



דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ - חוב בכיר

דוח מעקב | ינואר 2015

1

אנשי קשר:

ישי טריגר, אנליסט בכיר

yishait@midroog.co.il

יובל סקורניק, אנליסט בכיר

yuvals@midroog.co.il

רו"ח מירב בן כנען הדר, סמנכ"ל

meravb@midroog.co.il

דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ - חוב בכיר

חוב	יתרת חוב (במ' ש, 30.06.2014)	ריבית	יתרת פירעון	דירוג	אופק
חוב בכיר - Group A	4,258	4.66%	2015-2027	Aa2	יציב
חוב בכיר Newcourt	285 מ' דולר ארה"ב ¹	9.9%	2015-2027	Aa2	יציב
חוב בכיר - Group C	199	6.5%	2015-2027	Aa2	יציב
סה"כ חוב בכיר (ש)	5,435	-	-	-	-

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג החוב הבכיר של הפרויקט על כנו, בדירוג Aa2, באופק יציב.

1. שיקולים עיקריים לדירוג

בקביעת דירוג הפרויקט, מסתמכת מידרוג על המתודולוגיה לדירוג כבישי אגרה, המתבססת על המתודולוגיה של Moody's לדירוג כבישי אגרה פעילים (Operational Toll Roads) וכן על המתודולוגיה הגנרית של Moody's לפרויקטים (Generic Project Finance).

במסגרת הדירוג, נלקחו בחשבון, בין היתר, השיקולים הבאים: (1) הפרויקט הינו כביש אורך מרכזי הפועל החל משנת 2004, המהווה עורק תחבורתי ראשי, בעל חשיבות לאומית בחיבור חלקי הארץ השונים למרכז; (2) תחרות מצד כבישים או אמצעי תחבורה אחרים אינה צפויה בעתיד הנראה לעין, באופן אשר עלול לפגוע בנתוני הפרויקט; (3) לדברי היועץ הטכני, תקציב תכנית החומש להרחבות ותקציב החומש לשיקום עמוק הינם נאותים ומשקפים את תחזיות הביצוע העתידיות (אומדני עלויות, ל"ז והסדרי ביצוע); (4) קיבוע ריבית הבסיס על יתרת החוב השקלי A, אשר מוביל לגידול בתזרים המזומנים; (5) גידול מתמשך ועיקבי בהיקפי הנסועה של הפרויקט בשנים האחרונות; (6) סוג ומגוון הלקוחות בפרויקט, אשר מרביתם מנויים; (7) תזרים הכנסות יציב וחזק, עם שיעור גבייה גבוהים מאוד; (8) יחסי כיסוי גבוהים ההולמים את דירוג הפרויקט - יחס הכיסוי (ADSCR) הממוצע הינו כ- 2.05, והמינימאלי הינו כ- 1.76; (9) ניסיון קבלני הביצוע, בעלי הפרויקט ומנהליו (Track-Record), כ- 12 שנות הפעלה; (10) מנגנון רשת ביטחון חזק מטעם המדינה, אולם אין ברשת הביטחון להבטיח כיסוי מלא של החוב הבכיר.

2. התפתחויות אחרונות בפרויקט

2.1 קיבוע ריבית הבסיס ליתרת חוב שקלי A

ביום 30/06/2014 נקבעה ריבית הבסיס על יתרת (42.4%) החוב השקלי A (להלן: "יתרת החוב השקלי A") אשר לא קובעה ביום 29/07/2013². ריבית הבסיס אשר תחול על יתרת החוב השקלי A, בהתאם לתנאי הסכם המימון, הינה כ- 0.3% פלוס מרווח של כ- 3.6%. לדברי החברה, הקיבוע המלא של הריבית בגין חוב שקלי A מוביל לגידול בתזרים המזומנים בכ- 1.4 מיליארד ש"ח על פני כלל שנות הזיכיון שנותרו לפרויקט³ לעומת לוח הסילוקין המקורי.

¹ כ- 978 מ' ש.

² לפירוט בנוגע לקיבוע הריבית ביום 29/07/2013, ראה דוח מעקב מנובמבר 2013.

³ גידול זה נלקח בחשבון במודל הפיננסי המעודכן לחודש דצמבר 2014.

2.2. מתווה קרנות ביטחון חדש

החברה העבירה למממנים הצעה בקשר עם שינוי מתווה קרנות הביטחון של הפרויקט (להלן: "מתווה קרנות הביטחון החדש"), זאת לאור תוצאות הפרויקט לאורך השנים, וכן ניסיון החברה הרחב בכל הנוגע לניהול ותפעול הפרויקט אשר החל בשנת 2004. להלן מובא מתווה קרנות הביטחון החדש אשר הועבר אל המממנים (לפירוט בנוגע להגדרות הקרנות, ראה תת-פרק 2.8):

קרן	דרישה	הצעה
קרן לשירות החוב הבכיר	6 חודשי שירות חוב	3 חודשים במזומן + 3 חודשים בערבות בנקאית
קרן לשיקום עמוק	לפי תכנית	ללא שינוי
קרן הרחבות	לפי תכנית	ללא שינוי
קרן הוצאות תפעול ותחזוקה	68 מ' ש + הצמדה	ביטול
חשבון ה- Excess Cash	113 מ' ש + הצמדה	80 מ' ש

בנוסף לקרנות שפורטו לעיל, נבחנת אופציה להעמדת קרן נוספת בקשר עם הערבות בגין התחזוקה שצריכה להעמיד החברה חמש שנים לפני תום הזיכיון (להלן: "הקרן החדשה") - טרם גובש המנגנון הסופי בקשר עם הקרן החדשה. נכון למועד זה, מתקיימים דיונים בנוגע למתווה קרנות הביטחון החדש והקרן החדשה אל מול המממנים. החברה צופה שהנדון ייסגר עד סוף הרבעון הראשון לשנת 2015. נציין כי שינוי מתווה קרנות הביטחון, בהתאם למפורט לעיל, לא יפגע בדירוג הפרויקט.

2.3. עדכון מנגנון האכיפה - שינוי היקף הקנסות

3

ביום 05/11/2014 החליטה המדינה כי מנגנון האכיפה למשתמשי הכביש יעודכן, כך שלאחר העדכון שיעור הקנס ישקף קיטון של כ- 40% בהכנסות מאכיפה ביחס למצב עד כה. יש לציין, כי במודל הפיננסי המעודכן, נלקחה בחשבון הפחתה בשיעור של כ- 30% בהכנסות מאכיפה, אשר מייצגת קיטון של כ- 11 מ' ש בשנת 2015⁴. החברה מעריכה כי הפחתה של כ- 40% תוביל לקיטון של כ- 14 מ' ש, כלומר קיטון נוסף של כ- 3 מ' ש ביחס למודל הפיננסי המעודכן. מבדיקה שנערכה, יחס הכיסוי, לאחר העדכון בקשר עם ההפחתה ל- 40% בהכנסות מאכיפה, יפגע באופן מינורי. שינוי מינורי זה ביחסי הכיסוי של הפרויקט נלקח בחשבון בדירוג. יש לציין כי המחלוקת בנוגע לעודפים שהצטברו, לטענת המדינה, אצל הזכין מפעולות אכיפה עד 2009 המוערכות בין 64-112 מ' ש, טרם נפתרו. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הנושא.

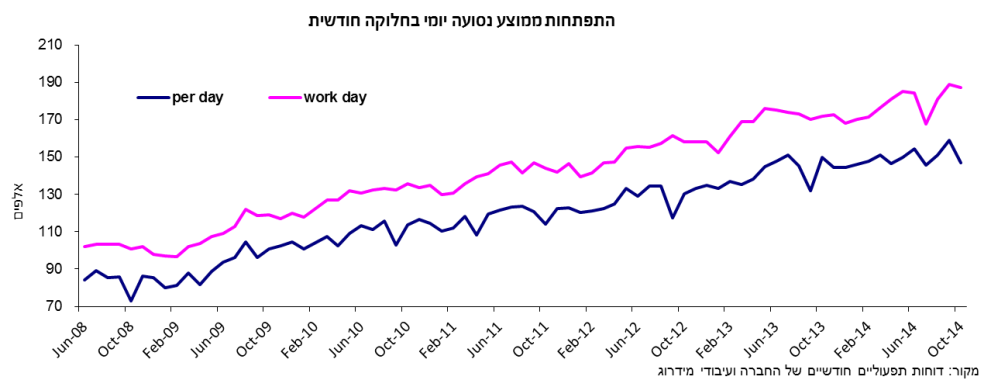
2.4. דוח יועץ טכני עדכני

מדוח היועץ הטכני מיום 07/07/2014, הבוחן את יישום תכנית החומש להרחבות ותכנית החומש לשיקום עמוק של הפרויקט, עולה כי תקציב החומש לביצוע הרחבות ותקציב לשיקום העמוק לשנים 2014-2018, מסתכמים בכ- 357 מ' ש וכ- 213 מ' ש (בסיס 04/2014), בהתאמה. התקציבים אינם כוללים מע"מ, אולם כוללים תקורות זכין בשיעור של 2%. תכולת העבודות בקשר עם שתי התכניות לעיל, כמעט ולא השתנתה. להערכת היועץ הטכני, הן תקציב החומש להרחבות והן תקציב החומש לשיקום עמוק הינם נאותים ומשקפים את תחזיות הביצוע העתידיות, הן מבחינת אומדני עלויות והן מבחינת לוחות זמנים והסדרי ביצוע. על אף האמור לעיל, מצוין היועץ הטכני כי פרויקט ההרחבות ושדרוג התשתיות וציוד מערכת האגרה (כ- 50 מ' ש) הינו ראשוני ומחייב פירוט וניתוח תקציבי, ניתוח סיכונים, והוספת מרכיב

⁴ החל משנת 2016 קיים גידול שנתי בהכנסות מאכיפה כתוצאה מהצמדות למדד המחירים לצרכן וגידול בנסועה.

בצ"מ בהתאם. בנוסף מציין, כי קיים עיכוב בהליך סגירת ההסכם בין הזכיון למפעיל בקשר עם שדרוג מערכות החיוב, הגבייה ושירות הלקוחות. לדברי החברה, הצדדים הגיעו להסכמה עקרונית בנושא ועל כן ההסכם צפוי להיחתם בקרוב.

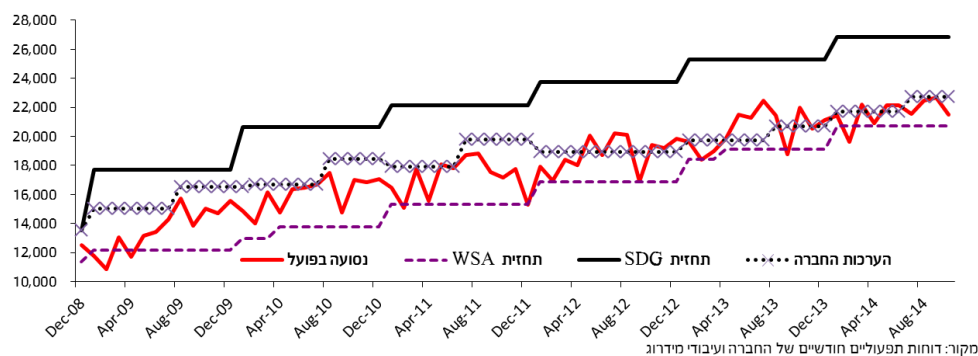
2.5. התפתחות היקפי נסועה



הגרף שלעיל מתאר את התפתחות ממוצע הנסועה היומי בחלוקה חודשית (Trips)⁵. מנתוני נסועה בפועל במהלך השנים האחרונות ניתן להבחין במגמת עלייה יציבה בהיקף התנועה (Ramp-Up), האופיינית, בדרך כלל, לכבישים בתחילת הפעלתם. יש לציין כי להערכת החברה, מגמת העלייה בנסועה (Ramp Up) צפויה להימשך כ- 5 שנים נוספות, לאור המשך פיתוח מאסיבי של כבישי רוחב והרחבות העתידיות בפרויקט. למרות שהקטע המרכזי נפתח בשנת 2004, נראה כי מגמת העלייה בהיקפי הנסועה נמשכת, בין היתר, הודות לפתיחת ההרחבה הצפונית ("קטע 18") ביולי 2009. במהלך השנים האחרונות, נצפה גידול בכל חודש ביחס לחודש המקביל בשנה הקודמת.

4

להלן גרף המתאר את היקפי הנסועה במקטעים לחיוב (Sections) בפועל, לעומת התחזיות⁶ (נתונים באלפים):



כפי שניתן לראות בגרף לעיל, ברוב התקופה, דצמבר 2008 ועד אוקטובר 2014, היקפי הנסועה, בפועל, גבוהים מנתוני WSA⁷. החל משנת 2012 היקפי הנסועה בפועל, קרובים, באופן יחסי, להיקפי הנסועה בהתאם להערכות החברה⁸. עם זאת, באותה תקופה היקפי הנסועה נמוכים, בשיעור ממוצע של כ- 20%, ביחס לתחזית SDG⁹.

⁵ מספר כלי רכב.

⁶ יש לציין כי, התחזיות בקשר עם הנסועה הינן שנתיות.

⁷ Wilbur Smith Associates – תחזית התנועה של הזכיון.

2.6. התפתחות הכנסות

להלן טבלה המתארת את פירוט סה"כ הכנסות בפועל (באלפי ש"ח):

2011	2012	2013	1H2012	1H2013	1H2014	
208,971	225,773	246,921	110,085	120,629	128,441	נסועה (מקטעים לחיוב)
8.6%	8.0%	9.4%	9.3%	9.6%	6.5%	שינוי ב- %
661,945	745,236	804,533	361,491	378,219	409,122	אגרה
(25,549)	(32,601)	(20,564)	(27,104)	(18,128)	(2,717)	מדינה
63,367	65,589	75,895	31,376	34,828	39,406	וידאו
30,777	31,385	33,999	15,350	17,378	19,399	אכיפה
11,366	8,572	8,400	4,548	3,792	3,414	תחנות שירות
6,252	6,680	6,073	3,495	2,667	3,375	אחרות
748,158	824,862	908,335	389,156	418,756	471,988	סה"כ

מקור: דוחות רבעוניים של החברה.

ההכנסות מאגרה, המהוות את עיקר הכנסות הפרויקט (כ- 89% בשנים 2011-2013), עלו בכ- 22%, בין השנים 2011-2013, ובכ- 8% בין המחצית הראשונה של שנת 2013 למחצית הראשונה של שנת 2014. ההכנסות משירות וידאו, המהוות כ- 8.0% מסה"כ הכנסות הפרויקט (בשנים 2011-2013), עלו בכ- 20%, בין השנים 2011-2013, ובכ- 13% בין המחצית הראשונה של שנת 2013 למחצית הראשונה של שנת 2014. היקף הנסועה במחצית הראשונה של שנת 2014 גדל בכ- 6.5% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד, לעומת זאת סך הכנסות גדלו במחצית הראשונה של שנת 2014 בכ- 13% ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. מפילוח המשתמשים בכביש בחודש אוקטובר 2014, עולה כי כ- 89.4% מהמשתמשים בכביש הינם כלי רכב פרטיים, כ- 10.2% הינם משאיות וכ- 0.4% אופנועים¹⁰. מפילוח המשתמשים לפי אופן התשלום, בחודש אוקטובר 2014, עולה כי כ- 60.3% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מכשיר הפסקל¹¹, כ- 28.1% הינם מנויים, אשר חויבו באמצעות מערכת הווידאו, ואילו היתרה, בשיעור כ- 11.6%, הינם מזדמנים. שיעור הגבייה המשוקלל בכביש, עבור 12 החודשים שהסתיימו ביוני 2014, הינו כ- 99%.

2.7. יחסי כיסוי שירות החוב

יחס הכיסוי (ADSCR) עבור החוב הבכיר, בפועל, לשנת 2013 עמד על כ- 1.38 ובשנת 2014 עמד על כ- 1.63, לעומת יחס כיסוי של כ- 1.60 וכ- 1.64, בהתאמה, במודל הפיננסי במועד הדירוג הראשוני (תחזיות SDG) (להלן: "המודל הפיננסי המקורי"). יחסי הכיסוי של החוב הבכיר השתפר באופן מהותי החל מחודש דצמבר 2014 ואף עברו את יחסי הכיסוי שחושבו במסגרת המודל הפיננסי המקורי, וצפויים להישאר גבוהים יותר עד למחצית הראשונה לשנת 2023. הגידול ביחסי הכיסוי נובע בעיקר מקיבוע הריבית בחוב השקלי A והרחבות של כבישי רוחב נוספים ושל הכביש עצמו (ניתן לציין, בין היתר, את מקטעים 3 ו-7 של הכביש, כביש מכבית- 471, כביש 531 וכביש 9) אשר יובילו לגידול בנסועה (Ramp-Up).

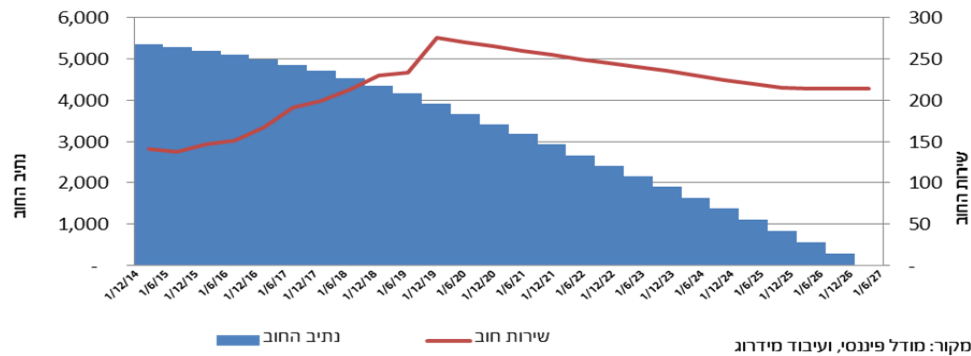
⁸ החברה מעדכנת את תחזיותיה בכל מועד עדכון של המודל הפיננסי, בהתבסס, בין היתר, על התפתחות שיעור הנסועה, בפועל, ותחזית SDG.

⁹ תחזית נסועה של המלווים, אשר עודכנה לאחרונה בשנת 2008 (בעקבות התפתחויות שונות).

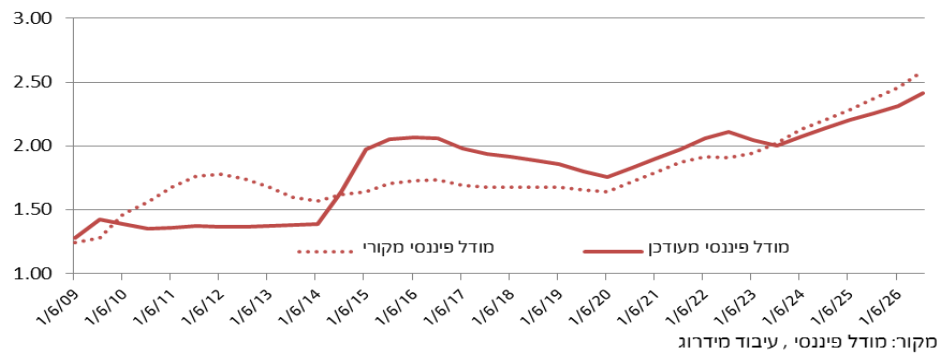
¹⁰ אופנועים מחויבים במחצית מן האגרה ומשאיות בפי שלושה.

¹¹ משדר אלקטרוני המותקן בגוף הרכב ומשמש את מנוי הכביש לצורך חיוב האגרה.

להלן גרף המראה את נתיב החוב¹² ושירות החוב של הפרויקט (מ' ש):



להלן גרף השוואה המציג את התפתחות יחסי הכיסוי של החוב הבכיר, בהתאם למודל הפיננסי המקורי, לעומת יחסי הכיסוי, בהתאם להערכות החברה העדכניות (מודל פיננסי דצמבר 2014):



6

כפי שניתן לראות בגרפים לעיל, בין השנים 2017-2021 ישנה "בטן" ביחסי הכיסוי וזאת בשל שני גורמים עיקריים: (1) תחזית הנסועה של הפרויקט משקפת גידול שנתית ההולך ופוחת לאורך השנים; (2) בהתאם למבנה החוב של הפרויקט בשנים שצוינו לעיל, קיים עומס פירעונות גבוה יותר משאר התקופות. על אף האמור לעיל, ראוי לציין כי סביבת יחסי הכיסוי, למרות הירידה בתקופה המדוברת, הולמים את דירוג הפרויקט. בהתאם למודל הפיננסי המעודכן, יחס הכיסוי (ADSCR) הממוצע הינו כ- 2.05, והמינימאלי הינו כ- 1.76.

2.8. קרנות ביטחון

כחלק מהסכם הזיכיון והסכמי המימון, הזכיין התחייב למספר קרנות ייעודיות, לטובת החוב הבכיר, להלן פירוט הקרנות נכון לתאריך 30/06/2014:

- קרן לשירות החוב הבכיר: כ-227.7 מ' ש, בהתאם לנדרש. בגובה 6 חודשי שירות חוב.
- קרן לשיקום עמוק: כ-64.5 מ' ש, בהתאם לנדרש. בכל תקופה אמור להתווסף לקרן סכום ההוצאה הממוצעת בגין שיקום עמוק, הצפוי ב-8 החציונים הבאים. היתרה בקרן מוגבלת לסכום השווה לפי 2 מסכום ההוצאה הגבוהה ביותר ב-8 החציונים הבאים.

¹² יתרת החוב בסוף תקופה.

- **קרן הרחבות:** כ- 68.9 מ' ש, בהתאם לנדרש. לקרן זו מועבר סכום ההוצאה הממוצעת בגין ההרחבות, הצפוי ב-8 החציונים הבאים, עד למקסימום שנקבע כסכום הגבוה מבין: פי 2 מסכום ההוצאה הממוצעת של ההרחבות הצפויות ב-8 החציונים הבאים או פי 2 מסכום ההוצאה החצי שנתית הקרובה.
- **קרן הוצאות תפעול ותחזוקה:** כ- 68.1 מ' ש, בהתאם לנדרש. הקרן נועדה לצורך כיסוי עליה בהוצאות המפעיל, שלא נצפו או אושרו מראש עקב עדכון בהסכם התפעול והתחזוקה.
- **קרן המודל הפיננסי:** כ- 28.4 מיליוני ש, בהתאם לנדרש. עפ"י הסכמי המימון הקרן השתחררה בדצמבר 2014, ונועדה לפצות על פערים בין המודל הפיננסי לביצוע בפועל.
- **חשבון ה- Excess Cash:**¹³ היתרה בחשבון זה הינה כ- 113.3 מ' ש; בהתאם להסכמי המימון¹⁴.

2.9 ערבויות וביטוחים

- בהתאם להסכמי המימון, קיימות הערבויות הנדרשות, בין היתר, להבטחת זכויות המדינה בקשר לפריקט וללהבטחת תחזוקתו (לפירוט - ראה דוח הדירוג הראשוני).
- מערך ביטוחי, כנדרש בהסכמי המימון.

2.10 תביעות מהותיות

ביום 22/07/2014 הוגשה תביעה ייצוגית על סך 278 מ' ש, אשר עניינה חיוב מנוי על נסיעה בכביש 6 בגין רכב אשר במועד הנסיעה לא היה עוד בבעלותו. לדעת הנהלת החברה ויועציה המשפטיים, בשלב ראשוני זה, עוד טרם הוגשה תגובת החברה לבקשה ועוד בטרם נבחנו הטענות והעילות בקשר עם התביעה, לא ניתן להעריך את סיכויי התביעה להתקבל. בדוחות הכספיים של החברה לא נכללה הפרשה בגין תביעה זו. מידרוג תמשיך ותעקוב אחר הנושא האמור.

7

3. פרופיל הפריקט

בינואר 1998 נבחרה חברת דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ (להלן: "דרך ארץ" או "החברה" או "הזכיין") כזוכה במכרז לפריקט מסוג BOT, להקמה ותפעול ככביש אגרה של כביש חוצה ישראל, הידוע ככביש 6, לתקופה של 30 שנה (כולל תקופת ההקמה) (להלן: "הפריקט" או "הקטע המרכזי" או "הכביש"). בפברואר 1998 נחתם הסכם זיכיון בין מדינת ישראל לבין החברה, לשם הוצאה לפועל של הפריקט (להלן: "הסכם הזיכיון"). בניית הכביש הסתיימה בשנת 2004 וממועד זה החל תפעולו המלא, אשר צפוי להמשיך עד תום תקופת הזיכיון, קרי יולי 2029.

ביולי 2009 נפתח לתנועה קטע דרך נוסף, באורך 18 ק"מ, אשר מחבר את הכביש עם כביש 70 (להלן: "קטע 18"). הקמת והפעלת קטע 18 נעשית באמצעות חברה בת של הזכיין, אשר מבצעת את התחייבויותיו כלפי המדינה (להלן: "חברת הבת"). פעילותה של חברת הבת מומנה באמצעות הלוואות מבנקים וגופים מוסדיים כחוב בכיר (המדורג בדירוג Aa3), ובאמצעות הון עצמי, הכולל הלוואות בעלים נחותה. ההכנסות מקטע 18 מתקבלות בחברת הבת, ולזכיין מועבר התזרים השירי בלבד, כפירעון הלוואות הבעלים ומתוקף היותו בעליה של חברת הבת (חלוקת עודפים, אם וככל שהיא מותרת)¹⁵.

¹³ Excess Cash - חשבון זה מרכז את הסכומים הנותרים לחברה, לאחר תשלום כל ההוצאות התזרימיות, תשלומי החוב הבכיר והנחות, הריבית והעמלות וכל תשלום אחר על פי הסכם החשבונות, המגדיר את החשבונות בפריקט ואת מפל התשלומים.

¹⁴ בהתאם למסמכי מימון החוב הבכיר, משיכת עודפים או לחילופין, העברה למילוי קרן החוב הנחות, כפופה ליתרה של לפחות כ- 109 מ' ש בחשבון הנ"ל (צמודים למדד יוני 2011).

¹⁵ במקרים מסוימים, בהם חברת הבת לא תוכל לפרוע את החוב הבכיר שלה, הזכיין יהא מחויב לתמוך בחברת הבת ולהעביר לה סכומים לשם פירעון החוב הבכיר, בסכום מצטבר של עד 30 מיליון ש (עד 6 העברות שנתיות של עד 5 מיליון ש לכל העברה). עד למועד דוח זה, לא נזקק הזכיין להעביר סכומים כאמור.



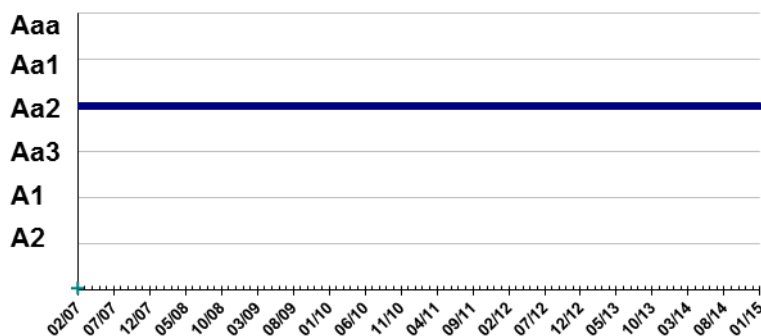
בסוף 2007 נפתח לתנועה קטע חדש בדרומו של הכביש, בין מחלף שורק ומחלף קריית גת (קטע 19). קטע דרומי נוסף, בין מחלף קריית גת ומחלף מאחז (קטע 20), נפתח באמצע שנת 2008. הקטעים הנ"ל פתוחים לציבור הרחב ושימוש בהם אינו כרוך באגרה כלשהיא.

4. אופק הדירוג

4.1 גורמים העשויים לפגוע בדירוג:

- אי-עמידה משמעותית ומתמשכת בתחזיות התנועה וביחסי הכיסוי בפועל, לעומת התחזית
- שינוי לרעה בנתונים כלכליים או בסביבה רגולטורית הקשורים בפרויקט

5. היסטוריית דירוג



8

6. מידע מקצועי רלוונטי

מועד דירוג אחרון: נובמבר 2013

[דרך ארץ הייוויז \(1997\) בע"מ - מעקב שנתי \(נובמבר 2013\)](#)

[דוח מתודולוגי - מימון פרויקטים ותשתיות בישראל](#)

היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב, מכל סוג, שנסע בכביש, ללא קשר למספר המקטעים שבהם נסע, ייספר כ- Trip אחד	Trips
היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב שנסע בכביש, יחושב כנסיעה אחת, ללא התחשבות במספר המקטעים לחיוב שבהם נסע, בשקלול סוג הרכב (משאית משוקללת פי 3, אופנוע משוקלל פי 0.5)	Journeys
היקף הנסועה מחושב כך שכלי רכב שנסע בכביש יחושב לפי מספר המקטעים לחיוב שבהם נסע, בשקלול סוג הרכב	Sections

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 מאוד.	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 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 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") 2015.

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 שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. דירוגיה של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע ביעוץ 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 שירותי 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.