



קבוצת א. דורי בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2009

1

מחברת:

ענבל כהן-שרמון, רו"ח - אנליסטית
inbal@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
rang@midroog.co.il

אביטל בר דין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

קבוצת א. דורי בע"מ

דירוג <i>ISSUE</i> ודירוג <i>ISSUER</i>	דירוג: A3	אופק הדירוג: שלילי
---	-----------	--------------------

מידרוג מאשרת דירוג A3 לסדרות האג"ח ב' ג' ו- ד' שבמחזור וליכולת הפירעון הכוללת של החברה (ISSUER), אותן הנפיקה קבוצת א. דורי בע"מ, לשעבר א. דורי חברה לעבודות הנדסיות בע"מ, (להלן: "א.דורי" או "החברה") וקובעת אופק דירוג שלילי. כמו כן מאשרת מידרוג הנפקת סדרת אג"ח חדשה בסך של עד 100 מיליון ₪, לפירעון בשלושה תשלומים שווים החלים ב- 09/2014, 03/2015, 09/2015. תמורת הגיוס מיועדת לפירעון קרן אג"ח בשנים 2009 ו- 2010. החברה התחייבה לשמור את סכום ההנפקה שיעלה על 60 מיליון ₪ בפיקדון ייעודי לצורך פירעון קרן האג"ח בשנת 2010.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ע.ג ליום 31.3.08 (אלפי ש"ח)	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.08 (אלפי ש"ח)	שנות פירעון האג"ח
אג"ח ב'	4730057	3/2005	50,423	5.25%	מדד	57,955	2008-2012
אג"ח ג'	4730065	3/2005	182,636	6.25%	מדד	180,610	2008-2012
אג"ח ד'	4730107	4/2008	125,000	8.9%	מדד	128,510	2011-2014

2

דירוג סדרת האג"ח נתמך בטעמים הבאים: יציבות בפעילות מגזרי העיקריים; יציבות ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה; לחברה קופת מזומנים אשר יש בה כדי לענות על צרכי המימון השוטפים של החברה בטווח הבינוני; פיזור פעילויות בתחום הנדל"ן מקטין סיכון ומאפשר סינרגיה בין התחומים השונים; ניסיון רב של קבוצת השליטה, מוניטין וותק הקבוצה תורמים למיצובה העסקי כחברה מבוססת וידועה בענף הנדל"ן בישראל.

קביעת האופק השלילי הינה פרמטר לבחינת יכולת החברה לשפר את יחסי הכיסוי ויחסי האיתנות לאורך זמן, בהתאם לצעדי ההתייעלות אותם היא נוקטת. הדירוג הראשוני ניתן תחת הנחות לשיפור בפרמטרים העסקיים והתפעוליים של החברה. החברה נוקטת בצעדים הכוללים, בין היתר, סגירת פעילויות החברה במדינות ושוקים לא יציבים והקטנת הוצאות המטה. צעדי ההתייעלות טרם באו לידי ביטוי מלא ומידרוג תבחן את המשך תהליכי ההתייעלות הצפויים להביא לשיפור התזרים הפרמננטי של החברה מפעילות הליבה בישראל, אשר יביאו לכדי שיפור ביחסי הכיסוי. כמו-כן, מצפה מידרוג לשיפור ביחסי איתנות החברה כתוצאה מהמהלכים בהם היא נוקטת. אי שיפור ו/או הרעה ביחסי הכיסוי בטווח השנה הקרובה עלול להשפיע לרעה על דירוג החברה.

בנוסף, תיבחן מידרוג את פעילותה של החברה בפולין, המבוצעת באמצעות חברת רונסון, אשר במהלך הרבעון האחרון לשנת 2008 סבלה מהאטה משמעותית בפעילותה.

¹ דו"ח זה מעדכן את מועדי פירעון סדרת האג"ח החדשה לעומת דו"ח דירוג קודם מחודש יולי 2009.

תחומי פעילותה העיקריים של החברה הינם ייזום וביצוע של פרויקטי נדל"ן בארץ ובחו"ל וכן לחברה פרויקט משמעותי בתחום תשתיות האנרגיה.

התרחבות החברה בפעילותה בתחום הביצוע בישראל

פעילות הביצוע של החברה, המרוכזת תחת החברה הבת - א. דורי בניה בע"מ (להלן: "א.דורי בניה"), מצביעה על גידול בהיקף הפרויקטים אותם מבצעת החברה במהלך התקופה הנסקרת. לחברה כיום 32 פרויקטים, בביצוע הצפויים לתרום כ- 1.8 מיליארד ש"ח הכנסות, זאת לעומת 12 פרויקטים בעת הדירוג הראשוני, אשר היו צפויים להניב הכנסות בהיקף של כ- 930 מיליון ש"ח.

שיעורי הרווחיות הגולמית הממוצעת של החברה במגזר פעילות זה, גבוהים מעט מממוצע הענף.

תוצאות פעילותה העסקית של החברה בתחום הביצוע, באמצעות חברת א. דורי בניה, מראות גידול בהיקפי הפעילות של החברה, עליה של כ- 27% בהיקף ההכנסות של שנת 2008 לעומת שנת 2007 (מהיקף של כ- 663 מיליון ש"ח לכ- 847 מיליון ש"ח). השיפור בתוצאות החברה נובע, כאמור, מגידול בהיקף הפרויקטים אותם מבצעת החברה וכן כתוצאה משיפור פעילותה של חברת רום גבס חיפוי וקירוי (1997) בע"מ (להלן: רום גבס) - חברה בת של א. דורי בניה, העוסקת בעבודות גמר לפרויקטים. יש לציין כי ההחזקה בחברת רום גבס משפרת את יכולת החברה להתחרות בקבלני ביצוע אחרים לאור יכולתה לבצע גם את עבודות הגמר.

החברה מראה יציבות בתחום הייזום בישראל; תחום פעילות זה הינו בעל שיעורי רווחיות ממוצעים עד נמוכים לעומת

כלל הענף

לחברה 7 פרויקטים בייזום, בשטח כולל של כ- 52 אלף מ"ר, לבניית כ- 3,000 יחידות דיור, הצפויים לתרום הכנסות של כ- 2 מיליארד ש"ח. נכון למועד כתיבת דוח זה, החברה נמצאת בהליכי השלמה של 3 פרויקטים לייזום, כאשר המרכזי הינו פרויקט 5 TOP, הכולל בניית 5 בניינים בני 287 יחידות דיור, הצפוי להניב לחברה הכנסות בהיקף של כ- 225 מיליון ש"ח ורווח גולמי בשיעור של כ- 16%. במועד הדירוג הראשוני היו לחברה 8 פרויקטים לייזום, אשר היו צפויים לתרום הכנסות בהיקף של כ- 2 מיליארד ש"ח ורווח גולמי ממוצע של כ- 14%.

רכישת קרקע במתחם "בבלי דקל" ת"א - ביום 10 ביוני 2008 רכשה החברה, בעסקת קומבינציה, 58% מחלקה של חברת א.מ.ת.ש השקעות בע"מ, בקרקע במתחם "בבלי דקל" בת"א, המקנות לחברה זכויות בניה לכ- 648 יחידות דיור בארבעה מגדלים בני 38 קומות. שאר הזכויות בקרקע שייכות לחברת דנקנר השקעות בע"מ. לחברה הזכות להגדיל את גובה המגדלים עד ל 44 קומות, המאפשרות גידול של 110 יחידות דיור נוספות. היקף ההכנסות הצפוי בפרויקט הינו כ- 600 מיליון ש"ח. בחודש ינואר 2009 הודיעה החברה כי נוכח הפגמים בכריתת ההסכם והפרתו היסודית, בכוונה לבטל את ההסכם ונפתח הליך בוררות לעניין ביטולו.

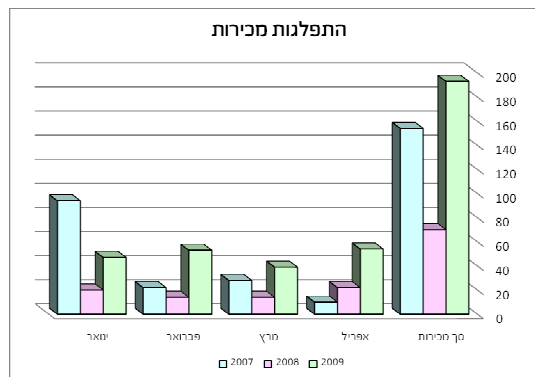
² הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח הדירוג הראשוני שנעשה במרץ 2008.

התפתחות החברה בתחום הייזום בחו"ל - החברה פועלת להקטנת פעילותה בחו"ל למעט בפולין

לחברה 30 פרויקטים בייזום בניה בחו"ל, בעיקר בפולין, לבניית כ- 3,500 יחידות דיור, הצפויים לתרום הכנסות של כ- 5 מיליארד ש. החברה נמצאת בשלבי הבנייה השונים ל-6 פרויקטים, כאשר המרכזיים שבהם הינם Galileo בפוזנן, הצפוי להניב הכנסות בהיקף של כ- 142 מיליון ש ורווח גולמי של כ- 35%, ו- Gemini בוורשה, הצפוי להניב הכנסה בהיקף של כ- 229 מיליון ש ורווח גולמי של כ- 28%. החברה פועלת בפולין באמצעות חברת רוטון, המוחזקת בשרשרת בכ- 32.11%. למועד הדירוג הראשוני היו לחברה מספר קרקעות בבולגריה ואוקראינה, אשר לאור המצב במדינות אלו החליטה החברה לממשן ובכך להקטין את חשיפתה למדינות בעלות סיכון גבוה יחסית. כמו כן, לחברה קרקע בסלובקיה אשר בכוונתה לממשה.

גידול במכירות הדירות בחו"ל - למרות המשבר הכלכלי העולמי, מראה החברה גידול במכירת יחידות דיור בפולין. פולין אשר סבלה במהלך ובעיקר ברבעון האחרון של שנת 2008, מהאטה משמעותית בתחום הנדל"ן, החלה להראות ניצנים של שיפור בתחום זה. בחודשים ינואר- אפריל מכרה החברה 193 יחידות דיור, לעומת 70 יחידות דיור בתקופה המקבילה אשתקד.

שיעורי מכירות (31.3.09)		
פרויקט	שיעור השלמה	שיעור מכירות
Galileo	99%	32%
Gemini	12%	11%
Imaginarium	41%	69%
Nautica	31%	32%



פרויקט Galileo מראה שיעור מכירות נמוך יחסית לשיעורי ההשלמה וזאת לאור עיכוב בהליכי שיווק, לאור ביצוע תמחור מחדש של הפרויקט. שיעור המכירות, נכון למועד כתיבת דוח זה, עומד על כ- 50% בעקבות הורדה של כ- 10% במחירי הדירות.

התפתחות החברה בתחום האנרגיה

החברה שותפה בפרויקט לתכנון הקמת תחנת כח פרטית לייצור חשמל, בהספק של כ-800 מגה וואט באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי, באמצעות החזקה של כ-18.75% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד").

תיקון הסכם הספקת גז עם חברת EMG - דוראד חתמה על תיקון להסכם לרכישת גז טבעי עם חברת *East Mediterranean Gas S.A.E* (להלן: "EMG"), על פיו עודכנו תקופת ההסכם ל-17 עד 20 שנים ואספקת הגז מתוכננת להתחיל במהלך המחצית השנייה של שנת 2012. כמו כן, עודכנו גובה הערבות, תקופת הערבויות, תמחור מחדש להסכם, העומד על כ-125 עד כ-150 מיליון דולר לשנה, ונקבעה שיטה חדשה לעדכון תקופתי של התמורה.

התפתחות התוצאות הכספיות

עליה בהוצאות המימון נטו של החברה גרמה לירידה ברווחי החברה - הוצאות המימון נטו של החברה לרבעון הראשון של השנה הסתכמו בכ-5 מיליון ₪, לעומת הכנסות של כ-13 מיליון בתקופה המקבילה אשתקד והוצאות של כמיליון ₪ לשנת 2008 כולה. הגידול בהוצאות המימון נובע בעיקר מירידה בהכנסות המימון הלא תזרימיות, משערוך ניירות ערך המירים.

נתונים עיקריים מדו"ח רוו"ה (אלפי ש"ח)	31.3.2009	31.3.2008	FY 2008	FY 2007
הכנסות ממכירת דירות וקרקעות	45,347	45,812	334,164	207,170
הכנסות מביצוע עבודות	189,994	195,432	846,820	663,184
הכנסות מדמי שכירות	1,024	1,439	4,007	3,665
סך הכנסות	236,365	242,683	1,184,991	874,019
עלות מכירת בניינים וקרקעות	38,965	37,782	268,415	137,859
עלות מביצוע עבודות	175,151	181,873	804,832	627,063
עלות ההשכרה	60	206	706	1,516
עלות המכירות והשירותים	214,176	219,861	1,073,953	766,438
רווח גולמי	22,189	22,822	111,038	107,581
שיעור רווח גולמי ממכירת דירות וקרקעות	14%	18%	20%	33%
שיעור רווח גולמי ביצוע עבודות	8%	7%	5%	5%
התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה	-	-	2,699	4,637
הוצאות מכירה והנהו"כ	14,651	18,296	77,180	72,211
הכנסות (הוצאות) מימון, נטו	-5,439	12,715	-1,402	-73,619
רווח (הפסד) מהנפקת לצד ג' בחברה מוחזקת	-	-	-184	109,915
רווח נקי לתקופה	1,405	14,853	16,957	68,697
רווח נקי בנטרול שיערוך נדל"ן להשקעה	1,405	14,853	14,258	64,060

תנודתיות שעי"ח הקטינה את הונה העצמי של החברה - עיקר הקיטון בהונה העצמי של החברה נגרם מירידה בשעי"ח של הזלוטי.



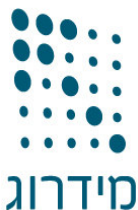
יחסי איתנות סבירים לדירוג החברה - יחס חוב ל- *CAP* של החברה, ליום 31.3.2009 עומד על כ- 68.58%, לעומת כ- 64.13% ליום 31.3.2008 - טרם גיוס האג"ח ד'. מידרוג מצפה כי רמת המינוף של החברה תקטן וזאת בהתאם לאסטרטגיה בה היא נוקטת. אי הקטנת רמת המינוף עלולה להשפיע לרעה על דירוג החברה.

31.12.2008	31.3.2008	31.3.2009	נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ש"ח)
117,558	89,072	104,041	מזומנים ושווי מזומנים
71,602	9,070	52,399	ניירות ערך סחירים זמינים למכירה
58,644	12,801	44,650	נכסים המיועדים למימוש
787,783	739,665	792,169	מלאי בניינים למכירה
50,541	41,193	48,734	מלאי קרקעות לבניה
465,992	459,949	450,048	אשראי מתאגידים בנקאיים ומנותני אשראי אחרים
14,981	37,245	10,032	התחייבויות ז"א לתאגידים בנקאיים
41,396	48,675	32,904	אג"ח להמרה
141,535	94,557	140,637	אגרות חוב
290,625	339,007	281,515	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,448,638	1,369,516	1,407,746	סך מאזן
663,904	640,426	633,621	חוב פיננסי
474,744	542,284	477,181	חוב פיננסי נטו
961,806	998,682	923,917	<i>CAP</i>
21,810	שלילי	שלילי	<i>FFO</i> בניכוי הוצאות חד פעמיות ³
30.44	שלילי	שלילי	חוב ל- <i>FFO</i> בניכוי הוצאות חד פעמיות
21.77	שלילי	שלילי	חוב נטו ל- <i>FFO</i> בניכוי הוצאות חד פעמיות
20.06%	24.75%	20.00%	הון עצמי לסך המאזן
69.03%	64.13%	68.58%	חוב פיננסי ל- <i>CAP</i>
61.44%	60.22%	62.18%	חוב פיננסי נטו ל- <i>CAP</i> נטו
37,652	-36,625	-12,104	מזומנים נטו שנבעו (שימשו) מפעילות שוטפת
-77,249	-4,843	19,682	מזומנים נטו שנבעו (שימשו) מפעילות השקעה
633	-33,665	-20,027	מזומנים נטו שנבעו (שימשו) מפעילות מימון

6

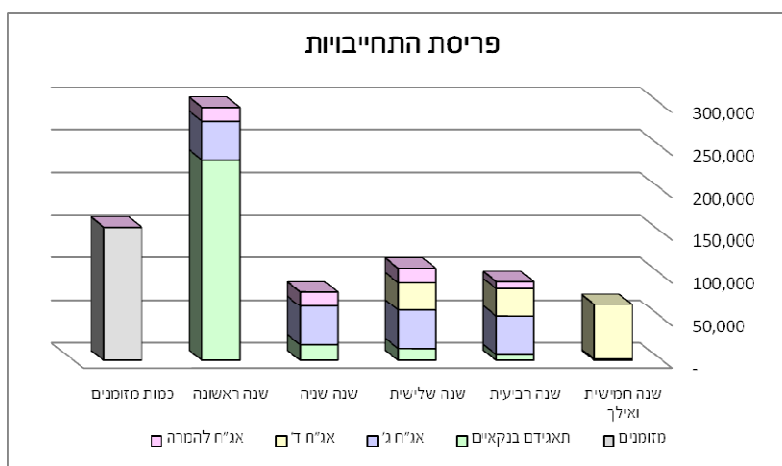
לחברה *FFO* שלילי אך בניכוי הוצאות חד פעמיות², אשר אינן משקפות את פעילותה הפרמננטית של החברה, לחברה *FFO* חיובי לשנת 2008, בהיקף של כ- 22 מיליון ₪, שאף צפוי לגדול, במסגרת פעילות הרה ארגון של החברה והקטנת הוצאות ההנהלה והכלליות בכ- 20 מיליון ₪, כך שיחס חובה הפיננסי נטו של החברה ל- *FFO* עומד על 21.77 שנים. יש לציין שחלק משמעותי מה- *FFO* של החברה נובע מפעילות חברת רונסון. מידרוג מצפה כי בהמשך לצעדי התייעלות החברה יתחזק תזרים המזומנים הפרמננטי של החברה מפעילות הליבה בישראל וישפר באופן משמעותי את יחסי הכיסוי של החברה מפעילותה זו.

³ לחברה הוצאות חד פעמיות במסגרת הליך הרה-ארגון בשנת 2008, הכולל סגירת מוטות בחו"ל וסגירת פרויקטים לא רווחיים. הסכומים הינם בהתאם להערכת החברה



לחברה תזרים מזומנים שלילי מפעילות שוטפת לרבעון הראשון של השנה הנובע, בין היתר, מעלייה במלאי מקרקעין, דירות ובניינים למכירה ומתשלומי ריבית. מימוש ני"ע הובילו את החברה לתזרים חיובי מפעילות השקעה בהיקף של כ- 20 מיליון. תזרים המזומנים השלילי מפעילות מימון נובע בעיקר מפירעון הלוואות והתחייבויות אחרות.

פריסת התחייבויות- היקף החלויות השוטפות של החברה בשנה הקרובה, עומד על כ- 297 מיליון ₪, הכולל פירעון קרן אג"ח בהיקף של כ- 62 מיליון ₪. יתרת הסכום- היקף של כ- 235 מיליון ₪ מורכבת מהלוואות במסגרת ליווי פרויקטים, המשולמות במסגרת התקדמותם. נציין כי לחברה היקף של כ- 156 מיליון ₪ בקופה, המספק את צרכי המימון השוטפים של החברה, זאת ללא גיוס האג"ח הנוסף, אשר נועד לתשלום קרן האג"ח של השנה הקרובה.



אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור ברווחיות ובשולי הרווח בפרויקטים, הן בתחום קבלנות ביצוע והן בתחום הייזום
- חיזוק משמעותי בערכם המוחלט של נתוני האיתנות הפיננסית ושיפור משמעותי ביחסי האיתנות הפיננסית

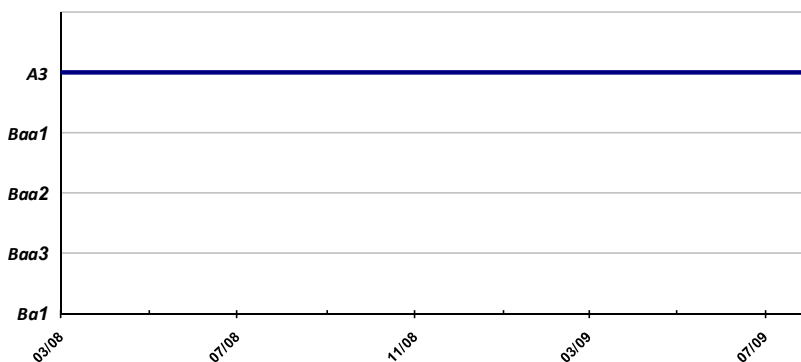
גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- עלייה ביחס החוב ל- CAP מעבר לשיעור של 70%
- שינויים מהותיים במבנה הבעלות בחברה ובניהול
- הגדלת משקל הפעילות במדינות בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילותה



- אי עמידה ביעדים של ייעול מערך התפעול והניהול באופן אשר ישפר את שולי הרווח (בניטרול תרומת רונסון)
- קיטון יתרת המזומנים בקופה מתחת ל- 10% מחובה הפיננסי של החברה

היסטוריית דירוג



8

פרופיל החברה

קבוצת א. דורי בע"מ (להלן: "א. דורי" ו/או "החברה"), לשעבר א. דורי חברה לעבודות הנדסיות בע"מ, החלה את פעילותה בשנת 1961. החל מספטמבר 2007, נמצאת בשליטה משותפת של קבוצת אורי דורי וגזית גלוב. החברה עוסקת בעצמה ובאמצעות חברות בנות ותאגידים בשליטתן, בניהול וביצוע של פרויקטים קבלניים ובייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים בתחום הנדל"ן בישראל. החברה שותפה בפרויקט לתכנון הקמת תחנת כח פרטית לייצור חשמל בהספק של כ-800 מגה וואט באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי, באמצעות החזקה של כ- 18.75% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ (להלן: "דוראד").

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרימים 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>
תזרימים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרימים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרימים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרימים מזומנים פנוי * <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרימים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרימים 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 בתזרימים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

דרגת השקעה	<i>Aaa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	<i>Ba</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ca</i> הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	<i>C</i>	התחייבויות המדורגות בדירוג <i>C</i> 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 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.



דו"ח מספר: CRDORY110709100M

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") 2009.

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 נכונות, שלמות, 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. דירוגי של מידרוג אינם מותאמים לצרכיו של משקיע מסוים ועל המשקיע להסתייע בייעוץ 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 שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

11

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד. (*Moody's Investors Service Ltd.*) (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.