



אשדר חברה לבניה בע"מ

פעולת דירוג | מאי 2011

1

מחבר:

נדב גורן - אנליסט בכיר
nadavg@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אשדר חברה לבניה בע"מ

דירוג ISSUE	דירוג: A3	אופק הדירוג: יציב
-------------	-----------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 באופק יציב לסדרות אג"ח א' ו- ב' של חברת אשדר חברה לבניה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אשדר"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת אג"ח, בהיקף של עד 100 מיליון ₪ ע.ג., באמצעות הנפקת סדרה חדשה. כ- 50 מיליון ש"ח מתמורת הגיוס תשמש למחזור קרן אג"ח העומדת לפירעון במהלך השנה הקרובה והיתרה לפעילות שוטפת.

לצורך הבטחת ייעודה של האג"ח, תפקיד החברה את תמורת הגיוס המיועדת למיחזור חוב האג"ח בפיקדון ייעודי, שלא ניתן לקזזו כנגד הלוואה בנקאית, בבנק אשר דירונו לזמן קצר עומד על P-1 או באג"ח מדינת ישראל וזאת - עד למועד השימוש בכספים אלו.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 26.04.2011. 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 ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דו"ח הדירוג.

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 31.12.2010 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג ליום 31.12.2010 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2020	302,362	מדד	4.85%	262,196	21/5/2007	1104330	אג"ח א'
2012-2016	189,438	מדד	4.95%	*185,784	23/12/2009	1116870	אג"ח ב'
	491,800			447,980			

* לאחר תאריך המאזן גייסה החברה חוב אג"ח באמצעות הרחבת סדרה ב' ע"ס כ- 14.2 מיליון ₪ ע.ג.

אישור מחדש של הדירוג ואופק הדירוג נתמך בהיקף ופיזור פעילות החברה בפרויקטים השונים, הכוללים כ- 1,000 יח"ד בהליכי ביצוע שונים; מרבית הפרויקטים של החברה מצויים באזורי ביקוש ונהנים מסביבת שוק חיובית, המובילה לקצב מכירות מוגבר ולעליית מחירים; החברה מציגה רווח ותזרים חיובי משמעותי מפעילות, בין היתר, בזכות ניצול עליית מחירי הקרקעות ומימוש חלק ממלאי הקרקעות הנרחב שבבעלותה; החברה רושמת שיפור מסוים ברמת שיעור הרווחיות ממכירת דירות, על אף שעודו נמוך בהשוואה ענפית; החברה שומרת על יציבות ביחסי האיתנות; נזילות החברה הינה טובה ביחס לצורכי שירות החוב בטווח הקצר, לרבות ביצוע השקעות.

היקף ופיזור פעילות רחבים; ותק וניסיון בפעילות החברה

דירוג החברה משקף את היקף ופיזור פעילותה אשר תואמים את קבוצת דירוגה. לחברה כ- 1,622 יח"ד (חלק החברה מתוכן עלה על 1,000 יח"ד) במסגרת כ- 21 פרויקטים (הכוללים לעיתים כמה שלבים), חלקם עם שותפים, המצויים בשלבי ביצוע ושיווק שונים. הפרויקטים פזורים על פני מספר אזורים ביקוש ובכללם ת"א, ירושלים, בת ים, נתניה וכדומה. לחברה ותק וניסיון גם בהקמת שכונות מגורים הכוללות מאות יחידות, המקנה לה יתרון לעומת חברות מתחרות. לחברה כיום כ- 5 פרויקטים במסגרת הקמת שכונת מגורים, המאפשרים לחברה לשפר את מחירי הדירות עם התפתחות הפרויקט.

להלן טבלת פרויקטים בשיווק וביצוע (נתונים ליום 31.12.2010, אלפי ₪):

שם הפרויקט	מיקום	חלק החברה	מספר יח"ד בפרויקט	מס' יח"ד מטרות ליום 31.12.2010	יח"ד לא מטרות ליום 31.12.2010	שיעור השלמה לא כולל קרקע	שיעור מכירות	שנת מסירה משוערת	רווח גולמי צפוי (חלק חברה)	שיעור רווח גולמי צפוי
אשדור וקאנטרי בית 6	נתניה	100%	82	62	20	74%	76%	2011	21,263	21.4%
אשדור וקאנטרי בית 7	נתניה	100%	82	16	66	24%	20%	2013	24,957	24.0%
אשדור וקאנטרי בית 9	נתניה	100%	30	8	22	0%	27%	2013	9,223	24.1%
אשדור וקאנטרי בית 10	נתניה	100%	30	6	24	0%	20%	2013	8,376	21.0%
אורנית שלב ג'	אורנית	50%	85	68	17	67%	80%	2011	8,954	52.3%
סמיל בנין 2	פתח תקוה	75%	89	66	23	33%	74%	2012	19,870	23.7%
פרויקט ONE - בנין C	בת ים	88%	96	93	3	76%	97%	2011	18,708	22.9%
סידוף	ירושלים	50%	77	26	51	24%	34%	2013	35,393	25.6%
גנים שלב ד' - בית 4	גני תקוה	50%	35	33	2	65%	94%	2011	2,128	6.7%
גנים שלב ה' - בתים 5, 6	גני תקוה	50%	72	16	56	10%	22%	2012	4,169	6.3%
גנים שלב ד' - בתים 13, 14	גני תקוה	50%	18	13	5	58%	72%	2011	3,263	19.4%
חוף הצוק - מבנה דרומי	תל אביב	50%	161	92	69	100%	57%	2011	16,253	14.6%
חוף הצוק - מבנה צפוני	תל אביב	50%	129	25	104	16%	19%	2014	32,687	29.4%
רחובות ההולנדית - מגרשים 183, 179	רחובות	50%	163	30	133	0%	18%	2012	24,683	23.6%
אגמים - מגרש 401 (בנין 1)	נתניה	100%	64	14	50	0%	22%	2013	7,906	7.7%
אגמים - מגרש 404 (בנין 1)	נתניה	100%	36	12	24	0%	33%	2013	6,173	13.0%
מונטון שלב א' (בתים 9+10)	יהוד-מונטון	100%	82	37	45	5%	45%	2013	21,871	15.0%
טרו - בית 1	חיפה	50%	90	51	39	2%	57%	2013	15,610	17.8%
טרו - בית 2	חיפה	50%	95	-	95	2%	0%	2013	17,217	17.6%
מגדלות	תל-אביב	50%	90	-	90	-	0%	2011	28,840	37.0%
רמת השרון נווה גן	רמת השרון	100%	16	-	16	0%	0%	2012	6,804	13.7%
סה"כ			1,622	668	954				334,345	

* פרויקט מגדלות כולל נכס מלונאי המיועד למימוש

צבר קרקעות לפעילות שוטפת

מלבד הפרויקטים הנמצאים בביצוע ושיווק, לחברה (בעצמה ועם שותפים) כ- 11 פרויקטים בשלבי תכנון שונים אשר במסגרתם צפויים להיבנות כ- 3,000 יח"ד (חלק החברה מתוכן עומד על כ- 1,800 יח"ד). בנוסף, לחברה עתודות קרקע ופרויקטים בהליכי אישור תב"ע הצפויים להניב (לא כולל פרויקטים של פינוי בינוי) כ- 2,200 יח"ד דיור (כ- 1,500 יח"ד חלק החברה).

בהתאם לכך, לחברה קיים צבר קרקעות הולם הצפוי להיכנס להליכי פיתוח על פני מספר שנים וצפוי לתמוך בפעילותה השוטפת, זאת אף ללא רכישת קרקעות מהותיות נוספות.

חשיפה לפרויקט אגמים והאמרת מחירי קרקעות

יש לציין, כי חלק מהעסקאות לרכישת קרקעות בוצעו במהלך השנתיים האחרונות בהן האמירו מחירי הקרקעות והגיעו למחירי שיא. הרכישה המהותית ביותר של החברה בוצעה באוקטובר 2009 של קרקע באגמים ב' להקמת כ- 501 יח"ד, תמורת סך של כ- 181 מיליון ₪ (לא כולל הוצאות פיתוח).

באזור זה קיימת תב"ע המאפשרת הקמה של למעלה מ- 2,000 יח"ד וקיימים פרויקטים רבים בשלבי הקמה התחלתיים.

להערכת מידרוג, ההיצע המשמעותי הקיים באזור זה יהווה אתגר לחברה בכל הקשור בשיווק הפרויקט ועמידה בתחזיותיה לגבי שיעור והיקף הרווח הגולמי.

צפי לעלייה בהכנסות כתוצאה מהשלמת ומסירת פרויקטים

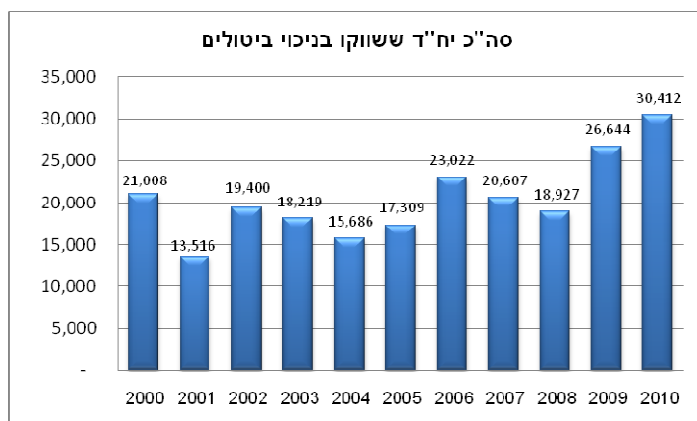
בהתאם למצבת הפרויקטים שבשיווק ובביצוע וכן מצבת הפרויקטים בתכנון שאמורים להיכנס לשיווק וביצוע בזמן הקרוב, לחברה צפויה עליה בהכנסה ממכירת דירות ומגרשים במהלך השנים הקרובות. להלן טבלה המפרטת את ההכנסות והרווח הגולמי הצפוי מפרויקטים בשיווק וביצוע (לא כולל תכנון), באלפי ₪:

שנה	הכנסות צפויות - חלק חברה	רווח גולמי צפוי - חלק חברה	שיעור רווח גולמי
2011	435,830	99,407	23%
2012	304,581	55,526	18%
2013	801,298	146,725	18%
סה"כ	1,541,709	301,658	20%

קצב מכירות טוב בפרויקטים המשקף את הגאות בשוק הנדל"ן למגורים

החברה נהנית ממגמת הגאות בשוק הנדל"ן למגורים, המתבטאת בקצב מכירת דירות טוב בפרויקטים בשיווק וביצוע. במרבית הפרויקטים של החברה שיעור המכירות של הדירות בפרויקט עולה באופן ניכר על שיעור ההשלמה (לא כולל עלות קרקע).

מגמות בשוק ייזום הנדל"ן למגורים¹ - צפי להתמתנות הדרגתית לאחר שנתיים בולטות לטובה



בהתאם לנתוני מידרוג, החל מתום הרבעון הראשון לשנת 2009, חברות ייזום הנדל"ן למגורים בישראל נהנות מרוח גבית משמעותית לפעילותן, הן בשיפור היקפי וקצב המכירה, המתבטא בשיעור מכירות גבוה לעומת שיעור ההשקעה בפרויקטים בביצוע והן בשיפור משמעותי של הרווחים הגולמיים מהפרויקטים, כתוצאה מעליית המחירים.

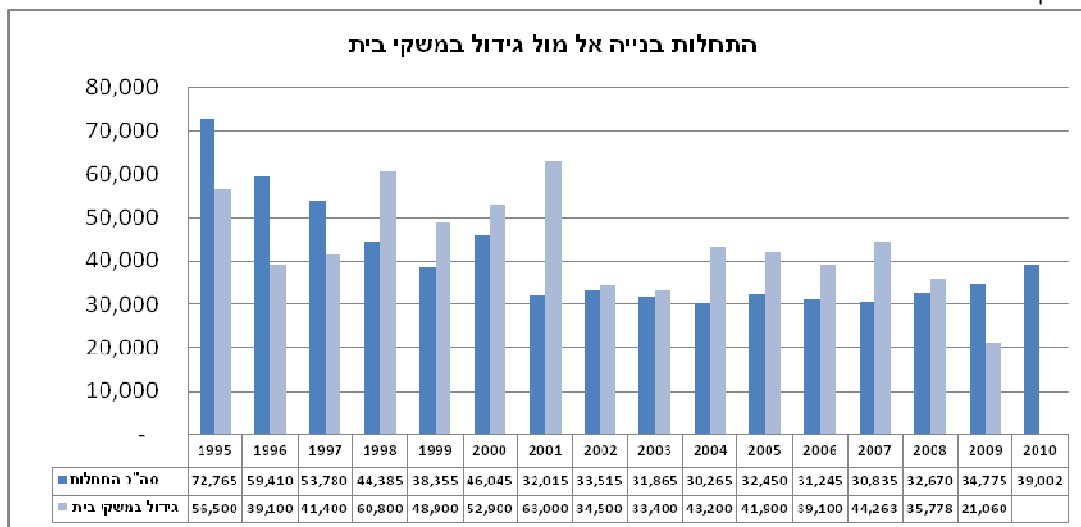
להערכת מידרוג, מצב זה אינו מאפיין מצב שוק נורמאלי, היכול להתמשך לאורך זמן רב. כבר כעת נעשים מאמצים משמעותיים מטעם

המוסדות הרגולטוריים על מנת להפעיל לחץ לבלימת עליית מחירי הדירות. חלקם משפיעים על צד הביקוש, כגון עליית ריבית הפריים, הגבלת יכולת מינוף הרכישה והרחבת בסיס המס על דירות להשקעה וחלקם אמור להשפיע על צד ההיצע באמצעות שיווק קרקעות לבניה וזירוז תהליכים תכנוניים.

יש לציין, כי על אף מגמת העלייה בשיעור הריבית במשק בשנה האחרונה, שיעור הריבית הנוכחי עודו נמוך לעומת שנים קודמות.

¹ מתבסס על נתוני משרד הבינוי והשיכון והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בעוד הלחצים הרגולטוריים אשר אמורים להשפיע על צד הביקוש הינם מהירים יחסית, השפעות רגולטוריות על צד ההיצע הינן ארוכות טווח. שנת 2010 התאפיינה בעלייה בקצב התחלות הבנייה אשר עמד על כ- 39 אלף, בעוד שמנגד, חלה ירידה משמעותית בהיקף הגידול במשקי הבית. מגמה זו לאורך זמן יהיה בה כדי לאזן את רמות המחירים הקיימות בשוק.



להערכת מידרוג, קצב המכירות הקיים ועליית המחירים המואצת לא יותירו לאורך זמן וצפויים להתמתן עד לכדי התייצבות. יתרה מכך, ככל שהיקף התחלת הפרויקטים, בטווח הבינוני ארוך, יהיה לא מבוקר, תוך הגעה לנתוני שנות ה-90 המאוחרות, עלולה להיות לכך השפעה שלילית על מחירי הדירות.

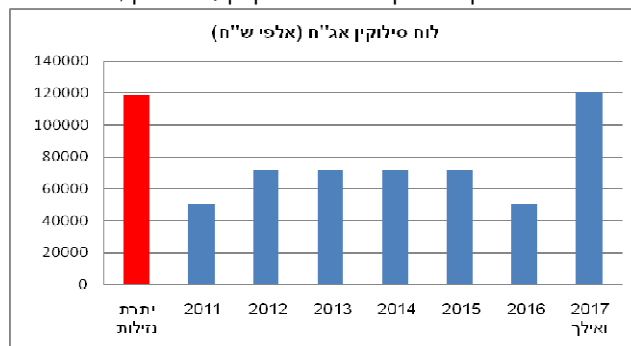
5

תזרים מנכסי נדל"ן מניב משמש לכיסוי חלק מהוצאות החברה ותורם לגמישות הפיננסית

לחברה מספר מועט של נכסים מניבים, המייצרים תזרים NOI שנתי בהיקף של כ- 12 מיליון ש. תזרים זה, אף שאינו משמעותי, יש בו כדי לכסות חלק מההוצאות הנה"כ של החברה וכן לתרום לגמישותה הפיננסית, היות ורמת המינוף של נכסים אלו הינה נמוכה.

נזילות וגמישות אל מול לוח הסילוקין

מרבית הלוואותיה של החברה הינן במסגרת הלוואות פרויקטים בנקאיות או כנגד קרקעות. לפיכך, החלות השוטפות



העיקרית הינה אג"ח. נכון ליום 31.12.2010, לחברה, עוד טרם ביצוע ההנפקה החדשה, יתרת נזילות בהיקף של כ- 131 מיליון ש (כ- 119 לאחר תשלום דיבידנד), וכן מסגרת אשראי לא מנוצלת בהיקף של כ- 17 מיליון ש. יתרות אלו הינן מספקות, להערכת מידרוג, לכיסוי החלויות השוטפות של



מידרוג

האג"ח, המסתכמות בהיקף של כ- 50 מיליון ₪ בשנה הקרובה. כמו-כן, לחברה נכסים מניבים בשווי העולה על 200 מיליון ₪ (כולל שטחים מיועדים למכירה), אשר רמת מינופם הכוללת נמוכה מ- 50%, אשר מקנה לחברה גמישות פיננסית, אם על ידי הגדלת המינוף או מימושם, תוך הותרת תזרים משמעותי. חלק מקרקעות החברה הינן היסטוריות כך ששוויין משמש את החברה כהון עצמי לשם קבלת הלוואות ליווי.

יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	פרופורמה לאחר גיוס חוב באמצעות הרחבת אג"ח ב' ינואר 2011 וחלוקת דיבידנד שהוכרז	פרופורמה לאחר גיוס חוב נטו*	יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)
311,209	174,360	289,480	186,979			מכירת דירות ומתן שירותים
	24,838	57,583	113,619			מכירת קרקעות
23,176	23,107	22,542	20,821			דמי שכירות וניהול
334,385	222,305	369,605	321,419			סך הכנסות
47,382	17,440	34,875	23,795			רווח גולמי ממכירת דירות ומתן שירותים
	5,988	15,325	51,652			רווח גולמי ממכירת קרקעות
14,715	14,435	14,862	12,435			רווח גולמי משכירות וניהול
62,097	37,863	65,062	87,882			סה"כ רווח גולמי
15.2%	10.0%	12.0%	12.7%			שיעור רווח גולמי ממכירת דירות
	24.1%	26.6%	45.5%			שיעור רווח גולמי ממכירת קרקעות ושטחי מסחר
63.5%	62.5%	65.9%	59.7%			שיעור רווח גולמי משכירות וניהול
41,771	10,132	39,833	67,781			רווח (הפסד) מפעולות רגילות
6,434	-11,802	14,702	39,482			סה"כ רווח (הפסד) כולל**
158,017	112,074	137,286	130,715	133,628	***133,628	יתרות נזילות
565,754	553,513	882,076	833,967	848,748	898,748	חוב פיננסי
407,737	441,439	744,790	703,252	715,120	765,120	חוב פיננסי נטו
878,704	848,929	1,193,346	1,185,766	1,188,679	1,238,679	CAP
720,687	736,855	1,056,060	1,055,051	1,055,051	1,105,051	CAP נטו
323,848	308,370	323,344	367,034	355,166	355,166	הון עצמי וזכויות שאינן מקנות שליטה
1,216,379	1,288,594	1,526,387	1,676,108	1,679,021	1,729,021	מאזן
957,833	950,840	1,308,598	1,445,485	1,448,398	1,498,398	מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
64.4%	65.2%	73.9%	70.3%	71.4%	72.6%	חוב ל- CAP
56.6%	59.9%	70.5%	66.7%	67.8%	69.2%	חוב נטו ל- CAP
26.6%	23.9%	21.2%	21.9%	21.2%	20.5%	הון עצמי למאזן
33.8%	32.4%	24.7%	25.4%	24.5%	23.7%	הון עצמי למאזן בניטרול מקדמות מלקוחות
7,982	-12,594	15,323	24,875			FFO
32,947	7,080	41,126	56,125			EBITDA בנטרול עליית ערך נדל"ן
70.9	שלילי	57.6	33.5			חוב ל- FFO במונחים שנתיים
51.1	שלילי	48.6	28.3			חוב נטו ל- FFO, במונחים שנתיים
17.2	78.2	21.4	14.9			חוב ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן, במונחים שנתיים
12.4	62.4	18.1	12.5			חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן, במונחים שנתיים

* הגידול בחוב חושב לפי גיוס חוב אג"ח בהיקף של 100 מיליון ₪ בניכוי כ- 50 מיליון ₪ אשר ישמשו למיחזור חוב אג"ח ** רווח נקי בתוספת רווח מנכס זמין למכירה *** אין שינוי ביתרות הנזילות על בסיס ההנחה כי החברה תעשה שימוש בתמורת הגיוס להרחבת הפעילות ^ החברה חילקה דיבידנד בהיקף של כ- 12 מיליון ₪ בתאריך 20.4.2011

רווחיות גולמית נמוכה ביחס למקובל בענף

דירוג החברה מושפע לשלילה משיעור הרווחיות הגולמית הנמוכה של החברה. שיעור הרווח הגולמי של החברה ממכירת דירות לשנת 2010 עמד על כ- 12.7%. על אף שרמת רווחיות זו מהווה שיפור לעומת שנים קודמות, היא עדיין נמוכה ביחס לחברות מתחרות בענף. יש לציין, כי הפרויקטים שמצויים היום בביצוע ושיווק (ראה טבלה שהוצגה) משקפים רווחיות גולמית טובה יותר מבעבר וזאת, בין היתר, כפי שצוין, כתוצאה מעליית מחירי הדירות המשמעותית שחלה בשנתיים האחרונות.

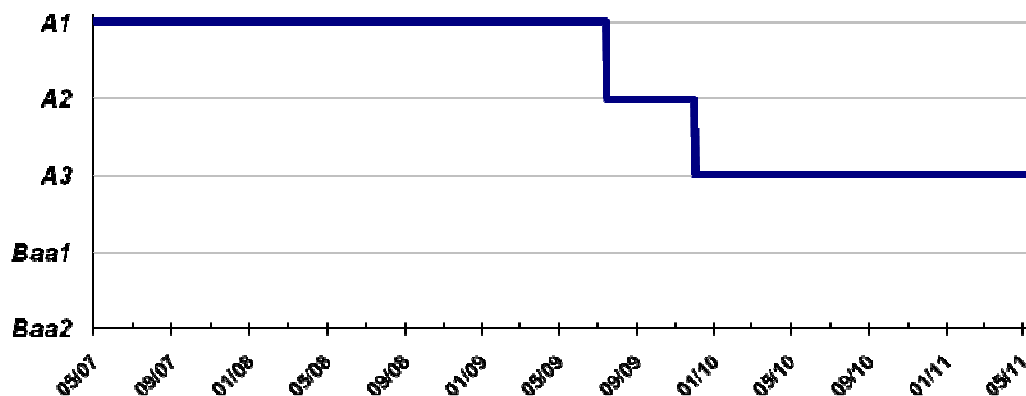
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

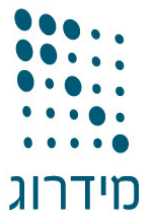
- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- הוכחת השיפור ברווחיות הפרויקטים ובנדל"ן המניב על פני זמן
- שיפור בגמישות הפיננסית

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- פגיעה ביחסי האיתנות
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות החברה

היסטוריית דירוג





פרופיל החברה

אשדר חברה לבניה בע"מ ("אשדר" או "החברה") פועלת בעצמה ובעזרת חברות בנות בשני תחומים בענף הנדל"ן בישראל: תחום עיקרי - ייזום בנייה למגורים ותחום משני - נדל"ן מניב. החברה התאגדה בשנת 1972 והינה בשליטת קבוצת אשטרום בע"מ, חברה מהוותיקות בארץ העוסקת בתחום הנדל"ן לרבות ביצוע, בניה, ייזום, תעשייה וכיו"ב.

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

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 הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

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 מאוד.
	<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 שאלוהיה 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") 2011.

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. 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 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. 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. 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.