

קבוצת א. דורי בע"מ

דוח פעולת דירוג - נובמבר 2012

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד, רו"ח - אנליסט בכיר
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 ISSUER ודירוג A3	דירוג: A3	אופק הדירוג: חיובי
------------------------	-----------	--------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג A3 לסדרות האג"ח ד', ה' ו-ו' שבמחזור, אותן הנפיקה קבוצת א. דורי בע"מ (להלן: "א.דורי", "הקבוצה" או "החברה") ומשנה את אופק הדירוג מיציב לחיובי. כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה להנפקת סדרה חדשה או הרחבת סדרה קיימת בסך של עד 70 מיליון ₪ עג. תמורת הגיוס תשמש לפירעון קרן אג"ח של סדרות קיימות.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 1.11.2012. למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. 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 האג"ח במחזור של החברה:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד הנפקה המקורית	ריבית שנתית (נקובה %)	תנאי הצמדה	ערך בספרים של יתרת האג"ח ליום 30.06.12 (אלפי ₪)	שנות פירעון האג"ח
אג"ח ג' *	4730065	מרץ-05	6.25%	מדד	27,210	2012
אג"ח ד'	4730107	אפר-08	8.90%	מדד	71,291	2013-2014
אג"ח ה'	4730115	אוג-09	ריבית אג"ח ממשלתי + 4.9%	ללא הצמדה	98,116	2014-2015
אג"ח ו'	4730123	יוני-10	6.80%	מדד	250,173	2012-2019

446,790

סה"כ

* לאחר תאריך המאזן, בחודש אוגוסט 2012, החברה פרעה את יתרת אג"ח ג'.

הדירוג נסמך, בין היתר, על המשך שיפור במגזרי הפעילות העיקריים של החברה, כך שמגזרים אלו יפיקו תזרים משמעותי לשירות החוב במהלך השנים הקרובות. שיפור זה (בייחוד במגזר הייזום למגורים בישראל ובפולין) טרם בא לידי ביטוי במלואו בדוח רווח והפסד; מאז העברת השליטה בחברה לחברת גזית גלוב ישראל (פיתוח) בע"מ (להלן: "גזית פיתוח") מקבוצת גזית-גלוב בע"מ, ההנהלה החדשה פועלת לשיפור יחסי האיתנות, הן ברמת הסולו והן ברמת המאוחד וכן מבצעת התייעלות לצורך הקטנת הוצאות התפעול. כך למשל, הוצאות ההנהלה וכלליות (נטו מהכנסות דמי ניהול) ברמת הסולו עומדים על קצב שנתי של כ-12 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2012, לעומת ממוצע של כ-20 מיליון ₪ בין השנים 2008-2011; החברה החלה להפיק תזרים EFO חיובי ובד בבד ישנו שיפור באיכות, בנראות וגיוון המקורות לשירות החוב; היות החברה חלק מקבוצת גזית (מדורגת Aa3 באופק יציב) אשר, להערכת מידרוג, משפרת את הנגישות למקורות מימון ותורמת לניהול הפיננסי; פיזור פעילויות בתחום הנדל"ן מקטין סיכון ומאפשר סינרגיה בין התחומים השונים; נזילות וגמישות פיננסית טובות לדירוג.

שינוי האופק מיציב לחיובי מתחשב בתזרים הצפוי בגין הדירות שנמכרו וטרם הוכרה בגינם הכנסה בישראל ובפולין, ברווחיות הנובעת מצבר ההזמנות של חברת הבת דורי בנייה והרווח הצפוי (ברמת הסולו) מהיות החברה קבלן משנה לבניית פרויקט דוראד. לאור כל אלו, הקבוצה צפויה לייצר רווחים ותזרים פרמננטי גבוהים משמעותית מאלו שהופקו בשנים האחרונות, באופן אשר יביא לשיפור משמעותי ביחסי הכיסוי; התקדמות בפרויקט להקמת תחנת כח באשקלון - דוראד אנרגיה בע"מ, המוחזקת בשירות (11.25%), משפרת את הנראות לקבלת תזרימים משמעותיים בטווח הארוך וכן עשויה לחזק את ההון העצמי; שיפור בבשלות מגזרי הפעילות של החברה מקטין משמעותית את תלות החברה במחזור חובות בשוק ההון.

פעילויות הייזום למגורים בישראל ובפולין צפויות לייצר תזרים משמעותי מאוד לשירות החוב בשל הבשלת פרויקטים ובהסתמך על קצב המכירות הנוכחי

לאחר מספר שנים, בהן לחברה היה רווח נמוך יחסית מתחום הייזום למגורים בישראל, החברה החלה להכיר ברווחים במהלך המחצית הראשונה של שנת 2012 (כ-14 מיליון ₪). לאור היקף הדירות שנמכרו וטרם נמסרו וכן המלאי שטרם נמכר בפרויקטים בביצוע, בטווח הקצר-בינוני מגזר זה צפוי לתרום משמעותית יותר לתוצאות החברה. האמור נתמך, בין היתר, בקצב ומחירי המכירות בפרויקטים בביצוע וכן במקדמות מרוכשי דירות בהיקף של כ-212 מיליון ₪, נכון ליום 30.06.2012 לעומת כ-86 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2010.

פעילות החברה לייזום למגורים בפולין, מתבצעת באמצעות חברת Ronson Europe N.V ("רונסון") (32%) - חברה ציבורית, הנסחרת בבורסה בוורשה, המצויה בשליטה משותפת של החברה וחברת תיאטרות ישראל. רונסון הינה חברה בעלת מינוף נמוך (הון עצמי לסך מאזן בנטרול מקדמות של כ-63%, חוב נטו ל-CAP נטו של כ-23%, הון עצמי ללא זכויות מיעוט של מעל 500 מיליון ₪) אשר בונה כיום כ-1,000 יח"ד. במהלך המשבר הפיננסי בשנת 2009, רונסון האטה את קצב הפיתוח של הפרויקטים כך שבשנת 2011 ובמחצית הראשונה של שנת 2012 הייתה מסירה מועטה של יח"ד וכתוצאה - לא הוכרו הכנסות בהיקף משמעותי. אולם, בהתאם להיקף הבנייה וקצב המכירות הנוכחי, מגמה זו צפויה להשתנות, בטווח הקצר-בינוני כך שהחברה צפויה להפיק רווח גולמי משמעותי יותר. בהתחשב בפרויקטים בתכנון ובעתודות הקרקע, רונסון צפויה לשמור על היקף פעילות גבוה גם בשנים הבאות. צפי זה משתקף גם מהגידול בהיקף המקדמות של רונסון, מהיקף של 44 מיליון זלוטי ביום 31.12.2010 להיקף של 128 מיליון זלוטי ביום 30.06.12.

3

בהתחשב בשיפור בתזרים הצפוי מפעילות ייזום הבנייה למגורים הן בישראל והן בפולין (כאמור, מרבית השיפור טרם בא לידי ביטוי בדוחות הכספיים), בנוסף לפעילות דורי בנייה וההתייעלות התפעולית ברמת המטה, לצד שיפור ברמות המינוף, הקבוצה צפויה להציג שיפור משמעותי מאוד בהיקף התזרים הפרמננטי וביחסי הכיסוי כבר בטווח הקצר-בינוני.

יציבות בפעילות דורי בנייה אשר ממשיכה להפיק רווחים ותזרים משמעותי לשירות החוב, תוך שמירה על צבר ניכר, הן בתחום בניית מגדלים והן בתחום הגמר באמצעות חברת רום גבס

דורי בנייה הינה חברה ציבורית, המוחזקת בשיעור של כ-71% 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 ולמרות שחלה שחיקה מסוימת בשיעורי הרווחיות (אשר עומדים על כ-6.5% נכון ליום 30.06.12 לעומת כ-8% במועד הדירוג הקודם), היקף הרווח הגולמי והתזרים הפרמננטי מצויים בצמיחה. בהתחשב ברווחיות ובתזרים הגלום בצבר ההזמנות אשר עומד על כ-3 מיליארד ₪, ב-Track Record של החברה ובמוניטין החברה, אשר מסייע להוספת פרויקטים חדשים לצבר, דורי בנייה צפויה להמשיך ולהפיק תזרים משמעותי לשירות החוב. יצוין כי במחצית הראשונה של 2012, דורי בנייה הפיקה FFO בהיקף של כ-26 מיליון ₪ אשר מהווה שיא עבור החברה. מכיוון שהיקף הפעילות עשוי להשתנות בהתאם להיקף הפרויקטים שיתווספו לצבר, מידרוג התחשבה בתרחיש של ירידה מסוימת בהיקף התזרים שהחברה תפיק בטווח הבינוני-ארוך. מנגד, קיטון בהיקף הפעילות עשוי לתרום לשיפור ברמות המינוף של הקבוצה בשל קיטון בהיקף ההון החוזר ולסייע להגדיל משמעותית את היקף הנזילות, תוך הקטנת היקף ההתחייבויות החוץ מאזניות בכל הנוגע לערבויות טיב וביצוע.

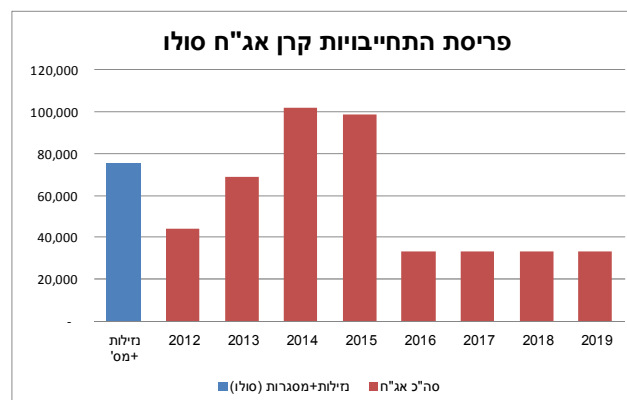
דוראד - התקדמות בפיתוח הפרויקט, הסכמים לקבלת גז ממאגר תמר והסכמים מול לקוחות להספקת חשמל מובטחת בהיקף משמעותי ביחס ל-capacity משפרים משמעותית את נראות התזרים מהפרויקט.

החברה מחזיקה בכ-60% ממניות דורי אנרגיה בע"מ (להלן: "דורי אנרגיה"), המחזיקה בכ-18.75% 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. הפרויקט מצוי בתהליך הקמה אשר צפוי להסתיים בסוף שנת 2013. לאחרונה נחתם הסכם בין דוראד למאגר הגז תמר להספקת גז טבעי, באופן המשפר את הנראות להיקף ההוצאות בפרויקט. בנוסף, נחתמו הסכמים מול לקוחות פרטיים להספקת חשמל בהיקף משמעותיים ביחס ל-capacity של התחנה ומתנהלים מו"מ נוספים ליתרת ה-Capacity. ככל שהתחנה תפעל ותפיק תזרים בהתאם לתחזיות, להערכת מידרוג, דורי קבוצה עשויה ליהנות מדיבידנדים/החזר הלוואות בעלים, בהיקף משמעותי החל משנת 2015, והצפת שווי משמעותי כבר לפני כן. המשך התקדמות הפרויקט בהתאם לציפיות החברה עשוי להשפיע לחיוב על פרופיל הסיכון.

נזילות וגמישות פיננסית טובות ביחס ללוח הסילוקין

נזילות החברה הינה טובה ביחס ללוח הסילוקין וכוללת, נכון ליום 30.06.2012, יתרות נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות בהיקף של כ-222 מיליון ₪ ברמת הדוח המאוחד (75 ברמת הסולו) כמו כן, לחברה זומנים מוגבלים בחשבונות ליווי בנקאי בהיקף של כ-103 מיליון ₪ (ברמת הסולו), אשר צפויים להשתחרר עם השלמת הפרויקטים.

חלויות האג"ח של החברה כוללות פירעון של כ-43 מיליון ₪ במחצית השנייה של שנת 2012 (מתוכם 27 מיליון ₪ כבר נפרעו) וכ-69 מיליון ₪ בשנת 2013. המקורות לשירות החוב כוללים את היקף הנזילות ומסגרות האשראי הלא מנוצלות, המזומנים המוגבלים, שישוחררו מהגבלות והתזרים המשמעותי, הצפוי בטווח הקצר בינוני, בגין מגזרי פעילות הייזום למגורים בישראל, פולין ובגין פעילות הבנייה עבור אחרים (ראה לעיל). כמו כן, לקבוצה גמישות פיננסית, הנסמכת בעיקר מאחזקות בחברות ציבוריות דורי בניה ורונסון בשווי שוק כולל של כ-190 מיליון ₪ ומידה פחותה יותר באחזקות במספר קרקעות לא משועבדות. לאור האמור ובהתחשב במגוון ואיכות המקורות, להערכת מידרוג, לחברה יתרת נזילות וגמישות פיננסית טובות.



קבוצת א. דורי בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים מאוחד לרבות רונסון (אלפי ש"ח)¹

31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	30.06.2011	31.12.2011	30.06.2012	נתונים פיננסיים עיקריים אלפי ש"ח
334,164	309,668	309,478	27,628	76,382	170,789	הכנסות ממכירת בניינים וקרקעות
846,820	840,562	1,029,341	599,888	1,308,301	786,406	הכנסות מביצוע עבודות
4,007	3,532	2,505	588	1,051	454	הכנסות משכירות
1,184,991	1,153,762	1,341,324	628,104	1,385,734	957,649	סך הכנסות
111,038	106,115	140,904	48,790	99,400	79,186	רווח גולמי
9.4%	9.2%	10.5%	7.8%	7.2%	8.3%	שיעור רווח גולמי
31,860	27,444	61,874	102,769	109,233	39,969	EBITDA
16,957	-517	16,388	54,011	68,593	10,600	רווח נקי
663,904	667,654	731,794	705,992	653,387	614,783	חוב פיננסי
145,965	170,478	268,835	219,009	188,507	137,948	נזילות
517,939	497,176	462,959	486,983	464,880	476,835	חוב פיננסי נטו
947,856	940,531	1,101,484	1,127,519	1,063,691	1,026,398	CAP
801,891	770,053	832,649	908,510	875,184	888,450	CAP נטו
1,268,539	1,339,767	1,603,636	1,621,933	1,706,664	1,728,059	סך מאזן בנטרול מקדמות
276,675	305,253	362,375	412,260	399,859	444,544	הון עצמי
70.0%	71.0%	66.4%	62.6%	61.4%	59.9%	חוב ל - CAP
64.6%	64.6%	55.6%	53.6%	53.1%	53.7%	חוב נטו ל - CAP נטו
24.6%	26.1%	27.1%	29.4%	26.3%	28.0%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות ונזילות
21.8%	22.8%	22.6%	25.4%	23.4%	25.7%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות
-22,728	-6,609	10,535	16,203	13,672	10,830	FFO
16.3	18.1	7.5	2.4	4.3	6.0	חוב נטו ל-EBITDA
שלילי	שלילי	69.5	21.8	47.8	28.4	חוב ל-FFO
שלילי	שלילי	43.9	15.0	34.0	22.0	חוב נטו ל - FFO

* התוצאות לשנת 2011 הושפעו לחיוב בשל הכנסות דמי ייזום ורווח ממכירת 40% לקרן אלומי בבין האחזקה בדוראד, ה - FFO לשנת 2008 כלל נטרול הוצאות חד פעמיות, בהתאם להערכות החברה, אשר נבעו מהליך הרה-ארגון.

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 30.06.11.

קבוצת א. דורי בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים סולו (אלפי ₪)

31.12.07	31.12.08	31.12.09	31.12.10	30.6.2011	31.12.11	30.06.12	א. דורי סולו אלפי ₪
453,618	303,602	206,117	155,117	7,131	84,453	255,049	הכנסות
123,151	24,398	19,870	28,134	-12,921	12,624	15,389	רווח (הפסד) בגין מוחזקות
55,836	10,540	-6,812	-1,391	50,193	60,694	3,430	רווח נקי
506,819	511,960	503,966	587,451	532,248	513,400	473,665	חוב פיננסי
76,479	87,894	152,444	149,411	106,918	153,335	121,676	נדילות כולל מזומנים מוגבלים
9,027	43,195	49,799	79,850	100,000	103,818	102,927	מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי
67,452	44,699	102,645	69,561	6,918	49,517	18,749	נדילות חופשית
439,367	467,261	401,321	517,890	525,330	463,883	454,916	חוב פיננסי נטו
625,719	713,620	707,730	790,414	779,540	757,364	753,735	CAP
558,267	668,921	605,085	720,853	772,622	707,847	734,986	CAP נטו
118,900	201,660	203,764	202,963	247,292	243,964	280,070	הון עצמי
859,750	787,866	792,025	893,809	866,098	923,278	944,462	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
81%	72%	71%	74%	68%	68%	63%	חוב פיננסי / CAP
79%	70%	66%	72%	68%	66%	62%	חוב פיננסי נטו / CAP נטו
14%	26%	26%	23%	29%	26%	30%	הון עצמי למאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
66%	61%	59%	68%	60%	50%	51%	LTV (כחברת אחזקות (ספרים))
66%	61%	59%	63%	59%	56%	56%	LTV (כחברת אחזקות (spot))
N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	N/R	52%	LTV (כחברת אחזקות (24 חודש))

אופק הדירוג

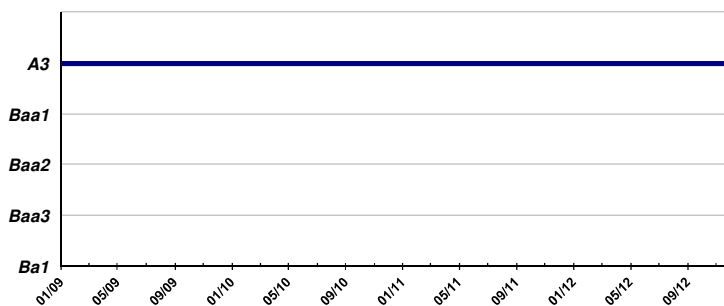
6

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- המשך שיפור ביחסי כיסוי תוך חיזוק ההון העצמי
- עמידת החברה בתוכניות ליצירת תזרים פרמננטי חיובי ויציב ולשמירה על יחסי כיסוי מהירים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- עלייה ביחס החוב ל- CAP מעבר לשיעור של 70%
- שינויים מהותיים במבנה הבעלות בחברה ובניהול
- כניסה לפרויקטים יזמיים משמעותיים המגדילים את פרופיל הסיכון
- חלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי שיש בה כדי לפגוע באיתנות הפיננסית ובנדירות



אודות החברה

קבוצת א. דורי בע"מ החלה את פעילותה 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 וביזום, 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.

7

דוחות מתודולוגיים:

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

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

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוחות קודמים: פעולת דירוג אוגוסט 2011 ופעולת דירוג ינואר 2012

תאריך דוח: 4 בנובמבר 2012

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 הונית - 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 שאלה 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") 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 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 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.