

א. לוי השקעות ובנין בע"מ

A3	דירוג Issue סדרה ד'
----	---------------------

החברה מתכוונת לגייס חוב באמצעות הנפקת אג"ח סדרה ד' בסך של עד 45 מליון ש"ח. מח"מ 5 שנים.

פרופיל החברה

חברת א. לוי השקעות ובנין בע"מ (להלן "החברה"), פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות וקשורות בשני תחומי פעילות: יזום והקמת פרויקטים למגורים, וכן ברכישה, פיתוח והשבת נכסים מניבים בישראל ובחול"ל (בעיקר בצרפת).

החברה התאגדה באוגוסט 1977 על ידי האחים עזרא, אברהם ויונה לוי כחברה פרטית. בפברואר 1994 הפכה לחברה ציבורית לאחר הנפקה ראשונה של מניותיה לציבור. כיום, שלושה בני משפחת לוי מחזיקים בכ-89% ממניות החברה.

בפעילות החברה כיום פרויקטים של יזום בניה למגורים באילת, חדרה, אור יהודה ורמת אביב. בפרויקטים אלו נבנים כ-550 יחידות דיור בשטח כולל של כ-76 אלף מ"ר. פעילות החברה בתחום הנדל"ן המניב כוללת נכסים בישראל, בעיקר משרדים ומסחר, בשטח של כ-4,800 מ"ר ונכסים מניבים בצרפת (משרדים) בשטח עיקרי של כ-2,770 מ"ר. החברה הקימה את מלון גולדן טוליפ בים המלח ביחד עם שותפים ומאז אמצע שנת 2003 מחזיקה ב-100% מהפעילות בבית המלון. ביולי 2005 חתמה החברה על הסכם למכירת המלון בעסקה אשר משקפת לו שווי של כ-32 מ' דולר.

נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ש"ח	H1-2005	2004	2003
הכנסות ממכירות ממתן שירותים ומביצוע עבודות	51,742	65,177	118,395
שיעור רווח גולמי	27%	27%	22%
שיעור EBITDA	24%	18%	24%
הכנסות אחרות	8,443	45,307	5,463
רווח נקי	-1,128	4,517	-25,299
רכוש קבוע	283,632	304,928	317,487
מקרקעין לבניה ומלאי דירות	62,878	64,023	99,704
בניינים בהקמה בניכוי מקדמות מלקוחות	80,723	82,112	31,356
חוב נטו	384,107	417,776	419,159
יחס הון עצמי למאזן	11%	11%	10%
יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP	84%	84%	87%
חוב נטו ל-EBITDA	7.9	34.8	14.6

דו"ח זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 13.9.2005. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומאצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

אביטל איגנר
אנליסטית
a.ignier@midroog.co.il

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

אסטרטגיה עסקית

- המשך הפעילות כיום בתחום הבניה למגורים בישראל. במסגרת זו שוקדת החברה על השלמת פרויקטים בתהליך, פיתוח והכשרת קרקעות קיימות לבניה ואיתור ורכישת קרקעות חדשות. הערכות החברה הינן כי לאחר מספר שנות האטה, אשר אפיינו את ענף הבניה למגורים בישראל, צפוי בטווח הבינוני גידול בביקוש לדירות. החברה בוחרת על פי רוב להתמקד בו זמנית בפעילות באזורי בניה ספציפיים תוך ריכוז משאבים, להקטנת תקורות ויצירת מוניטין באזורים אלו.
- הרחבת תיק הנכסים המניבים, אשר יניב תזרים מזומנים קבוע ושוטף. מרבית ההשקעות מופנות לשוק הנדל"ן בצרפת שם פועלת החברה מאז שנת 1998 ובו להערכתה צברה ידע וניסיון. החברה פעלה ופועלת להשקעה בנכסים מניבים בעלי שוברים יציבים ולטווח ארוך מתוך כוונה וראיה להשקעה ארוכת טווח. עם זאת, מנצלת החברה הזדמנויות הנקרות בדרכה לעשיית רווחי הון. החברה נוהגת לממן את רכישת הנכסים המניבים באמצעות הלוואות מסוג Non Recourse. החברה מייעדת את מרבית תמורת ההנפקה לרכישת נכסים מניבים בצרפת.
- מימוש נכסים על מנת לשפר את נתוני האיתנות הפיננסית ולהוריד את מצבת החוב. במסגרת זו חתמה החברה על הסכם למכירת בית המלון, מכרה נכסים בישראל ובצרפת ובוחנת מימוש נכסים נוספים.

שיקולים עיקריים לדירוג

פעילות החברה נחלקת בין ייזום בניה למגורים בישראל לבין תחום הנדל"ן המניב בארץ ובצרפת - המדורגת בדורג AAA בינלאומי ע"י חברות הדורג הבינלאומיות; כמו כן בבעלות החברה בית מלון בים המלח לגביו נחתם הסכם למכירתו, עסקת שצפויה להסתיים במהלך השנה הקרובה; עיקר הפעילות כוללת ייזום ובניה למגורים בישראל תחום בו פועלת החברה מעל 30 שנים והוכיחה יכולת ביצוע; רמת הסיכון של ענף הנדל"ן למגורים בישראל גבוהה מהממוצע, בשל מאפייניו הייחודיים, ובפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם; בשנים האחרונות צמצמה החברה את היקף הפעילות בייזום בניה למגורים בישראל במקביל להאטה הכלכלית, ההאטה אף פגעה ברווחיות פרויקטים בתהליך; הפגיעה שספג ענף התיירות הנכנסת לישראל הובילה את בית המלון בבעלות החברה ואשר היווה נכס מהותי בשנים האחרונות להפסדים; בעקבות הפסדי המלון וירידה ברווחיות הבניה למגורים נפגעו הרווחיות ויחסי האיתנות; החל משנת 1998 הסיטה החברה מקורות לתחומים אלטרנטיביים אחרים שעיקרם רכישת והשכרת נדל"ן בצרפת; חלק מנכסים אלה מומשו על ידי החברה ברווחיות נאה; הנהלת החברה הצליחה להוביל את החברה גם בשנות המיתון האחרונות; בחודשים האחרונים ביצעה ההנהלה מספר מהלכים עסקיים, ביניהם חתימה על הסכם למכירת בית המלון בים המלח, אשר עם השלמתם יחול שיפור ניכר באיתנותה וביחסיה הפיננסיים של החברה; תמורת ההנפקה מיועדת ברובה להשקעה בנכסים מניבים בחו"ל על מנת לעבות את זרוע הפעילות בנכסים מניבים.

חוזקות

- מוניטין וניסיון מוכח בתחום הבניה למגורים בישראל. הודות לגמישות תפעולית, הצליחה החברה לשמור על רווחיות גם לאורך שנות המיתון בענף הבניה למגורים בישראל אם כי שיעורי הרווחיות נשחקו. הנהלת החברה השכילה לצמצם את פעילותה בתחום הבניה למגורים בשנים אלה על רקע ירידת הביקושים לדירות מגורים.
- מוניטין וניסיון מוכח בתחום איתור, השבחה ומכירה של נכסים מניבים בצרפת. בשנים האחרונות רכשה החברה מספר נכסים בצרפת אשר את חלקם מכרה ברווחיות גבוהה. למרות שהאסטרטגיה העסקית של החברה כוללת הרחבת תיק הנכסים המניבים החברה מנצלת הזדמנויות עסקיות למימוש נכסים כאשר הן מגלמות רווחיות גבוהה. לאחרונה נמכר נכס בצרפת ברווח הון של כ- 20 מיליון ש"ח לאחר שנרכש בחודש 12/04. מדרוג מעריכה כי אלו מעידים על כך שהחברה רכשה ניסיון ויצרה קשרים עסקיים בשוק זה אשר מקנים לה יתרון יחסי לעומת אחרים.
- צמצום מהותי בסך החוב של החברה לאחר שרמת החוב הגיעה לסך של 433 מיליון ש"ח ביום 31.12.2004. החברה פעלה לממש מקרקעין ורכוש קבוע בישראל ובפריז, מימוש אשר תרם להורדת היקף החוב ל- 330 מיליון ש"ח וחתמה על הסכם למכירת בית המלון בים המלח במחיר המשקף שווי של 32 מיליון דולר. התמורה תשמש לגידול במזומנים ולפירעון מלוא החוב העומד כנגד בית המלון. השלמת המכירה צפויה לתרום לירידה נוספת בהיקף החוב עד לסך של 200 מיליון ש"ח. בנוסף, לחברה צפויה לאחר השלמת מכירת בית המלון יתרות מזומן בסך של 64 מיליון ש"ח.

גורמי סיכון עסקיים

סיכון ענפי

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים ובניה. בשנים האחרונות ידעה ישראל משבר בענף הנדל"ן ובעיקר בבנייה למגורים, אשר גרמו להקטנה משמעותית של פעילות הבניה. בשנים אלו פנתה החברה להשקעות מחוץ לישראל. מידרוג מעריכה כי פיזור אזורי הפעילות וסוגה בין ישראל לבין צרפת יש בה כדי לאזן ולהקטין חשיפה למחזוריות כלכלית ולסיכונים ענפיים באחת המדינות.

ייזום בניה למגורים מהווה כיום את עיקר פעילות החברה, לפעילות זו מיחסת מידרוג רמת סיכון עסקי גבוהה בהשוואה לאחזקה של נכסים מניבים.

לפעילות ייזום בניה למגורים תורמה מהותית לתוצאות הכספיות של החברה. הכנסות החברה מפעילות ייזום בניה למגורים עומדות במוצע על כ-64% מסך הכנסות החברה בשנים 2002 ועד וכולל מחצית ראשונה 2005 שנים האחרונות. בתוספת הכנסות אחרות תרומת הבניה למגורים בתקופה זו עמדה על כ-50% במוצע. מידרוג מעריכה כי מגמה זו עתידה להמשיך ולאפיין את תוצאות הפעילות. לחברה כיום כ-550 יח"ד בתהליכי בניה אשר השלמתם מתוכננת בין השנים 2005-2008. מידרוג מעריכה כי פעילות זו הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית למוצע ענפי המשק. ענף הייזום והבניה למגורים מגלם סיכון פיננסי אינהרנטי מעל הממוצע, הנובע מהשקעות מוקדמות ברכישת הקרקע, בתכנון הפרויקט ובהקמתו, כל זאת לפני מכירת הדירות וקבלת תזרימי המזומנים. כמו כן ניכרת המשך מגמה של פעילות ממותנת בענף הבניה למגורים ברבעונים האחרונים זאת למרות ההתאוששות הכללית במשק.

מגמת האטה ענף הנדל"ן למגורים באה לידי ביטוי בירידה במספר התחלות הבנייה למגורים, בירידה בביקוש לדירות ובירידה במחירי המכירה של דירות מגורים. בחמשת החודשים הראשונים של 2005 הסתכמו התחלות הבנייה ב- 11.3 אלף יח"ד המשקפים קצב שנתי של 27 אלף יח"ד זאת לאחר שבשנת 2004 חלה ירידה נוספת של 12% בהתחלות הבנייה לעומת שנת 2003, להיקף שנתי של 28 אלף יח"ד. ההיקף הממוצע של התחלות בנייה בשנים 2001-2003 עמד על כ- 32 אלף יח"ד, ירידה של 30% לעומת שנת 2000. הנתונים מלמדים כי הירידה בפעילות בענף נובעת בעיקר מביקושים נמוכים, הנובעים משיעור האבטלה הגבוה והביטחון התעסוקתי הנמוך, מהקיטון בהיקף העלייה לישראל ומביטול המענקים לדיוור לזכאים בחודש אפריל 2003. במקביל סבל הענף מהתייקרות תשומות הבנייה, בין השאר בשל התייקרות הברזל והמחסור בעובדים זרים.

נציין כי בכוונת החברה להתמקד בהרחבת תיק הנכסים המניבים בחו"ל כך שייזום בניה למגורים לא יהווה את עיקר פעילותה של החברה בעתיד.

הסכם למכירת בית מלון בים המלח נחתם, השלמתו צפויה עד לסוף שנת 2005

בחודש יולי 2005 חתמה החברה על הסכם למכירת כל אחזקותיה בבית מלון בים המלח. תמורת המכירה משקפת שווי למלון של 32 מיליון דולר (כ- 144 מיליון ש"ח), אשר תשמש להקטנת היקף האשראי לבנק בסך של כ- 132 מיליון ₪ ולגידול בתזרים המזומנים של החברה בסך של כ- 12 מיליון ₪. השלמת העסקה במועד פינוי שוכר, המפעיל מאז חודש יולי 2003 את בית המלון. מידרוג מעריכה כי עם השלמת העסקה צפויים להשתפר באופן מהותי יחסי האיתנות ויחסי כיסוי החוב. מטעמי שמרנות מידרוג בחנה תרחיש לפיו מכירת המלון תתבצע בתמורה הנופלת בכ- 30% מהתמורה שנקבעה בחוזה, קרי הקונה פורע רק את הלוואת ה- Non Recourse העומדת על סך של 22 מיליון \$. בתרחיש זה יחסי הכיסוי והאיתנות הפיננסית נמוכים יותר אם כי עדיין משקפים יכולת שירות חוב התואמת לדירוג A3.

ירידה בשיעורי התפוסה בנכסים הקיימים בצרפת ותיק נכסים מצומצם

נכון להיום, לאחר המימוש האחרון, לחברה שלושה נכסים בצרפת קטנים יחסית בשטח עיקרי של 2,770 מ"ר. השטחים משמשים למשרדים. בשני נכסים מתוך השלושה התפנו השוכרים בשנת 2004. באחד הנכסים השוכר מחויב לשלם שכירות עד לשנת 2006 למרות שבפועל אינו משלם את שכ"ד לחברה אלא לבית המשפט בו נידון הנושא, באמצעות עיקול שהוטל עליו. החברה פועלת לאכלוס הנכסים ואולם הימשכות מצב זה עלול ליצור צורך בהזרמת מקורות לנכסים אלו על מנת לשמר את הבעלות בהם. להערכת החברה מיקום הנכסים וערכם הנדל"ני מפחית את הסיכון של אכלוס מחדש.

תזרים מזומנים עתידי לשלב תמורה מנכסים מניבים ותמורה שאינה אחידה מבניה למגורים

פעילות החברה מתוכננת להתבסס על תזרים המזומנים המתקבל מאחזקה בנכסים מניבים ומתזרים המתקבל מהמשך ייזום ובניה של פרויקטים למגורים בישראל. התזרים הצפוי מסגמנט הפעילות השני אינו קבוע ומשתנה בהתאם לקצב התקדמות מכירת הפרוייקטים וההקמה. בשלב זה כיוון שחלק מהנכסים המניבים אינם מושכרים מרבית התזרים מקורו בפעילות הבניה למגורים ועל כן נתון לתנודתיות. בנוסף, נפגע תזרים המזומנים משחיקה בשיעורי הרווחיות. שיפור שיעורי הרווחיות מותנה בהתאוששות הביקושים לדירות מגורים באזורים בהם פעולת החברה ואשר בשלב זה כוללים בעיקר את אילת, אור יהודה, חדרה וצפון תל אביב. פעילות הייזום והבניה למגורים מתאפיינת ברמת חשיפה פיננסית גבוהה הנובעת מהתמשכות הפרויקט משלב רכישת הקרקע, דרך שלב התכנון ועד לגמר הביצוע, ומחוסר הוודאות לגבי מכירת הפרויקט באופן שהתזרים שינבע מהפרויקט יכסה את ההשקעה בו.

מרבית הנכסים משועבדים לאבטחת ליווי פיננסי או חוב אחר לבנקים

נכון ליום 30.6.2005 כ- 86% מסך שווי הנכסים במאזן החברה משועבדים כנגד חוב בנקאי או אחר. השעבודים כוללים פרויקטים של בניה למגורים במסגרת של ליווי פיננסי, שיעבוד על בית המלון לטובת חוב בנקאי, שעבוד הנכסים בצרפת לטובת משכנתאות שנלקחו בצרפת, שעבוד על מקרקעין שונים בישראל לטובת מחזיקי אג"ח סדרה ג' ושעבודים נוספים לטובת מסגרות אשראי העומדות על סך של 14 מיליון ש"ח אשר מנוצל כמעט במלואו.

מידרוג מעריכה כי השעבוד הקיים על מרבית הנכסים פוגע ברמת הנזילות של החברה ומקטין את גמישותה הפיננסית. מאידך לחברה יתרות מזומן בסך של כ- 15 מ' ש"ח (נכון ליום 30.6.2005) ובהתחשב בתמורה ממכירת נכס בצרפת (שאטו) ונכסים אחרים בישראל עומדת על כ- 50 מיליון ש"ח (נכון למועד כתיבת הדו"ח) ועודף ביטחונות הנובע משווי שוק גבוה של הנכסים מול יתרות האשראי בגינם.

איתנות פיננסית נמוכה אשר צפויה להשתפר באופן משמעותי בעקבות מכירת המלון ונכס בצרפת (שאטו), זאת על אף גיוס חוב בסך 45 מ' שישמשו כמקורות עצמיים לרכישת נכסים נוספים בצרפת.

יחס ההון העצמי לסך המאזן עמד נכון ליום 30.6.2005 על כ-11% ויחס החוב ל-Cap עמד על כ-87%. מידרוג מעריכה כי יחסים אלו הינם נמוכים ומצביעים על איתנות פיננסית נמוכה. אך, לאחר תאריך המאזן, החברה מכרה נכס בצרפת (שאטו) וחתמה על הסכם למכירת המלון בים המלח, כך שצפוי שיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית. בניתוח פרופורמה, לאחר מכירת שאטו בלבד, צפוי יחס ההון העצמי לסך מאזן לעלות לכ-18% ולאחר מכירת המלון צפוי יחס זה לעלות לכ-42%. ניתוח פרופורמה בהנחה של גיוס אג"ח בסכום של כ-45 מ' ש"ח אשר ישמש כמקורות עצמיים לרכישת נכסים בסכום של כ-180 מ' ש"ח אשר ימומנו באמצעות חוב non recourse בסכום של כ-135 מ' ש"ח, יוריד את יחס ההון העצמי לסך המאזן לכ-25% ואת החוב ל-CAP לכ-72%. מידרוג מעריכה כי יחסים אלו מצביעים על איתנות פיננסית סבירה לסוג זה של פעילות. בהנחה כי בנכסי החברה מגולם שווי עודף, יחסים אלו אף משתפרים. כאמור, מידרוג בחנה תרחיש לפיו מכירת המלון משקפת תמורה הנמוכה ב-30% מהתמורה הנגזרת מהחזוזה אשר נחתם למכירת המלון. גם בתרחיש זה יחסי האיתנות תומכים בדירוג הניתן לסדרה.

הוצאות ניהול על בסיס קבוע ומשתנה

הוצאות הנהלה והכלליות מסתכמות בשיעור גבוה מסך ההכנסות וכוללות גם דמי ניהול לבעלי המניות, המורכבים ברובם משכר קבוע וכן מרכיב שכר משתנה בהתאם לרווחיות החברה. בני משפחת לוי זכאים לבונוס שנתי אשר נקבע על 9% מהרווח לפני מס. בשנת 2004 הסכמו הוצאות מכירה, הנהלה וכלליות בסך של 15.7 מליון ש"ח מזה דמי הניהול לבעלי המניות בסכום כולל של כ-5.1 מליון ₪ (כולל הבונוס על הרווח).

בשנים האחרונות ולאור ההרעה בתוצאות הכספיות החברה לא חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות. לחברה אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוגדרת.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- הרחבת תיק הנכסים המניבים תוך השגת תיק נכסים מפוזר אשר יוביל להקטנת תלות בנכסים בודדים

- השגת תזרים מזומנים יציב ושיפור יחסי הכיסוי

- עיבוי ההון העצמי באמצעות רווחיות

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית
- ירידה ביחסי הכיסוי ובגמישות הפיננסית
- השקעות מהותיות בעלות רמת סיכון אינהרנטית גבוהה מזו הנגזרת מהפעילות הנוכחית של החברה

הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווה"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	רווח נקי+פחת והפחתות-הכנסות/הוצאות אחרות -חלק החברה בתוצאות חברות כלולות

סולם הדירוג

אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגנים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.	Aaa	דרגת השקעה
אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.	Aa	
לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.	A	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.	Baa	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוט של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.	B	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.	Caa	
אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.	Ca	
אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.	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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : CRA03090545M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

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

אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונים או שינויים 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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 צריכים 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. 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.