



פעולת דירוג דצמבר 2007

אלוני חץ נכסים והשקעות בע"מ

דירוג Issuer וכל סדרות אג"ח במחזור	Aa3	אופק : שלילי
------------------------------------	-----	--------------

מידרוג מדרגת בדירוג Aa3 את הרחבת סדרת אג"ח ו' בסך של 600 מיליון ₪ ע.נ. שתנפיק החברה. אגרות חוב סדרה ו' צמודות מדד עומדות לפרעון בתשעה תשלומים שנתיים שווים בין השנים 2011 – 2019. מתוך תמורת ההנפקה 100 מיליון ₪ מתוכם יוקצו להחלפת חוב קיים, 500 מיליון ₪ יוקצו למימון פעילותה העסקית של החברה. דירוג זה חל על כל סדרות האג"ח שבמחזור.

מידרוג משנה את אופק הדירוג מ"יציב" ל"שליילי", היות ותוספת החוב של החברה תגרום לחריגה מן היחסים אשר הוגדרו לצורך שמירה על הדירוג ואשר כוללים עמידה ביחס כיסוי תפעולי שוטף נטו מעל 2 יחס חוב פיננסי נטו לשווי החזקות לפי שווי שוק מתחת ל- 53%.

לאחר גיוס אג"ח בהיקף 600 מיליון ₪ יעמוד יחס החוב הפיננסי נטו לשווי החזקות על 54%. יחס הכיסוי התפעולי השוטף נטו כפי שמוגדר באופק הדירוג נכון לתאריך 30.9.2007 עומד על 1.82.

מידרוג מעריכה כי לחברה פרופיל עסקי גבוה מוטה השקעות בנדל"ן מניב במדינות המאופיינות ביציבות כלכלית גבוהה, איכות ניהול טובה וגמישות פיננסית גבוהה. בהתאם למדיניותה המוצהרת של החברה לשמירה על היחסים הפיננסיים, תנקוט החברה בפעולות לשיפור יחס החוב הפיננסי נטו לשווי אחזקותיה ולשיפור יחסי הכיסוי וזאת עד לתום שנת 2008.

להלן פירוט סדרות קיימות מדורגות של החברה:

סדרה	הצמדה	ריבית	תחילת פירעון קרן	סיום פירעון קרן	יתרת ערך נקוב לתאריך הדירוג (באלפי ₪)
אג"ח ג'	מדד	4.75 %	5/11/2006	5/11/2013	533,888
אג"ח ד' (המרה)	מדד	4.5 %	20/11/2008	20/09/2012	16,061
אג"ח ו'	מדד	4.25 %	28/02/2011	28/02/2019	500,000

מחברים :
אמיר ארד
אנליסט
amira@midroog.co.il

רן גולדשטיין
ראש צוות
rang@midroog.co.il

איש קשר :
אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומסדות 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

מסמך זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 22.11.2007. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת¹

קבוצת אלוני חץ (להלן: "הקבוצה") מתנהלת כחברת אחזקות. ככזו, נבחנת פעילותה ברמת הסולו המורחב, קרי, החברה עצמה והחברות הפרטיות בבעלותה אשר החברה ערבה לחובותיהן.

חברת אמות מהווה את זרוע הנדלי"ן המניב של הקבוצה בישראל ותורמת 21% לסך השווי הנכסי של הקבוצה. נכון למועד כתיבת דו"ח זה, מחזיקה החברה בכ – 73% מהונה של אמות. אמות דיווחה על גידול של 6.7% ב – N.O.I בתשעת החודשים הראשונים של 2007 לעומת התקופה המקבילה אשתקד בגין נכסים זהים. עיקר העלייה נובע מעלייה ריאלית בדמי השכירות של הנכסים המניבים ובאופן חלקי - כתוצאה מהגדלת שיעור התפוסה בנכסים עקב השכרת שטחים פנויים.

ניתן לראות בטבלה הבאה את התפתחות ה – N.O.I של חברת אמות לפי רבעונים (באלפי ₪):

<u>רבעון 3</u>	<u>רבעון 4</u>	<u>רבעון 1</u>	<u>רבעון 2</u>	<u>רבעון 3</u>	
<u>2006</u>	<u>2006</u>	<u>2007</u>	<u>2007</u>	<u>2007</u>	
40,858	42,047	43,146	43,670	43,585	ישראל - נכסים קיימים בתקופה
-	-	584	6,283	8,043	נכסים שנרכשו החל מהרבעון הרביעי של 2006 ועד לתאריך המאזן
5,848	6,202	5,848	5,972	2,109	נכסים שמומשו
46,706	48,249	49,578	55,925	53,737	NOI - ישראל
8,877	8,035	7,852	8,309	7,733	NOI - קנדה
4,341	2,243	3,692	3,910	1,411	NOI - קנדה שמומש
59,924	58,527	61,122	68,144	62,881	NOI - סה"כ

עד לתאריך 30.9.2007 התקשרה אמות בהסכמים לרכישת שישה נכסים בהיקף כולל של כ – 663 מיליון ₪. לאחר תקופת המאזן התקשרה אמות בהסכמים נוספים, לרכישת נכסים נוספים בהיקף כולל של 611 מיליון ₪. מימון הרכישות התבצע על ידי מכירה של נכסים² והנפקת מניות³.

חברת PSP, התורמת 29% לסך השווי הנכסי של הקבוצה, דיווחה על הכנסה של 298 מיליון פרנק שוויצרי בתשעת החודשים הראשונים של 2007 לעומת הכנסה של 270 מיליון בתקופה המקבילה אשתקד, עלייה של 10.6%. ה-N.O.I של PSP והרווח הנקי עלה בשיעורים דומים בתקופות הנסקרות. העלייה המשמעותית מיוחסת בעיקר לצעדים שנקטו מתחילת 2007 להעלאת אחוזי התפוסה בנכסי החברה משיעור של 85% ביום 30.9.2006 ל- 86% נכון ליום 30.9.2007. הנהלת PSP מעריכה המשך עליה בשיעורי התפוסה ל- 88% בסוף שנת 2007.

נכון למועד פרסום פעולת דירוג זו, מחזיקה הקבוצה בכ – 16.9% מהון המניות של חברת PSP. במהלך שנת 2007 הרחיבה הקבוצה את אחזקותיה, עלות ההשקעה הכוללת לתאריך 30.9.2007 הסתכמה לסך של 431 מיליון פרנק שוויצרי (1.48 מיליארד ₪)⁴. במצב הנוכחי, הקבוצה הינה בעלת המניות הגדולה ביותר ובעלת העניין היחידה ב – PSP. בחודש אפריל 2007 מונה מנכ"ל הקבוצה כדירקטור ב-PSP לתקופת כהונה בת שלוש שנים. אגרות החוב של PSP מדורגות על ידי סוכנות הדירוג FITCH בדירוג בינלאומי – A- (המקביל לדירוג בינלאומי A3 בסולם מודיס).

¹ החל מפעולת הדירוג מדצמבר 2006

² מכירת קניון רחובות (410 מיליון ₪), מכירת מרכזים לוגיסטיים בקנדה (211 מיליון ₪).

³ 70 מיליון ₪.

⁴ לקבוצה אושרה מסגרת אשראי כוללת למימון חלק מרכישותיה, מסיטי בנק. עד כה ניצלה 260 מיליון פרנק שוויצרי מתוך מסגרת אשראי כוללת של 350 מיליון פרנק שוויצרי (1,200 מיליון ₪).

צמיחה בפעילות FCR

חברת First Capital Realty (להלן: "FCR"), התורמת 24% לסך השווי הנכסי של הקבוצה, דיווחה על המשך גידול בהיקף הכנסותיה – נכון לתשעת החודשים הראשונים של 2007 ה – NOI – עמד על 178.6 מיליון \$ בהשוואה ל – 148.3 מיליון \$ בתקופה המקבילה אשתקד, גידול של 20% הנובע מעלייה במצבת הנכסים המניבים. ה – FFO הסתכם בתשעת החודשים הראשונים של 2007 ב – 92.5 מיליון \$ לעומת 84.5 מיליון \$ בתקופה המקבילה אשתקד. מתחילת השנה רכשה FCR נכסים בהיקף של 390 מיליון \$ וסך נכסיה עומד על כ – 3 מיליארד \$. בנוסף, מחזיקה FCR במניות של חברת Equity One (19%). בתקופת הדו"ח רכשה הקבוצה מניות ואג"ח של FCR בעלות כוללת של 105 מיליון \$ ולאחר תאריך המאזן רכשה הקבוצה מניות ואג"ח נוספות בעלות כוללת של 33 מיליון \$.

יציבות בפעילות Equity One

חברת Equity One, התורמת 10% לסך השווי הנכסי של הקבוצה, דיווחה על יציבות בפעילות. ה – FFO הסתכם בתשעת החודשים הראשונים של 2007 ב – 77.1 מיליון \$ לעומת 90.2 מיליון \$ בתקופה המקבילה אשתקד. הירידה ב – FFO נובעת ממימוש נכסים. מימוש הנכסים יצר בתקופה הנסקרת הפסד נמוך של 3.6 מיליון \$.

המשך השקעה בקרן ברוקטון קפיטל – השקעות נדל"ן בבריטניה

במרץ 2006 החברה התקשרה עם שותפים שונים להקמת קרן להשקעות בנדל"ן בבריטניה, ברוקטון קפיטל. חלקה של הקבוצה בקרן עומד על 25.2%. היקף גיוס ההון הצפוי של הקרן, מכלל השותפים, עומד על כ-134 מ' ליש"ט. נכון לתאריך 30.9.2007 השקיעה הקבוצה במיזמים של הקרן סכום בסך של כ – 13 מיליון ליש"ט. יתרת ההשקעה אליה מחוייבת הקבוצה בקרן עומדת על 21 מיליון ליש"ט אשר יועברו לפי דרישה.

השקעה ב – Pirelli & C Real Estate SpA (להלן: "פירלי נדל"ן")

נכון לתאריך 30.9.2007 מחזיקה החברה ב – 1.6 מיליון מניות של חברת פירלי נדל"ן⁵. שיעור החזקותיה של החברה בפירלי נדל"ן עמד על 3.7% מהונה המונפק, שיעור ההופך את החברה לבעלת עניין בפירלי נדל"ן לפי חוקי ניירות הערך באיטליה. ההשקעה במניות מוצגת במאזן החברה כניירות ערך סחירים והינה השקעה בעלת אופי פיננסי עבור החברה. שוויין של המניות נכון ליום 30.9.2007 הסתכם ב – 53 מיליון יורו (304 מיליון \$). החברה רשמה ירידת ערך של 88 מיליון \$ ביחס לעלות ההשקעה בהון העצמי כתוצאה מירידת שווי המניות במסחר.

הקבוצה פועלת בהודו באמצעות חברה לאיתור השקעות

הקבוצה מחזיקה ב – 40% מחברת Enabler Property Group (להלן: "Enabler"). התחייבויות ההשקעה של הקבוצה בהון העצמי של חברת Enabler עומדות על היקף של 40 מיליון דולר (100 מיליון דולר בהון העצמי של החברה בסה"כ). ההשקעות אמורות לכלול פרויקטים מסוגים שונים בתחום הנדל"ן המסחרי והמגורים בהודו ויוקמו בשיתוף פעולה עם יזמים הודים בעלי ניסיון מוכח בהשקעות מהסוג הנ"ל בהודו. נכון למועד פרסום דו"ח פעולת הדירוג, Enabler טרם התקשרה בעסקה כלשהי.

החברה מימשה את החזקותיה בחברת עוגן נדל"ן מניב בע"מ ברווח של 109 מיליון \$ לפני מס.

⁵ חברת נדל"ן אשר מניותיה רשומות למסחר בבורסה של מילאנו, איטליה. בשנת 2006 עמד היקף הנכסים של החברה על 1.72 מיליארד יורו והרווח הנקי הסתכם בכ – 160 מיליון יורו.

בעקבות הסכם שהושלם בחודש מרץ 2007, מימשה החברה את מלוא אחזקותיה בחברת עוגן נדל"ן מניב בע"מ בתמורה כוללת של 252 מיליון ₪ ורווח לפני מס של 109 מיליון ₪. בעקבות השלמת המכירה, הוסרה מעל הקבוצה מגבלת תיחום הפעילות מכוח הסכם רכישת חברת עוגן. לפיכך, הקבוצה רשאית, החל מחודש מרץ 2007 לפעול גם בתחום פיתוח ובנייה בישראל של משרדים ומבנים מסחריים אחרים למטרות השכרה לתקופות ארוכות כנכסים מניבים ולרבות רכישת מקרקעין המיועדים למטרות אלה. נציין כי לאחר מכירת מניות עוגן חברת הבת אמות התקשרה במספר עסקאות לייזום בניה לשימושים שאינם מגורים.

מדיניות חלוקת דיבידנדים לשנת 2007

בתחילת 2007 הודיעה הקבוצה כי בכוונתה לשלם בשנת 2007 דיבידנד שנתי מינימלי בסך של 56 אגורות למניה. הסכום האמור ישולם ב-4 תשלומים רבעוניים. בהתאם לכך, בחודשים מרץ, יוני וספטמבר 2007 שילמה החברה דיבידנד ביניים לרבעונים אלו בסך של 46 מיליון ₪ (42 אגורות למניה). בנוסף, שילמה החברה בחודש מרץ 2007 דיבידנד מיוחד בסך של 110 מיליון ₪. בחודש נובמבר 2007 הכריזה החברה על חלוקת דיבידנד ביניים לרבעון הרביעי בסך של 15.8 מיליון ₪ לתשלום בחודש דצמבר 2007 כך שסך הדיבידנד אשר אמור להיות מחולק לשנת 2007 צפוי לעמוד על 171.8 מיליון ₪, המהווים 91% מהרווח הנקי הצפוי של החברה.

הסכם ניהול חדש עם מנכ"ל החברה

בחודש נובמבר 2007 אושר על ידי הדירקטוריון הסכם ניהול חדש עם חברת הניהול שבשליטת מנכ"ל החברה. ההסכם החדש מחליף (למפרע מיום 1 בינואר 2007) את הסכם דמי הניהול הקודם⁶. ההסכם כולל תשלום חודשי של 180 אלף ₪ בתוספת מענק שנתי הנגזר מגובה התשואה השנתית על ההון באותה שנה. כמו כן, יוקצו לחברת הניהול, ללא תמורה, 2,250,000 כתיבי אופציה הניתנים למימוש למניות.

התפתחות התוצאות הכספיות

ניתוח התוצאות הכספיות מתייחס לתוצאות הכספיות של החברה ברמת הסולו המורחב כפי שהוגדר לעיל.

הקבוצה החליטה לבצע יישום מוקדם של תקני IFRS החל מתאריך 1.1.2007. לאור זאת, הדו"חות הכספיים ערוכים בהתאם לתקני הדיווח הכספי הבינלאומיים ובנתוני המאזן מוצגת ההשקעה בחברות המוחזקות באופן המשקף את השווי ההוגן של נכסיהן.

הרעה ביחס הכיסוי התפעולי כתוצאה מעלייה משמעותית בהוצאות המימון

ההכנסות התזרימיות התפעוליות השוטפות הכוללות בעיקר דיבידנד מחברות מוחזקות ודמי ניהול רשמו גידול משמעותי והסתכמו בתשעת החודשים הראשונים של 2007 בכ-176 מיליון ₪. בנוסף, לחברה הכנסות תזרימיות משמעותיות בתשעת החודשים הראשונים של 2007 ממימוש השקעות, אשר הניבו תרומה נטו של 320 מיליון ₪ (מימוש עוגן נדל"ן, מניות באמות ומניות סחירות אחרות). העליה בהכנסות החברה מדיבידנדים נובע מהגדלת חלקה בהחזקות השונות בחברות – Equity 1, FCR ובמיוחד PSP. מאידך, החברה דיווחה על עליה ניכרת בהוצאות המימון בשל גידול בסך החוב וכתוצאה מהעלייה שנרשמה במדד המחירים לצרכן ברבעון 3 לשנת 2007 בשיעור של 2.4% לעומת מדד קרוב ל-0 בתקופה המקבילה אשתקד. נציין כי לחברה הסכמי גידור המגנים על סכום של 400 מיליון ₪ בלבד (מתוך חוב

⁶ בכפוף לאישורה של האסיפה הכללית של בעלי המניות של החברה אשר זומנה לחודש דצמבר 2007. במידה וההתקשרות לא תאושר ימשיך לחול הסכם הניהול הקיים עד ליום 31.12.2007 בו יגיע לסימונו.

פיננסי בהיקף של 2.8 מיליארד ₪), לפיכך חשיפת האג"ח וההלוואות הבנקאיות צמודי המדד הייתה משמעותית והוצאות המימון גדלו בהתאם.

מגמות אלו פגעו ביחסי הכיסוי. יחס הכיסוי התפעולי השוטף (הכנסות תזרימיות תפעוליות ביחס להוצאות תזרימיות הנה"כ, תרומות ומימון נטו) ירד ל- 1.97 לעומת ממוצע של 2.6 בשנים 2005-2006. יחס הכיסוי התפעולי השוטף נטו (הכנסות תזרימיות תפעוליות ביחס להוצאות הנה"כ, תרומות, מימון ומס) ירד ל- 1.82 לעומת 2.25 בממוצע לשנים 2005-2006. יחס הכיסוי התפעולי הכולל הורע אף הוא למרות עליה בתרומה תזרימית ממימוש השקעות שונות.

תזרים סולו מורחב

GAAP 31.12.2005	GAAP 31.12.2006	IFRS 30.6.2007	IFRS 30.9.2007	אלפי ₪
6,143	158	0	0	דמי שכירות ואחזקה
76,220	125,035	120,913	164,445	דיבידנד מחברות מוחזקות
6,347	11,172	7,861	11,621	דמי ניהול
88,710	136,365	128,774	176,066	סה"כ הכנסות תפעוליות תזרימיות
				תמורה ממימוש השקעות ומירידה בשיעור אחזקה בחברות מוחזקות
11,086	60,282	327,737	320,350	הכנסות אחרות, נטו
-680	-311	22	-622	סה"כ הכנסות מימוש השקעות
10,406	59,971	327,759	319,728	סה"כ הכנסות תזרימיות
99,116	196,336	456,533	495,794	הנהלה וכלליות
13,254	10,902	11,129	15,717	תרומות
5,765	3,761	1,000	2,000	מימון תזרימי נטו
12,940	40,884	42,394	71,435	מס
3,489	12,789	5,000	7,827	סה"כ הוצאות תזרימיות
35,448	68,336	59,523	96,979	
53,262	68,029	69,251	79,087	תזרים תפעולי שוטף נטו
2.78	2.45	2.36	1.97	יחס כיסוי תפעולי שוטף
2.50	2.00	2.16	1.82	יחס כיסוי תפעולי שוטף נטו
3.1	3.5	8.4	5.6	יחס כיסוי תפעולי כולל

גיידול בסך המאזן של החברה בעיקר כתוצאה מהגיידול בהשקעה במניות – PSP ובמניות Pirelli, עיקר הגידול מומן על ידי הגדלת החוב הבנקאי.

סך המאזן של החברה גדל מכ- 4.0 מיליארד ₪ בתאריך 31.12.2006 לכדי 5.05 מיליארד ₪ נכון לתאריך 30.9.2007. עיקר הגידול (1.1 מיליארד ₪) נובע מהשקעה בחברות סחירות ובעיקר בגין השקעה במניות PSP ובמניות Pirelli. מימון הגידול בהשקעה התבצע באמצעות נטילת חוב בנקאי לזמן ארוך (בעיקר מסיטיבנק) ובאמצעות אשראי לזמן קצר ותוך ניצול יתרות המזומן של החברה.

חוב ואיתנות פיננסית

GAAP 31.12.2005	GAAP 31.12.2006	IFRS 30.6.2007	IFRS 30.9.2007	פרופורמה 31.12.2007	אלפי ₪
1,370,586	2,107,503	2,784,399	2,820,384	3,320,384	חוב פיננסי ברוטו
202,532	180,285	509,200	293,762	293,762	יתרות מזומן
1,168,054	1,927,218	2,275,199	2,526,622	3,026,622	חוב פיננסי נטו בניכוי מזומנים
947,704	2,041,871	2,152,514	2,215,768	2,215,768	הון עצמי חשבונאי
1,672,000	4,306,128	5,001,752	4,921,104	5,421,104	שווי שוק השקעות סחירות
2,672,812	4,410,633	5,116,049	5,053,567	5,553,567	סה"כ שווי השקעות (לא סחירות וסחירות) לפי שווי שוק
2,044,536	3,991,558	4,848,280	5,055,375	5,555,375	שווי מאזני של סך ההשקעות
					יחסי איתנות
57%	48%	52%	52%	56%	חוב פיננסי ברוטו למאזן
49%	44%	42%	47%	51%	חוב פיננסי נטו למאזן
40%	46%	40%	41%	37%	הון עצמי למאזן
52%	50%	43%	41%	37%	הון עצמי למאזן בהתחשב בשווי שוק החזקות
67%	53%	57%	56%	60%	חוב פיננסי ברוטו לעלות השקעות בספרים
57%	48%	47%	50%	54%	חוב פיננסי נטו לעלות השקעות בספרים
51%	48%	54%	56%	60%	חוב פיננסי ברוטו לשווי שוק מותאם
44%	44%	44%	50%	54%	חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם
2.29	2.29	2.25	2.00	1.83	סה"כ שווי השקעות מותאם לחוב פיננסי נטו

* פרופורמה כוללת גיוס אג"ח בהיקף של 600 מיליון ₪ - 100 למחזור חוב, 500 להגדלת היקף ההשקעות.

החברה מממנת חלק ניכר מפעולות ההשקעה באמצעות חוב. אופן מימוש זה ובנוסף הירידה בשווי החברות המוחזקות יצרה שחיקה ביחסי האיתנות הפיננסית. נכון לתאריך 30.9.2007 נשחקו יחסי האיתנות של הקבוצה, מינוף החברה לצורך רכישת נכסים חדשים הפחית את יחס ההון העצמי למאזן לרמה של 41%, עלייה נוספת בהיקף החוב תביא לירידה של יחס ההון העצמי למאזן, לפי נתוני פרופורמה, לרמה של 37% ותעלה את היחס חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם ל- 54%.

נציין כי לחברה גמישות פיננסיות טובה מאוד הבאה לידי ביטוי ביחס של 9.4 בין הנכסים שאינם משועבדים לחוב שאינם מובטחים (UNSECURED).

עודף שווי החזקות סחירות על עלות בספרים ליום 30.9.2007 (אלפי ₪)

שם החברה	נסחרת בבורסה של	ערך לפי מחירי בורסה	עודף שווי על עלות בספרים
אמות	TASE	1,253,224	126,108
EQY	NYSE	556,623	0
FCR	TSX	1,304,149	0
PSP	(שוויץ) PSPN	1,414,190	-127,916
אחרות סחירות		392,918	0
סה"כ		4,921,104	-1,808

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בפרופיל הפיננסי לרבות עלייה בשווי האחזקות של החברה ושיפור ביחסי הכיסוי
- **גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג**
- גידול בסיכון העסקי והפיננסי לאחר ביצוע השקעות חדשות.
- עליה ביחס חוב פיננסי נטו לשווי החזקות לפי שווי שוק מעל 53%.
- ירידה של יחס הכיסוי התפעולי השוטף נטו מתחת ל-2. יחס הכיסוי התפעולי השוטף נטו מוגדר כסה"כ הכנסות תזרימיות תפעוליות לחלק להוצאות הנה"כ (כולל תרומות), מימון נטו והוצאות מיסים שוטפים.

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה 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 שיפוטה 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 שיפוטה 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 שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שאגרת החוב 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

מספר דו"ח : CRA061207000M

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן : "מידרוג"). 2007

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 עדכונו או שינויו 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 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 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 שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.