



בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

פעולת דירוג - מרץ 2011

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

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

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	סדרות ג', ד', יז' - Baa1	אופק דירוג: יציב
--------------------	--------------------------	------------------

מידרוג מודיעה על העלאת דירוג סדרות אג"ח ג', ד' ו-יז' של חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "בוני התיכון", "החברה") מדירוג Baa2 באופק חיובי לדירוג Baa1 תוך הצבת אופק דירוג יציב. כמו-כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרת אג"ח חדשה בהיקף של עד 50 מיליון ₪. לוח הסילוקין של הסדרה החדשה יותאם למח"מ של כ- 4.8 שנים. תמורת ההנפקה תשמש לפעילותה השוטפת של החברה.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 29.03.2011. 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.

להלן פירוט סדרות אג"ח המונפקות ליום 31.12.2010 (אלפי ₪):

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה לראשונה	ע.ג.	שיעור ריבית שנתי	הצמדה	יתרת אג"ח כולל הצמדה*	שנות פירעון האג"ח
ג'	5310040	נובמבר-05	41,731	6.5%	מדד	47,421	2010-2012
ד'	5310065	אוגוסט-06	99,922	6.5%	מדד	112,029	2011-2014
יז'	5310081	ינואר-2010	100,000	8.9%	לא צמוד	100,000	2013-2016
						259,450	
						241,653	

*מתוך סכום זה החברה מחזיקה באמצעות חברות בנות כ- 59 מיליון ₪ אג"ח ע.ג. (29% מסדרה ג' ו- 41% מסדרה ד')

העלאת הדירוג נסמכת, בין היתר, על חיזוק מעמדה של החברה בשנים האחרונות בתחום פעילותה העיקרי של ייזום בניה למגורים, תוך התמקדות באזורי ביקוש ועלייה בהיקפי הפעילות. מאפיינים אלו תורמים לעלייה בסך הרווח אשר תומך בשיפור מתמשך באיתנות הפיננסית וביחסי כיסוי חוב טובים; נוסף, כי הגאות שמאפיינת את מגזר הבניה למגורים בישראל בשנתיים החולפות, סייעה לחברה להאיץ את תוכניות העבודה, תוך הצגת שיעורי מכירה גבוהים במרבית הפרויקטים בביצוע ועלייה במחירי המכירה ושיפור שולי הרווח; החברה ביצעה מסירות רבות של דירות במהלך שנת 2010, אשר עזרו לה להציף שווי ורווחיות; לצד המגמות החיוביות בפעילות העסקית שמרה החברה על מדיניות פיננסית עיקבית, תוך שמירה על רמת נזילות גבוהה, חלוקות הדיבידנד בוצעו בהיקף שלא פגע ביכולת החברה להרחיב את הפעילות; רמות הנזילות והגמישות הפיננסית הטובות כוללות את יתרות הנזילות הקיימות, מלאי דירות למכירה ופיקדון קיים, בהיקף של כ- 33 מיליון ₪, לטובת חליות אג"ח ד'.

בשיקולי הדירוג התחשבה מידרוג בכך ששנת 2010 היתה שנת שיא בהכרה בהכנסות וברווחיות החברה. מידרוג מעריכה, כי בשנתיים הקרובות לא יוכרו הכנסות ורווחים בהיקף דומה. בהתחשב בכך שיתרות הקרקע לפיתוח שבבעלות החברה מוגבלות, באופן יחסי, מידרוג תדגיש בבחינת הסיכונים את מדיניות רכישת קרקעות לפיתוח והשפעתה על רמת הסיכון הכוללת.

שנת שיא במסירת דירות והכרה בהכנסות

במהלך שנת 2010 הבשילו ארבעה פרויקטים (כולל שלבים) מהותיים של החברה, במסגרתם נמסרו כ- 318 יח"ד וכן נמכרו עוד ארבע דירות ממלאי קיים, בהיקף כספי של למעלה מ- 400 מיליון ₪. מדובר בעלייה ניכרת לעומת שנים קודמות, הן בהיקף המסירות והן בהיקף ההכנסות שהוכרו בדוחותיה.

שיעור הרווחיות הגולמי במרבית הפרויקטים שנמסרו הינו טוב ועומד על כ- 28%. תוצאותיה הכספיות של החברה הושפעו לטובה מעליית מחירי הדירות בפרויקט באזור בת- ים, אשר הציג רווחיות גולמית חריגה של כ- 44%, אשר סבירות הישנותו, להערכת מידרוג, הינה נמוכה, וזאת בעיקר לאור עליית מחירי הקרקעות.

מלאי דירות בהיקף משמעותי - תורם לגמישות הפיננסית ומקורות התזרים

נכון ל- 31.12.2010 לחברה מלאי של 65 דירות גמורות לא מכורות בפרויקטים השונים בשווי משמעותי. עיקר שווי מלאי הדירות מצוי בשלב 3 של פרויקט "שיא" בבת-ים, אשר לאור הביקוש באזור ועליית המחירים, הוקדמה בנייתו והוא נבנה במקביל לשלב 2. יש לציין כי, לאחר תאריך המאזן מכרה החברה כ- 14 דירות מתוך המלאי האמור.

שלי ביצוע התחלתי במרבית הפרויקטים של החברה יובילו להכרה בהכנסה נמוכה יחסית בשנתיים הקרובות מפרויקטים אלה; קצב מכירות טוב לפרויקטים

3

לחברה כיום 5 פרויקטים בביצוע הכוללים כ- 482 יח"ד בהקמה, אשר המרכזי שבהם הינו פרויקט טופ ארנונה בירושלים הכולל כ- 160 יח"ד ויתרת העלויות בגינו מהוות למעלה מ- 40% מסך העלויות הנתרות של הפרויקטים בביצוע, אולם על אף מרכזיותו וחשיפת החברה להתקדמות, נהנה הפרויקט משיעורי מכירה גבוהים.

מרבית הפרויקטים בביצוע של החברה הינם בשלבים התחלתיים, ובהתאם לתחזיות החברה, לא צפויה הכרה משמעותית בהכנסות מאכלוס פרויקטים אלו בשנתיים הקרובות. מידרוג מוצאת לנכון לציין, כי לחברה חשיפה משמעותית יותר מבעבר לסיכונים הטמונים בפרויקטים המצויים בשלבי פיתוח התחלתיים, אולם, יחד עם זאת, החברה נהנית מהגאות הקיימת במגזר פעילות הנדל"ן למגורים, המתבטא בשיעור מכירות גבוה משיעור השלמת הפרויקט (ללא קרקע).

טבלת פרויקטים בביצוע (אלפי ₪) לתקן את עיר ימים

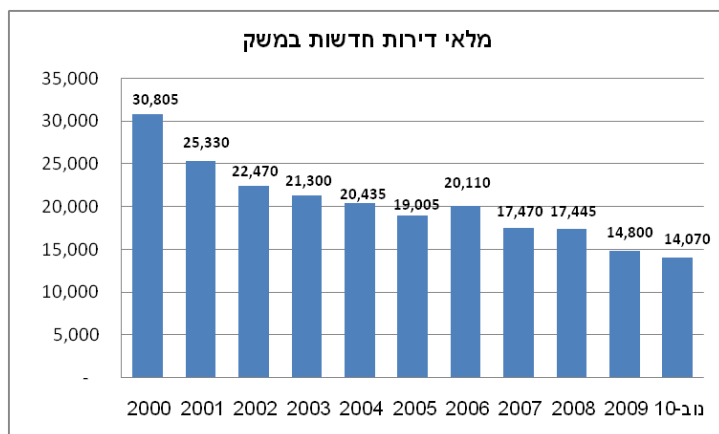
שם הפרויקט	מיקום	שנת תחילת בניה	צפי סיום בניה	מספר יח"ד בפרויקט	סה"כ הפרויקט	שווי מלאי	שיעור השלמה ליום 31.12.10	שיעור מכירות ל- 31.12.10	רווח גולמי צפוי	חלק חברה (אלפי ₪) ל- 31.12.10
עיר ימים 2 - בנין 1	נתניה	2007	2010	57	49	18,960	100%	85.96%	23,839	24.38%
טופ פמלי	כפר סבא	2009	2011-2012	86	41	65,767	38%	47.67%	22,112	17.17%
טופ השרון	הוד השרון	2010	2013	80	27	95,797	29%	33.75%	31,553	22.88%
טופ אגמים	נתניה	2010	2012	99	13	112,777	19%	13.13%	25,692	19.93%
טופ ארנונה 2+4	ירושלים	2010	2013	160	76	138,710	17%	47.50%	37,679	14.44%
סה"כ				482	206	432,011			140,875	

רכישת קרקעות חדשות ליצירת צבר פעילות מתמשך; צפי לשחיקה בשולי הרווח הגולמי לאור עליית מרכיב הקרקע

במהלך שנת 2010 הרחיבה החברה את מלאי הקרקעות שברשותה. עלויות הרכישה ליח"ד בפרויקטים השונים הינן גבוהות ועולות בממוצע על 500 אלף ₪ ליח"ד. מחיר זה משקף את עליית מחירי הקרקעות המשמעותית שחלה במהלך השנתיים האחרונות, אשר תאמה את עליית מחירי הדירות ותואמת את המחירים הקיימים באזורי פעילות החברה. חלק מקרקעות אלו צפויות להיכנס לשיווק במהלך השנה הקרובה. להערכת מידרוג, עליית מחירי הקרקעות צפויה להקטין בטווח הבינוני את שיעורי הרווחיות הגולמית בפרויקטים שיוקמו ממלאי הקרקעות החדשות של החברה, זאת - ביחס לפרויקטים אותם החברה אכלסה במהלך שנת 2010 ואשר אמורים להסתיים במהלך השנה הקרובה.

להערכת מידרוג בהיבט זה, לחברה חשיפה למתחם אנמים בנתניה, בו לחברה 99 יח"ד בבניה ועוד קרקע ל-100 יח"ד לפיתוח כאשר את הקרקע לשלב הראשון רכשה בפברואר 2008 בכ- 280 אלף ₪ ליח"ד (כולל הוצאות פיתוח), כאשר לאחרונה, בחודש דצמבר 2010, רכשה החברה קרקע להקמת 100 יח"ד בעלות של כ- 574 אלף ₪ (כולל עלויות פיתוח). באזור זה קיימת תב"ע להקמת 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, תוך הצפה או שמירה על הרווח הגולמי אותו היא צופה.

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

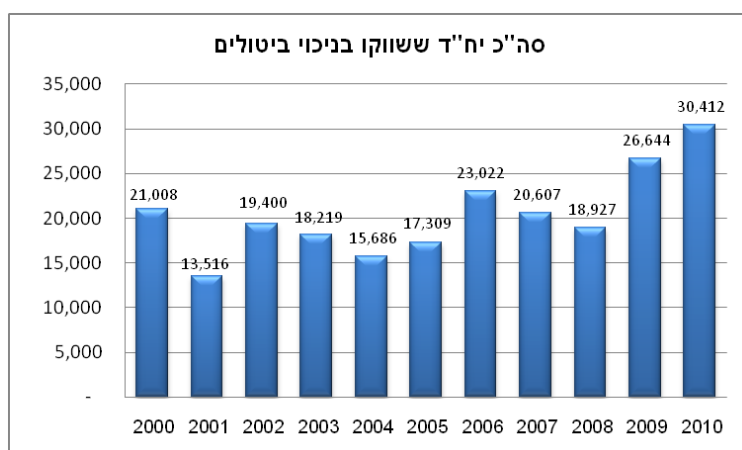


שיפור במדדים הכלכליים של המשק בישראל במהלך שנת 2010 הכוללים, בין היתר, עליה בתמ"ג לנפש ב- 2.7% ושיפור בשוק העבודה תוך ירידה משמעותית באחוז האבטלה, העומד על כ- 6.1%, נכון לחודש ינואר 2011, וסביבת ריביות נוחה, על אף עליית ריבית הפריים לכ- 4.5%, תמכו בהמשך עליית מחירי הדירות זאת - כנגד מלאי דירות חדשות שהולך ופוחת ועומד נכון לחודש נובמבר 2010 על כ- 14,070 יח"ד.

¹ מתבסס על נתוני משרד הבינוי והשיכון והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בהתאם לנתוני מידרוג, החל מתום הרבעון הראשון לשנת 2009, חברות ייזום הנדל"ן למגורים חוות רוח 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.

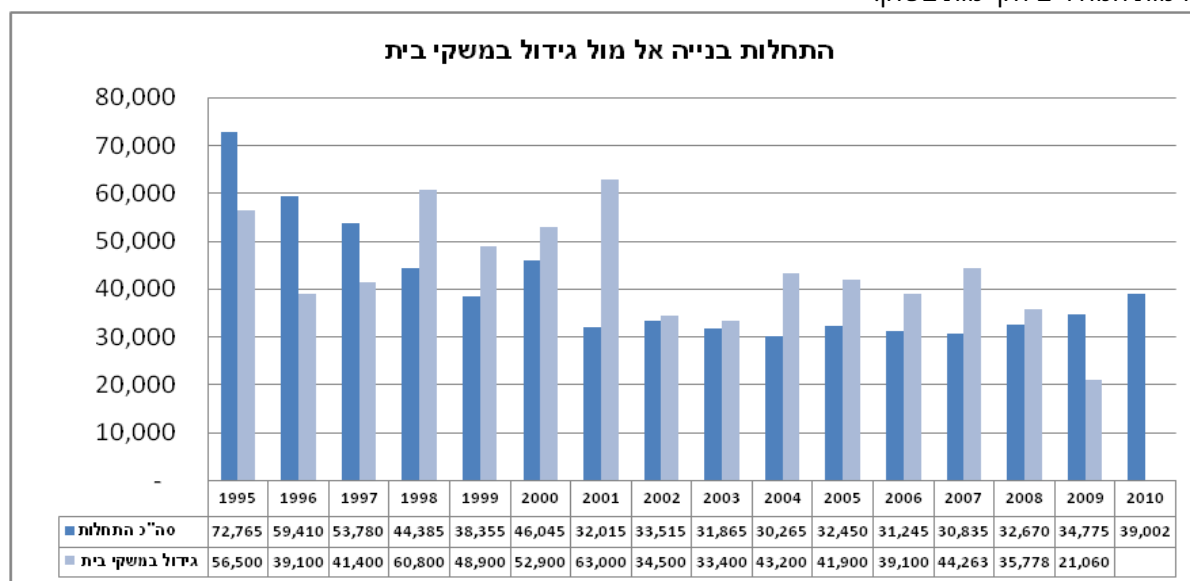
להערכת מידרוג, מצב פעילות משק זה אינו מאפיין מצב שוק נורמאלי, היכול להתמשך לאורך זמן רב. כבר כעת נעשים מאמצים משמעותיים מטעם המוסדות הרגולטוריים על מנת להפעיל לחץ להורדת מחירי הדירות. חלקם



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 טכנוניים.

יש לציין, כי על אף עליית שיעור הריבית, עדין שיעור הריבית הקיים במשק הינו טוב לעומת שנים קודמות.

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 יוותרו 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.

בוני התיכון - יחסים פיננסיים נבחרים לתאריך 31.12.2010 (אלפי ₪) :

נתונים פיננסיים עיקריים	פרופורמה הנפקה ותלוות דיבידנד	IFRS 31.12.2010	IFRS 31.12.2009	IFRS 31.12.2008	IFRS 31.12.2007
ש אלפי	50,000				
הכנסות		410,559	254,996	290,619	67,203
רווח גולמי		97,494	73,807	81,221	11,651
רווח תפעולי		74,035	57,586	59,901	-8,360
EBITDA		77,151	60,704	63,008	-5,422
הוצאות (הכנסות) מימון, נטו		6,723	-11,033	-7,069	11,220
רווח לאחר מימון		67,403	68,826	66,575	-18,597
רווח נקי		48,994	52,208	51,383	-14,492
חוב פיננסי *	566,343	516,343	492,845	542,456	456,859
יתרות נזילות		82,219	46,520	37,385	67,348
יתרות נזילות לא משועבדות		26,967	23,484		
חוב פיננסי נטו		434,124	446,325	505,071	389,511
הון עצמי	133,668	144,168	100,051	59,708	11,995
סך מאזן חשבונאי	1,030,979	980,979	979,717	963,380	804,509
CAP	694,556	655,056	590,462	595,185	455,742
מלאי בנינים למכירה ואח'		863,009	896,975	892,340	694,381
מקדמות מלקוחות	227,884	227,884	309,522	299,566	272,034
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי	12.97%	14.70%	10.21%	6%	1%
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי					
בניכוי מקדמות	16.6%	19.1%	14.9%	9.0%	2.3%
חוב ל-CAP	81.54%	78.82%	83.47%	91%	100%
חוב נטו ל-CAP		76%	82%	91%	100%
FFO		62,144	58,621	61,759	-6,304
חוב פיננסי ל-FFO		8.3	8.4	8.8	-72.5
חוב פיננסי ל-EBITDA		6.7	8.1	8.6	-84.3
EBITDA להוצאות מימון		11.5	ל"ר	ל"ר	0.5
% רווח גולמי		23.7%	28.9%	27.9%	17.3%
% רווח תפעולי		18.0%	22.6%	20.6%	-12.4%

* החוב הפיננסי אינו כולל אג"ח של החברה אשר מוחזקות על ידי חברות בנות.

שיפור מתמשך ביחסי איתנות ושמירה על יחסי כיסוי טובים

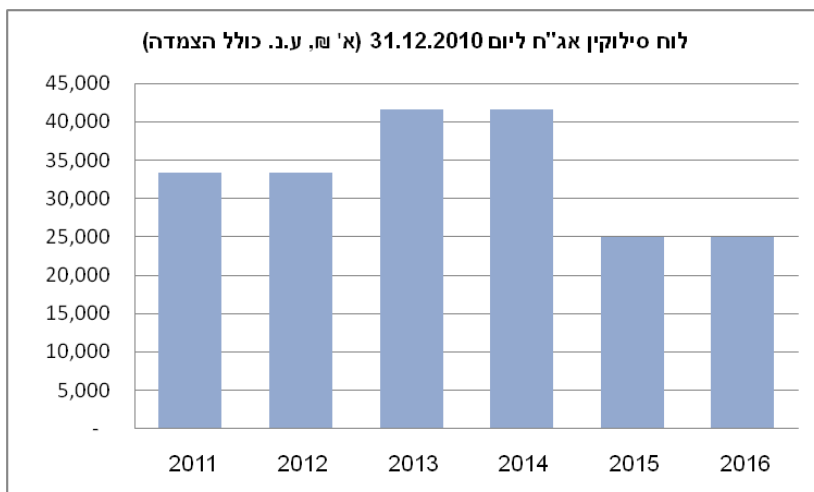
החברה מציגה לאורך זמן שיפור ביחסי האיתנות תוך גידול בהון העצמי שנכון לתום שנת 2010 הינו כפול מההון העצמי שהוצג בשנת 2007, בטרם המעבר לשיטת ההצגה על פי ה- IFRS. עיקר הגידול בהון העצמי נובע מרווחי פעילות החברה לאורך השנים הללו. בנוסף, החברה ביצעה פירעונות שוטפים של סדרות אג"ח ושמרה על רמה מאוזנת של החוב הפיננסי. להערכת מידרוג, בהתחשב בקצב המכירה הקיים, החברה תמשיך להכיר בתקופה הקרובה ברווחים מפעילותה.



החברה הציגה לאורך השנים האחרונות יחסי כיסוי יציבים, חוב פיננסי ל- FFO סביב ה- 8. יחס כיסוי זה, אשר הינו טוב לרמת דירוג החברה, עלול להיחלש במהלך שנת 2011 כתוצאה מהיקף מסירות נמוך יותר משנים קודמות.

לחברה יתרת נזילות וגמישות טובים

מתוך יתרת הנזילות של החברה ליום 31.12.2010, בהיקף של כ- 83 מיליון ₪, סך של כ- 27 מיליון ₪ אינם משועבדים וכ- 33 מיליון ₪ מתוך הכספים המשועבדים הינם כנגד סדרת אג"ח ד'. בנוסף, לחברה מסגרת אשראי מאושרת (חתומה על ידי הבנק) בלתי מנוצלת, בהיקף לא משמעותי, כ- 5 מיליון ₪, וכן מלאי דירות למכירה שאינו משועבד בשווי של כ- 50 מיליון ₪. היקף הקרקעות שאינן משועבדות אינו משמעותי (כ- 7 מיליון ₪). היקף נזילות זה מספק, להערכת מידרוג, את צרכי הנזילות לשנה הקרובה, בהתחשב בלוח הסילוקין.



לוח הסילוקין של החברה מורכב, מלבד האג"ח, מהלוואות לז"ק ממוסדות בנקאיים במסגרת פרויקטים בליווי ומהלוואות על קרקעות שנרכשו לצורך תחילת ביצוע, אשר משולמות מתוך פעילות הפרויקטים ו/או מוארכות מעת לעת. הלוואות חו"ל הינן הלוואות אשר מועד פירעון מוארך מעת לעת. הלוואה אחת הינה בגין קרקע

ברומניה בסך של כ- 1.2 מיליון אירו לפירעון במרץ 2012, והשנייה בגין קרקע בהונגריה, חלק החברה כ- 6.7 מיליון אירו, מחציתה לפירעון ב- 12.2011 והיתרה כחודש לאחר מכן.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים
- גיוון וחזקת מקורות ההכנסות והפרויקטים
- שיפור משמעותי בגמישותה הפיננסית של החברה ונזילותה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג או באופק הדירוג

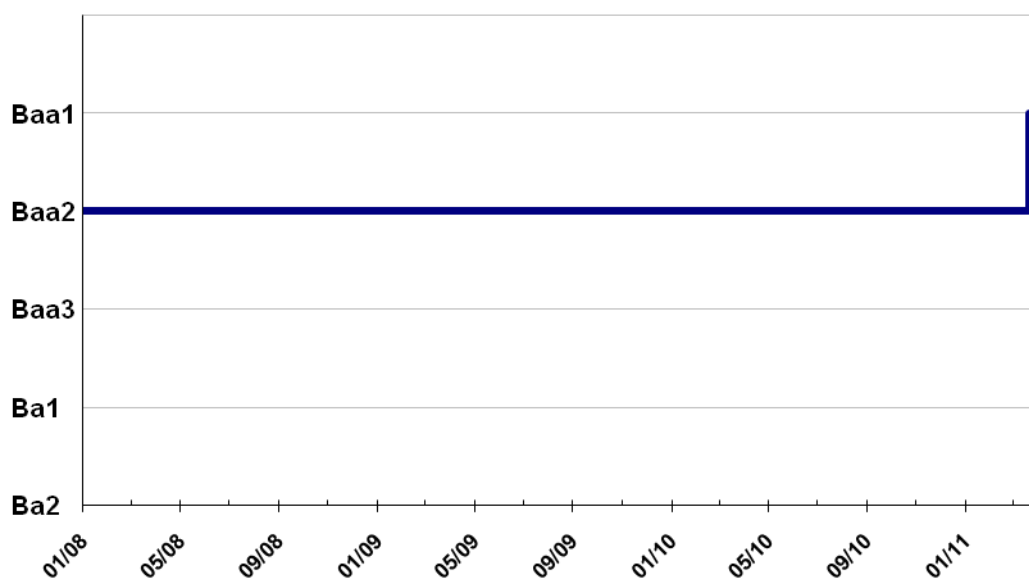
- ירידה ביחסי האיתנות ולקיחת סיכון, בין היתר, בשל כניסה לא מבוקרת להשקעות, לרבות רכישת מקרקעין
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ונזילות של החברה
- הגדלת משקל הפעילות במדינות זרות, בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי, בה פועלת החברה

אודות החברה

8

חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "החברה"), הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. תחום פעילותה העיקרי של החברה הינו ייזום והקמת פרויקטים לבנייה, בעיקר למגורים. בשנים האחרונות פועלת החברה בעיקר במרכז הארץ. נכון לתאריך 31.12.2010, עוסקת החברה בייזום, תכנון ובנייה של יחידות דיור למגורים, בכ- 9 פרויקטים שונים ברחבי הארץ, הכוללים כ- 922 יח"ד וכן כ- 198 יחידות נופש בנתניה ומרכז מסחרי בכפר סבא. לצורך הרחבת פעילותה הקימה החברה חברות בנות בחו"ל, באמצעות חברה הולנדית שבבעלותה. נכון למועד הדו"ח, לחברה פעילות ברומניה והונגריה, המתבטאת בהחזקת קרקעות בלבד. נכון למועד הדו"ח, נשלטת החברה על ידי פרץ עמרם ואברהם, המחזיקים ביחד בכ- 82% מהונה העצמי ומזכויות ההצבעה והיתרה - בידי הציבור.

היסטוריית דירוג - סדרות ג' ו - ד' (סדרה יז' החל מינואר 2010)



9

דוחות מתודולוגיים:

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

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

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

מונחים פיננסיים עיקריים

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 הוניות - 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.	

סולם דירוג התחייבויות

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

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") 2011.

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 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 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.