

גזית גלוב בע"מ

Aa3	דירוג Issues
-----	--------------

מידרוג מדרגת בדירוג Aa3 אגרות חוב סדרה ג' שיונפקו ע"י גזית גלוב בע"מ באופן הבא:

אגרות חוב סדרה ג' בסך של 75 מיליון ₪ אשר עומדות לפירעון בשמונה תשלומים (כל אחד משבעת התשלומים הראשונים יהיה בשיעור 10% מהקרן והתשלום השמיני והאחרון יהיה בשיעור 30% מהקרן) ביום 30 ביוני של כל אחת מהשנים 2011-2018 (כולל). האג"ח נושאות ריבית שנתית בשיעור של 4.95% לשנה וצמודות (קרן וריבית) לעלייה במדד המחירים לצרכן.

4.5 מיליון כתבי אופציה (סדרה ג') הניתנים למימוש ל-450 מיליון ₪ ע.נ אגרות חוב (סדרה ג') עד ליום 18 באוגוסט 2005 באופן שכל כתב אופציה (סדרה ג') ניתן למימוש ל-100 ₪ ע.נ במחיר מימוש של 112 ₪ צמוד למדד המחירים לצרכן.

החברה מייעדת את תמורת ההנפקה להחלפת חוב בנקאי.

אביטל איגנר
אנליסטית

a.ignier@midroog.co.il

הדירוג Aa3 תקף גם לאגרות חוב ישראליות של החברה שבמחזור על פי הטבלה שלהלן:

דירוג	מועד פדיון סופי	יתרה ל- 31.12.2004 מיליוני ₪	ריבית	הצמדה	סדרת אג"ח
Aa3	2005	11	L+0.5%	דולר	סדרה ד'
Aa3	2007-2017	598	6.50%	דולר	סדרה א'
Aa3	2014-2016	69	E+2%	יורו	סדרה ב'
Aa3	2006-2015	101	5.95%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa3	2010	121	5.55%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa3	2005-2012	71	5.65%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa3	2010-2012	100	5.10%	מדד	אג"ח לא סחיר
Aa3	2011-2018	*425	4.95%	מדד	סדרה ג'

* אג"ח שהונפק למוסדיים באפריל 2005 ואינו כולל את הסכומים אשר מונפקים במסגרת ההנפקה האמורה לעיל.

אביטל בר דיין
ראש תחום תאגידים
ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il

מידרוג בע"מ
מגדל המילניום
רח' הארבעה 17
תל-אביב, 64739
טל': 03-6844700
פקס: 03-6855002
info@midroog.co.il
www.midroog.co.il

פרופיל החברה

גזית גלוב (להלן "גזית" או "החברה") הינה חברת השקעות בנדל"ן העוסקת במישרין ובאמצעות חברות מוחזקות (להלן: "הקבוצה") ברכישה, פיתוח וניהול נכסים מניבים בארה"ב, קנדה, פינלנד וישראל. הקבוצה מתמקדת בעיקר בענף המרכזים המסחריים הפתוחים מעוגני סופרמרקטים. בנוסף, פועלת הקבוצה בענף הדירוג המוגן בארה"ב ובישראל בהיקפים נמוכים יותר.

נכון ל-28.3.2005 הקבוצה מחזיקה באמצעות חברות מוחזקות, (בבעלות חלקית), ב-306 נכסים מניבים בשטח בנוי בהיקף של כ-3.1 מיליון מ"ר הכוללים כ-287 מרכזים פעילים, 10 מרכזים מסחריים בפיתוח, 8 בתי דירוג מוגן הכוללים כ-1,300 יחידות דירוג, בניין משרדים בתל אביב ושותפות המחזיקה בקרקע לפיתוח עתידי. בנוסף, מחזיקה החברה ב-כ-39% מחברה פינית Citycon. דמי השכירות השנתיים בגין הנכסים בארה"ב ובקנדה עומדים על כ-2 מיליארד ₪. הנכסים רשומים בספרים על סך של כ-15.6 מיליארד ₪.

הקבוצה פועלת בארה"ב בעיקר באמצעות Equity One ("Equity"), חברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרות בבורסה בניו יורק ואשר החברה מחזיקה בה במישרין ובאמצעות First Capital בכ-39.6% מהון

מניותיה. Equity פועלת באזור דרום מזרח ארה"ב ובעלותה כ-183 מרכזים מסחריים עוד 6 מרכזים בפיתוח. Equity פועלת כ-REIT אשר מקנה לה הטבות מיסוי. בקנדה פועלת הקבוצה באמצעות First Capital Realty, ("FCR") חברה ציבורית שניירות הערך שלה נסחרות בבורסה של טורונטו ואשר החברה מחזיקה בה בכ-55%. FCR פועלת באזורים שונים בקנדה ובעלותה כ-104 מרכזים מסחריים ועוד 4 מרכזים בפיתוח. FCR מחזיקה כאמור גם בכ-17% מהונה של Equity. בפילנד פועלת החברה באמצעות חברת Oyj Citycon ("Citycon"), חברה ציבורית אשר ניירות הערך שלה נסחרות בבורסה של הלסינקי, ומחזיקה בכ-146 מרכזים ומבנים מסחריים בפילנד.

נתונים פיננסיים עיקריים סולו מורחב*

אלפי ש"ח	31.12.2004	31.12.2003
הכנסות מדיבידנדים ודמי ניהול מחברות מוחזקות	218,883	134,400
השקעה בחברות מוחזקות	3,405,049	2,390,048
חוב פיננסי נטו	2,207,381	1,304,861
הון עצמי למאזן	37%	44%
חוב פיננסי נטו לשווי שוק מותאם	45%	44%

* גזית גלוב וחברות בעלות מלאה אשר החברה ערבה לחובותיהן

אסטרטגיה עסקית

- הקבוצה מתכוונת להמשיך ולהשקיע בנדל"ן ובעיקר במרכזים מסחריים המעוגנים בסופרמרקטים, הנחשבים כ"חסיני מיתון" בהשוואה למגורים אחרים בענף הנדל"ן. הנכסים נשלטים וברובם הגדול הינם בבעלות מלאה של החברות המוחזקות, עובדה המחזקת את השפעת הניהול על איכות הנכסים.
- הרחבת הפריסה הגיאוגרפית של אזורי פעילותה לאזורים נוספים. החברה מתכוונת להרחיב את פעילותה בישראל בעיקר לתחום המרכזים המסחריים.
- יישום אסטרטגיה של צמיחה באמצעות רכישת חברות נדל"ן הפועלות בתחומי פעילות מקבילים לאלו הקיימים, תוך מתן דגש להרחבת הפיזור הגיאוגרפי של הפעילות, ובאמצעות רכישה ופיתוח של נכסים והשבחת נכסים קיימים. הנהלת החברה פועלת ליישום את אסטרטגיית הצמיחה תוך הקפדה על יחסי כיסוי ויחסי איתנות פיננסיים.
- פעילות באמצעות חברות מוחזקות מקומיות בעלות הנהלה מקומית מנוסה, תוך שילוב מעורבות הדוקה של מנהלי ובעלי המניות העיקריים בחברה בניהול החברות והנכסים.

שיקולים עיקריים לדירוג

התמקדות במרכזים מסחריים שכונתיים מעוגני סופרמרקטים בעלי חשיפה נמוכה למחזורי עסקים אשר ממוקמים במספר מדינות המדורגות בדירוג גבוה העולה על דירוגה של מדינת ישראל; מרבית הנכסים ממוקמים במדינת פלורידה שבארה"ב ובמדינת אונטריו שבקנדה; בבחינת החברות המוחזקות ניכרת תלות במספר שוכרים עיקריים; השפעת שוכרים אלו על גזית גלוב נמוכה יותר; חשיפה לשינויים בהרגלי הצריכה של הציבור בצפון אמריקה אשר מושפעת בתקופה האחרונה מחדירתה המהירה של רשת Wal-Mart, חדירה אשר פוגעת במרכזים השכונתיים מעוגני הסופרמרקטים ובפרט, באלו הממוצבים נמוך; בחינת הביצועים בשנים האחרונות מצביעה על צמיחה גבוהה תוך שמירה על יחסים פיננסיים ורווחיות, ועל

עמידת הנהלת החברה בתחזיותיה ואף מעבר; השפעה בניהול החברות המוחזקות בין היתר נוכח העובדה כי ממלאי תפקידים פעילים בחברות אלו הינם בעלי המניות ומנהלי גזית; מידת המעורבות הגבוהה של בעלי המניות העיקריים יוצרת להערכת מידרוג תלות מסוימת באנשי מפתח; חוב ברמת החברה (סולו) בהיקף ניכר, שיעור גבוה של חוב מובטח מסך החוב ושל נכסים משועבדים מסך הנכסים מחליש את מעמד בעלי החובות שאינם מובטחים; יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי מעבר לתזרים המתקבל מהחברות המוחזקות, לגזית יכולת לשרת את החובות שאינם מובטחים באמצעות שימוש בנגישות הגבוהה שלה לשוקי ההון והיות ההחזקות העיקריות חברות סחירות.

חזקות

- מידרוג מעריכה כי רמת סיכון שבפעילות העסקית של החברה נמוכה יחסית. הערכה זו מתבססת על התמקדות במרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, אשר חשיפתם לשינויים מאקרו כלכליים היא נמוכה יחסית, על חוזי שכירות ארוכי טווח (20-10 שנה) עם שוכרי העוגן, ועל פיזור פעילות במדינות ובאזורים בעלי יציבות כלכלית ופוליטית גבוהה במיוחד.
- הפעילות של החברה מתבססת בעיקר על 3 חברות תפעוליות מרכזיות - FCR, Equity ו-Citycon. אשר פועלות במגוון אזורים וכלכלות הכוללות את דרום מזרח ארה"ב, קנדה ופינלנד בהתאמה, אזורים המדורגים בדירוג בינלאומי העולה על הדירוג הבינלאומי של ישראל.
- הנהלת החברה מצליחה ליישם אסטרטגיה של צמיחה ולעמוד בתחזיותיה לאורך השנים האחרונות. החברה צומחת בקצבים גבוהים מאוד על ידי רכישה של נכסים, פיתוח נכסים ועל ידי מיזוגים ורכישות עם חברות בתחומה. יחד עם זאת, שומרת החברה על רווחיות ועל ירידה מוגבלת ביחסי האיתנות הפיננסית.
- גזית גלובל הינה חברת החזקות אשר מנהליה משמשים כמנהלים בפועל של החברות המאוחדות ואשר אלו שולטות בנכסים. באופן זה מצליחה הקבוצה להשביח את ערך הנכסים. בין היתר נרשם שיפור בשיעורי תפוסת הנכסים בשנים האחרונות, כתוצאה מניהול יעיל, קשרים עם שוכרים גדולים ויתרונות לגודל המשפיעים על אטרקטיביות ההתקשרות של השוכרים עם חברות הקבוצה.
- היות החברה והחברות המוחזקות התפעוליות חברות סחירות מקנות גמישות פיננסית גבוהה ונגישות המוערכת ע"י מידרוג כטובה למספר שוקי הון במספר מדינות. החברה נוהגת לנצל הזדמנויות בשוק ההון על מנת לגייס הון וחוב שיאפשרו את המשך הגדלת את פורטפוליו הנכסים, לייצר רווחיות לבעלי המניות ולשפר את המבנה הפיננסי. כמו כן לחברה ולחברות המוחזקות מסגרות אשראי פנויות לא מנוצלות.

גורמי סיכון עסקיים

חשיפה לשינויים בהרגלי הצריכה כתוצאה מכניסתם של רשתות ה-Supercenters כדוגמת Wal-Mart

בשנים האחרונות ניכרת חדירה של רשתות Supercenter זולות, ובעיקר רשת Wal-Mart (מדורגת ע"י מודיס בדירוג Aa2) לתחום של מכירת מזון בארה"ב ובקנדה. סיניפי רשתות אלו אינם ממוקמים במרכזי שכונות המגורים ומהווים מוקדי משיכה לאוכלוסייה מהמעמד הבינוני נמוך בשל רמת מחירים ושירות נמוכים. רשתות אלו מהוות איום על המרכזים השכונתיים מעוגני הסופרמרקטים ובעיקר על רשתות סופרמרקטים הפונות לקהל יעד ממעמד בינוני ונמוך. בעקבות ההתרחבות המואצת של Wal-Mart מספר רשתות

סופרמרקטים בארה"ב נחלשו, נקלעו לקשיים ונמצאות בתהליך של סגירת סניפים. בתקופה האחרונה נקלעה רשת הסופרמרקטים Winn Dixie למצב של פשיטת רגל ונאלצה לבקש את הגנת ביהמ"ש להמשך פעילותה (chapter 11). Winn Dixie שוכרת מ-Equity 16 חנויות התורמות 2.7% משכר הדירה השנתי ונכון ליום כתיבת הדוח, אף אחד מסניפים אלו לא נסגר. יש לציין כי Equity הקטינה במהלך השנים את חשיפתה היחסית לרשת Winn Dixie. מידרוג מעריכה כי להמשך יישום אסטרטגית ההתרחבות של Wal-Mart עלולה להיות השפעה שלילית על תוצאותיהן של Equity ו-FCR, בפרט באותם המרכזים בהם Wal-Mart מתחרה באופן ישיר על קהל היעד של שוכר העוגן.

תלות בשוכרים עיקריים ברמת החברות המוחזקות

שלוש החברות העיקריות אשר בבעלותה של החברה, Equity, FCR ו-Citycon יש תלות בשוכרים עיקריים. השוכרים העיקריים של Equity כוללים את Publix ו-Kroger. השוכרים העיקריים של FCR כוללים את Loblaws, Sobeys ו-Zellers ול-Citycon שוכר עיקרי, Kesko אשר דמי השכירות שלו מהווים כ-56% מסך הכנסותיה. מידרוג מעריכה כי ליציאת שוכרים עיקריים השפעה כפולה על רווחיותה של החברה, הראשונה, בשל הירידה הישירה בהכנסות משכירות והשנייה, בשל ירידת האטרקטיביות של המרכז המסחרי כולו. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי תלותה של גזית גלוב בשוכרים הנ"ל מצומצמת יותר מאשר תלות החברות המוחזקות בשוכרים, בשל התבססותה על אחזקה במספר חברות נכסים שונות.

שינויים במדיניות השכירות של שוכרי העוגן

שוכרי העוגן המהווים את השוכרים המהותיים של הקבוצה הן בעיקר רשתות השיווק. להערכת מידרוג, שינויי מדיניות של רשתות השיווק לגבי אופן הפעילות במרכזים המסחריים הכוללים את גודל החנויות, מיקום המרכזים וכדומה יכולים להשפיע לרעה על תוצאות פעילותה של החברה.

תלות באנשי מפתח בחברה

להערכת מידרוג, פעילות החברה ובפרט המשך הצמיחה תלויה באופן כמעט בלעדי ביו"ר הדירקטוריון מר חיים כצמן ובמנכ"ל מר דורי סגל. בהתאם, מידרוג מעריכה כי להפסקת פעילותם של אנשי מפתח אלו בחברה תתכן השפעה על מאפייני הפעילות של החברה. החברה פועלת לאורך שנים לבניית מנגנון שכר אשר ישמר את אנשי מפתח אלו ואחרים בחברה. כמו כן מר כצמן הינו בעל שליטה בחברה ולמר סגל החזקה משמעותית (במישרין ובעקיפין) במניות החברה.

חברת Equity, חברה מובילה בתרומתה לגזית, מדורגת על ידי Moody's בדירוג Baa3

Equity מדורגת Baa3 ע"י מודי'ס ארה"ב, המדגישה את פריסת החובות הנוחה ואת ההתבססות על מרכזים מסחריים מעוגני סופרמרקטים, אשר מספקים יציבות ברווחיות על פני זמן. החולשות המוזכרות כוללות את הרמה הגבוהה של החוב המובטח מסך החוב, הפיזור הגיאוגרפי אשר במונחים בינלאומיים נמוך יחסית (כמחצית מן הפעילות מתבצעת בפלורידה) ומגמת המעבר לרכישה ב-Supercenters כדוגמת Wal mart כתחליף למרכזים השכונתיים. ריכוז הנכסים של Equity בפלורידה מגביר את חשיפתה לסיכונים הקשורים במחזוריות הכלכלית במדינה וכן את חשיפתה לנזקי טבע שונים.

גורמי סיכון פיננסיים

לצורך הערכת גורמי הסיכון הפיננסית מידרוג מבצעת ניתוח והערכה של החברות המוחזקות, החברה ברמת הדו"ח הכספי המאוחד והחברה ברמת דו"ח כספי סולו מורחב (הכולל את החברה עצמה והחברות המוחזקות בבעלות מלאה אשר החברה ערבה לחובותיהן).

באסטרטגית הצמיחה מעורבות פעילויות בשוק ההון ברמת סיכון גבוהה יותר בהשוואה לפעילות המסורתית

החברה מיישמת אסטרטגיה של צמיחה בין היתר באמצעות רכישת ני"ע של חברות בעלות פעילות דומה ולעיתים באמצעות השתלטות עוינת, פעילות נרחבת (של החברה והחברות המוחזקות) בגיוסי הון והנפקות אג"ח במספר שוקי הון בעולם. אופן פעילות זה מאפשר השגת קצבי צמיחה גבוהים יחסית ובאופן משתנה. מידרוג מעריכה כי בפעילות זו גלומה רמת סיכון גבוהה מזו הגלומה בהשגת התפתחות עסקית באמצעות צמיחה פנימית. אולם, עד כה הצליחה הנהלת החברה ביישום אסטרטגיית הצמיחה באמצעות רכישות, מיזוגים ואינטגרציה מוצלחת של הפעילויות הנרכשות.

שיעור החוב המובטח מסך החוב ויחס הנכסים המשועבדים לסך הנכסים גבוהים יחסית בחברת הבת FCR ומחלישים את גמישותה הפיננסית

יחס החוב המובטח מסך החוב ב-FCR הינו כ-100%, כמו כן אחוז הנכסים המשועבדים מסך הנכסים הוא גבוה מאוד בשיעורים דומים. מידרוג מעריכה כי יחסים אלו מקטינים את הגמישות הפיננסית של FCR. יש לציין כי יחס החוב המובטח מסך החוב ב-Equity ירד מלמעלה מ-90% בשנת 2002 לרמה של כ-50% בשנים 2003 ו-2004. תרם לכך גם מיזוגה של IRT אשר יחס החוב המובטח לסך החוב עמד על כ-40% לפני המיזוג. גם ב-Citycon ירד משמעותית אחוז החוב המובטח מסך החוב כך שרוב החוב כיום הינו חוב לא מובטח.

תשלומי הדיבידנד המחולקים על ידי גזית גלוב משמשים גם לשירות חובותיה של גזית אינק. אשר מחזיקה ב-60% ממניותיה

חברת גזית אינק. אשר הינה חברה ציבורית הנשלטת על ידי מר חיים כצמן, מחזיקה בכ-60% ממניותיה של גזית גלוב. לגזית אינק חוב פיננסי בהיקף של כ-330 מיליון ₪, אשר כ-276 מיליון ₪ מתוכם חובות לציבור והיתרה לבנקים. תשלומי הדיבידנד, המחולקים על ידי גזית גלוב משמשים, לדעת מידרוג, גם לשירות חובותיה של גזית אינק ועל כן מהווים חלק משיקוליה של החברה בקביעת מדיניות הדיבידנד. גזית גלוב נוהגת לחלק מידי רבעון דיבידנד לבעלי המניות בהיקף מינימלי של 20 אגורות למניה לרבעון (80 אגורות למניה בחישוב שנתי). יחד עם זאת, נציין כי לגזית אינק. גמישות פיננסית גבוהה הנובעת מהעובדה כי הנכס העיקרי שלה, אחזקה בגזית גלוב, הינו נכס סחיר.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- ירידה ברמת המינוף הכוללת של החברה (סולו) והחברות המוחזקות באופן שיעלה את דירוגן הבינלאומי.
- ירידה בהיקף החוב הלא מובטח ביחס לחוב הכולל וביחס הנכסים המשועבדים מסך הנכסים בחברות המוחזקות ובחברה עצמה.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית של החברה ו/או החברות המוחזקות, בכלל זה, ירידה מיחס הון עצמי לסך מאזן (סולו) מטווח של כ-30% וירידה מיחס חוב לסך נכסים מטווח של 60% בחברות המוחזקות (FCR, Equity, ו-CITYCON).

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגינים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	דרגת השקעה
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה הבינונית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	דרגת השקעה ספקולטיבית
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	C	

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 שאגרת החוב נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CRG030505525M

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"). 2005

כל הזכויות שמורות למידרוג. אין להעתיק, לצלם, להפיץ או לעשות כל שימוש מסחרי ללא הסכמת מידרוג, למעט לצרכים מקצועיים תוך ציון המקור ו/או לצורך החלטת השקעה.

כל המידע המפורט במסמך זה ושעליו הסתמכה מידרוג נמסר לה על ידי מקורות הנחשבים בעינינו לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מסמך מדורג אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. 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.