



אשדר חברה לבניה בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2013

1

מחברת:

ענבל שלו, רו"ח - אנליסטית
inbals@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: יציב	דירוג: A3	דירוג ISSUE
-------------------	-----------	-------------

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A3 באופק יציב לסדרות האג"ח שבמחזור של חברת אשדר חברה לבניה בע"מ (להלן: "החברה" ו/או "אשדר"). כמו כן, מידרוג מודיעה על קביעת דירוג זהה לגיוס אג"ח בהיקף של עד 150 מיליון ₪ ע.ג. באמצעות הרחבת סדרה קיימת. תמורת הגיוס תשמש את החברה לפירעון התחייבויותיה ולפעילותה השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.07.13 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

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

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה מקורית	ריבית שנתית נקובה	הצמדה	יתרת האג"ח בספרים ליום 31.3.2013 מיליוני ₪	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח א'	1104330	21/05/2007	4.85%	מדד	370	2013-2020
אג"ח ב'	1116870	23/12/2009	4.95%	מדד	149	2013-2016
אג"ח ג'	1123884	05/06/2011	5.50%	מדד	90	2013-2021

609

סה"כ

אישור מחדש של הדירוג וקביעת אופק דירוג יציב נתמכים בהיקף הפעילות המשמעותי של החברה, הכולל פרויקטים בהקמה, לבד ויחד עם שותפים, של למעלה מ-1,000 יח"ד, במסגרת עשרות פרויקטים ברחבי הארץ, כמו גם, קידום פרויקטים בשלבי תכנון שונים, בהיקף של אלפי יח"ד נוספות. היקף פעילות זה מציב את החברה כאחת מחברות ייזום המגורים הגדולות ובעלות פיזור משמעותי בישראל. עם זאת, לחברה שיעורי רווחיות מפרויקטים שאינם בולטים יחסית לחברות המובילות בענף; מעבר להיקף הפעילות, לחברה תמהיל פעילות מגוון, הכולל מספר רב של פרויקטים מסוגי קומבינציה, פינני ובינוי ותמ"א 38. תמהיל זה היווה גורם מהותי שסייע לחברה להגדיל את היקף פעילותה במהלך השנים האחרונות, תוך השקעה נמוכה של הון עצמי. מנגד, במסגרת הדירוג נלקחה בחשבון רמת סיכון גבוהה יותר הקיימת בפרויקטים מסוג זה, ביחס לפרויקטים רגילים, בעיקר בכל הקשור בהוצאתם לפועל וליכולת לעמוד בלוחות הזמנים המתוכננים, עקב תלות גבוהה יותר בגורמים חיצוניים ובירוקרטיה, אך גם תוך התחשבות בניסיון שצוברת החברה גם בתחומים אלו, עם התקדמות פעילותה; הצמיחה המהירה בפעילות במהלך השנים האחרונות יצרה לחברה הפרשי עיתוי בין ההוצאות השוטפות ובין מועדי ההכרה בהכנסה, אשר הביאו במשך מספר שנים להצגת תזרימים נמוכים ואף שליליים מפעילות. מגמה זו החלה להשתפר ברבעון האחרון של שנת 2012 ובמהלך שנת 2013, בהתאם



לתחזיות שהוצגו למידרוג, עת הושלמו ונמסרו וצפויות להמשיך להימסר, מספר רב של יחידות דיור אשר יניבו רווחים משמעותיים לחברה וישחררו את ההון העצמי שהושקע בחשבונות ליווי סגורים; במקביל, תרשום החברה רווח נוסף ממכירת נכסים וקרקעות ברבעונים 3 ו-4 בשנת 2013, בסך מצטבר של כ- 68 מיליון ₪, וזאת בהמשך לתזרים משמעותי שקיבלה ממימוש זכויותיה בנכס המניב - "אשדר 2000" ברבעון הרביעי בשנת 2012 ותחילת 2013. נזילות החברה צפויה להשתפר ביחס לצורכי התזרים, עם יצירת מקורות גדלים מהפעילות השוטפת. מנגד, הדירוג משקף את יחסי האיתנות של החברה, שאינם בולטים לטובה יחסית לרמת הדירוג: יחס ההון למאזן בניכוי מקדמות עומד על כ- 23% נכון ל-31.3.2013, וצפוי לרשום שיפור קל עם התממשות הרווחים ממכירת הנכס מגדלות והקרקע בחריש, ואילו יחס החוב ל-CAP של החברה עומד על כ- 73%, ומשקף רמת מינוף גבוהה של החברה יחסית לרמת הדירוג.

פירוט גורמי מפתח של הדירוג

היקף הפעילות של החברה מציב אותה כאחת מחברות הייזום למגורים הגדולות ובעלות פיזור משמעותי בישראל

נכון למועד הדוח, פועלת החברה לבד ועם שותפים בהקמת ושיווק כ- 1,350 יח"ד (כ- 1,100 יח"ד חלקה), במסגרת עשרות פרויקטים וצפויה להתחיל במהלך שנת 2013 בהקמת כ- 600 יח"ד נוספות (חלק החברה). כמו כן, מחזיקה החברה בצבר פרויקטים של כארבעת אלפים יח"ד, על קרקעות בבעלותה, בעסקאות קומבינציה, תמ"א 38 ופינוי ובינוי, אשר מבטיח לה שמירה על רצף פעילות יציב בתמהיל מגוון, גם בטווח הבינוני והארוך. היקף פעילות זה מציב את החברה כאחת מחברות הייזום למגורים הגדולות בישראל, גורם חשוב התומך בדירוג. החברה פועלת לשמירה על היקף פעילותה גם בעתיד, על ידי כניסה לעסקאות חדשות, בהתאם להזדמנויות העסקיות העומדות בפניה. עם זאת, החברה רושמת שיעור רווחיות מפרויקטים שאינו בולט.

החברה פועלת באזורי ביקוש, בעיקר במרכז הארץ, בירושלים ובחיפה, ופונה למגוון רב של לקוחות בפרויקטים המיועדים למעמד הביניים באזורי ביקוש לצד פרויקטים יוקרתיים יותר במרכזי ערים ואף פרויקט באזור תיירות.

תמהיל הפעילות מאפשר לחברה להרחיב את היקף פעילותה ולקדם פרויקטים באזורי ביקוש תוך השקעה מועטה יחסית של הון עצמי, אך תוך הגדלת הסיכון מבחינת פוטנציאל מימוש ועמידה בלוחות הזמנים

ביחס למרבית החברות המובילות בענף הייזום למגורים, פורטפוליו הפרויקטים של החברה מאופיין בתמהיל פעילות מגוון הכולל, מלבד פרויקטים "קלאסיים", בהם החברה הינה בעלת הקרקע, גם עסקאות קומבינציה, פינוי בינוי ותמ"א 38. שיעור הפרויקטים בהם החברה הינה הבעלים של הקרקע מהווה כ- 66% מיח"ד שבביצוע, וכ- 31% בלבד מבין צבר הפרויקטים העתידי (כ- 50% מהצבר העתידי הינו בפרויקטים מסוג פינוי בינוי).

הכניסה לפרויקטים ללא הצורך ברכישת קרקעות היתה מהגורמים החשובים שאפשרו לחברה להגדיל את היקף פעילותה באופן משמעותי בתקופה קצרה יחסית, לאור העדר הצורך בהקצאת הון לרכישת הקרקעות והשקעה נמוכה בשלבים הראשוניים לפרויקטים. בנוסף, מיקומם של מרבית הפרויקטים מסוגים אלו הינו באזורי ביקוש במרכז הארץ, במקומות בהם ייתכן ולא קיימות כלל עתודות קרקע (לדוגמה בשכונות ותיקות) או שמדובר בקרקעות יקרות ביותר.



לעומת היתרונות הפיננסיים הגלומים בסוגי הפרויקטים השונים, תמהיל הפעילות עדיין מגלם רמת סיכון גבוהה יותר בפעילות, ביחס לחברות דומות, בעיקר בכל הקשור בלוחות הזמנים בפעילות, מכיוון שפרויקטים כגון פינוי בינוי ותמ"א 38 (ובאופן פחות גם עסקאות קומבינציה) מחייבים הגעה להסכמות מסחריות ותכנוניות עם מספר (רב לעיתים) של בעלי דירות/קרקע, בעלי אינטרסים שונים, היכולת להעריך מראש את לוחות הזמנים לביצוע הפרויקטים נמוכה יותר ועל כן גם היכולת להעריך את היקף הפעילות והתזרים בטווח הבינוני והארוך. עם זאת, החברה צוברת ניסיון בפעילות בתחומים אלו של ייזום למגורים, ומוכיחה יכולת להוציא לפועל פרויקטים גם כשאינה בעלת הקרקע. בנוסף, ביזור הפרויקטים בפעילות מקטין גם הוא את הסיכון הנובע מתלות בפרויקט ספציפי ומקנה לחברה גמישות בלוחות הזמנים לפעילות, וכך מקנה לחברה יכולת התמודדות עם הסיכונים הכרוכים בתחום הפעילות. בכוונת החברה להמשיך את הרחבת פעילותה על ידי השקעות חדשות, בין אם על ידי רכישת קרקעות ובין אם בכניסה לעסקאות מסוגים שונים בתחום הייזום למגורים, כפי שעשתה עד כה. בנוסף, החברה פעלה לאחרונה, כאמור לעיל, להנזלת חלק מפעילותה, שאינו פעילות הליבה, לצורך ניתוב הכספים להשקעות חדשות בענף הייזום למגורים, כאמור.

התייצבות ברמת הפעילות תאפשר לחברה להציג בשנת 2013 תזרימים חיוביים מפעילות שוטפת, לראשונה מזה מספר שנים

במהלך השנים האחרונות פעלה החברה, כאמור, להרחבת נפח פעילותה, ע"י רכישת קרקעות והשבחתן וכן ע"י מהלכים תכנוניים לקידום עסקאות, כגון קומבינציה ופינוי בינוי. רכישת הקרקעות, אשר מומנה בחלקה הגדול בהלוואות בנקאיות ובאג"ח, הביאה לגידול ברמת המינוף ולעלייה בהיקף תשלומי הריבית השוטפים. במקביל, הקידום התכנוני והתפעול השוטף של הפעילות הצומחת חייבו את החברה להגדיל בהתאם את הוצאות המטה השונות.

הפרשי עיתוי בין מועדי ההכרה בהכנסה, אשר שיקפו רמת פעילות כפי שהייתה לפני שלוש וארבע שנים, ובין ההוצאות השוטפות אשר שיקפו רמת פעילות לאותו מועד, לצד העלייה במינוף, הביאו לכך שהחברה הציגה רצף של שנים, בהן התזרימים השוטפים מפעילות, כגון ה- FFO (בנטרול רווחים חד פעמיים ממימוש קרקעות ברווח), היו שליליים, ולצידם הורעו גם יחסי האיתנות.

ההתייצבות ברמת הפעילות הביאה לשינוי במצב זה כבר ברבעון האחרון של שנת 2012 וברבעון הראשון לשנת 2013, וצפויה להביא לשיפור נוסף בטווח הקצר-בינוני. במהלך שנה זו צפויה החברה להשלים ולמסור מספר רב של יח"ד, הצפויות לייצר רווח גולמי של מעל 100 מיליון ₪ ויאפשרו לה לרשום תזרים FFO חיובי, הנאמד בכ- 40 מיליון ₪. בשנים 2014-2015 אמורה להמשיך העלייה ההדרגתית ברווחים השוטפים ובתזרים ה- FFO, לצד קבלת תזרימים שוטפת מעודפים בפרויקטים בייזום. מידרוג מצפה להתייצבות ברווחים השוטפים ובתזרים ה- FFO, לצד קבלת תזרימים שוטפת ליציבות ביחסי הכיסוי הנובעים ממסירת יח"ד בפרויקטים והמשכיות בצבר העסקאות של החברה.

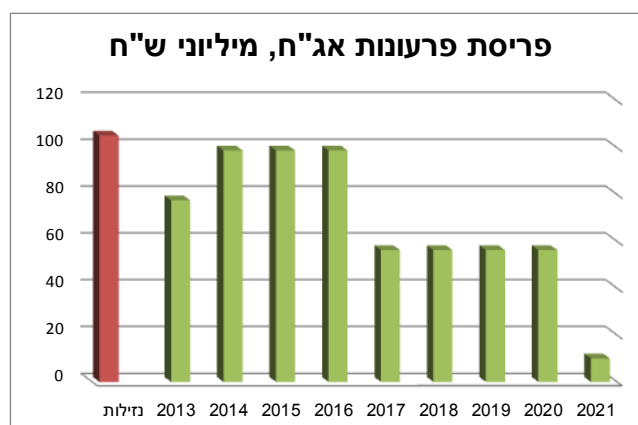
מימוש נכסים מייצר לחברה מקור נזילות משמעותי שיאפשר שמירה על מלאי קרקעות גדול

בנובמבר 2012 הודיעה החברה על התקשרותה בהסכם למימוש זכויותיה בנכס "אשדר 2000", תמורת כ- 84 מיליון ₪. מהלך זה הינו המשך יישום האסטרטגיה למכירת התיק המניב, תוך התמקדות בפעילות הליבה - ייזום למגורים.



בהמשך נמכר הנכס מגדלות ולאחריו מכרה החברה קרקעות ביישוב חריש-קציר. מכירות אלו יניבו לחברה תזרים שיורי בסך של כ- 117 מיליון ₪, ומאידך הפחיתו מה- NOI של החברה, כך שיתרתו אינה מהותית יותר לחברה. תזרים זה מביא את החברה ליתרת נזילות גבוהה, אשר יתכן ותנוצל לביצוע השקעות בחידוש מלאי הקרקעות שבבעלות החברה וכניסה לעסקאות חדשות בתחום הייזום למגורים, כאמור לעיל.

ככל שבמהלך השנים הקרובות יחול השיפור החזוי בהיקף התזרימים מפעילות, תהנה החברה מיציבות ושיפור בנזילותה ביחס לצורכי שירות החוב, שכן אלו אמורים להיות ברמה קבועה יחסית.



5

שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי ובתזרים החברה, עם זאת טרם חל שיפור ביחסי האיתנות

לאור מכירות הנכסים כאמור והכרה ברווחים ממסירת יח"ד בפרויקטים לאורך שנת 2013 ובשנים הבאות, תוצאות ה- FFO של החברה רשמו שיפור ברבעון הראשון לשנת 2013 הצפוי להמשיך גם ברבעון השני לשנה זו, ואילו ברבעונים השלישי והרביעי, צפויים לרשום שיפור משמעותי נוסף, עקב הכרה ברווחים ממכירת קרקעות ומכירת הנכס מגדלות. מכירות אלו מתווספות, כאמור, להכרה ברווחים בשנת 2013 ובשנים הבאות, ממסירת יח"ד בפרויקטים שהושלמו ופרויקטים שיושלמו בטווח הבינוני. נראות רווחים אלו מפרויקטים בביצוע הינה ודאית יחסית, לאור שיעור המכירות של החברה בפרויקטים בביצוע, העומד על כ- 58%.

עם זאת, יחסי האיתנות של החברה עדיין אינם בולטים לטובה יחסית לרמת הדירוג, למרות השיפורים האמורים בפעילות החברה. יחס ההון למאזן בנטרול מקדמות של החברה עומד על כ- 23% נכון ליום 31.3.2013, וצפוי להשתפר לכ- 27% בהתחשב בשינויים האמורים. מידרוג מצפה לשיפור נוסף באיתנות החברה עם המשך הגידול בהיקף הפעילות ומשיכת רווחים נוספים מפרויקטים.

דוחות מאוחדים חברת אשרד - יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.3.2013	מכירת מגדלות**	מכירת חריש**	מכירת המשולש הגדולי**	החלפת חוב*	יחסים פיננסיים נבחרים (אלפי ₪)
186,979	181,565	348,062	147,878					מכירת דירות ומתן שירותים - באור 25
113,619	3,316	2,467	-					מכירת קרקעות - באור 25
20,821	19,151	26,483	2,024					דמי שכירות וניהול
321,419	204,032	377,012	149,902					סך הכנסות
23,795	27,276	68,419	20,387					מכירת דירות ומתן שירותים - באור 25
51,652	2,264	1,786	-					מכירת קרקעות - באור 25
12,435	10,331	18,960	1,657					רווח גולמי משכירות וניהול
87,882	39,871	89,165	22,044					סה"כ רווח גולמי
12.7%	15.0%	19.7%	13.8%					שעור רווח גולמי ממכירת דירות ומתן שירותים
59.7%	53.9%	71.6%	81.9%					שעור רווח גולמי משכירות וניהול
67,781	11,578	56,231	15,220					רווח (הפסד) מפעולות רגילות
39,482	-15,481	43,042	6,475					סה"כ רווח (הפסד) כולל
130,715	68,890	78,179	105,190	164,285	236,285	253,024	275,024	יתרות נזילות
833,967	916,853	873,257	848,505	831,026	831,026	812,290	834,290	חוב פיננסי
703,252	847,963	795,078	743,315	666,741	594,741	559,266	559,266	חוב פיננסי נטו
1,185,766	1,225,259	1,186,016	1,156,180	1,168,866	1,207,166	1,202,125	1,224,125	CAP
1,055,051	1,156,369	1,107,837	1,050,990	1,004,581	970,881	949,101	949,101	CAP נטו
367,034	338,744	374,796	367,444	397,609	435,909	449,604	449,604	הון עצמי זכויות שאינן מקנות שליטה
1,676,108	1,920,467	2,091,428	2,055,874	2,068,560	2,106,860	2,101,819	2,101,819	מאזן
1,445,485	1,541,767	1,597,658	1,589,417	1,602,103	1,640,403	1,635,362	1,635,362	מאזן ביניכית מקדמות מלקוחות
70.3%	74.8%	73.6%	73.4%	71%	69%	68%	68%	חוב ל- CAP
66.7%	73.3%	71.8%	70.7%	66%	61%	59%	59%	חוב נטו ל- CAP
21.9%	17.6%	17.9%	17.9%	19%	21%	21%	21%	הון עצמי למאזן
25.4%	22.0%	23.5%	23.1%	25%	27%	27%	27%	הון עצמי למאזן בניטרול מקדמות מלקוחות
40,337	-128,005	-39,404	-67,600					מזמנים נטו שנבעו מפעילות שוטפת
24,875	-36,157	14,663	4,249					FFO
33.5	שלילי	59.6	49.9					חוב ל- FFO במונחים שנתיים
28.3	שלילי	54.2	43.7					חוב נטו ל- FFO במונחים שנתיים

* גיוס חוב ע"ס 150 מיליון ₪ בניכוי פירעון חוב בנקאי שיבוצע בעקבות הגיוס ** מכירת נכסים שהתבצעה בפועל במהלך רבעון שני ב- 2013 וטרם מקבלת ביטוי בנתונים כספיים אלו

אופק הדירוג

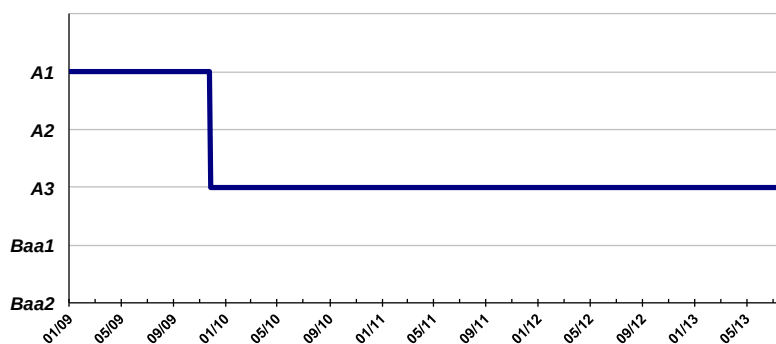
גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי באיתנות הפיננסית
- המשך השיפור ברווחיות הפרויקטים ויחסי כיסוי החוב

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות לאורך זמן
- קיטון בתזרימי המזומנים, כתוצאה מרווחיות נמוכה בפרויקטים ואי שיפור ביחסי הכיסוי התזרימיים בהתאם לתחזיות החברה
- 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

דוח קודם: פעולת דירוג דצמבר 2012

מועד פרסום הדוח: 4.8.2013

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") 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. 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 מניין, 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. 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.