



# אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

פעולת דירוג | ינואר 2013

1

**מחבר:**

נדב גורן - אנליסט בכיר  
[nadav@midroog.co.il](mailto:nadav@midroog.co.il)

**אנשי קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[ran@midroog.co.il](mailto:ran@midroog.co.il)



## אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ

אופק הדירוג: יציב	דירוג: A2	דירוג סדרה
-------------------	-----------	------------

**מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A2 באופק דירוג יציב לסדרות אג"ח א' ו- ב' שבמחזור של חברת אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ (להלן: "אלרוב נדל"ן" או "החברה") וכן מאשרת דירוג דומה לגיוס סך של עד 200 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרה ב'. תמורת האג"ח תשמש לפעילותה השוטפת.**

**דו"ח זה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 06.01.2013. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן**

להלן פירוט סדרות האג"ח המדורגות של החברה\*:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.9.12 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	3870078	יול-07	4.80%	מדד	**238	2012-2017
אג"ח ב'	3870094	אוג-12	4.80%	מדד	***227	2015-2020

465

\* לחברה סדרת אג"ח להמרה שאינה מדורגת, אשר יתרתה למועד הדוח עומדת על כ- 190 מיליון ₪ ע.ג.  
 \*\* מוצג בניכוי יתרת האג"ח, המוחזקת ע"י חברות הקבוצה, בהיקף של כ- 26 מיליון ₪ ע.ג. נכון ל- 30.9.12  
 \*\*\* מוצג בניכוי יתרת האג"ח, המוחזקת ע"י חברות הקבוצה, בהיקף של כ- 4 מיליון ₪ ע.ג. נכון ל- 30.9.12

**אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג** נתמכים בפעילות הנדל"ן המניב של החברה, אשר כוללת תיק נכסים בשווי של כ- 5.5 מיליארד ₪, המניב תזרים NOI שנתי של קרוב ל- 300 מיליון ₪ בשנה. מרבית נכסי החברה מאופיינים בנתוני פעילות טובים, כפי שבא לידי ביטוי בשיעורי התפוסה הממוצעים העולים על 90%. מעבר לאיכותם הגבוהה של מרבית הנכסים, נתמכת הפעילות המניבה בעובדה כי עיקר נכסי החברה המניבים ממוקמים בשוויץ ובישראל - המציגות נתונים מקרו כלכליים טובים; החברה מציגה פרופיל פיננסי התואם לרמת הדירוג, הכולל תזרים FFO שנתי של קרוב ל- 200 מיליון ₪, המגלם יחס כיסוי חוב ל- FFO של כ- 30 יחס חוב ל- CAP של כ- 62%. על אף האמור, רשמה החברה בשנה האחרונה שחיקה מסוימת בנתונים הפיננסיים. שחיקה זו, אשר נלקחה בחשבון במסגרת הדירוג הקודם, נבעה בעיקר מהמשך ביצוע השקעות בהקמת מלונות היוקרה בלונדון ובאמסטרדם. השקעות אלו, אשר מומנו ברובן בהלוואות בנקאיות וניצול מסגרות אשראי קיימות, הביאו לגידול בחוב הפיננסי ובעלויות הריבית. מנגד, חלה ירידה מסוימת בעודף התפעולי של המגזר המלונאי (שצפוי להסתכם בשנת 2012 בכ- 90 מיליון ₪), בעיקר לאור הפסד תפעולי שרשם המלון באמסטרדם, כצפוי, ב- 9 החודשים הראשונים לפעילותו. הדירוג מסתמך על הערכת מידרוג כי במהלך שנת 2013 - ככל שההנבה מ- 2 המלונות הנ"ל תהפוך למשמעותית יותר - תשתנה המגמה ותחל חזרה הדרגתית לרמות המינוף והכיסוי שאפיינו את החברה בעבר; גמישותה הפיננסית של החברה מתבססת בעיקרה על מסגרות אשראי בנקאיות בלתי מונצלות, בהיקף העומד, נכון ל- 30 בספטמבר 2012, על כ- 465 מיליון ₪, אך גם המלון בלונדון שטרם ניתן בעבורו מימון וכן מלאי דירות במתחם ממילא, בשווי של כ- 100 מיליון ₪. לאור היקפם הגבוה של התזרימים מפעילות ביחס לצורכי שירות החוב ברמת המטה, גמישות פיננסית זו הינה מספקת לרמת הדירוג הנוכחית.

**הנדל"ן המניב מהווה את מגזר הפעילות העיקרי של החברה ואחראי למרבית ההכנסות השוטפות; תיק הנכסים בכללותו מאופיין בנתוני פעילות איכותיים התומכים ברמת הדירוג**

לחברה תמהיל פעילות מגוון הכולל את מגזרי הנדל"ן המניב, המלונאות וייזום למגורים. על אף השקעות ניכרות בשנים האחרונות בהרחבת מגזר המלונאות (כפי שיפורט להלן), נותר הנדל"ן המניב המגזר העיקרי המייצר לחברה סדר גודל של כ- 70% מהתזרימים השוטפים. במסגרת פעילותה במגזר זה, מחזיקה החברה בפורטפוליו הכולל כ- 30 נכסים מניבים בשווי כולל של כ- 5.5 מיליארד ₪. עיקר הפורטפוליו כולל נכסים מניבים בשווי (כ- 70% מהשווי) והיתרה כוללת נכסים בישראל וצרפת. במהלך השנה האחרונה המשיכה החברה בהרחבת תיק הנכסים בשוויץ, הן באמצעות רכישה והן באמצעות הקמה של נכסים חדשים. תיק נכסי החברה בשוויץ מאופיין בשיעורי תפוסה גבוהים לאורך זמן של כ- 97%, ומניב תזרים NOI יציב הנאמד ע"י מידרוג, נכון למועד הדוח, בכ- 175-180 מיליון ₪. בתיק הנכסים של החברה בישראל לא חל שינוי ממועד הדוח הקודם, אך חל גידול בתזרים ה- NOI השנתי (שהסתכם בשנת 2011 בכ- 80 מיליון ₪ לעומת כ- 77 מיליון ₪ בשנת 2010), בעיקר בשל המשך השיפור בתפוסה ובהכנסות השדרה המסחרית בממילא.

תיק הנכסים בצרפת, שהינו הקטן מבין השלושה (ערכו ל- 30 בספטמבר 2012 עומד על כ- 395 מיליון ₪) והניב בשנת 2011 תזרים NOI של כ- 31 מיליון ₪ כולל - לצד נכסים איכותיים המושכרים במלואם - נכסים במיקומים בינוניים הסובלים משיעורי תפוסה נמוכים ורמת מינוף גבוהה. לאור זאת פועלת החברה לצמצום היקף התיק תוך מימוש אותם נכסים והתמקדות בנכסים הממוקמים בפרז, המסייעים גם בנגישות טובה יותר למחזור חוב בנקאי.

**עיקר השקעות החברה בשנים האחרונות מתמקדות בפיתוח מגזר המלונאות; השקעות אלו הינן הגורם העיקרי לגידול בהיקף החובות, ולשחיקה מסוימת ברמות המינוף שרושמת החברה במהלך השנתיים האחרונות**

בשנים האחרונות השקיעה החברה מאות מיליוני ₪ בהרחבת הפעילות המלונאית של החברה, מתוך מטרה אסטרטגית ארוכת טווח להשוואת היקף הפעילות המלונאית לזו של מגזר הנדל"ן המניב. במסגרת זו פתחה החברה בשנת 2009 את מלון ממילא בירושלים ורכשה בשנת 2010 את מלון לוטסיה בפרז. בשנתיים האחרונות חל גידול נוסף בהיקף ההשקעות עם ההתקדמות ב- 2 פרויקטים גדולים להסבת מבנים היסטוריים לשימור באמסטרדם ובלונדון למלונות יוקרה (מלונות הקונסרבטוריום וקפה רויאל, בהתאמה). המורכבות הנדסית בהסבת מבנים בני מאות שנים למלונות יוקרה כמו גם תקלות בלתי צפויות שהתרחשו במהלך ההקמה הביאו לחריגות ניכרות בעלויות ולעיכוב מסוים בלוחות הזמנים ב- 2 הפרויקטים. בסה"כ נאמדת עלות ההקמה של מלון הקונסרבטוריום, אשר נפתח לקהל הרחב בתחילת שנת 2012, בכ- 160 מיליון אירו ועלות ההקמה של קפה רויאל, אשר נפתח בימים אלו באופן מדורג, נאמדת נכון למועד הדוח בכ- 225 מיליון ליש"ט. יש לציין, כי העלייה בהיקף החוב למימון הפרויקטים המלונאיים נלקחה בחשבון במסגרת הדוח הקודם, וכי על אף החריגה בעלויות ההקמה, היקף הפעילות הגבוה של החברה, כמו גם רווחים שוטפים משמעותיים מפעילות מיתנו את מגמת העלייה ברמת המינוף - מרמה של כ- 59% חוב ל- CAP בסוף שנת 2010 לכ- 62% ב- 30.9.2012.

להערכת מידרוג, מגמת הגידול המהיר בחוב הפיננסי (ואיתו השחיקה ההדרגתית ביחסי האיתנות) תימשך בטווח הקצר, עד להשלמת ההקמה של המלון בלונדון. עם זאת, מידרוג מצפה כי במהלך שנת 2013 תשתנה המגמה ותחל חזרה הדרגתית לרמות המינוף שאפיינו את החברה בעבר.



**להערכת מידרוג, בטווח הקצר צפויה ירידה מסוימת נוספת בתזרים ה- FFO ועלייה ביחסי כיסוי החוב של החברה; מגמה זו תשתנה עם התייצבות בנתוני הפעילות של המלונות החדשים**

בשנת 2011 יצרה החברה תזרים FFO בהיקף משמעותי, יחסית לחברות בדירוג דומה, של כ- 220 מיליון ₪. תזרים זה גילם לחברה בשנת 2011 יחס חוב ל- FFO סביר לרמת הדירוג של כ- 24. נתוני תשעת החודשים הראשונים של שנת 2012 היו פחות טובים בעיקר מכיוון שהושפעו לרעה מנתוני המלון באמסטרדם, אשר - כצפוי בשנת הפעילות הראשונה - הציג הפסד תפעולי (של כ- 12 מיליון ₪ ב- 9 החודשים).

להערכת מידרוג, תזרים ה- FFO המייצג לפעילות הנוכחית של החברה עומד על 180-190 מיליון ₪ בלבד ומגלם יחס חוב ל- FFO העומד על כ- 30, שהינו גבוה לרמת הדירוג. הגורם העיקרי לכך הוא שבועוד שהיקף ההשקעות במגזר המלונאות הביא לגידול מהותי בהיקף החוב הפיננסי ובעלויות הריבית הנגזרות ממנו, טרם חל גידול בעודף התפעולי ממגזר זה. היקף הרווח התפעולי מתחום המלונאות של החברה בשנתיים האחרונות עמד על כ- 100-110 מיליון ₪ בשנה אולם צפוי לקטון בשנת 2012 (בשל הפסד תפעולי של המלון באמסטרדם, כאמור) ולעמוד על כ- 90 מיליון ₪. ככל שמלונות החברה בירושלים (ובעיקר מלון ממילא) יציגו נתוני פעילות משופרים והמלונות באמסטרדם ובלונדון יחלו להניב הכנסות משמעותיות צפוי לחול גידול ניכר בתזרים ה- FFO ובהתאם - יחול אף שיפור ביחסי כיסוי החוב.

**חלק ניכר מפעילות החברה ממומן באמצעות מסגרות אשראי לז"ק, באופן שמשפר את נזילות החברה על חשבון החזקה בנכסים בלתי משועבדים; היקף אג"ח נמוך ביחס לרמת הפעילות ובעל פריסה ארוכה מאפשר לחברה לרשום צורכי שירות חוב נמוכים ברמת המטה**

בניגוד למרבית החברות הפועלות בתחומי הנדל"ן השונים, מממנת החברה בשנים האחרונות (לאור ריביות אטרקטיביות) חלק ניכר מפעילותה באמצעות מסגרות אשראי תתומות לז"ק, שלטובתן משועבדים נכסיה המניבים והמלוונאיים בישראל וחלק מהפעילות המלוונאית בחו"ל. מעבר לכך, נכסי הנדל"ן המניב בשוויץ ובצרפת ממומנים בהלוואות Non-Recourse. אופן מימון זה יוצר לחברה מקורות נזילות זמינים באמצעות ניצול מסגרות אשראי בנקאיות בלתי מנוצלות (העומדות, נכון ל- 30 בספטמבר 2012, על כ- 465 מיליון ₪), זאת על חשבון היעדר החזקה בנכסים בלתי משועבדים.

בחו"ל נדרשת החברה למחזר מפעם לפעם הלוואות שניתנו כנגד שיעבוד נכסים מניבים. בד"כ החברה אינה נתקלת



בקשיים למחזור חובות אלו, בין היתר, לאור איכותם הגבוהה של מרבית הנכסים. עם זאת, בצרפת נדרשת החברה לפרוע במרץ 2013 הלוואת גישור על סך כ- 65 מיליון ₪ - שניתנה כנגד שיעבוד של 5 נכסים, ששוויים נאמד בכ- 87 מיליון ₪, המציגים נתוני פעילות טובים פחות. החברה פועלת להשגת מימון חדש כנגד הנכסים הנ"ל או לחילופין לפעול למימושם תוך שימוש בתמורה לפירעון ההלוואה.



שיעור האג"ח מסך החוב הפיננסי הינו נמוך יחסית (כ- 15%-10%) ומסתכם למועד הדוח בכ- 660 מיליון ₪. חוב האג"ח כולל 2 סדרות רגילות וסדרה נוספת להמרה למניות (שאינה מדורגת), המיועדת לפירעון בתשלום אחד במהלך שנת 2013. היקף חוב האג"ח הנמוך, כמו גם פריסה נוחה של הסדרות הרגילות, יוצרים לחברה צורכי שירות קרן אג"ח נמוכים בשנים הבאות ביחס לנזילות החברה והתזרימים שמייצרת הפעילות השוטפת. היקף פירעון קרן האג"ח צפוי לעמוד לגדול מעט - החל משנת 2015 ולעמוד על כ- 80 מיליון ₪ בשנה (כ- 120-110 מיליון ₪ לאחר הגיוס הקרוב) - נמוך מתזרים ה- FFO השנתי המייצג.

לאור זאת, מעריכה מידרוג את רמת הנזילות ומקורות התזרים של החברה כמספקים ביחס לצורכי החברה בשנים הבאות.

**אלרוב נדל"ן ומלונאות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים (א' ₪)**

31.12.2009 <sup>א</sup>	31.12.2010 <sup>א</sup>	31.12.2011	30.9.2012	גיוס אג"ח	פרפורמה לאחר הגיוס	
142,331	291,907	372,653	328,844			הכנסות מהפעלת מלון
262,342	279,500	318,955	251,704			הכנסות משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
73,278	54,922	63,697	32,664			הכנסות ממכירת דירות
<b>477,951</b>	<b>626,329</b>	<b>755,305</b>	<b>613,212</b>			<b>סה"כ הכנסות מפעילות</b>
32,869	90,642	89,051	51,169			רווח מהפעלת מלון (לא כולל פחת)
221,759	235,575	266,462	210,374			רווח משכ"ד, דיור מוגן וניהול נכסים
23,120	9,102	25,304	12,510			רווח ממכירת דירות
<b>277,748</b>	<b>335,319</b>	<b>380,817</b>	<b>274,053</b>			<b>רווח מפעילות</b>
242,347	410,984	454,687	177,904			רווח תפעולי
218,837	245,004	189,709	68,374			רווח (הפסד) נקי
177,661	179,793	147,187	250,215	-	250,215	יתרות נזילות
3,754,564	4,227,514	5,317,805	5,912,748	200,000	6,112,748	חוב פיננסי
3,576,903	4,047,721	5,170,618	5,662,533	200,000	5,862,533	חוב פיננסי נטו
5,855,564	7,204,734	8,774,382	9,500,849	200,000	9,700,849	CAP
5,677,903	7,024,941	8,627,195	9,250,634	200,000	9,450,634	CAP נטו
1,738,315	2,316,168	2,583,527	2,677,275	-	2,677,275	הון עצמי
6,222,516	7,622,397	9,182,715	9,831,779	200,000	10,031,779	סך מאזן
64.1%	58.7%	60.6%	62.2%		63.0%	חוב ל- CAP
63.0%	57.6%	59.9%	61.2%		62.0%	חוב נטו ל- CAP נטו
27.9%	30.4%	28.1%	27.2%		26.7%	הון עצמי למאזן
188,407	280,306	316,004	232,159			EBITDA בנטרול שערורים
143,166	197,427	229,630	141,274			FFO
		219,330	151,574			FFO מתוקן*
26.2	21.4	24.2	29.3			חוב ל- FFO מתוקן (בגלום שנתי)
25.0	20.5	23.6	28.0			חוב נטו ל- FFO מתוקן (בגלום שנתי)

\* תשלום הריבית על אג"ח א', ע"ס 10.3 מיליון ₪, שהיה מיועד להתבצע בתאריך 31.12.11 (שיצא יום שבת) נדחה מטעמים טכניים ל- 1.1.12. בשל כך, תקנון ה- FFO כולל החזרת תשלום הריבית לסכום של 2012 והפחתתו משנת 2011  
\*\* לאור הנחת מידרוג כי תמורת הגיוס תשמש את החברה לביצוע השקעות חדשות ^ טרם השינוי הנובע מ- 12.10.

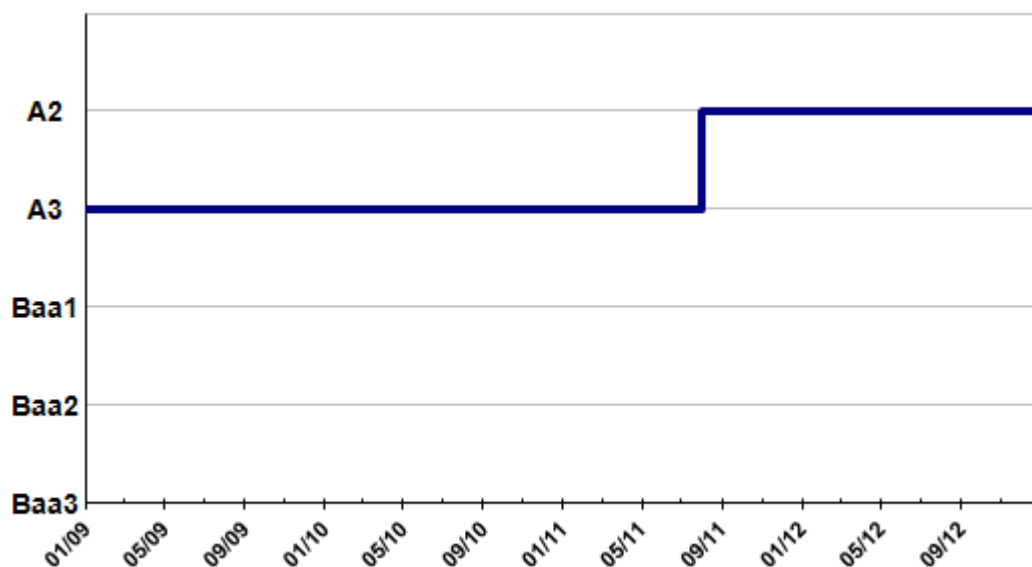
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור בתזרים המזומנים המתקבל מנכסים מניבים ומלונאיים, אשר יוביל לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי;
- שיפור ביחסי האיתנות הפיננסית;
- העלאת משקל הנכסים החופשיים משעבוד מסך הנכסים;

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- השקעה בנכסים ממקורות עצמיים, בהיקף שיפגע משמעותית בגמישות הפיננסית של החברה;
- אי עמידה בתחזיות השלמת הפרויקטים המלונאיים והפעלתם;
- שינוי משמעותי בתמהיל הגיאוגרפי של ההשקעות, בכל הקשור למדינות היעד, באופן שיספיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת הקבוצה;
- גריעה ביחסי הכיסוי כתוצאה מעלייה בחוב הפיננסי;

היסטוריית דירוג



## פרופיל החברה

אלרוב נדל"ן פועלת בתחומי נדל"ן מניב להשקעה ומלונאות בארץ ובחו"ל. פעילותה של החברה בתחום הנכסים להשקעה בחו"ל נעשית באמצעות חברת *Property Investment Holding B.V* (חברה בת, המוחזקת בשיעור של 76%), האחראית לאיתור השקעות בנכסי נדל"ן מניב, השכרתם וניהולם. עיקר נכסי החברה המניבים בחו"ל ממוקמים בשוויץ ומיעוטם ממוקמים בצרפת. פעילותה של החברה בתחום המלונאות בחו"ל נעשית באמצעות *Locka Holding BV* (חברה בת המוחזקת בשיעור 80%). כיום כוללת הפעילות המלונאית בחו"ל החזקה והפעלה של מלון *Lutetia* בפריז ושל מלון הקונסרבטוריון באמסטרדם. בנוסף החברה נמצאת בשלבים אחרונים להסבת נכס בלונדון למלון יוקרה. בעל השליטה באלרוב נדל"ן הינו מר אלפרד אקירוב המחזיק בחברה בעיקר באופן עקיף באמצעות חברת אלרוב ישראל בע"מ, אשר מחזיקה כ-77% ממניות החברה.

## מחקרים מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)

תאריך הדוח: 06.01.2013

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

© כל הזכויות שמורות למידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג") 2013.

מסמך זה, לרבות פסקה 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](http://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 מניפק, 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 שרותי 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.