



שיכון ובינוי בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2013

1

מחברים:

בועז בן שטרית - אנליסט

boazb@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש תחום נדל"ן

rang@midroog.co.il

שיכון ובינוי בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	A1	אופק דירוג: יציב
--------------------	----	------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג, מדירוג A2 לדירוג A1 והצבת אופק דירוג יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת שיכון ובינוי בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "שיכון ובינוי"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה לגיוס אג"ח, בהיקף של עד 450 מיליון ₪ ע.ג., באמצעות הנפקת סדרת אג"ח חדשה ו/או הרחבת סדרה קיימת. תמורת ההנפקה תשמש בעיקר לצורכי מחזור חוב ולצורכי הפעילות העסקית השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 13.08.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט סדרות אג"ח ליום 31.3.2013 (אלפי ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג האג"ח 31.3.13	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת האג"ח בספרים 31.03.13	יתרת שנות פירעון האג"ח
סדרה 2	1110733	18/04/2007	450,000	5.2%	מדד	535,366	2013 - 2015
סדרה 3	1115500	29/09/2009	253,680	7.9%	לא צמוד	253,680	2013 - 2016
סדרה 4	1117910	04/03/2010	1,169,216	4.8%	מדד	1,252,595	2015 - 2019
סדרה 5	1125210	01/01/2012	883,667	5.5%	מדד	896,544	2017 - 2022
			<u>2,756,563</u>			<u>2,938,185</u>	

*נציין כי מיום 31.3.2013 ועד ליום זה פרעה החברה אגרות חוב מסדרה 2 בסכום של כ-178 מיליון ₪ וכמוכן פרעה החברה את סדרה 3 (מימון). שאיננה מופיעה בטבלה לעיל, בסכום של כ-332 מיליון ₪.

2

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, בהיקף הפעילות הנרחב של החברה (המתבצעת בעיקר בחברות הבנות שבשליטתה), הכוללת מספר מגזרים הפועלים בסינרגיה ובכללם מגזרי התשתיות בארץ ובחו"ל, יזום למגורים ולמסחר ומגזרי האנרגיה וזכיינות; הפעילויות השונות, ובעיקר במגזרי התשתיות בחו"ל והיזום למגורים בארץ, מניבות לחברה תזרימי FFO גבוהים בסך מאות מיליוני ₪ בשנה (תזרימי ה- FFO בשנת 2012 נאמד בכ- 609 מיליון ₪), ומאפשרות לחברה לרשום יחסי כיסוי חוב הבולטים לטובה ביחס לחברות בענף הבניה היזמית; העלאת הדירוג נתמכת גם מהגידול המשמעותי שחל בהון העצמי של החברה, בעיקר עקב רווחיות החברות הבנות, וזאת על-אף חלוקת דיבידנדים משמעותית במהלך השנים האחרונות. בנוסף, נציין כי לחברה (בעיקר לחברת הבת - שיכון ובינוי נדל"ן) בעלות בקרקעות, מספר נכסים, ופרויקטים אשר שווים הכלכלי גבוה משמעותית משוויים בספרים, עובדה האמורה לתרום לגידול בהונה העצמי העתידי וברווחים הראויים לחלוקה של החברות המחזיקות בנכסים (לאורך זמן, כתוצאה ממימוש או שערוך); גמישותה הפיננסית של החברה סבירה לרמת הדירוג ומתבססת בעיקרה על מינוף נמוך של החברות הבנות, שמירה על רמות נזילות גבוהות ומסגרת אשראי (חתומה ומאושרת) שאיננה מנוצלת בהיקף משמעותי. יציין, כי העלאת הדירוג נתמכת לא רק בשיפור העקבי בפרמטרים הפיננסיים של החברה אלא גם בשילוב של התקדמות הפרייקטים בתחום התשתיות, לרבות מימוש חלק מההחזקות בהם, היכול להוות בסיס פעילות עתידי משמעותי נוסף לחברה.

דירוג החברה מושפע לשלילה לאור אופיה היזמי של פעילותה ולאור פעילותה בתחום הביצוע עבור אחרים המתרכזת ביבשת אפריקה והסיכון הגאו-פוליטי הגלום בפעילות זו. כחברה יזמית, לחברה קיימת תנודתיות מסוימת בהכנסותיה



(הן בשל עיתוי ההכרה בהכנסה והן בשל היקף פעילות תנודתי בהקמה וביצוע של פרויקטים) אולם, היקף פעילות החברה ופיזור ההשקעות בתחומים וחברות שונות, מפצה במידה ניכרת על התנודתיות האמורה.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

גידול מתמשך בהיקף פעילות החברה תוך הצגת שיעורי רווחיות גבוהים: שיפור בהכנסות החברה מתחום התשתיות בארץ ובחו"ל וצבר הזמנות עתידי משמעותי במגזר זה, כמו-גם, צפי סיום ומסירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים ומימושים אפשריים בתחום הנדל"ן המניב. להערכת מידרוג, החברה צפויה להמשיך להציג רווח ותזרימי מזומנים גבוהים בשנים הקרובות.

מגזר התשתיות הינו מגזר הפעילות המשמעותי ביותר של החברה. במהלך שנת 2012 נמשך השיפור בפעילות החברה במגזר זה ובעיקר בחברת שיכון ובינוי אס.בי.איי תשתיות, הממשיכה להציג שיעור רווח של כ-20%, שהינו גבוה משמעותית משעור הרווח הענפי בתחום התשתיות. צבר העבודות של אס.בי.איי ליום 31.3.2013 עמד על מעבר ל-2 מיליארד דולר ארה"ב ומצביע על פוטנציאל לשיעור רווח דומה בפרויקטים העתידיים שלה. נציין כי כיום כ-88% מצבר החברה הינו במדינות אפריקה וכ-66% מהצבר הינו בפרויקטים בניגריה. לאחרונה החלה החברה לפתח פעילות בדרום אמריקה וארה"ב. להערכת מידרוג, ריכוז הפעילות של החברה כיום ביבשת אפריקה מעלה את פרופיל הסיכון של החברה בשל האתגרים הניהוליים במדינות אלו והיציבות השלטונית בהן (מרבית החוזים הינם בעבור/תלויים גורמים מדיניים), מניתוח צבר הזמנות החברה במדינות אלו עולה כי לחברה לא קיימים פערי גביה משמעותיים (מול ביצוע), יתרה מכך, החברה מציגה וותק וניסיון רב שנים בתחום פעילות זה, והצליחה לשמר את מעמדה בתחום פעילות זה אף בעת חילופי שלטון במדינות הפעילות. פעילות התשתיות בישראל מתבצעת דרך חברת סולל בונה, ליום ה-31.3.2013 לחברה צבר בישראל בהיקף העולה על 2.7 מיליארד ₪, במעל 50 פרויקטים.

3

מנתוני הפעילות של שיכון ובינוי נדל"ן עולה כי היא צפויה להכיר ברווח משמעותי ממסירת דירות בשנת 2013, כתוצאה מסיום ומסירת פרויקטים גדולים ומכירת צבר יח"ד גמורות. בשנים 2014-2015 רווחי החברה ממסירת דירות צפויים לרדת במעט אולם ביכולתה של החברה לממש גם נכסים מניבים, כך שביכולתה למתן שינויים משמעותיים בתזרימי הפרמננטי שלה. שיכון ובינוי נדל"ן הציגה בעבר וצפויה להמשיך ולהציג שיעורי רווחיות גבוהים, הבולטים לטובה אל מול הממוצע הענפי וזאת בשל צבר קרקעות קיים ונכסים מניבים שאינם משוערכים וששוויים הכלכלי מוערך כגבוה ביחס לשוויים בספרי החברה.

תזרימי המזומנים הגבוהים שמייצרות החברות הבנות ואפשרויות החברה להמשיך מימושם של פרויקטים המוחזקים על ידה יאפשרו הרחבת הפעילות וחלוקת דיבידנדים

נתוני הפעילות שמציגות החברות הבנות הניבו בשנים האחרונות מקורות נזילות גבוהים לשיכון ובינוי. מקורות אלו שימשו בעבר להרחבת פעילויות הליבה - בתחום התשתיות והנדל"ן למגורים. בעתיד, בכוונת החברה להמשיך את הרחבת הפעילות, בעיקר בתחום התשתיות בחו"ל (כניסה לשווקים בדרום אמריקה ולארה"ב) ובביצוע והקמת פרויקטים יזמיים נוספים בישראל, בעיקר בתחום האנרגיה והמים, הזכינות והנדל"ן המניב (חלק מפרויקטים אלו מבוצע על ידי חברות בבעלות וחלק באופן ישיר). יצוין, כי לאחרונה השלימה החברה את מימוש חלקה בפרויקט דרך ארץ, מימוש זה מגדיל בצורה משמעותית את היתרות הנזילות של החברה בטווח הקצר, עד להשקעתן בפרויקטים חדשים. החברה מעריכה כי באפשרותה לממש, גם בטווח זמן קצר ובינוני, אחזקות נוספות בתחום הזכינות ופרויקטים על מנת לאפשר השקעה בפיתוח פרויקטים חדשים.

כאמור לעיל, לחברה צבר של קרקעות ונכסים מניבים (בעיקר בשיכון ובינוי נדל"ן) אשר אינם משוערכים. בנוסף לחברה קיימות השקעות בפרויקטים זכיינים, כגון: פרויקט אחזקת כבישים בצפון (נתיבי הצפון), פרויקט מנהרות הכרמל ("כרמלטון") ומתקן ההתפלה בחדרה, שאינם משוערכות ושימושם יכול ליצור לחברה תזרים משמעותי.

לצד המשך צמיחה בהיקפי הפעילות מציגה החברה התייצבות ביחסי האיתנות (לאחר צמיחה מואצת) ושמירה על יחסי כיסוי חוב טובים לרמת הדירוג

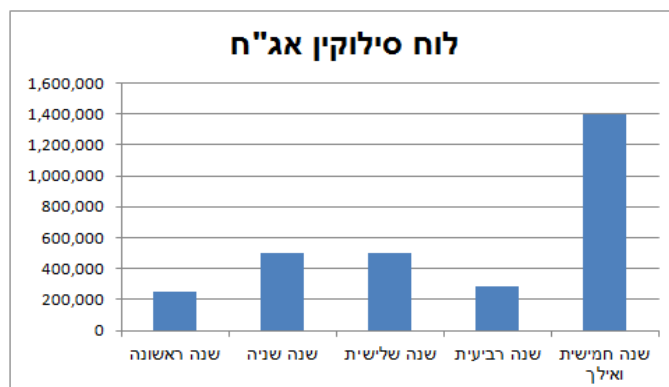
עקב רווחיות החברה, ולמרות חלוקת הדיבידנד שבוצעו בשנים האחרונות, החברה הגדילה את הונה העצמי באופן משמעותי ועקבי. נכון ליום 31.3.2013 עומד היקף ההון העצמי והזכויות שאינם מקנות שליטה על כ-1.2 מיליארד ₪ - לעומת כ-875 מיליון ₪ בלבד בסוף שנת 2010. בהתאם לכך, חל שיפור ביחסי האיתנות של החברה ובנוסף, כאמור לעיל, בשל צבר קרקעות ונכסים שאינם משוערכים, מעריכה מידרוג כי קיים שווי נוסף ומשמעותי, אשר אינו מקבל ביטוי בדוחות הכספיים. בהתחשב בשווי זה, חל שיפור ביחסי האיתנות, כך שההון העצמי המתוקן מהווה, להערכת מידרוג, כ-20% מסך מאזן החברה. על אף הגידול החד שחל בהיקף ההון העצמי, מציגה החברה התייצבות ביחסי האיתנות וכיסוי החוב. התייצבות זו נובעת מהרחבת הפעילות הנעשית גם באמצעות הון זר, לצד חלוקת דיבידנדים בהיקפים גבוהים. נציין כי גם בשקלול השווי הכלכלי העודף, יחסי האיתנות של החברה אינם בולטים לטובה ברמת הדירוג. מאידך, בשל היקף התזרים הפנוי של החברה, יחסי הכיסוי שלה הינם מהירים וטובים, בשנת 2012 הציגה החברה תזרים FFO הנאמד בכ-600 מיליון ₪, הגדול יחס כיסוי חוב ל-FFO של כ-9.1 יחס חוב נטו ל-FFO של כ-6.

גמישותה הפיננסית של החברה טובה ונובעת בעיקר מהחזקותיה בחברות שאינן ממונפות והמחזיקות ביתרות נזילות גבוהות

עיקר חובות החברה המאוחדים מרוכזים ברמת הסולו. נכון ליום 31.3.2013 עומד היקף החוב המאוחד על כ-5.4 מיליארד ₪, מהם כ-3.4 מיליארד ₪ (כ-63% מהחוב הכולל) נמצאים ברמת הסולו. שאר החוב נמצא בעיקר בשיכון ובינוי נדל"ן ובחברת שיכון ובינוי RED ופרויקט אחזקת כבישים בצפון (נתיבי הצפון). בהיקפים שמגלמים בחברות אלו רמות מינוף נמוכות יחסית. בחברות התשתיות שיכון ובינוי- סולל בונה ושיכון ובינוי אס.בי.איי תשתיות, היקף החוב הפיננסי זניח, באופן שתומך במאפייני הפעילות בתחום, הכוללים השקעות גבוהות בהון חוזר והסתמכות בעיקר על אשראי ספקים.

חובות החברה ברמת הסולו כוללים בעיקרם חוב אג"ח בהיקף של כ-2.9 מיליארד ₪ וכן הלוואות בנקאיות בסך של כ-489 מיליון ₪, הנובע מניצול חלקי של מסגרות אשראי בנקאיות. בשנה המתחילה ב-1.4.2013 לחברה בסולו צפי פירעונות של כ-250 מיליון ₪ (כ-178 מיליון ₪ נפרעו באפריל 2013) ובשנתיים העוקבות פירעונות אג"ח של כ-500 מיליון ₪ מידי שנה. נציין, כי בכוונת החברה למחזר חלק מפירעונות אלו, בין היתר בהנפקות אג"ח חדשות. ברמת הסולו ליום ה-31.3.2013 לחברה אמצעים נזילים של כ-361 מיליון ₪.

מידרוג מעריכה את גמישות החברה כטובה ביחס לצורכי שירות החוב, גמישות זו מבוססת בעיקרה על רמות מינוף נמוכות בחברות הבנות, המייצרות תזרימי מזומנים גבוהים, מחזיקות ביתרות נזילות בהיקף מאות מיליוני ₪ ובעלות יתרות רווחים ראויים לחלוקה. משכך, במידת הצורך, החברות הבנות תוכלנה לבצע חלוקת דיבידנדים בהיקפים משמעותיים (בהקשר זה נציין כי מרבית החברות הנשלטות ע"י החברה הינן פרטיות). בנוסף, ליום 31.3.2013, מחזיקה החברה במסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של למעלה מ-530 מיליון ₪.



ניתוח פיננסי

שיכון ובינוי בע"מ (מאוחד) - נתונים פיננסיים עיקריים (באלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.3.2013	אלפי ₪
4,871,077	5,335,126	6,062,875	1,621,465	הכנסות
900,591	799,546	786,473	290,304	רווח תפעולי
18.5%	15.0%	13.0%	17.9%	שיעור הרווח התפעולי
168,517	166,819	133,162	46,161	הוצאות מימון, נטו
732,074	632,727	653,311	244,143	רווח לאחר מימון
545,103	444,221	447,910	156,367	רווח נקי
516,114	546,885	609,856	236,150	FFO
785,422	859,338	1,007,146	342,923	EBITDA (ללא רווחים ממימוש נדל"ן להשקעה ורווחים חד פעמיים)
1,778,550	1,403,796	1,872,284	1,714,391	יתרות נזילות
342,720	0	74,660	72,960	פיקדונות משועבדים
4,122,371	4,743,583	5,526,894	5,429,153	חוב פיננסי
2,001,101	3,339,787	3,579,950	3,641,802	חוב פיננסי נטו בנטרול פקדונות
875,283	969,384	1,139,287	1,196,849	הון עצמי וזכויות מיעוט
7,743,052	8,723,632	9,712,448	9,717,248	סך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות*
4,665,608	5,770,549	6,639,049	6,619,416	CAP בנטרול פיקדונות משועבדים
2,887,058	4,366,753	4,766,765	4,905,025	CAP נטו בנטרול פיקדונות משועבדים
11.3%	11.1%	11.7%	12.3%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי*
88.4%	82.2%	83.2%	82.0%	חוב ל-CAP בנטרול פיקדונות משועבדים
69.3%	76.5%	75.1%	74.2%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו בנטרול פיקדונות משועבדים
8.0	8.7	9.1	5.7	חוב פיננסי ל-FFO (בגילום שנתי)
3.9	6.1	5.9	3.9	חוב פיננסי נטו ל-FFO (בגילום שנתי)**
5.2	5.5	5.5	4.0	חוב פיננסי ל-EBITDA (בגילום שנתי)
2.5	3.9	3.6	2.7	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA (בגילום שנתי)**

* בהתאם למתודולוגיית מידרוג לחברות בתחום הנדל"ן הייזמי אנו מנטרלים מסך המאזן את סכום המקדמות מרוכשי הדירות (בשל איחוד מאזני שיכון ובינוי נדל"ן, אנו מנטרלים את סכום המקדמות המופיע במאזני חברת הנדל"ן ממאזני החברה).

** חוב פיננסי נטו מחושב בנטרול פיקדונות משועבדים.

אופק הדירוג

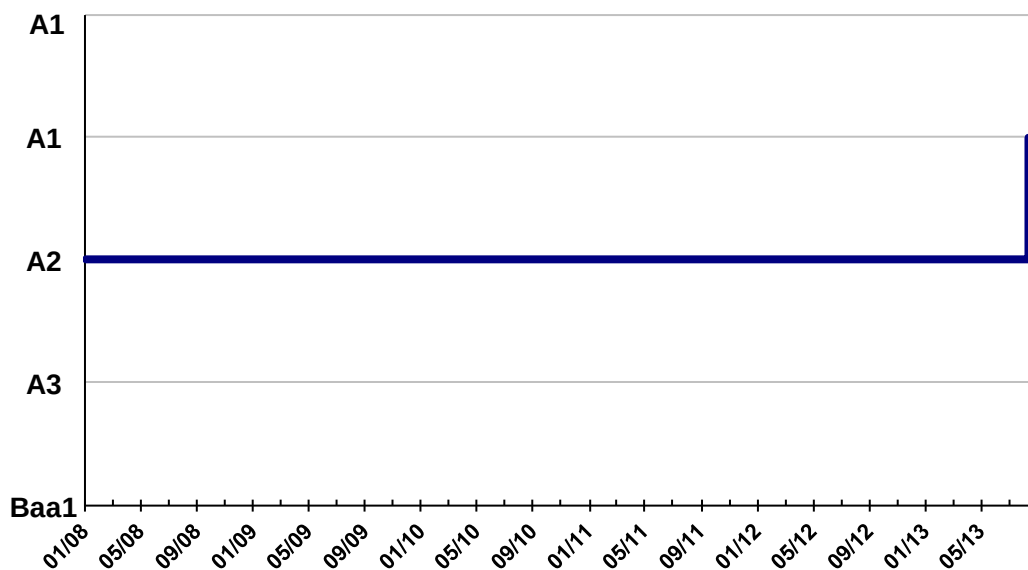
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג:

- ירידה בחוב הפיננסי ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות
- יצירת היקף נכסים מניבים משמעותי המפיקים תזרים פרמננטי

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג:

- גידול במינוף החברה, בין השאר, כתוצאה מחלוקת דיבידנד בהיקף משמעותי
- ירידה ברווחיות ובתזרימי המזומנים של חברת שיכון ובינוי אס.בי.איי וחברת שיכון ובינוי נדל"ן
- החלת מגבלות על יכולת החברה למשוך כספים מהחברות המוחזקות על ידי

היסטוריית הדירוג



אודות החברה

קבוצת שיכון ובינוי פועלת בישראל ומחוץ לישראל בענפי הנדל"ן, התשתיות והסביבה על תחומיהם השונים. שיכון ובינוי, במישרין ובאמצעות החברות שבשליטתה, פועלות בארץ ובחו"ל בחמישה תחומי פעילות עיקריים של תשתיות ובניה, נדל"ן, זכיינות (Concession), אנרגיה ומים. החברה נשלטת על ידי קבוצת אריסון, המחזיקה בכ- 46.82% מהון המניות של החברה.

תחומי הפעילות העיקריים כוללים :

- **ביצוע עבודות סלילה ותשתית בארץ ופרויקטים קבלניים גדולים**, בישראל על ידי שיכון ובינוי סולל בונה - תשתית בע"מ ובחו"ל, על ידי שיכון ובינוי א.ס.ב.א.י. בע"מ והחברות המוחזקות על ידה, הפועלות בעיקר באפריקה.
- **יזמות נדל"ן, בניה ומכירת מקרקעין ונכסים מניבים**, בפרויקטים שעיקרם מיועד למגורים וחלקם שלא למגורים. עיקר הפעילות בתחום מבוצעת בארץ באמצעות שיכון ובינוי נדל"ן בע"מ. בנוסף, קיימת פעילות כאמור בחו"ל, אשר מבוצעת באמצעות Shikun & Binui Real Estate Development. כן מחזיקה החברה כ-48.4% בחברת ADO גרופ בע"מ הציבורית.
- **זכיינות (Concession)**, הכוללת השתתפות במכרזים וביצוע, מימון, תכנון ותפעול של פרויקטים לאומיים גדולים, המבוצעים בדרך של מימון על ידי המגזר הפרטי, חלף מימון ממשלתי.
- פעילות בתחומי האנרגיה המתחדשת ובפרט - ייצור ואספקה של אנרגיה
- פעילות בתחום המים.

דוחות מתודולוגיים:

- [דוח דירוג קודם - פעולת דירוג](#) - מרץ 2011.
- [ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012.
- [ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.
- [חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#) - נובמבר 2008.
- הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il
- תאריך דוח דרוג האחרון : 24.9.2012
- תאריך דו"ח: 14.8.2013

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי* <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>
* יש לשים לב, כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.	

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.
	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 מאוד.
	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 שאליו 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") 2013.

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. 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.