



אשדר חברה לבניה בע"מ

מעקב שנתי | יולי 2012

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

אשדר חברה לבניה בע"מ

אופק הדירוג: רשימת מעקב	דירוג: A3	דירוג ISSUE
-------------------------	-----------	-------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אשדר חברה לבניה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אשדר"). כמו כן, מותירה מידרוג את דירוג החברה תחת רשימת מעקב שפורסמה ביום 27 ליוני 2012, לאור הודעת בעלת השליטה בה, קבוצת אשטרום, כי היא מנהלת מו"מ לביצוע עסקת מיזוג בין החברה ובין חברת קרדן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ.

להלן פירוט סדרות האג"ח הנכללות בדו"ח זה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	הערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 31.3.12 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1104330	21/05/2007	4.85%	מדד	279	2012-2020
אג"ח ב'	1116870	23/12/2009	4.95%	מדד	189	2012-2016
אג"ח ג'	1123884	05/06/2011	5.50%	מדד	100	2013-2021

568

* לאחר תאריך המאזן לרבעון הראשון פרעה החברה כ- 20 מיליון ₪ ע.ג. מאג"ח ב' וכן כ- 26 מיליון ₪ ע.ג. מאג"ח א'

אישור מחדש של הדירוג נתמך בהיקף הפעילות המשמעותי של החברה, הכולל הקמה - לבד ויחד עם שותפים, של למעלה מ- 1,200 יח"ד במסגרת כ- 20 פרויקטים ברחבי הארץ, כמו גם, קידום פרויקטים בשלבי תכנון שונים, בהיקף של אלפי יח"ד דיור נוספות. היקף פעילות זה מציב את החברה כאחת מחברות ייזום המגורים הגדולות בישראל; החברה פועלת במגוון סוגי פרויקטים ובכללם בעסקאות קומבינציה, פינוי בינוי ותמ"א 38. על אף הקושי העסקי והתכנוני העלול להיווצר לעיתים בפרויקטים מעין אלו, קידום מאפשר לחברה להימנע מהצורך לרכוש קרקעות במזומן ומקטין את חשיפת האקוויטי כלפיהם; החברה מחזיקה תיק נכסים מניבים, אשר על אף שהינו קטן ביחס לפעילות הכוללת, מניב תזרים NOI יציב אשר מכסה חלק משמעותי מהוצאות המטה השוטפות, ואף מגלם לחברה מקור נזילות אפשרי בעת מימוש; גמישותה הפיננסית של החברה סבירה ביחס לצורכי הנזילות של החברה בטווח הקצר והבינוני והיא נתמכת ביתרות נזילות ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של למעלה מ- 50 מיליון ₪, פיקדונות בחשבונות ליווי בהיקף של למעלה מ- 100 מיליון ₪ אשר ישתחררו עם השלמת פרויקטים ומצבר קרקעות גדול הניתן למימוש בעת הצורך.

האישור החדש לדירוג ניתן על אף שחיקה שרשמה החברה במהלך שנת 2011 בפרופיל הפיננסי, אשר באה לידי ביטוי בתזרים FFO שלילי ועליה ברמת המינוף. השחיקה בפרופיל הפיננסי נבעה בעיקרה מתהליך הרחבת הפעילות אשר כלל, בין היתר, גידול במספר היתרי הבנייה ובמספר הפרויקטים בביצוע ובשיווק - אשר חייב גידול ברמת החוב, בהוצאות השיווק ובעלויות המטה. הגידול בעלויות טרם לוה בשפור בשורת ההכנסות והרווח לאור העובדה כי ההכרה בהכנסה נעשית רק בעת מסירת הדירות לרוכשים, על אף שבוצע חלק גדול ממכירת הדירות. להערכת מידרוג, הצמיחה בפעילות תבוא לידי ביטוי בהיקפי הרווח ובתזרימים השוטפים לקראת סוף שנת 2012 וביתר שאת במהלך שנת 2013, בהתחשב בהיקף וקצב המכירות הקיים בפרויקטים. החל משנת 2013 אמורה החברה להתייצב על רמת



הכנסות הכוללת מכירת של למעלה מ- 500-600 יח"ד בשנה (כולל שותפים), אשר תאפשר לה להציג רמת יחסי כיסוי חוב טובים לדירוג. בנוסף יצויין, כי החברה מציגה שיפור דרגתי ברווחיותה הגולמית מפרויקטים בביצוע. יש לציין, עם זאת, כי מגמת השיפור מותנית בעמידה בלוחות הזמנים להשלמת ומסירת פרויקטים, כמו גם שמירה על קצב מכירות ומחירי יציבים גם בתקופה של אי ודאות כלכלית והאטה בשוק הדיור. ככל שלא יעלה בידי החברה לשפר באופן מהותי את התזרימים מפעילות ותמשך השחיקה ביחסי האיתנות עלול דירוג החברה לרדת.

מידרוג מותירה את דירוג החברה ברשימת מעקב, זאת בהמשך להודעת החברה, כי בעלת השליטה בה, קבוצת אשטרם, מנהלת מו"מ לביצוע עסקת מיזוג בין החברה ובין חברת קרדן נדל"ן יזום ופיתוח בע"מ. להערכת מידרוג, ככל שעסקת המיזוג תצא לפועל, יכולות להיות לכך מספר השפעות חיוביות, אשר הבולטות בהן הינן שיפור ברמת המינוף וכן בגידול בהיקף ופיזור פעילות החברה הממוזגת. יחד עם זאת, אין כרגע בידי מידרוג מידע שלם לגבי ההשפעות הכוללות של המיזוג לרבות נתונים מעמיקים על פרויקטים של חברת קרדן נדל"ן, תזרימים צפויים, מבנה מימוני (לרבות קובננטים על הלוואות) ובמיוחד טרם ניתן לבחון את השפעת העסקה על התנהלותה העסקית של החברה, אסטרטגיית הפעילות, מדיניות הדיבידנד וכיוצ"ב.

פירוט גורמי מפתח של הדירוג

לחברה היקף פעילות נרחב, הממצב אותה כאחת מחברות ייזום המגורים הגדולות בישראל; צבר קרקעות משמעותי

ומגוון פרויקטים לייזום מפחיתים, להערכת מידרוג, את חשיפת החברה לשינויים במחירי הדירות והקרקעות

נכון לתחילת שנת 2012 פועלת החברה, באופן בלעדי יחד עם שותפים, להקמת כ- 1,200 יח"ד (כ- 900 יח"ד חלק החברה) במסגרת כ- 20 פרויקטים הממוקמים ברובם במרכז הארץ ובאזורי ביקוש, כדוגמת נתניה, ירושלים, פ"ת וגני תקווה. נתונים אלו ממצבים את החברה כאחת מחברות ייזום המגורים הגדולות ובעלות פיזור רב בישראל. בשנת 2011 מכרה החברה כ- 226 יח"ד ובחמשת החודשים הראשונים של שנת 2012 מכרה 106 יח"ד. על אף המחאה החברתית, הצליחה החברה לשמור על קצב מכירות יציב, גם בזכות מגוון הפרויקטים המשווקים וגם באמצעות מבצעי מכירות שביצעה.

במהלך שנת 2011 רכשה החברה קרקעות וחתימה על הסכמי קומבינציה בהיקפים אשר צפויים להביא להרחבת הפעילות בשנים הבאות. כך, צפויה החברה להתחיל בשנתיים הקרובות בביצוע של 25 פרויקטים חדשים (לרבות שלבים חדשים באתרים פעילים), הנמצאים כיום בשלבי תכנון סופיים, והכוללים כ- 2,700 יח"ד (כ- 2,500 יח"ד חלק החברה).

לצד צבר הפרויקטים הנרחב, המבטיח את היקף הפעילות ל- 5 השנים הקרובות, מעמיקה החברה את פעילותה במגזרי פעילות נוספים בתחום הבנייה למגורים, כגון פינוי בינוי ותמ"א 38. היתרון המשמעותי בפרויקטים מסוגים אלו (כמו גם בעסקאות קומבינציה) הוא העדר הצורך ברכישת קרקעות במזומן לשם קידום. מכיוון שלרוב הקרקע מהווה את רכיב ההון העצמי של החברה, פרויקטים מסוג זה מקטינים את חשיפת האקוויטי של החברה ואף מקטינים את חשיפתה לשינויים במחירי הקרקעות וכפועל יוצא מכך - גם של מחירי הדירות. יש לציין עם זאת, כי פרויקטים אלו ובעיקר מסוג פינוי בינוי, הינם פרויקטים מורכבים לקידום ועל כן לוחות הזמנים בהם קשים לחיזוי.

השנים האחרונות התאפיינו בתנודתיות בנתוני הרווח והתזרים של החברה, אשר הושפעו מהיקף מימושי קרקעות;

התייצבות על היקפי פעילות גבוהים יותר אמורה לצמצם באופן משמעותי תנודתיות זו

נתוני ההכנסות והרווח הנקי של החברה מאופיינים בשנים האחרונות בתנודתיות גבוהה. כך, בשנת 2011 רשמה



החברה ירידה חדה בהכנסות ביחס לשנת 2010 ומעבר להפסד נקי. הגורם העיקרי האחראי על תנודתיות זו הוא ההיקף המשתנה של מימושי קרקעות, לצד היקף מסירות בינוני של כ- 150 דירות בשנה. בעוד שבשנים 2010-2011 שמרה החברה על יציבות בהיקף ההכנסות ממסירת דירות, בשנת 2010 מכרה החברה קרקעות אשר הניבו לה רווחים של למעלה מ- 50 מיליון ₪ (קרוב ל- 60% מהרווח הגולמי הכולל לאותה השנה). הרווחיות הגבוהה שנבעה ממימוש הקרקעות הייתה פועל יוצא של השבחתן ע"י החברה בזכות אישור תב"עות והגדלת זכויות בנייה, כמו גם תוצאה של הגאות ששררה בעת ההיא בענף הנדל"ן אשר הביאה לעלייה חדה במחירי הקרקעות.

רמת ההכרה בהכנסה ממסירת דירות מפרויקטים שהסתיימו, שהציגה החברה בשנים 2010-2011 לא הספיקה לכסות על הוצאות השיווק, המטה והמימון, ששיקפו את מהלכי החברה להרחבת הפעילות באמצעות הגדלת מספר היתרי הבנייה והפרויקטים בביצוע ובשיווק.

הרחבת הפעילות, כפי שתוארה לעיל, אמורה להביא לתפנית בנתונים הפיננסיים לקראת סוף שנת 2012 ובאופן מהותי יותר לתוך שנת 2013. מעבר לכך, התייצבות על היקף פעילות הכולל מסירת 500-600 יח"ד בשנה, החל משנת 2013, אמורה להביא להלימה בין היקפי העלויות השוטפות והרווח השוטף מפעילות ואף תצמצם את התנודתיות בנתונים התקופתיים.

הרחבת הפעילות, אשר לא לוותה בגידול מקביל בהון העצמי, הביאה לשחיקה ביחסי האיתנות של החברה

רכישת הקרקעות והגידול במספר הפרויקטים בהקמה, אשר מומונו בחלקם הגדול באמצעות חוב, הביאו לגידול בהיקף המאזן ובהיקף החוב הפיננסי. רווחים נמוכים מפעילות, לצד חלוקת דיבידנד בשנת 2011 בסך כ- 12 מיליון ₪, הביאו לכך שהגידול בפעילות טרם לוותה בגידול מקביל בהון העצמי ובהתאם, נרשמה בשנים האחרונות שחיקה הדרגתית ביחסי האיתנות. כך לדוגמה היווה ההון העצמי בסוף שנת 2011 כ- 17.6% מהמאזן לעומת 23.9% בסוף שנת 2008 והיחס חוב ל- CAP עלה בשנים אלו מ- 65% ל- 74%. בנטרול הסעיף "מקדמות מלקוחות" יחסי האיתנות טובים יותר, אך מגמת השחיקה ביחס לשנים קודמות נותרת בעינה.

להערכת מידרוג, השלמת פרויקטים בהיקפים הולכים וגדלים בשנים הבאות תהפוך את מגמת השחיקה ביחסי האיתנות. עם זאת, ככל שהחברה תגדיל את רמת מינופה ללא תמיכה של יצירת רווחים, בהתאם לתחזיותיה, עלול הדירוג של החברה לרדת.

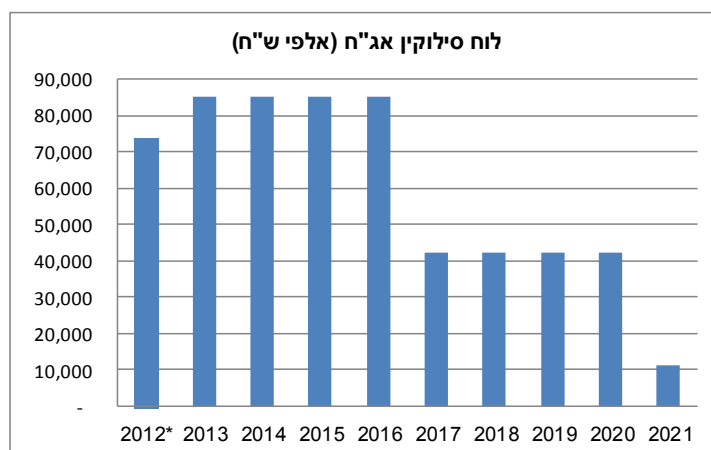
בשנים האחרונות פועלת החברה לממש את תיק הנכסים המניבים שבבעלותה כמקור תזרימי נוסף; מימוש הנכסים המניבים פוגע במידה מסוימת בפרופיל הסיכון הכולל, אך יחד עם זאת מביא לשיפור בנזילות

לאורך השנים הקימה החברה, לצד פרויקטים למגורים, גם פרויקטים לשימושים מסחריים שנותרו בבעלותה. בהתאם לכך, מחזיקה החברה בתיק נכסים מניבים להשכרה. במהלך השנתיים האחרונות מימשה החברה חלק מתיק הנכסים המניבים, כמקור נזילות נוסף אשר סייע לה לעמוד בצרכי התזרים ולהרחבת הפעילות. נכון למועד הדוח כולל התיק המניב 6 נכסים עיקריים בשווי של כ- 215 מיליון ₪, המניבים NOI שנתי של כ- 10-9 מיליון ₪. תיק נכסים זה הינו קטן ביחס להיקף הפעילות, על אף שהתזרים ממנו מכסה חלק משמעותי מהוצאות הנה"כ השנתיות, והיווה בשנים האחרונות עד כדי רבע מהרווח הגולמי הכולל. בכוונת החברה, כפי שנמסרה למידרוג, להמשיך לפעול למימוש יתרת התיק המניב. מכיוון שהחזקה בנכסים להשכרה המניבים שכ"ד קבוע מגלמת רמת סיכון נמוכה ביחס לייזום נדל"ן למגורים, מהלך המימוש של תיק הנכסים המניבים והתמקדות בפעילות המגורים בלבד מגלמים גידול בפרופיל הסיכון הכולל של החברה. על אף האמור, תיפעול נכסים מניבים אינו חלק מליבת הפעילות ולחברה אין יתרון יחסי בכך. מעבר לכך, מימוש הנכסים יביא לשיפור בנזילות ואף עשוי להציף רווחים לחברה.

גמישות הפיננסית של החברה סבירה ביחס לצרכי שירות החוב וכוללת, מלבד יתרות נזילות ופיקדונות בחשבונות ליווי, גם נכסים מניבים ומלאי קרקעות

נכון ליום 31.3.12, עמד חובה הפיננסי של החברה על כ- 988 מיליון ₪, מרביתו (כ- 567 מיליון ₪) הוא חוב אג"ח במסגרת 3 סדרות, ויתרתו - חוב כנגד נכסים מניבים וקרקעות. מכיוון שקצב המכירות של החברה טוב ביחס לקצב השלמת הפרויקטים, היקף הלוואות הליווי בפרויקטים בביצוע נמוך ונאמד בכ- 77 מיליון ₪. מנגד, קיימים בחשבונות הליווי של הפרויקטים פיקדונות מדיירים, בהיקף של כ- 120 מיליון ₪, אשר אמורים להשתחרר לשימוש החברה עם השלמת הפרויקטים ומסירת הדירות לרוכשים. מכיוון שההלוואות שכנגד קרקעות יומרו בהמשך להלוואות ליווי בניה וההלוואות שכנגד הנכסים המניבים משורות ע"י הכנסות שכ"ד, עיקר צרכי שירות החוב של החברה כולל את חלויות האג"ח. חלויות האג"ח של החברה פרוסות באופן אחיד יחסית, גם אם היקפן בשנים הקרובות גבוה יחסית ועומד בשנת 2012 על כ- 74 מיליון ₪ (אשר, נכון למועד הדוח, נפרע בפועל) ועל כ- 85 מיליון ₪ החל משנת 2013. גמישות הפיננסית של החברה כוללת, מלבד יתרות נזילות ע"ס של כ- 28 מיליון ₪, גם מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ע"ס כ- 25 מיליון ₪ ונכסי נדל"ן אשר, ככל שימומשו בהתאם לתכניות החברה, עשויים להניב לחברה תזרים שיורי של למעלה מ- 150 מיליון ₪. מעבר לכך מחזיקה החברה במלאי קרקעות משמעותי, כפי שפורט לעיל, אשר ניתן למימוש במידת הצורך.

לאור האמור, מעריכה מידרוג את נזילותה של החברה כסבירה ביחס לצרכי שירות החוב - בטווח הקצר והבינוני. בטווח הארוך תידרש החברה לשיפור מהותי בתזרימים שמפיקה מפעילות שוטפת על מנת שלא להסתמך על מיחזור חובות.



* נכון למועד הדוח, פרעה החברה את מלוא הסכום

יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.3.2012	יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)
199,198	289,480	186,979	181,565	55,980	מכירת דירות ומתן שירותים
	57,583	113,619	3,316	1,426	מכירת קרקעות
23,107	22,542	20,821	19,151	5,169	דמי שכירות וניהול
222,305	369,605	321,419	204,032	62,575	סך הכנסות
23,428	34,875	23,795	27,276	7,978	רווח גולמי ממכירת דירות ומתן שירותים
-	15,325	51,652	2,264	1,187	רווח גולמי ממכירת קרקעות
14,435	14,862	12,435	10,331	3,422	רווח גולמי משכירות וניהול
37,863	65,062	87,882	39,871	12,587	סה"כ רווח גולמי
11.8%	12.0%	12.7%	15.0%	14.3%	שיעור רווח גולמי ממכירת דירות ומתן שירותים
62.5%	65.9%	59.7%	53.9%	66.2%	שיעור רווח גולמי משכירות וניהול
10,132	39,833	67,781	11,578	5,374	רווח (הפסד) מפעולות רגילות
-11,802	14,702	39,482	-15,481	3,725	סה"כ רווח (הפסד) כולל
112,074	137,286	130,715	68,890	27,949	יתרות נזילות
553,513	882,076	833,967	916,853	888,447	חוב פיננסי
441,439	744,790	703,252	847,963	860,498	חוב פיננסי נטו*
848,929	1,193,346	1,185,766	1,225,259	1,196,195	CAP
736,855	1,056,060	1,055,051	1,156,369	1,168,246	CAP נטו
308,370	323,344	367,034	338,744	342,480	הון עצמי וזכויות שאינן מקנות שליטה
1,288,594	1,526,387	1,676,108	1,920,467	1,924,097	מאזן
950,840	1,308,598	1,445,485	1,541,767	1,508,604	מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
65.2%	73.9%	70.3%	74.8%	74.3%	חוב ל- CAP
59.9%	70.5%	66.7%	73.3%	73.7%	חוב נטו ל- CAP נטו
23.9%	21.2%	21.9%	17.6%	17.8%	הון עצמי למאזן
32.4%	24.7%	25.4%	22.0%	22.7%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מלקוחות
36,685	-285,333	40,337	-128,005	-60,290	מזומנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
-12,594	15,323	24,875	-36,157	-6,457	FFO
שלילי	57.6	33.5	שלילי	שלילי	חוב ל- FFO במונחים שנתיים
שלילי	48.6	28.3	שלילי	שלילי	חוב נטו ל- FFO, במונחים שנתיים

* בחישוב החוב הפיננסי נטו לא הופחתו פיקדונות משועבדים בפרויקטים בביצוע

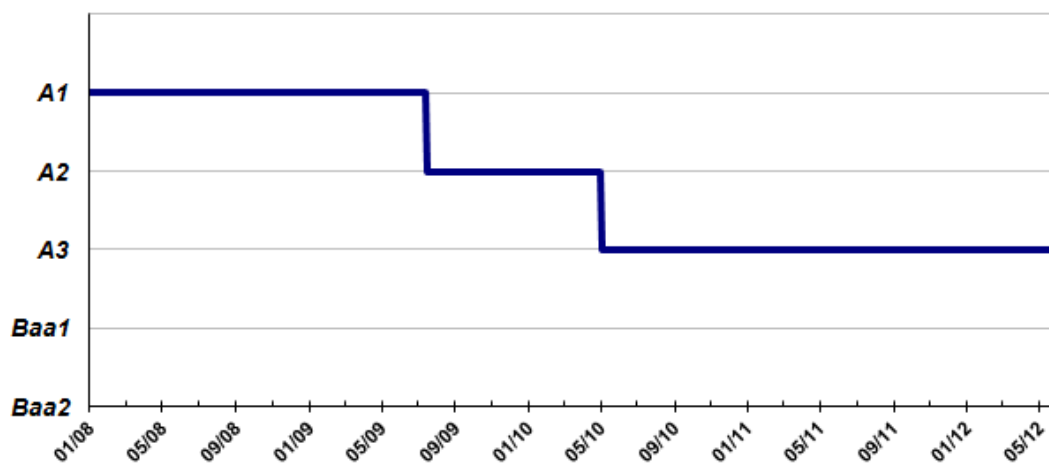
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- הוכחת השיפור ברווחיות הפרויקטים ובנדל"ן המניב על פני זמן
- שיפור משמעותי בתזרים השוטף מפעילות ויחסי כיסוי חוב

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- גיוס חוב שלא למטרות מחזור אשר יביא לגידול ברמת המינוף הכולל
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים
- רכישת קרקעות בסכומים גבוהים, אשר יביאו לפגיעה בנזילות
- 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 אשטרם 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>

* 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.

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 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") 2012.

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 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 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.

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.