

קבוצת עזריאלי בע"מ

דוח מעקב שנתי | אוגוסט 2010

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט
eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

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

קבוצת עזריאלי בע"מ

דירוג סדרה	דירוג: Aa2	אופק הדירוג: יציב
------------	------------	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש דירוג Aa2 באופק יציב עבור סדרת אג"ח א' שבמחזור, של קבוצת עזריאלי בע"מ – בשמה הקודם: קנית ניהול השקעות ומימון בע"מ- (להלן: "קבוצת עזריאלי" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31 במרץ 2010:

שנות פירעון האג"ח *	יתרת האג"ח בספרים 31.3.10 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח 31.3.10 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2008-2017	696,661	מדד	4.8%	629,000	3/2007	לא סחיר	אג"ח א'

* ליום 31 במרץ, 2010 סכום של כ- 246 מיליון ₪ מהסכום המונפק, ייפרע ב- 6 תשלומים שווים בין השנים 2016-2011 והיתרה, בהיקף של כ- 451 מיליון ₪, תיפרע בתשלום אחד בשנת 2017 ** יצוין כי מידרוג מדרגת ניירות ערך מסחריים בסכום של 135 מיליון ₪ (יתרה ליום 30 ביוני 2010 – 135 מיליון ₪) אשר הונפקו על ידי החברה בדירוג לזמן קצר של P-1. הדירוג לז"ק הינו בתוקף עד ליום 30 ביוני, 2011.

2

דירוג החברה וקביעת האופק היציב נתמכים בטעמים הבאים: החברה הינה חלק מקבוצת עזריאלי, הפועלת בישראל למעלה מ- 20 שנה, בניהול, ייזום והקמה של נדל"ן מסחרי מניב, ונהנית מאיכות ניהול גבוהה וניסיון רב בניהול נכסים מניבים ובפרט נכסים מסחריים; הקניונים אשר בבעלות החברה, הינם מהגדולים והוותיקים בארץ ושומרים על שיעורי תפוסה גבוהים ויציבות בהכנסות; לחברה גמישות פיננסית גבוהה, הנובעת מהחזקה בנכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי ונכסים בעלי שיעורי LTV נמוכים; לחברה איתנות פיננסית גבוהה מתמשכת וכן רמת נזילות גבוהה ביותר, העומדת על כ- 2.2 מילארד ₪ (מזומנים וני"ע וזאת לאחר ניכוי שימושים בהתאם לייעוד שנקבע בתשקיף), למועד הדוח, כתוצאה מגיוס הון שביצעה החברה לאחרונה; צפוי לחול שיפור בשקיפות החברה בעקבות הפיכתה לחברה ציבורית. מנגד, החברה עשויה להיות חשופה לשינוי בשווי אחזקותיה בבנק לאומי (כ-4.8%), אשר מוצגים בספרי החברה בשווי של כ- 1.2 מיליארד ₪ נכון ליום 31.03.2010; כמו כן, פעילות החברה עשויה להיות חשופה לכניסת המשק הישראלי למיתון קיצוני ו/או פגיעה משמעותית בתחום הקניונים בשל פתיחתם של מרכזים נוספים.

על אף השיפור בפרמטרים הפיננסיים העיקריים של החברה, אופק הדירוג היציב משקף אפשרות שרמת הנזילות הנוכחית בחברה אינה מייצגת את הרמה הצפויה בטווח הארוך לאור השקעה צפויה בפיתוח נכסי נדל"ן ולאור אסטרטגיית החברה בעבר, לבצע השקעות מחוץ לתחום פעילות הליבה.

גידול משמעותי בנזילות החברה ושיפור ביחסי האיתנות של החברה בעקבות הנפקת 25% ממניות החברה

בחודש יוני 2010 הנפיקה החברה כ- 25% ממניותיה עבור סך תמורה תזרימית, בניכוי הוצאות הנפקה, של כ- 2.48 מיליארד ₪ כפי שפורסם בתשקיף החברה מיום 12 במאי, 2010 כפי שתוקן ביום 25 במאי 2010 ("התשקיף"). כתוצאה מההנפקה גדלה יתרת הנזילות של החברה באופן משמעותי והיא עומדת כיום על כ- 2.2 מיליארד ₪ (זאת לאחר ניכוי שימושים בהתאם לייעוד שנקבע בתשקיף). בהתאם לתשקיף, יתרת תמורת ההנפקה מיועדת בין היתר למימון מספר פרויקטים בתכנון והקמה, שטווח עלות הקמתם המוערכת הינו 1.2-1.5 מיליארד ₪. להערכת מידרוג, תמורת ההנפקה צפויה לשפר את הנזילות ויחסי האיתנות של החברה בטווח הקצר – בינוני. אף על פי כן, מידרוג תבחן את מדיניות השקעת הכספים ורמת הנזילות שתישמר בחברה לאורך זמן, על מנת לעמוד על הרמה הפרמננטית אשר תאפיין את החברה בעתיד לגבי פרמטרים אלו.

רכישת קניון חיפה אשר צפוי להגדיל את ה- NOI השנתי של החברה

בחודש ינואר 2010 רכשה החברה את מלוא הזכויות בקניון עזריאלי חיפה, בתמורה לכ- 300 מיליון ₪. כמפורט בתשקיף להערכת החברה, עלות ההשקעה הנדרשת להתאמת הנכס לסטנדרטים המקובלים בנכסי הקבוצה ולקבלת כל האישורים הנדרשים על ידי הרשויות, עומדת על כ- 4 מיליון ₪. החברה מימנה את הרכישה, בין היתר, באמצעות הלוואה בהיקף של כ- 225 מיליון ₪, שכנגדה שועבד הנכס (צמודה למדד המחירים לצרכן- קרן וריבית), בריבית של 4.2%. על פי מצגים שניתנו לחברה במסגרת עסקת הרכישה, ערב רכישת קניון חיפה על ידי החברה, דמי השכירות השנתיים עמדו על כ- 25.5 מיליון ₪.

¹ ממועד פרסום דוח המעקב השנתי ביולי 2009



מדיניות דיבידנד חדשה

כפי שפורסם בתשקיף, ביום 25 במאי 2010 אימץ דירקטוריון החברה מדיניות חלוקת דיבידנד, לפיה, לאחר פרסום הדוחות השנתיים, החברה תחלק דיבידנד בשיעור של 35% מהרווח הנקי של החברה וזאת בכפוף למצב תזרים המזומנים של החברה, מידת היזדקקותה למזומן למימון פעילותה הקיימת או המתוכננת וכן כי גובה הדיבידנד צפוי להיות מושפע מרווחי החברה ודרכי פעילותה לרבות השקעות והזדמנויות שעשויות להפחית את נזילותה. יישום מדיניות הדיבידנד הנ"ל עלול להשפיע בטווח הארוך על רמת יחסי האיתנות והנזילות, כפי שצפויים להשתקף בדוחות הכספיים הקרובים (לאחר הנפקת ההון). יש לציין, כי בהתאם להתחייבות החברה לבעלי אג"ח א', החברה התחייבה שלא לחלק דיבידנד לבעלי מניותיה, ככל שחלוקה כאמור תגרום לירידה בדירוג אגרות החוב.

לחברה נכסי נדל"ן (ללא נכסי קניית השלום וחברות בנות שלה), המוערכים בשווי הוגן ליום 31.12.2009 של כ – 5.15 מיליארד ₪², אשר תורמים ליציבות החברה, לגמישותה הפיננסית וליכולתה להפיק תזרים מזומנים פרמננטי

נכסי הנדל"ן של החברה (ללא נכסי קניית השלום וחברות בנות שלה) מושכרים לכ – 1,100 שוכרים², בשיעורי תפוסה גבוהים מאוד. למעט קניין גבעתיים וקניין חיפה אשר נרכשו בשנתיים האחרונות, ה – LTV של נכסי החברה הינו נמוך יחסית. לחברה נכסי נדל"ן לא משועבדים בהיקף משמעותי, בשווי כולל של כ – 3.5 מיליארד ₪², הכוללים את קניין איילון, ירושלים (ישנה יתרה של כ- 100 מיליון ₪ הלוואה להקמתו אך ללא שעבוד הנכס), אור יהודה outlet וקניין הנגב. יצוין, כי מגמת השיפור בהכנסות זה – NOI של החברה עלולה להיבלם, כתוצאה מפתיחתם הצפויה של מרכזים מסחריים נוספים בישראל ו/או האטה משמעותית עתידית במשק אשר עלולים לעורר לחצים להקטנת דמי השכירות על מנת להקל על עומס השוכרים.

² לפי תחשיב שנעשה על ידי מידרוג המבוסס על נתונים שנכללו בתשקיף החברה.

התפתחות התוצאות הכספיות (סולו)

הנתונים המוצגים בטבלה למטה הינם בהתאם לתחשיב שנערך על ידי מידרוג בהתבסס על הנתונים הפיננסיים של החברה כפי שהוצגו בתשקיף ההנפקה

31.12.2007	31.12.2008	31.03.2009	31.12.2009	31.03.2010	נתונים ויחסים פיננסיים עיקריים
אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	אלפי ₪	
247,649	275,913	69,882	340,957	95,587	הכנסות מדמי שכירות ניהול ואחזקה
16,615	309	-	365	-	הכנסות אחרות
264,264	276,222	69,882	341,322	95,587	סה"כ הכנסות
96.3%	97.4%	98.0%	96.3%	97.7%	% רווח גולמי מדמי שכירות ניהול ואחזקה
310,274	115,876	-28,000	123,342	-3,699	רווח (הפסד) מהתאמת שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
130,453	327,776	8,931	186,357	11,739	הוצאות מימון
132,149	129,755	11,567	144,355	3,926	הכנסות מימון
546,655	161,446	36,584	372,939	68,594	רווח לפני חלק בחברות מוחזקות
803,573	618,078	100,339	956,357	140,768	רווח נקי
493,299	502,202	128,339	833,015	144,467	רווח נקי בנטרול שערך שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
3,544,302	3,625,190	4,402,234	4,583,351	4,884,145	נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה
1,116,460	3,934,975	4,174,148	4,550,364	4,632,730	השקעות והלוואות למוחזקות
1,657,041	1,792,544	2,348,899	2,977,831	3,183,844	חוב פיננסי
984,644	174,490	24,775	31,906	15,361	יתרות נזילות
672,397	1,618,054	2,324,124	2,945,925	3,168,483	חוב פיננסי נטו
236,091	243,974	61,937	291,791	80,179	EBITDA בנטרול שערך
5,747,392	8,376,185	9,040,109	10,933,313	11,274,394	CAP
4,762,748	8,201,695	9,015,334	10,901,407	11,259,033	CAP נטו
3,413,550	5,883,594	5,992,816	7,314,200	7,450,848	הון עצמי וחזויות מיעוט
5,797,335	8,436,089	9,244,836	11,029,131	11,371,747	סך מאזן
58.9%	69.7%	64.8%	66.3%	65.5%	הון עצמי וחזויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
28.8%	21.4%	26.0%	27.2%	28.2%	חוב ל-CAP
14.1%	19.7%	25.8%	27.0%	28.1%	חוב נטו ל-CAP נטו
94,613	93,229	48,959	176,145	44,688	* FFO
17.5	19.2	12.0	16.9	17.8	חוב פיננסי ל-FFO **
7.1	17.4	11.9	16.7	17.7	חוב פיננסי נטו ל-FFO
7.0	7.3	9.5	10.2	9.9	חוב פיננסי ל-EBITDA בנטרול שערך
2.8	6.6	9.4	10.1	9.9	חוב פיננסי נטו ל-EBITDA בנטרול שערך
1.8	0.7	6.9	1.6	6.8	EBITDA בנטרול שערך להוצאות מימון

חושב לפי רווח תפעולי מפעילות מניבה שוטפת, בניכוי הוצאות מימון נטו תזרימיות ומס שוטף

** היחס המייצג התקופות הבאות עשוי להשתפר, בהתאם להנבה מלאה מנכסים חדשים, קיטון בהוצאות המימון, גידול בהכנסות המימון, קיטון בדמי ניהול לבעל שליטה וכדומה

גידול בהכנסות וברווח הגולמי מפעילות הליבה שמירה על רווחיות גולמית גבוהה ויציבה

הכנסות החברה (סולו) מדמי שכירות ניהול ואחזקה צמחו בכ – 38% בין שנת 2007 לשנת 2009 כאשר קצב הכנסות החברה (סולו) מדמי שכירות ניהול ואחזקה ברבעון הראשון של שנת 2010 מייצג גידול של 12% בגילום שנתי, לעומת שנת 2009. חלק ניכר מהצמיחה האמורה נובעת מפתיחתם ורכישתם של נכסי נדל"ן נוספים בשנים אלו (כדוגמת, רכישת קניון גבעתיים בשנת 2009 ורכישת קניון חיפה השנה). אולם, לפי נתוני החברה כפי שהופיעו בתשקיף, החברה (במאוחד) נהנתה גם מצמיחה שנתית ממוצעת של כ – 5.5% בדמי שכירות בקניונים זהים בין שנת 2004 לשנת 2009 (קרי, קניונים שהיו בבעלות החברה לכל אורך התקופה). ניתן לייחס חלק ניכר משיעור צמיחה זה להיותם של הסכמי השכירות צמודים למדד המחירים לצרכן. כמו כן, בין שנת 2007 ל-1Q של שנת 2010, החברה שומרת על רווחיות גולמית גבוהה מפעילות השכירות, בהיקף של כ- 96%–98%.²

יחסי איתנות בולטים לטובה כתוצאה מהנפקת ההון; צפי לחזרתם של יחסי האיתנות לרמתם הקודמת בטווח הארוך

לפי נתוני פרופורמה שערכה מידרוג לנתוני החברה (סולו) לאחר הנפקת ההון, יחסי האיתנות שהחברה צפויה להציג בדוחותיה הבאים יראו שיפור משמעותי לעומת היחסים בעבר אשר גם כן בלטו לטובה. מידרוג תיבחן אם היחסים הנ"ל מייצגים רמה פרמננטית גם בטווח הארוך. בנוסף, ההון העצמי של החברה חשוף לתנודתיות, בשל ההתאמה לשווי הוגן כנגד קרן הון של אחזקות החברה במניות לאומי ולאומי קארד. אם כי, שווי המניות הבורסאי כיום עדיין גבוה ממחיר רכישת המניות בידי חברה.

שיפור משמעותי ביחסי הכיסוי נטו של החברה בעקבות הנפקת ההון

החוב הפיננסי של החברה עלה במהלך השנים האחרונות בעקבות השקעות משמעותיות אשר מומנו בחלקן באמצעות הלוואות בנקאיות - רכישת קניון גבעתיים, קניון חיפה וכ- 5% ממניות בנק לאומי. השקעות אלו השפיעו על יחסי הכיסוי בטווח הקצר. יחד עם זאת, יחסי הכיסוי צפויים להשתפר באופן משמעותי בהתחשב בנזילות הגבוהה של החברה לאחר הנפקת ההון. אף על פי כן, מידרוג מעריכה, כי בטווח הבינוני-ארוך, יחסי הכיסוי נטו יעלו, בעקבות קיטון עתידי ביתרת הנזילות של החברה. יצוין כי בטווח הקצר ישפיעו ההשקעות בפיתוח נכסי נדל"ן והשקעות אחרות במסגרת חברת קניית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קניית השלום" ו/או "החברה הבת"), אשר מומנו בחלקם על ידי החברה, על יחסי הכיסוי נטו ברמת הסולו.

נזילות גבוהה מאוד ביחס להיקף החלויות של החברה; גמישות פיננסית גבוהה

לחברה יתרת נזילות, נכון למועד דוח דירוג זה, בהיקף של כ – 2.2 מיליארד ₪ המספקים את צרכי המימון השוטפים של החברה ומקנים לחברה מקור לפירעון התחייבויותיה בטווח הבינוני - ארוך. אולם, לאור כוונת החברה כפי שפורסמה בתשקיף לבצע השקעות בפרויקטים בהקמה בתחום הנדל"ן, בגובה של בין 1.2-1.5 מיליארד ₪ בשנים הבאות (כולל פרויקטים שיבנו על ידי קניית השלום) ולאור מדיניות הדיבידנד של החברה (ראה לעיל), מידרוג צופה כי יתרת הנזילות הנ"ל תרד מרמתה הנוכחית.

בנוסף, נכון ליום 31.03.2010, לחברה (סולו) מספר נכסים לא משועבדים, הכוללים את קניין איילון, קניין ירושלים קניון הנגב, מניות לאומי קארד וחלק ממניות לאומי, בהיקף כולל של כ – 4.2 מיליארד ₪ (סולו)². נתון שעשוי להקל על מחזור והגדלת חוב בנקאי בעתיד, במידת הצורך.

אופק הדירוג

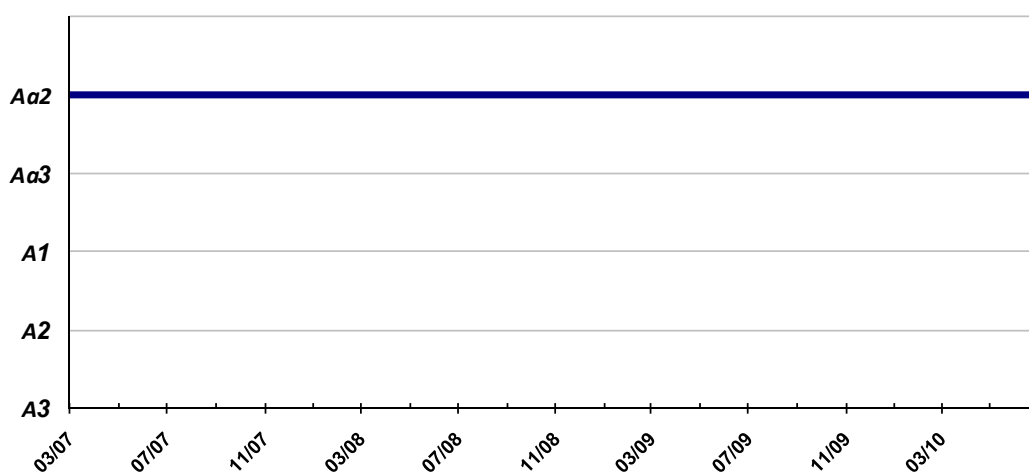
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- גידול בהיקפי פעילות החברה, תוך שמירה על יחסי האיתנות הפיננסית ויחסי הכיסוי, בהתאם לרמתם הנוכחית
- שמירה על יחסי איתנות ונזילות דומה לזו הצפויה בעקבות הנפקת ההון לאורך זמן

גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה ואופק הדירוג

- ירידה בגמישות הפיננסית, במקביל לירידה משמעותית בנכסים חופשיים משעבוד
- יישום חריג של מדיניות דיבידנד אשר תשפיע מהותית על האיתנות הפיננסית ועל נתוני הנזילות
- שינויים משמעותיים בליבת העסקים ובמאפיינים הפיננסיים, אם תיכנס החברה להשקעות מהותיות חדשות
- שינוי מהותי בתמהיל הפעילות בין פעילות ייזום לבין בעלות ותפעול נכסים מניבים, באופן אשר יעלה את הסיכון העסקי
- ירידה בדירוג חברת קניית השלום

היסטוריית דירוג



קבוצת עזריאלי בע"מ (להלן: "קבוצת עזריאלי" או "החברה"), מקבוצת עזריאלי, עוסקת, הן בעצמה והן באמצעות חברות בנות וחברות מוחזקות שלה, בעיקר בתחום הנדל"ן המניב בישראל, כאשר מרבית פעילותה העסקית של הקבוצה הינה בתחום מרכזי המסחר והקניונים בישראל ובתחום שטחי השכרה למשרדים ואחרים בישראל. החברה הוקמה בשנת 1983 על ידי מר דוד עזריאלי אשר רכש את הקרקע עליה ממוקם כיום קניון עזריאלי איילון.

החברה מחזיקה במישרין שישה קניונים בישראל (בנוסף להחזקותיה העקיפות בנכסי נדל"ן מניב כמפורט להלן) – קניון עזריאלי איילון (100%), קניון עזריאלי הנגב (100%), קניון עזריאלי ירושלים (100%), קניון עזריאלי חולון (60%, 40% נוספים מוחזקים בעקיפין ע"י חברה בבעלות מלאה), קניון עזריאלי גבעתיים (100%) וקניון עזריאלי חיפה (100%). למעט קניון עזריאלי חולון, אשר החזקותיה הישירות של החברה בו נרכשו בשנת 2000, קניון עזריאלי גבעתיים אשר רכישתו הושלמה בשנת 2009 וקניון עזריאלי חיפה אשר נרכש בשנת 2010, כל הקניונים נבנו על ידי החברה, כאשר הקניון הראשון – קניון עזריאלי איילון נפתח ב-1985, קניון עזריאלי הנגב נפתח בשנת 1990 וקניון עזריאלי ירושלים נפתח בשנת 1993. כמו כן, מחזיקה החברה בנכסי נדל"ן נוספים באמצעות חברות בנות נוספות וכן בעתודות קרקע, בכ- 19.7 דונם בצומת הצ'ק פוסט בחיפה.

החברה מחזיקה כ- 100% מהון המניות של חברת קנית השלום השקעות בע"מ (להלן: "קנית שלום" ו/או "החברה הבת"). קנית השלום העוסקת בייזום, פיתוח וניהול של נכסי נדל"ן, שהעיקריים בהם הינם מרכז עזריאלי בת"א, הכולל קניון, שלושה מגדלי משרדים וחניון, הרצליה ביזנס פארק, הנמצא בבעלות גמל תשואה להשקעות בע"מ (החברה בבעלות מלאה של קנית השלום), הכולל בנייני משרדים, מגורים להשכרה וחניון. בנוסף, קנית השלום מחזיקה בחברת גרנית הכרמל השקעות בע"מ (60.68%) אשר הינה חברת אחזקות, הפועלת באמצעות חברות בנות בתחומי האנרגיה תזקי נפט, התשתיות והנדל"ן בישראל צבע וגמר בניה ועוד. אגרות החוב של קנית השלום מדורגות בדירוג Aa2 באופק יציב.

כמפורט בתשקיף ההנפקה, במאי 2008 רכשה החברה 20% מהון מניותיה של חברת לאומי קארד בע"מ. באפריל 2009 רכשה החברה כ- 4.8% מהון המניות המונפק והנפרע של בנק לאומי לישראל בע"מ.

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 ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

סולם דירוג התחייבויות

התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	<i>Aaa</i>	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאוד.	<i>Aa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	<i>A</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Baa</i> כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	<i>Baa</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	<i>Ba</i>	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	<i>B</i>	
התחייבויות המדורגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	<i>Caa</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>Ca</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.	<i>C</i>	

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") 2010.

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 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 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 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.