהיקף הנע בין 80 ל- 100 מיליון ש"ח וכוללת את התשלום עבור הסניפים שיירכשו, השקעות בהסבת הסניפים והשקעות ברכוש קבוע ובהון חוזר.

החברה מעסיקה כ-1,640 עובדים, מרביתם בסניפי הרשת. בעלי השליטה בחברה הינם מר חיים (ויקטור) רביד (שיעור החזקה של כ- 3.11% בהון המניות של החברה) המכהן כנשיא החברה וסמנכ"ל הכספים, מר אייל רביד (35.31%) המכהן כסמנכ"ל החברה ומנהל הסחר ומר אברהם רביד (35.31%) המכהן כסמנכ"ל תפעול ופיתוח עסקי. בין בעלי השליטה קיים הסכם שליטה משותפת.

### סיכום השיקולים העיקריים לדירוג

הדירוג נתמך בפרופיל עסקי בינוני יחסית לענף, המשקף נתח שוק נמוך ופריסה מוגבלת ביחס לרשתות הגדולות, אך בד בבד ממיצוב שיווקי ועסקי טובים, התואמים את מגמות הענף ותומכים ביכולת ייצור הכנסות וברווחיות טובה ויציבה יחסית לענף. פוטנציאל הצמיחה הפנימית הנמוך בענף מהווה גורם סיכון, כאשר הצמיחה נסמכת בעיקר על הרחבת הרשת באמצעות רכישה או הקמה של סניפים. הדירוג מגלם סיכון עסקי לא מבוטל בגלום בתוכנית ההתרחבות, לרבות רכישה של מספר סניפים גדול שבוחנת החברה ומידת הצלחה בהטמעתם בפעילות הקיימת. אנו מניחים כי תוכנית ההתרחבות תוביל לשחיקה בשיעור הרווחיות, לפחות בשנה-שנתיים הראשונות לאחר רכישת הסניפים, אשר עשויה להתמתן בחלקה בשל מגמה חיובית שאנו צופים של התמתנות מסוימת ברמת התחרות.

הדירוג מושפע לחיוב ממאפייני הביקוש הדפנסיביים של ענף הקמעונאות, אולם סובל מהשפעה שלילית של התחרות הגבוהה בענף ומרמת הרווחיות האינהרנטית הנמוכה המאפיינת אותו, המהווה מידה של סיכון לגבי יכולת הצמיחה ושמירת הרווח בתקופות חלשות. אנו מעריכים כי התחרות עשויה להתמתן במידת מה נוכח החולשה (השונה בעוצמתה) אצל שתי המתחרות הגדולות.

להערכתנו, החברה מאופיינת בניהול הדוק וממוקד, בעלת מוטת שליטה חזקה, שיש בה לתרום במידה גבוהה לרווחיות הבולטת לענף וליציבות, אולם יש בה גם לסכן את יכולתה לצמוח במידה משמעותית ללא עיבוי מערכות הניהול. רמת המינוף של החברה נותרת מתונה בהתחשב בהיקף הגיוס המתוכנן, והיא בולטת לטובה יחסית לרמת הדירוג, עם יחסי כיסוי חוב ברוטו מותאם ל-3.5-3.0 EBITDAR ו-5.0-4.5 ל-FFOR. כיסוי הריבית (EBIT/Gross Finance) בולט לטובה עם יחס של 6.0-8.0. אנו מעריכים כי בשנה הראשונה לתוכנית ההתרחבות היחסים יעמדו בחלק האיטי של הטווח. אופק הדירוג היציב מגלם את הערכתנו כי החברה תשמור על פרמטרים תפעוליים ופיננסיים טובים יחסית לתומכים ברמת הדירוג הנוכחית גם נוכח תנאי השוק המאתגרים והאתגר העסקי הכרוך במימוש ההתרחבות.

**ויקטורי: נתונים פיננסיים עיקריים, באלפי ש"ח**

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	Q1 2014	Q1 2015	
553,029	607,916	708,188	738,901	897,422	202,538	233,643	<b>הכנסות</b>
120,591	141,870	162,612	168,383	205,661	46,329	54,076	<b>רווח גולמי</b>
27,013	26,918	23,540	24,089	28,286	6,179	6,469	<b>רווח תפעולי</b>
21.8%	23.3%	23.0%	22.8%	22.9%	22.9%	23.1%	<b>% רווח גולמי</b>
4.9%	4.4%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%	2.8%	<b>% רווח תפעולי</b>
20,435	18,932	19,591	18,256	21,607	4,670	5,228	<b>רווח נקי</b>
141,089	227,570	240,169	293,512	330,875	301,318	364,062	<b>סך נכסים במאזן</b>
29.8%	45.7%	51.1%	46.7%	45.9%	45.1%	41.2%	<b>הון למאזן</b>
2,400	10,168	3,776	11,283	21,435	10,220	19,144	<b>חוב פיננסי</b>
12,685	49,729	37,271	34,655	27,989	31,653	36,996	<b>יתרות נדירות</b>
1.5	2.0	2.3	2.5	2.7	3.1	2.6	<b>חוב ל-EBITDAR</b>
1.9	2.6	3.3	3.2	3.6	4.3	3.4	<b>חוב ל-FFOR</b>
0.1	0.3	0.1	0.4	0.6	0.3	0.5	<b>חוב ל-EBITDA</b>
0.1	0.4	0.1	0.4	0.7	0.4	0.6	<b>חוב ל-FFO</b>
49.1	21.4	32.2	45.1	36.4	54.6	34.7	<b>EBIT למימון</b>

**ויקטורי: נתונים עיקריים על רשת החנויות**

FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	Q1 2014	Q1 2015	
13	18	20	24	29	25	29	<b>מספר סניפים (סוף תקופה)</b>
6.3%	-2.1%	0.6%	0.5%	0.2%	-2.4%	0.2%	<b>צמיחת מכירת חנויות זהות</b>
41,000	37,300	35,800	35,000	35,400	8,700	8,500	<b>מכירות למ"ר</b>

**פירוט גורמי מפתח בדירוג**

**סיכון ענפי בינוני**

להערכתנו, מידרוג ענף קמעונאות המזון מאופיין בסיכון עסקי בינוני יחסית ליתר ענפי המשק, זאת לאחר שרמת הסיכון בו עלתה בשנים האחרונות, בעיקר נוכח התגברות התחרות בין הרשתות ומצד רשתות דיסקאונט קטנות, דוגמת רשת ויקטורי וכן נוכח התגברות התהודה הציבורית בקשר עם יוקר המחיה, זאת מאז המחאה החברתית בשנת 2011, במידה שיש בה להוות לחץ על מחירי המכירה ושינויים מסוימים בהרגלי הקנייה. התחרות התבטאה בגידול משמעותי בשטחי המסחר ובריבוי מבצעים והנחות אשר פגעו בנאמנות הלקוחות, שחקו את צמיחת המכירות של חנויות ותיקות ואת הרווחיות. על פי נתוני סטורנקסט, שוק ה-FMCG רשם בשנת 2014 קיטון כספי של כ-1.7%, לעומת גידול של מעל ל-3.0% בשנים 2012-2013. במונחים כמותיים השוק התכווץ בכ-0.6%, לאחר קיטון של כ-1.6% בשנת 2013. על פי נתוני

סטורנקסט, במחצית הראשונה של שנת 2015 נרשמה עלייה של כ-1.0% במכר הכספי של השוק ה-FMCG בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, שנבעה מעלייה כמותית בשיעור של 2.4%, אשר קוזזה בירידה במדד המחירים. הרווחיות בענף קמעונאות המזון הינה נמוכה יחסית ליתר ענפי המשק, גם בתקופות יציבות יותר בענף, ומשקפת תחרות עזה, חסמי כניסה שאינם גבוהים ויעילות תפעולית נמוכה יחסית. הרווחיות מושפעת בין היתר מהוצאות שכירות סניפים שהאמירו בשנים האחרונות, ביחס לגידול במכירות, נוכח הגידול בשטחי המסחר והתחרות על מיקומים אטרקטיביים. תהליכי ההתייעלות וצמצום שטחי המסחר שביצעו הרשתות הגדולות (חלק משטחי המסחר החליפו ידיים וחלקם צומצמו) לצד תהליכי קונסולידציה, צפויים להערכתנו לתמוך במידה מסוימת בבלימת השחיקה בפדיונות וברווחיות בטווח של מספר רבעונים. בתוך כך, אנו מעריכים כי המשבר שבו מצויות רשתות בענף ובראשן רשת "מגה" עשוי למתן במידת מה את רמת התחרות בענף בטווח הבינוני. העלאת שכר המינימום הינה בעלת השפעה מהותית על השחקנים בענף, בעיקר הקטנים שבהם, אולם להערכתנו היא עשויה להיספג בחלקה במחירי המכירה. מנגד, חוזקות הענף כוללות: פעילות דפנסיבית המאופיינת ברמת ביקושים יציבה יחסית וניתנת לחיזוק, יכולת השבת הכנסות גבוהה, תזרים מזומנים תפעולי חזק נוכח צורכי הון חוזר נמוכים והשקעות מתוננות וכן רמת רגולציה מתונה.

#### **מיצוב עסקי מתחזק והלימה של הצעת הערך לטעמי הציבור**

החברה הינה אחת השחקניות הקטנות ביחס לשתי רשתות המזון הארציות הגדולות, עם 29 סניפים ונתח שוק של כ-2.6% משוק המזון הקמעונאי. בשנים האחרונות רשמה החברה גידול בנתח השוק, בעיקר בשל הרחבת רשת הסניפים ועל חשבון הרשתות הגדולות. שיעור הצמיחה במכירות חנויות זהות (same stores sales) של הרשת מצוי בשנים האחרונות בסטגנציה (שיעור של 0.6% ו-0.5% בשנים 2012-2013 ושיעור של 0.2% בשנת 2014) נוכח התחרות הגבוהה. האסטרטגיה השיווקית של החברה לבידול הרשת אל מול המתחרים הינה מחירים מוזלים, וברמה דומה בכל הסניפים, ריבוי מבצעים והנחות על קניות כמותיות, מגוון רחב של מותגים ולצידם מותג פרטי הכולל כ-1,100 מוצרים, ומהווה כ-5% מסך המכירות (שיעור נמוך מעט יחסית לענף). אף כי אסטרטגיה זו אינה שונה במהותה מזו של רשתות הדיסקאונט העיקריות, הצעת הערך של החברה תואמת להערכתנו את המגמות הבולטות בענף ומציבה את הרשת בעמדה שיווקית טובה עם יתרונות תחרותיים.

פריסת סניפי החברה מוגבלת, אך תואמת את האסטרטגיה השיווקית, בהיותה נוכחת בעיקר באזורי הפריפריה, עם הטיה גבוהה לדרום הארץ (כ-40% מהסניפים) ולמרכזי אוכלוסייה צומחים (ראש העין, נתניה, פתח תקוה). שטחי הסניפים בינוניים בגודלם ועומדים בממוצע על כ-1,000 מ"ר ותומכים במכירות למ"ר ברמה גבוהה משמעותית יחסית לשתי הרשתות הגדולות (כ-35 אלף ש"ח למ"ר). איננו מעריכים כי לחברה ריכוזיות עודפת של סניפים במונחי מכירות ותרומה. כרשת קטנה וצומחת, לחברה אין מועדון לקוחות דומיננטי, היא אינה פעילה מול קבוצות רכישה וועדי עובדים, כחלק ממדיניות וערוץ המכירה המקוון ברשת מצוי עדיין בחיתוליו. פוטנציאל ההתפתחות של הרשת בכיוונים אלו מוגבל כיום להערכתנו בתשומות הניהול והמטה הקיימות בחברה, ועשוי לתבוע השקעות הוניות.

#### **אסטרטגיית צמיחה באמצעות הרחבת הרשת**

אנו מניחים כי הצמיחה הפנימית בחברה בשנתיים הקרובות תעמוד על שיעור מתון, בדומה לשנים האחרונות, כאשר פוטנציאל הצמיחה העיקרי של החברה טמון בהרחבת הרשת. אסטרטגיית הצמיחה של החברה מכוונת לשני ערוצים שונים: האחד הינו הרחבת הסניפים בפריפריה במיקומים בהם אינה נוכחת, והשנייה, הרחבת הפעילות במרכזי הערים, שבה החלה לפעול בצורה משמעותית רק בשנתיים האחרונות. בכוונת החברה להרחיב במידה משמעותית את פעילות הייבוא המקביל, המהווה כיום נתח נמוך מהמכירות. הייבוא המקביל עשוי להוות תמיכה לרווחיות החברה ומיצובה העסקי.



החברה דיווחה לאחרונה כי בחנה את רכישת רשת "ניופארם" אולם עסקה זו לא הבשילה בשלב זה. אנו סבורים כי כניסה עתידית של החברה לתחום חנויות הפארם, ככל שזו אכן תתרחש, תומנת בחובה סיכון עסקי משמעותי, זאת לצד הפוטנציאל לצמיחה והשבחה בתחום נוסף. הדירוג הנוכחי אינו מגלם עסקה עתידית לרכישת ניופארם.

#### **ניהול הדוק וממוקד לצד תלות גבוהה באנשי המפתח בני משפחת רביד**

החברה מאופיינת בניהול הדוק, ממוקד וריכוזי, ההולם כיום את היקף פעילות ומאפייניה. להערכתנו, מוטת השליטה החזקה של ההנהלה לצד מטה צר ויעיל תרמו ליציבות התוצאות והנתונים התפעוליים, חרף המגמות השליליות בענף והתרחבות הרשת. איכות הניהול מהווה להערכתנו גורם חיובי התומך בהמשך היציבות. יחד עם זאת, אנו סבורים כי לאורך זמן, ועם הגעתה של החברה להיקפי פעילות גבוהים יותר, מבנה הניהול הצר והתלות במנהלי המפתח בחברה - בני משפחת רביד והמטה המצומצם, עלולים להציב בפניה סיכון עסקי וניהולי. לחברה הזדמנות בשנים הקרובות להרחיב ולעבות את שדירת הניהול ולהתאימה להיקף פעילות גדול, רחב ומגוון יותר.

#### **רווחיות תפעולית טובה יחסית לענף ויציבה**

החברה הציגה, בשלוש השנים האחרונות, ממוצע רווחיות תפעולית של כ- 3.3% בטווח יציב מאוד, וזאת בשונה מהשחקניות הגדולות בענף, שהציגו שחיקה חדה ברווחיות. יחד עם זאת, הרווחיות נשחקת באיטיות לאורך חמש השנים האחרונות. הרווחיות היציבה, חרף הרחבת הרשת, מוסברת בניהול הדוק של הרכש, שמירה על רמת ההוצאות התפעוליות ובתוך כך רמת הוצאות שכירות טובה יחסית לענף, אם כי זו מצויה במגמת עלייה מסוימת. אנו מעריכים כי רמת הרווחיות של החברה צפויה להישאר יציבה יחסית, עם מגמת שיפור קל שתנבע בעיקר משורת הרווח הגולמי נוכח הערכה שלנו להתמתנות מסוימת ברמת התחרות בטווח הבינוני, שתשפיע על מחירי המכירה. ואולם הערכה זו עדיין אינה מגלמת את רכישת הסניפים החדשים במסגרת תכנית החברה להתרחבות. בתסריט המרכזי שלנו מהלך רכישת הסניפים עלול, לצד הגידול בהיקפי המחזור והרווח, לשחוק את הרווחיות לרמה של סביב 2.5% בשנתיים הראשונות להטמעת הסניפים החדשים, כתוצאה מרמת מכירות למ"ר נמוכה יחסית בסניפים החדשים, המשך הפסדים של מספר סניפים ורמת הוצאות תפעול גבוהה יותר.

#### **מינוף מתון יחסית לרמת הדירוג גם לאחר גיוס החוב**

לחברה כיום רמת חוב נמוכה מאוד, כאשר עיקר המימון של הפעילות ושל היתרות הנזילות נבע מהנפקת הון מניות שבוצעה בשנת 2011 ומתזרימי המזומנים מפעילות שוטפת. גיוס חוב בהיקף של כ- 100 מיליון ₪ - אשר ישמש ברובו להתרחבות - אם כי עדיין אין וודאות מלאה לגבי מבנה העסקאות והיקפן, יגדיל את רמת המינוף של החברה במידה משמעותית, אולם זו צפויה להישאר מתונה ובולטת לטובה יחסית לרמת הדירוג, עם יחס חוב ל-CAP פרופורמה של כ- 45% (בהשוואה ל- 11% בלבד כיום) ויחסי כיסוי מהירים יחסית של 3.0-3.5 חוב ברוטו מותאם ל-EBITDAR ו-4.5-5.0 חוב ברוטו מותאם ל-EBITDAR. יחסי הכיסוי יושפעו לטובה מתוספת הפעילות של הסניפים שיירכשו רק החל משנת 2017, כך לפי התסריט המרכזי שלנו. יחס כיסוי הריבית צפוי להישמר ברמה גבוהה של 6.0-8.0. אנו מעריכים את מדיניות הדיבידנד של החברה (30% חלוקה מהרווח השנתי) כמתונה ולא היה בה להוות משקולת לדירוג.

#### **נזילות חזקה נוכח מאפייני הפעילות ויתרות נזילות גבוהות**

לחברה יתרות נזילות גבוהות יחסית, לאורך זמן, המושקעות חלקן בתיק השקעות ברמת סיכון נמוכה יחסית. תגודתיות התזרים מפעילות שוטפת הינה נמוכה יחסית בשל צורכי הון חוזר נמוכים, במימון ימי ספקים. אנו מעריכים כי לחברה צפויות בשנתיים הקרובות השקעות גבוהות יחסית ברכוש קבוע, הכרוכות בהסבת הסניפים שיירכשו, מעבר החברה למטה משרדים ומחסנים חדש ביבנה והשקעות שוטפות בפתיחת סניפים. אנו מעריכים כי השקעות החברה ימומנו



בעיקר מתזרים מפעילות שוטפת ומכספי גיוס החוב, וכי החברה תותיר לאורך זמן יתרות מזומנים משמעותיות. לחברה מסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף נמוך של כ- 10 מיליון ₪ וכן אמות מידה פיננסיות בקשר עם חוב בנקאי, בהן היא עומדת במרווח רחב.

## אופק הדירוג

---

גורמים שיכולים להוביל לשיפור הדירוג:

- הוכחת יציבות בשיעור הרווחיות
- שמירה על רמת מכירות למ"ר
- התרחבות מדודה בתחומים בליבת הפעילות של החברה

גורמים שיכולים להוביל להרעה בדירוג:

- גידול ביחס החוב הפיננסי מותאם ל- EBITDAR מעל לרמה של 4.5 לאורך זמן
- רכישות ומיזוגים שאינם בליבת הפעילות של החברה ובפרופיל סיכון גבוה יותר

## דוחות קשורים

---

[ענף הקמעונאות - מתודולוגית דירוג, אוגוסט 2010.](#)

תאריך דוח: 19.07.2015

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>מונחים פיננסיים עיקריים</b>
	<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 פיננסי + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b>
	Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, 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 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.



© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

#### אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכונים הסתמכות על דירוג

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם, ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכונים אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכונים אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעון, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו. כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום תיחיסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדיון החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. 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 ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגביו דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדיון, למעט אם נקבעה אחריותם במפורש על פי דין, כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נושא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או פעולה שהחוק לא מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה נכון למועד עריכתו, והוא עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.