

ב.ס.ר אירופה בע"מ

מעקב | ספטמבר 2010

1

מחבר:

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

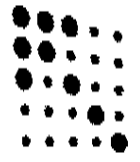
אנשי קשר:

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

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

סגנון התלבושה: דוד האיבער 17 זגל אביב 64739 פל, 03-6844700 סקס, 03-6855502 קקס www.midroog.co.il





מידרוג

ב.ס.ר אירופה בע"מ

אופק הדירוג: שלילי	דירוג Baa3	דירוג סדרה (Issue)
--------------------	------------	--------------------

בהמשך לאופק השלילי אשר הוצב על ידי מידרוג, מודיעה מידרוג על הורדת דירוג סדרות אג"ח ח' ו-ט' אותן הנפיקה חברת ב.ס.ר אירופה בע"מ ("החברה") מדירוג של Baa1 לדירוג Baa3 והותרת אופק שלילי.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח *	זירת האג"ח בספרים 30.6.10 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח 30.6.10 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2008-2012	82,278	מדד	5.5%	74,421	11/2005	1170141	אג"ח ח'
2010-2015	120,603	מדד	7.1%	112,978	11/2007	1170166	אג"ח ט'

* אג"ח ח' ו-ט' מוצגים בקיזוז רכישה עצמית ע"י החברה וחברות בנות, בהיקף ע.ג של כ- 15.6 מיליון ₪ וכ- 87 מיליון ₪, בהתאמה, אשר לא נמחקו מהמחזור

הורדת הדירוג משקפת את היעדר פיזור מקורותיה התזרימיים של החברה ותלות בשני נכסים מרכזיים, האמורים לייצר את מרבית תזרים החברה בשנתיים הקרובות; לחברה צבר קרקעות בכלכלות מזרח אירופה, אשר טרם התאוששו מהמשבר הכלכלי שפקד אותן ופרויקטים מעטים בביצוע ואף הם בשלבים התחלתיים; תזרים החברה הפרמננטי בשנים האחרונות היה שלילי ופעילות החברה, בטווח הקצר בינוני, אינה צפויה להוביל לתזרים חיובי משמעותי ובהתאם לכך, מקורותיה התזרימיים העיקריים של חברה מבוססים על קבלת מימון נוסף על נכסיה ומכירתם; לחברה קיימת רגישות לאקלים הפיננסי השורר בשווקים בהם היא פועלת ובהתאם ליכולת מימוש הקרקעות והפקת תזרימים מהפרויקטים בביצוע;

מנגד, דירוג החברה נתמך ב-LTV הנמוך של נכסיה המניבים של החברה, התורם לגמישותה הפיננסית וליכולתה לייצר תזרים נוסף לצורך שירות החוב; הקניין בלימסול אשר אוכלס במאי 2009 הינו בעל שיעור תפוסה גבוה והחל להניב תזרימים לחברה; החברה הצליחה לחתום על הסכם ניהול חדש במלון מריוט ורשה, כיום, לאחר הסכם הניהול החדש, הנכס צפוי להניב הכנסות ותזרימים משמעותיים יותר, בין היתר, לאור יכולת מימון מחדש של הנכס, תוך משיכת עודפי המימון לאור החזקת חברת הפרוייקט ב-100% מהונה המונפק והנפרע של חברת הניהול; לחברה יש ותק וניסיון התורמים ליכולתה לנהל את הנכסים בשווקים בהם היא פועלת.

לחברה יתרות נזילות סבירות, בהיקף של כ- 65 מיליון ₪, המספיקות לצורך עמידה בעומס הפירעונות הצפוי בשנה הקרובה, כך גם קיימת רמת סבירות טובה ליכולת החברה לממן מחדש את מלון מריוט, תוך קבלת תזרים משמעותי, יחד עם זאת, המשיך קביעת האופק השלילי משקפת את רמת אי הוודאות בהתממשות כלל תחזיותיה של החברה ואי השלמתם הסופית של חלק מהמימונים. מידרוג תבחן במהלך השנה הקרובה את המשיך פעילות החברה ועמידתה בתחזיותיה.

סגדל המיליון. רח הארבעה 17 תל אביב 64738 סל. 03-6844700 03-6853002 .097 www.midroog.co.il



פירוט גורמי ספתח בדירוג

תזרים פרמננטי שלילי מתמשך אשר הביא לקיטון משמעותי ביותר הנזילות של החברה בשנים האחרונות וכתוצאה- על החברה לאתר מקורות חלופיים לפירעון התחייבויותיה הפיננסיות

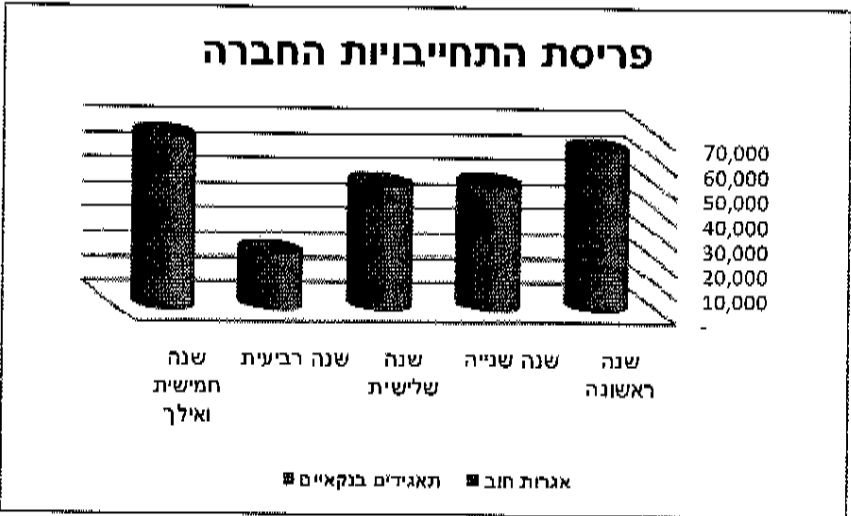
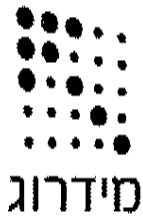
הכנסותיה הפרמננטיות השוטפות של החברה אינן מכסות את הוצאותיה מפעילותה השוטפת, כך שלחברה תזרים, לפני השינויים בהון החוזר (FFO), שלילי, במחצית הראשונה של שנת 2010 בהיקף של כ- 17 מיליון ₪, והיקף של כ- 15 מיליון ₪ בשנת 2009. המגמה הנ"ל קיימת לאורך זמן ומאז סוף שנת 2006 ועד למועד דוח דירוג זה, ה- FFO השלילי הצטבר לכ- 79 מיליון ₪. יש לציין, כי להערכת מידרוג, לאור הסכמי השכירות והתפוסה בנכס בלימסול ובהסכם הניהול החדש למלון מריוט וורשה (ראה להלן) וכן לאור קיטון צפוי בהוצאות המימון התזרימיות, לאחר פירעון של חלק מהחוב הפיננסי של החברה בשנים האחרונות, צפוי שיפור ב- FFO של החברה בטווח הקצר-בינוני. יחד עם זאת, גם לאחר השיפור הצפוי, בשל מבנה התחייבויות החברה ולאור היותם של מרבית הפרויקטים בחברה בשלב הייזום או התכנון, החברה לא צפויה לייצר FFO חיובי משמעותי (ויתכן שאף ימשיך להיות שלילי) בשנים הקרובות. לפיכך, לצורך פירעון התחייבויותיה, מסתמכת החברה בעיקר על קבלת מימון נוסף בגין נכסיה כמו גם מימוש נכסים.

נזילות אינה בולטת לטובה ביחס ללוח הסילוקין של החברה; גמישות פיננסית סבירה בשל LTV נמוך יחסית לשני הנכסים המניבים

נכון ליום 30.06.2010, לחברה יתרות נזילות בהיקף של כ- 65 מיליון ₪ (לא כולל מזומנים בסך של כ- 11.5 מיליון ₪, המונבלים עד לסוף שנת 2010, בגין עסקאות גידור שבוצעו על ידי החברה), לעומת סך של כ- 469 מיליון ₪ ליום 31.12.2007 וכ- 186 מיליון ₪ ביום 31.12.2008. הקיטון ביתרות הנזילות של החברה נבע, בין היתר, גם מפירעון קרן וריבית אג"ח, מרכישות עצמיות של אג"ח במהלך השנים, כך שיתרת האג"ח בספרים (לאחר הצמדה) קטנה בכ- 140 מיליון ₪ מאז שנת 2007 ועד ליום 30.06.2010. כמו כן, בשנים 2007-2008 החברה חילקה דיבידנדים בגובה של כ- 318 מיליון ₪ לבעלי מניותיה.

בהתאם ללוח הסילוקין ליום 30.06.2010, החברה צפויה לפרוע כ- 63 מיליון ₪ בשנה הקרובה וכ- 50 מיליון ₪ בשנה שלאחר מכן. החברה פועלת למיחזור עיקר החוב, העומד בגין קרקעות, כך שהפירעון השנתי בפועל יכול בעיקר את ה- 48 מיליון ₪ המיוחס לפירעון אג"ח. יציין, כי במידה ולא יעלה בידי החברה לממן מחדש את ההלוואות הבנקאיות על הקרקעות, היותן של מרבית ההלוואות non-recourse מקנה לחברה את האפשרות לוותר על הבעלות בקרקע- ובמקביל על ההלוואה. כך למשל, בהתאם לדוח מידי של החברה מיום 24.08.2010, החברה מכרה לצדדים שלישיים את אחזקתה (70%) בנכס בספרד, אשר קרן ההלוואה הייתה גבוהה יותר משווי, בהתאם להערכת שווי. בשל העברה הנ"ל, קטן חובה הפיננסי של החברה בכ- 36 מיליון ₪.

לחברה אין נכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי. אף על פי כן, ה- LTV הנמוך יחסית של הנכס בלימסול ושל מלון מריוט (LTV משוקלל של כ- 40% לשני הנכסים) מקנים גמישות פיננסית על ידי העלאת רמת המינוף. יציין כי חברת הפרוייקט פועלת להשגת מימון מחדש במלון מריוט והיא כבר פנתה למספר בנקים בעניין זאת לאור העובדה כי יחס ה- LTV הנוכחי של המתחם עומד על כ-24%.



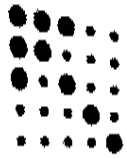
שיפור ביכולת להפיק תזרים ממצבת הנכסים המנוכה, התיק המניב כולל שני נכסים בלבד אשר הינם משמעותיים מאוד ביחס לפעילות החברה; הנכסים הינם איכותיים יחסית בשל מיקומם ומיצובם; לנכסים אלו שיעורי תפוסה גבוהים ו-LTV נמוך

שנת דיווח	מס' חשבונות	סכום חשבונות	שנת דיווח	מס' חשבונות	סכום חשבונות	שנת דיווח	מס' חשבונות	סכום חשבונות	שנת דיווח	מס' חשבונות	סכום חשבונות
2010	1	85,165	2009	1	30,000	2008	1	30,000	2007	1	30,000

* ברבעון השני של שנת 2010 החברה רכשה כ- 6% מהון המניות בנכס בקפריסין ** הינם הקובע להערכת השווי במלון מריוט הינו 21 באוקטובר 2009 ובקיפין ליסטול 31 בדצמבר 2009 *** חלק משווי הנכסים מיוחס לזכויות בנייה נוספות ולשטחים שטרם הושלכו

כפי שניתן לראות מהטבלה לעיל, נכון למועד דוח דירוג זה ובהתאם להסכמים חתומים, מצבת הנכסים המניבים של החברה צפויה לייצר NOI שנתי של כ- 34 מיליון ₪ (חלק החברה). הסכום הנ"ל מהווה גידול של כ- 15% לעומת שנת 2009, כאשר עיקר הגידול נובע מכך שהנכס בקפריסין הניב באופן חלקי בלבד בשנת 2009. כמו כן, החברה התסה על הסכם ניהול חדש במלון סרויט ורשה אשר צפוי לאפשר לחברה להניב הכנסות משמעותיות יותר מהנכס, בין היתר, לאור יכולת מיסון מחדש של הנכס, תוך משיכת עודפי המימון לאור החזקת חברת הפרוייקט ב-100% מהונה המונפק והנפרע של חברת הניהול. הנכסים מושכרים בשיעורי תפוסה גבוהה יחסית וממוצעים כנכסים איכותיים באזורים בהם הם ממוקמים. כאמור, לאור רמת ה-LTV הנמוכה יחסית, נראה כי ביכולתה של החברה להגדיל את המימון בגין הנכסים. כפי שניתן לראות, בשל הטיפול החשבונאי בנכסים לפי שיטת השווי המאזני (נכסים בבעלות של בין -20% עד 50%), הערך הכלכלי של נכסים אלו אינו בא לידי ביטוי באופן מלא בדוחות החברה.





מידרוג

כמו כן, בבעלות החברה מספר קרקעות ברומניה, בולגריה, פולין, גרזיה וסלובקיה אשר עליהן ניתן לפתח מספר נכסים בתחום המגורים, המסחר והמשרדים. מתוכם, החברה החלה בפיתוח של הפרוייקט בסופיה ותבחן פיתוח נוסף בקראקוב, כדלקמן:

- אחזקה של כ- 42.5% בפרוייקט, הכולל בניית שטחי משרדים ומסחר (כ- 22.5 אלף מ"ר) וכן כ- 800 יח"ד (כ- 8.85 דונם), בסופיה בולגריה. הפרוייקט צפוי להיבנות במספר שלבים כאשר בגין שטחי המשרדים והמסחר החברה מעריכה כי הרווח גולמי של כ- 6-9 מיליון אירו (חלק תברה) בכפוף לתנאי השוק המקומי. יצוין, כי בנין למשרדים בשטח של כ- 12 אלף מ"ר אשר בנייתו צפויה להסתיים לקראת סוף 2011, כבר מושכר מראש לפי שכ"ד חודשי של 14 אירו למ"ר.
- אחזקה של כ- 50% בפרוייקט בניית כ- 250 יח"ד בקראקוב פולין. החברה תיבחן בתקופה הקרובה את פיתוח הפרוייקט בעתיד הקרוב לאור התפתחויות חיוביות בשוק המקומי בפולין.

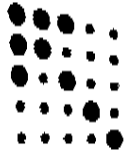
התפתחות התוצאות הכספיות

ב.ס.ר אירופה בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.10 (אלפי ₪):

אלפי ₪	30.06.2010	31.12.2009	30.06.2009	31.12.2008
סך הכנסות	457	20,444	3,893	45,931
רווח (הפסד) גולמי	-1,530	4,965	-1,786	-3,433
רווח גולמי %	שלילי	24%	שלילי	שלילי
EBITDA	-8,501	-10,096	-8,048	-24,140
הוצאות (הכנסות) מימון נטו	11,042	12,165	13,730	32,543
רווח (הפסד) נקי	-39,286	-48,569	-18,833	-39,369
חוב פיננסי	272,032	281,325	301,377	320,207
חוב פיננסי מתואם*	253,134	260,352	281,043	300,469
יתרות הילוח**	65,358	111,272	158,590	185,847
חוב פיננסי מתואם נטו	187,776	149,080	122,453	114,622
Cap	403,091	492,559	546,146	564,330
נטו Cap	337,733	381,287	387,556	378,483
הון עצמי זכויות מימון	99,732	179,885	216,709	215,297
סך מאזן	415,839	502,368	564,673	582,979
FFO (חדשים שנוסף לפני שינויים בהון חוזר)	-17,206	-15,000	-6,003	-37,375
הון לסך מאזן	24%	36%	38%	37%
חוב מתואם ל Cap	63%	53%	51%	53%
חוב מתואם נטו/ קאפ נטו	56%	39%	32%	30%
חוב פיננסי/FFO	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי
חוב פיננסי/EBITDA	שלילי	שלילי	שלילי	שלילי

* ההפרש בין חוב פיננסי לחוב פיננסי מתואם נובע מהלוואות שותפים, שהיון בעלות סאפייני הון עצמי ** בנסרול מזמנים מוגבלים בגובה של כ- 11.5 מיליון ₪ בגין עסקת נידור אשר צפויים להשתחרר עד לסוף שנת 2010





מידרוג

למרות שחיקה ביחסי האיתנות, היחסים הינם סבירים ביחס לרמת דירוגה של החברה; צפי לגידול בהון העצמי ובחוב הפיננסי, בין היתר בשל העברת הנכס בספרד לצד ג'

הונה העצמי של החברה קטן בכ" 15 מיליון ₪ משנת 2008 ועד ליום 30.06.2010, בעיקר בשל הפסדים שנבעו לחברה בתקופה זו כתוצאה, בין היתר, מהמשבר הפיננסי אשר פקד את המדינות בהן החברה פועלת וכן בגין הפרשי תרגום בשל ירידת שער החליפין של האירו מול השקל. למרות שהחוב הפיננסי של החברה קטן גם כן בתקופה הנ"ל, ההפסדים שנוצרו לחברה הביאו לשחיקה משמעותית ביחסי האיתנות של החברה. למרות האמור, יחסי האיתנות של החברה הינם סבירים ביחס לרמת דירוגה. כמו כן, בשל ירידת שער החליפין של האירו מול השקל, ההון העצמי של החברה קטן בכ" 43 מיליון ₪ במחצית הראשונה של שנת 2010. יצוין, כי נכון למועד דוח דירוג זה, חלק מהירידה הנ"ל התבטלה בעקבות עליית שער החליפין של האירו מול השקל. כמו כן, כאמור לעיל, המאזן החשבונאי אינו מייצג את הערך הכלכלי של חלק ניכר מנכסי החברה, בין היתר, בשל הצגת הנכסים המשמעותיים לפי שיטת השווי המאזני.

אופק הדירוג

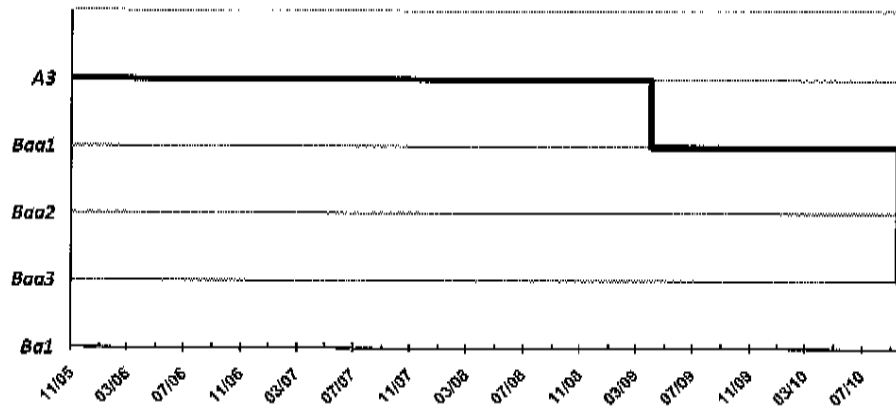
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בנזילות החברה וקיטון משמעותי בחוב הפיננסי בשל מכירת נכסים/מימון מחדש של נכסים משמעותיים
- הרחבה משמעותית של תיק הנכסים המניבים, באופן שיוביל להגדלה משמעותית בתזרים המזומנים הפרמננטי FFO, תוך שמירה על האיתנות הפיננסית
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות של החברה לאורך זמן, מעבר לנתונים שהוצגו למידירוג

גורמים העלולים לפגוע בדירוג החברה

- הרעה מהותית בסביבה העסקית בה פועלת החברה, באופן שיוביל לפגיעה בתזרימי המזומנים ו/או בשווי הנכסים וכתוצאה - יוביל לפגיעה בגמישותה הפיננסית של החברה
- קיטון משמעותי בנזילות החברה, בגמישותה הפיננסית ובגמישותה למקורות מימון
- ירידה משמעותית באיתנות הפיננסית של החברה





פרופיל החברה

ב.ס.ר. אירופה עוסקת משנת 1999, באמצעות חברות בנות או קשורות, בפעילות השכרה, ניהול והשכחה של פרויקטים שונים בתחום הנדל"ן וכן בייזום, פיתוח ובניה של נכסי סקרקעין, בהם פרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים ובתחום הנדל"ן המסחרי. פעילות החברה נעשית, נכון למועד דוח זה, בעיקר במדינות מזרח אירופה.

בעלי מניותיה העיקריים של החברה הינם בסר הנדסה, המחזיקה בכ- 54.82% בסר הנדסה הינה חברה בבעלותם של מר קלמן סופרין (23.28%), מר נחשון קויתי (23.28%), גבור ספורט אחזקות בע"מ (10.26%), מריו סגל (10.53%), נכסי אלדר גיל מהוני בע"מ (10.15%) ולמלבאום נחמיה (9.98%).

מחקרים מתודולוגיים

ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי - אוגוסט 2009.

חברות נדל"ן - מתודולוגיה, נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

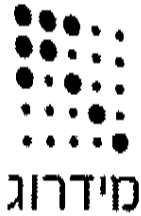


מושגי יסוד

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 בצידוד, במקומות 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.



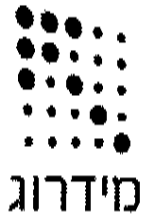


סולם דירוג התחייבויות

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 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.





דו"ח מספר: CRBSR100910000M

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 בעיניו 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 כסריכב 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.

10

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.

מגדל המילניום, רח' הארבעה 17 תל אביב 64739 טל. 03-6844700 03-6855002, 079 www.midroog.co.il

