

קבוצת א. דורי בע"מ

דוח פעולת דירוג | ספטמבר 2013

1

מחברים:

ענבל שלו, ר"ח - אנליסטית
inbals@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד, ר"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

איש קשר:

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

קבוצת א. דורי בע"מ

דירוג ודירוג ISSUER	דירוג: A2	אופק הדירוג: יציב
---------------------	-----------	-------------------

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג של סדרות האג"ח ד', ה' ו-ו' שבמחזור, אותן הנפיקה קבוצת א. דורי בע"מ (להלן: "א.דורי", "הקבוצה" או "החברה"), מדירוג A3 לדירוג A2, ומשנה את אופק הדירוג מחיובי ליציב. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זהה להנפקת סדרה חדשה או הרחבת סדרה קיימת בסך של עד 100 מיליון ₪ ע.ג. תמורת הגיוס תשמש לפעילות השוטפת.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 2.9.2013. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה	יתרה בספרים ליום 30.6.2013	שיעור ריבית שנתית	הצמדה	שנות פירעון האג"ח
אג"ח ד'	4730107	אפריל-08	36,015	8.9%	מדד	2014
אג"ח ה'	4730115	אוגוסט-09	98,691	6.19%	לא צמודה	2014-2015
אג"ח ו'	4730123	יוני-10	291,568	6.80%	מדד	2013-2019
סה"כ			426,274			

העלאת הדירוג נסמכת, בין היתר, על מבנה החברה, הנתמך בפיזור פעילויות בתחום הנדל"ן וכך מקטין סיכון ומאפשר סינרגיה בין התחומים השונים בהם עוסקת החברה; מימוש תחזיות החברה והמשך שיפור והבשלת הפרויקטים במגזרי הפעילות העיקריים של החברה ותחילת קבלת תזרימים מהם כבר בשנת 2013. תזרימים אלו צפויים לתרום לשירות החוב בשנים הקרובות ובטווח הבינוני – ארוך. החברה צפויה להכיר בהכנסה וברווח משמעותי ממסירת פרויקטים המצויים בבניה בישראל ובפולין השנה ובשנים הקרובות. FFO חיובי נרשם כבר בשנת 2012, ומגמה זו מתחזקת בשנת 2013 ובעיקר עם מסירה צפויה של פרויקטים בישראל ומכירת קרקע במחצית השניה של השנה, כך שיחסי הכיסוי צפויים להיות הולמים לדירוג. בנוסף, חברת הבת דורי בניה שומרת גם היא על תזרים ורווחיות יציבים לאורך השנים; במקביל נראה שיפור באיכות, בנראות ובגיוון המקורות לשירות החוב ברמת הסולו, לאור הצפי לקבלת דיבידנדים מרווחי חברות מוחזקות ומפרויקטים בישראל; תחילת הפעלת תחנת הכוח דוראד לקראת סוף 2013 (מוחזקת 11.25%) באשקלון מקטינה את סיכון ההקמה ומשפרת את נראות התזרים מההשקעה, הצפוי להתקבל בטווח הבינוני-ארוך. יצוין כי על פי דיווחי החברה, בדוראד כבר נחתמו חוזים עם לקוחות פרטיים בשיעור של כ- 75% מהקיבולת של התחנה, וכי היא פועלת להגדלת צבר לקוחותיה; החברה שומרת על יחסי איתנות טובים ויציבים



לאורך זמן, כאשר רוב חברות הקבוצה ממונפות בשיעורים נמוכים יחסית. יחס החוב ל- CAP של החברה בבסיס איחוד יחסי¹ עומד על כ- 62% (55% חוב נטו ל- CAP נטו) והינו נמוך ויציב לאורך זמן. יחסי איתנות אלו טרם משקפים את מלוא שווי ההחזקה בדוראד, הרשומה בבסיס שווי מאזני, ובהתחשב בהיקף התזרים הצפוי לנבוע ממנה, להערכת מידרוג, צפויה לרשום שווי גבוה משמעותית מערכה בספרים כיום; יחסי הכיסוי של החברה תואמים את רמת הדירוג, כאשר עם הכרה בדוחות הכספיים של רווחי החברה מפרוייקטים בהקמה בטווח הקצר והבינוני, הן ברמת החברה סולו והן ברמת החברות הבנות, יחסים אלו צפויים לרשום שיפור נוסף. שיפור זה נתמך, בין היתר, בדירות שנמכרו וטרם הוכרה בגין הכנסה, בעיקר בישראל ובפולין, בהתקשרות החברה בעסקה להגדלת שיעור החזקתה בפולין, בקרקע שנמכרה בקריית מוצקין ברבעון השלישי וברווח הצפוי מחברת דורי בנייה בגין צבר ההזמנות החתום; החברה הינה חלק מקבוצת גזית (מדורגת Aa3 באופק יציב), המשפרת להערכת מידרוג, את נגישותה למקורות מימון ותורמת לניהול הפיננסי; לחברה יתרות נזילות גבוהות על בסיס איחוד יחסי, המאפשרות לה ביחד עם התזרים החזק הצפוי מפעילויותיה, לשרת את חוב האג"ח בשנים הקרובות מהפעילות השוטפת מבלי להסתמך על מיחזור חוב או מימוש נכסים; בנוסף, לחברה גמישות פיננסית הנגזרת מאחזקה במניות לא משועבדות של חברת דורי בנייה ורונסון בשווי שוק נכון ליום 29.08.13 של כ-264 מיליוני ₪.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

פעילויות הייזום למגורים בישראל ובפולין צפויות לייצר תזרים משמעותי מאוד לשירות החוב בשל הבשלת פרויקטים, התחלת פרויקטים חדשים ובהסתמך על קצב המכירות הנוכחי
נכון למועד דוח זה, ל-א.דורי 578 יח"ד בפיתוח בישראל. החברה החלה להכיר ברווחים משמעותיים מפעילות הייזום למגורים בישראל לראשונה מזה מספר שנים בשנת 2012 ובמחצית הראשונה של 2013. בהמשך למגמה זו, החברה צפויה למסור יח"ד בפרוייקטים נוספים בטווח הקצר-בינוני, בגינם צפוי להירשם רווח גולמי משמעותי מפעילות זו בדוחות הכספיים בהמשך שנת 2013 וב- 2014. במקביל, גם פרויקטים נוספים המצויים בפיתוח רושמים קצב מכירות טוב. החברה מכרה בישראל ובפולין כ- 634 יח"ד ב-12 החודשים שקדמו ל- 30.6.2013, מתוך כ- 1,600 יחידות דיור הנמצאות בהקמה בימים אלו. בנוסף, ברבעון השלישי מכרה החברה זכויות בקרקע בפרוייקט בקריית מוצקין. להערכת מידרוג הפרוייקטים בביצוע צפויים להביא לרווח גולמי של כ-200 מיליוני ₪ בשנתיים הקרובות.

¹ מידרוג בוחנת את תוצאות החברה על בסיס דוחות הכוללים איחוד יחסי של חברת רונסון. בהתאם לשינוי התקינה החשבונאית החברה הפסיקה לאחד את תוצאות רונסון החל מדוחות 30.06.12.



פעילות החברה לייזום למגורים בפולין מתבצעת באמצעות חברת Ronson Europe N.V ("רונסון") המוחזקת על ידי החברה בכ- 32%. רונסון היא חברה ציבורית הנסחרת בבורסה בוורשה, המצויה בשליטה משותפת של החברה וחברת תיאטרות ישראל. לאחר תאריך המאזן התקשרה החברה בעסקה לרכישת מניות נוספות של רונסון, כך שבהנחת קיומם של תנאים מתלים מסוימים תחזיק החברה בכ- 40% ממניות רונסון החל מנובמבר 2013. רונסון הינה חברה בעלת מינוף נמוך (הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות של כ-64%, חוב נטו ל-CAP נטו של כ-32%, הון עצמי של מעל 500 מיליון ₪), אשר בונה כיום כ-1,000 יח"ד. לאחר האטת הפעילות למספר שנים במהלך המשבר הפיננסי משנת 2009, רונסון רשמה FFO חיובי לראשונה כבר בשנת 2012, ולהערכת מידרוג, בהתאם להיקף הבנייה וקצב המכירות הנוכחי, מגמה זו צפויה להמשיך ואף להשתפר בטווח הקצר-בינוני, עקב מסירת דירות בפרויקטים שהושלמו, המשך מכירות בפרויקטים בביצוע ופתיחת פרויקטים חדשים. בהתאם להערכות מידרוג, רונסון צפויה להמשיך ולהפיק רווח גולמי משמעותי במחצית השניה של שנת 2013 ובשנים הבאות. גם בהתחשב בפרויקטים בתכנון ובעתודות הקרקע, רונסון צפויה לשמור על היקף פעילות גבוה גם בשנים הבאות. בהתאם להתפתחות בתוצאותיה, רונסון החלה לחלק דיבידנדים ברבעון השלישי לשנת 2013, וצפויה, להערכת מידרוג, לחלק סכומים משמעותיים יותר בטווח הבינוני, שיתרמו גם הם לשירות החוב ברמת הסולו של החברה.

יציבות בפעילות דורי בנייה מפיקה רווחים ותזרים משמעותי לשירות החוב, תוך שמירה על צבר ניכר בתחום בניית מגדלים ובתחום הגמר

דורי בנייה הינה חברה ציבורית, המוחזקת בשיעור של כ-69% ע"י הקבוצה והינה אחת מחברות הבנייה הבולטות בישראל, בייחוד בתחום בניית מגדלים וביצוע עבודות גמר. באופן כללי, דורי בנייה ממשיכה להפגין יציבות ושומרת על מעמדה בענף הבניה, ולמרות שחלה שחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות (אשר עומדים על כ-6% נכון ליום 30.06.13, לעומת כ-6.5% למועד הדירוג הקודם וכ-8% בשנת 2010). למרות השחיקה בשיעורי הרווחיות, היקף הרווח הגולמי והתזרים הפרמננטי מצויים בצמיחה בשנים האחרונות, ובנוסף לדורי בניה צבר הזמנות משמעותי העומד על כ-2.5 מיליארד ₪ וכולל הזמנות בתחום הבניה ובתחום הגמר על ידי חברת הבת רום גבס, המבטיח המשכיות הפקת תזרימים עתידיים משמעותיים לשירות החוב. במחצית הראשונה של שנת 2013 דורי בנייה הפיקה FFO בהיקף של כ-21 מיליון ₪. לדורי בניה איתנות גבוהה ויחסי כיסוי מהירים, המתבטאים ביחס חוב ל-CAP של כ-32%, חוב פיננסי נטו שלילי, גם לאחר הנפקת כ-82 מיליון ₪ אג"ח במחצית הראשונה של שנת 2013 ויחס חוב ל-FFO העומד על כ-2.4 שנים.



דוראד – התקדמות בפיתוח הפרויקט, הסכמים לקבלת גז ממאגר תמר והסכמים מול לקוחות להספקת חשמל מובטחת, בהיקף משמעותי ביחס לכומר היצור של המתקן, משפרים משמעותית את נראות התזרים מהפרויקט.

החברה מחזיקה בשרשור דרך חברת א.דורי אנרגיה בכ- 11.25% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ. דוראד הינו פרויקט להקמת תחנת כח פרטית לייצור חשמל, בהספק של כ-800 מגה וואט באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי ובסולר וצפוי להתחיל את פעילותו בסוף שנת 2013. לדוראד הסכם עם מאגר הגז תמר להספקת גז טבעי, באופן המשפר את הצפי להיקף ההוצאות בפרויקט. בנוסף, נחתמו הסכמים מול לקוחות פרטיים וממשלתיים להספקת חשמל, בהיקף משמעותי ביחס לכומר הייצור של התחנה, ומתנהלים מו"מ נוספים ליתרת ההספק. ככל שהתחנה תפעל ותפיק תזרים בהתאם לתחזיות, להערכת מידרוג, החברה עשויה ליהנות מדיבידנדים/החזר הלוואות בעלים, בהיקף משמעותי, בטווח הבינוני-ארוך והצפת שווי משמעותית כבר לפני כן, שכן שווי תזרימים אלו טרם בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים: ההשקעה בדוחות הכספיים רשומה לפי בסיס שווי מאזני, בסך של כ- 120 מיליון ₪ נכון ל- 30 ביוני 2013, ולהערכת מידרוג שוויה גבוהה משמעותית. המשך התקדמות הפרויקט בהתאם לציפיות החברה עשוי להשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון, על היקף ההון ועל איתנות החברה.

יחסי כיסוי טובים ותזרים חזק בשנים הבאות תורמים ליציבות הפעילות

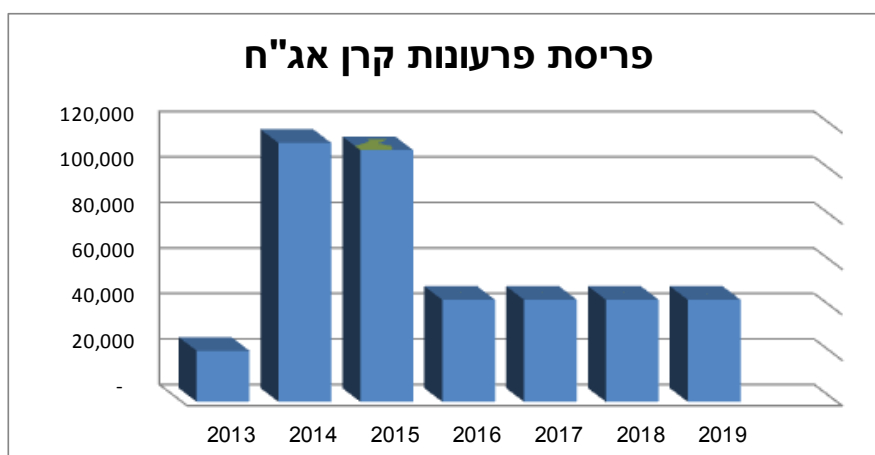
נכון למועד דוח זה, יחס הכיסוי חוב נטו ל- FFO של החברה עומד על כ- 17 בבסיס איחוד יחסי, לעומת יחס של כ- 14 בשנת 2012, וצפוי לרשום שיפור משמעותי עם הכרה בהכנסה ממסירת דירות ומימוש פרויקטים של חברות הקבוצה. מידרוג צופה יחסי כיסוי נטו ממוצעים של מתחת ל- 10 שנים בשנים הקרובות, עם מימוש הפרויקטים לפי תחזיות החברה. יחסים אלו מהווים שיפור משמעותי לעומת שנים עברו, שכן עד שנת 2010 החברה הציגה FFO שלילי מפעילות. התזרים המשמעותי הצפוי לנבוע מפעילויות אלו צפוי לשרת את חוב החברה לשנים הבאות ללא צורך בהסתמכות על מחזור חוב.



נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסיילוקין ותזרים חזק מפעילויות החברה תורמים משמעותית לשירות החוב

נזילות החברה הינה טובה ביחס ללוח הסיילוקין וכוללת, נכון למועד דוח זה, יתרות נזילות ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות של כ- 240 מיליון ₪. כמו כן, לחברה מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ- 86 מיליון ₪, אשר צפויים להשתחרר עם השלמת הפרויקטים, ומסגרות אשראי בלתי מנוצלות.

חליות האג"ח של החברה כוללות פירעון של כ- 22 מיליון ₪ במחצית השנייה של שנת 2013 וכ- 115 מיליון ₪ בשנת 2014. המקורות לשירות החוב כוללים את היקף הנזילות ומסגרות האשראי הלא מנוצלות, המזומנים המוגבלים שישוחררו והתזרים המשמעותי הצפוי בטווח הקצר- בינוני בגין מגזרי הפעילות, כמתואר לעיל. כמו כן, לקבוצה גמישות פיננסית הנסמכת בעיקר על אחזקות בחברות הציבוריות דורי בניה ורונסון, בשווי שוק כולל של כ- 264 מיליון ₪, ומידה פחותה יותר באחזקות נוספות לא משועבדות בפרויקטים בהקמה במזרח אירופה. ההחזקה בדורי אנרגיה צפויה גם היא להשתחרר משעבוד בסוף שנת 2013, עם סיום התחייבויות הבעלים להשקעה בפרויקט, ולתרום משמעותית להיקף הגמישות הפיננסית, בייחוד לאור העובדה ששווי הפרויקט אינו משתקף באופן מלא בדוחות הכספיים, שכן הוא רשום על בסיס עלות. לאור האמור ובהתחשב במגוון ואיכות המקורות, להערכת מידרוג, לחברה יתרת נזילות וגמישות פיננסית טובות אשר השתפרו משמעותית לעומת תקופות קודמות.



התפתחות התוצאות הכספיות

קבוצת א. דורי בע"מ – יחסים פיננסיים עיקריים מאוחד באיחוד יחסי של רונסון (אלפי ₪)²

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	30.06.2012	31.12.2012	30.6.2013	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ₪
309,668	309,478	76,382	170,789	318,378	145,613	הכנסות ממכירת בניינים וקרקעות
840,562	1,029,341	1,308,301	786,406	1,549,354	765,624	הכנסות מביצוע עבודות
3,532	2,505	1,051	454	862	486	הכנסות משכירות
1,153,762	1,341,324	1,385,734	957,649	1,868,594	911,723	סך הכנסות
44,240	57,876	7,183	17,929	53,015	31,343	רווח גולמי ממכירת בניינים וקרקעות
58,847	80,860	91,749	61,113	113,643	48,516	רווח גולמי מביצוע עבודות
106,115	140,904	99,400	79,186	167,024	79,898	רווח גולמי
9%	11%	7%	8%	9%	9%	שיעור רווח גולמי
48,700	61,874	109,233	39,969	91,102	44,616	EBITDA
-517	16,388	68,593	10,600	30,068	13,734	רווח נקי
667,654	731,794	653,387	614,783	626,747	718,366	חוב פיננסי
170,478	268,835	188,507	138,713	132,084	185,446	נזילות
497,176	462,959	464,880	476,070	494,663	532,920	חוב פיננסי נטו
982,153	1,101,484	1,063,691	1,026,398	1,072,111	1,153,127	CAP
811,675	832,649	875,184	887,685	940,027	967,681	CAP נטו
305,253	362,375	399,859	444,544	476,774	466,678	הון עצמי כולל זכויות מיעוט
1,485,966	1,721,061	2,032,669	2,027,758	2,091,050	2,150,458	סך מאזן
146,199	117,425	326,005	299,699	298,193	303,741	מקדמות
1,339,767	1,603,636	1,706,664	1,728,059	1,792,857	1,846,717	סך מאזן בניכוי מקדמות
68.0%	66.4%	61.4%	59.9%	58.5%	62.3%	חוב ל - CAP
61.3%	55.6%	53.1%	53.6%	52.6%	55.1%	חוב נטו ל - CAP נטו
22.8%	22.6%	23.4%	25.7%	26.6%	25.3%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות
-6,609	10,535	13,672	10,830	26,946	14,258	FFO
10.2	7.5	4.3	6.0	5.4	6.0	חוב נטו ל-EBITDA
שילי	69.5	47.8	28.4	23.3	25.2	חוב ל-FFO
שילי	43.9	34.0	22.0	18.4	18.7	חוב נטו ל - FFO

התוצאות לשנת 2011 הושפעו לחיוב בשל הכנסות דמי ייזום ורווח ממכירת 40% לקרן אלומי בגין האחזקה בדוראד

² מידרוג בוחנת את תוצאות החברה על בסיס דוחות הכוללים איחוד יחסי של חברת רונסון. בהתאם לשינוי התקינה החשבונאית החברה הפסיקה לאחד את תוצאות רונסון החל מדוחות 30.06.12.

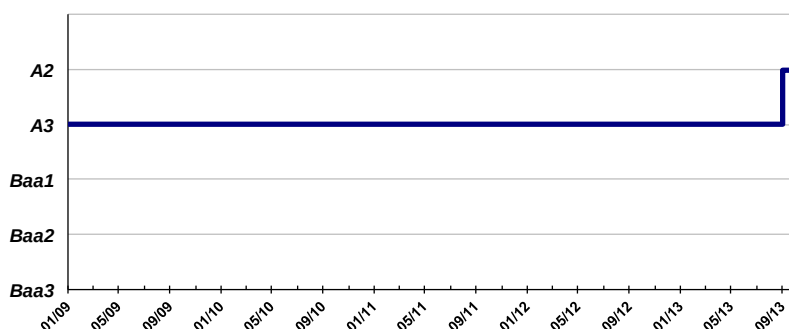
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- שיפור ביחסי כיסוי לאורך זמן תוך חיזוק משמעותי של ההון העצמי
- יחס חוב ל- CAP הנמוך מ- 60%

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- קיטון בפיזור פעילויות החברה
- שחיקה משמעותית ביחסי האיתנות
- אי שמירה על תזרים יציב מפעילות לשירות החוב
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנזילות

היסטוריית דירוג



אודות החברה

קבוצת א. דורי בע"מ התאגדה בשנת 1961. החל מאפריל 2011 נמצאת בשליטת קבוצת גזית-גלוב (החל מספטמבר 2007 ועד אפריל 2011, נמצאה בשליטה משותפת של קבוצת אורי דורי וגזית-גלוב). החברה עוסקת, בעצמה ובאמצעות חברות בנות ותאגידים בשליטתן, בניהול וביצוע של פרויקטים קבלניים ובייזום, פיתוח, הקמה ומכירה של פרויקטים, בעיקר בתחום הנדל"ן, בישראל ובפולין. החברה שותפה בפרויקט לתכנון הקמת תחנת כח פרטית לייצור חשמל, בהספק של כ-800 מגה וואט, באזור אשקלון, שתוסק בגז טבעי, באמצעות החזקה בשרשור של כ- 11.25% מהון המניות של דוראד אנרגיה בע"מ.

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 נובמבר 2012

תאריך דוח: 3 בספטמבר 2013

מושגי יסוד

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 ממחזקות 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 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.

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") 2013.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 במישורין רק לסיכוני 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 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 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 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. 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.