



Nanette Real Estate Group N.V.

מעקב I אוקטובר 2011

1

מחבר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - אנליסט בכיר
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



Nanette Real Estate Group N.V.

אופק הדירוג: שלילי	דירוג: Baa2	דירוג סדרות ב', ג', ד'
--------------------	-------------	------------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג מ- Baa1 לדירוג Baa2 תוך שינוי האופק מיציב לשלילי, לסדרות אג"ח ב', ג' ו-ד' שבמחזור של חברת Nanette Real Estate Group N.V (להלן: "נאנט" או "החברה") כמו כן, מודיעה מידרוג על המשך היות הדירוג תחת רשימת מעקב (Watch –list).

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 30.6.10 (אלפי)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ענ האג"ח 30.6.11 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2012-2015	201,585	מדד	4.85%	173,984	יוני-07	1111202	אג"ח ב'
2012-2014	75,408	מדד	8%	68,869	יוני-08	1111210	אג"ח ג'
2012-2017	63,144	מדד	7.44%	63,254	ינו-11	1122068	אג"ח ד'
340,138				306,107			סה"כ

הורדת הדירוג ומתן האופק השלילי נובעים, בין היתר, מעומס פירעונות גבוה של האג"ח וגמישות פיננסית נמוכה, בנוסף לשכבת חוב נוספת בחברת הבת Robyg SA (להלן: "רוביג"), המוחזקת בשיעור של כ-45% ע"י החברה; רגישות החברה לנגישות למקורות מימון משוק ההון אשר הינה מהותית בשל עומס הפירעונות הגבוה; העדר יצירת רווחים יחסי כיסוי נאותים בשנים האחרונות, אף על פי שהדוחות הכספיים אינם משקפים באופן מלא את היקף הפעילות וקצב המכירות הנוכחי בשל תנאי ההכרה בהכנסה בהתאם ל-IFRS; לחברה הוצאות תפעול ומימון גבוהות יחסית, המקשות על הפקת רווחים משמעותיים; חשיפת החברה לפעילות בתחום ייזום דירות למגורים בשווקים בעלי רמות סיכון גבוהות - רומניה, קרואטיה, הונגריה ואוקראינה-הרשומה בספרים (סולו) נכון ליום 30.6.2011 בסכום כולל של כ-64 מיליון אירו (כולל הלוואות בעלים וריבית שנצברה לחברות הפרויקט); אי הוודאות בנוגע לשליטה וניהול החברה, בשל תהליך של הסדר חובות בו מצויה אולימפיה. יצוין כי, מנכ"ל ויו"ר נאנט כיהן עד לאחרונה כיו"ר אולימפיה והינו אחד מבעלי השליטה שלה.

רמת הדירוג הנוכחית נתמכת במאפייני פעילות הליבה של החברה באמצעות רוביג (פולין הפגינה יציבות פיננסית ביחס למדינות מזרח אירופה בשנים האחרונות), אשר הינה בעלת נזילות טובה, היקף פעילות וקצב מכירות משמעותי, הנתמכים בשיעורי רווחיות גולמית טובה. הפעילות הנ"ל צפויה להפיק תזרים משמעותי לשירות החוב בשנים הבאות; יחסי איתנות טובים ביחס לדירוג; צפי לתזרימים משמעותיים לשירות החוב בגין קרקעות ומלאי דירות שנמכר בהונגריה. במידה וקצב המכירות הנוכחי בפעילות בהונגריה ימשך, צפוי תזרים משמעותי נוסף לשירות החוב בשנים הבאות.

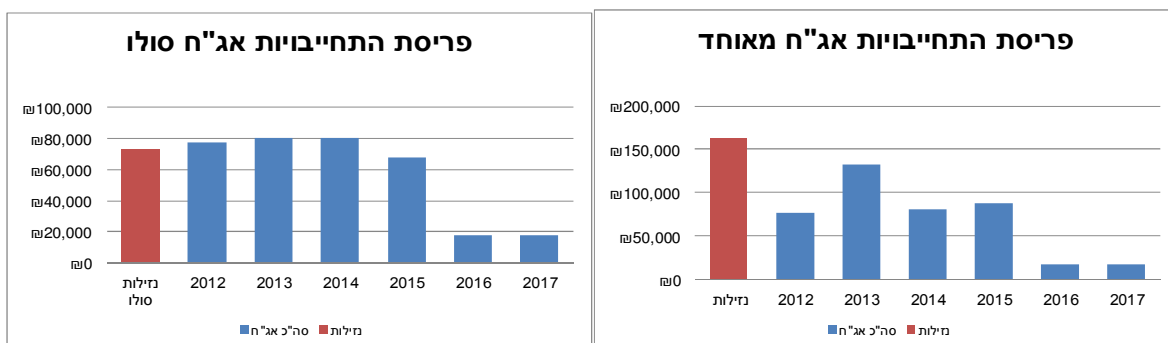
הכנסת החברה מחדש לרשימת מעקב הינה על מנת לבחון במהלך התקופה הקרובה את השלכות הארגון מחדש של התחייבויות אולימפיה על רמת דירוג אג"ח שהונפקו ע"י נאנט. בין מרכיבי הבחינה יושם דגש על שינויים, במידה וככל שיהיו, בניהול פעילות נאנט, המשך התפתחות הפעילות בהונגריה ופולין ועמידת החברה בתחזיות שהוצגו למידרוג להגדלת נזילות החברה.

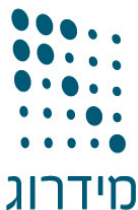
נזילות בינונית ביחס ללוח הסילוקין וגמישות פיננסית נמוכה; פגיעה בנגישות לשוק ההון בישראל

נכון למועד דוח דירוג זה לחברה יתרת נזילות ברמת הסולו של כ-18.5 מיליון אירו (בנוסף לחברה מזומנים מוגבלים בסך של כ-5 מיליון אירו). פירעון קרן האג"ח השנתי הינו כ-16 מיליון אירו (77-80 מיליון ₪) בכל אחת משלוש השנים הקרובות. כמו כן, לרוביג אג"ח בהיקף של 140 מיליון זלוטי (כ-32 מיליון אירו). כ-72% מאג"ח רוביג עומד לפירעון בשנת 2013 והיתרה בשנת 2015, כאשר לרוביג זכות לפירעון מוקדם בנקודות זמן מסוימות. בנוסף, ישנן הלוואות בנקאיות לליווי בנייה ורכישת קרקעות ברוביג ובמידה פחותה גם ברומניה, קראטיה והונגריה.

החברה מתכוונת לשרת את ההתחייבויות האמורות, בין היתר, מיתרת הנזילות של החברה, מיתרה לקבל בגין מכירת קרקעות, בגובה של כ-4.5 מיליון אירו, מהרווח הגולמי הצפוי ובמידה משמעותית יותר, מהחזר הון עצמי בגין השקעות בפרויקטים שבנייתם ומכירתם צפויה להסתיים, לרבות בגין מכירת קרקעות ויח"ד בהונגריה, המצויים בשלבי סיום הצפויים להביא לתזרים של כ-16 מיליון אירו (כ-6.5 מיליון אירו בגין דירות שכבר נמכרו). בנוסף, החברה צופה החזר הלוואות בעלים ודיבידנדים משמעותיים מרוביג בשנים הקרובות. להערכת מידרוג, נזילות החברה אינה בולטת לטובה לאור עומס הפירעונות הצפוי, תוכניות החברה להתחלת הפעילות באוקראינה שיצריכו השקעת הון עצמי (ראה להלן) והחשש כי לחברה נגישות מוגבלת לשוק ההון, כפי שבאה לידי ביטוי בתשואות בהן נסחרות אגרות החוב שלה (בין 20%-33% ברוטו, נכון למועד דוח דירוג זה).

הגמישות הפיננסית של החברה הינה נמוכה, בין היתר, בשל העדר אפשרות לשעבד כ-25% ממניות רוביג, בהתאם להסכם הבעלים של החברה ולהתחייבות לשמור על יחס LTV מינימאלי בין יתרת אג"ח ד' למניות המשועבדות לטובת אג"ח ד'. בהתאם לשער המניות הנוכחי של מניית רוביג (הנסחרת בבורסה בוורשה), על החברה יהיה לשעבד בפיקדון לטובת מחזיקי אג"ח ד' כ-3 מיליון אירו מתוך יתרת הנזילות. כמו כן, התחייבה החברה על שמירת נזילות בגובה של כ-7 מיליון אירו (כולל מזומנים מוגבלים). לפיכך, לחברה גמישות פיננסית נמוכה, גם בהתחשב במלאי הקרקעות והדירות הלא משועבדות, הרשומות בספרים ליום 30.06.11 בסך של כ-63 מיליון אירו (בנטרול נכסים לא משועבדים בשווי של כ-20 מיליון אירו בחברת רוביג). יש לציין, כי חלק מהקרקעות הנ"ל צפויות לשמש לבנייה עתידית של פרויקטים ולפיכך - יתכן שישועבדו במסגרת הלוואות ליווי. כמו כן, היכולת לממש את הקרקעות הנ"ל תלויה באקלים הפיננסי ובהעדר מחנק אשראי במדינות בהן ממוקמות הקרקעות.





אי ודאות בנוגע לשליטה והבעלות העתידית בחברה, בשל מצבה של אולימפיה (32.4%), עלולים להקשות על המשך התפתחות החברה ונגישותה לשוק ההון באופן המשפיע, להערכת מידרוג, על פרופיל הסיכון

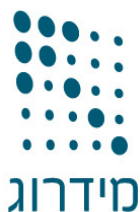
אולימפיה מדורגת Caa3 באופק שלילי ע"י מידרוג ומצויה בהליכי גיבוש הסדר חובות מול מחזיקי האג"ח. יצוין כי אחזקות אולימפיה בנאנט משועבדות לבנק לאומי, אשר הודיע כי אינו מסכים לפרוס את ההלוואה (בגובה של כ-10 מיליון דולר) שניתנה כנגד שעבוד אחזקות אלו, כך שההלוואה תעמוד לפירעון בינואר 2012. לאור האמור ובשל היותם של בעלי המניות באולימפיה חלק משמעותי מהנהלת החברה, קיימת אי ודאות ניכרת באשר לשליטה, אסטרטגיה והניהול. כמו כן, הקשר בין החברות עלול להגביל את נגישות נאנט לשוק ההון ולמקורות אשראי לצורך מחזור חובותיה. להערכת מידרוג, לאור פריסה נוקשה של לוח הסילוקין של החברה (ראה להלן), האמור משפיע לרעה על פרופיל הסיכון של החברה. מנגד, יש לציין כי אולימפיה הינה רק אחת מבעלות המניות המשמעותיות בחברה, בנוסף לחברת משולם לוינשטין (21%) (וכן שני בעלי מניות עיקרים אחרים המחזיקים ביחד בשיעור של כ-32% נוספים).

שיפור בהיקף ובקצב המכירות של הפרויקטים בביצוע בפולין והונגריה אשר צפויים לתרום משמעותית ליצירת רווח גולמי ותזרים לשירות החוב

נכון למועד דוח דירוג זה, רוביג מבצעת כ-1,800 יח"ד על פני 13 שלבים (לעומת היקף ביצוע של כ-880 יח"ד לפני כשנה), כאשר כ-870 יח"ד מתוכם נמכרו נכון ליום 31.08.11. היקף המכירות של רוביג עלה גם כן באופן משמעותי, כך שהמכירות בין ינואר לאוגוסט 2011 מייצגות קצב שנתי של למעלה מ-1,000 יח"ד לעומת כ-540 בשנת 2010. קצב המכירות בפרויקטים השונים הינו סביר ביחס לשיעור ההשלמה, באופן המשפר את נראות התזרים העתידי לשירות החוב. רוביג צפויה להכיר ברווח גולמי משמעותי בגין הפרויקטים בביצוע ופרויקטים שבנייתם הסתיימה, בשיעור רווחיות הגולמית הצפוי לנוע בין 25%-30%. כמו כן, בשנתיים הקרובות רוביג מתכננת לשמור על קצב של כ-2,000 יח"ד בביצוע, זאת תוך שימוש בעתודות הקרקע הקיימות של כ-4,800 יח"ד (וכן באמצעות רכישות נוספות), אשר צפויים לתרום לתזרים לשירות החוב באופן משמעותי גם כן.

פעילות החברה בהונגריה צפויה להפיק תזרים משמעותי לצורך שירות החוב, אשר, בטווח הקצר, נובע בעיקר מהחזר הון עצמי שהושקע בפרויקטים אשר נבנו ללא הלוואות ליווי בנקאי (יתרת ההשקעה סולו של החברה בפעילות בהונגריה ליום 30.06.11, לאחר הפחתות וריבית שנצברה, עומדת על כ-35 מיליון אירו). כמו כן, החברה מתכוונת להתחיל בתקופה הקרובה את בנייתם של כ-350 יח"ד נוספות בשני פרויקטים וצופה להפיק מהן רווחיות גולמית של 10%-15%. יצוין, כי למרות הקשיים הנובעים מההאטה בשוק המגורים בהונגריה, לרבות נגישות למשכנתאות של רוכשים, החברה מוכרת כ-15 יח"ד בחודש בתקופה האחרונה. להערכת מידרוג, על אף השיפור בקצב המכירות, עשויות לחלוף מספר שנים עד שהחברה תסיים את מכירת הפרויקטים בביצוע ואלו שבנייתם צפויה להתחיל בקרוב.

החברה מתכוונת להתחיל בשנה הקרובה שלב ראשון שיכלול 150 יח"ד באוקראינה מתוך זכויות בנייה לאלפי יח"ד ועשרות אלפי מ"ר להקמת משרדים ושטחי מסחר. להערכת החברה, יתרת הזרמת ההון העצמי בשלב זה כ-3.5-4 מיליון אירו, לצורך מימון עלות הבנייה, כאשר החברה נמצאת במו"מ לקבלת מימון מבנקים ליתרת ההשקעות. בשל מצב הכלכלה באוקראינה, לרבות בתחום הבנייה למגורים, והעדר track record לפעילות החברה באזור זה, מידרוג רואה בפעילות זו בשלב זה כמייצגת רמת סיכון גבוהה. יצוין, כי בשל רכישת חלקים נוספים מהפרויקט באוקראינה, בין היתר, במסגרת עסקת בעלי עניין מול חברת אולימפיה, החברה הגדילה את חשיפתה לפעילות באוקראינה. כמו כן,



במסגרת שיקולי הדירוג, מידרוג התחשבה בתרחיש של ירידת ערך נוספת בגין מלאי המקרקעין באוקראינה, רומניה, קרואטיה והונגריה (עד כה הופחת ערך מלאי זה בסך מצטבר של כ-6 מיליון אירו).

מבנה הוצאות המימון והתפעול בחברה מקשה על יצירת רווחים משמעותיים בטווח הקצר-בינוני

למרות השיפור המשתקף מקצב המכירות והיקף הפעילות, הוצאות המימון והתפעול הגבוהות צפויות להוות חסם ליצירת רווחיות ויחסי כיסוי טובים בטווח הקצר-בינוני, בין היתר, בשל עלויות מטה גבוהות וכן הוצאות המימון וההנה"כ הנובעות מהשקעות החברה במקרקעין באוקראינה, קרואטיה ורומניה וכן בשל כללי ההכרה בהכנסה בהתאם ל-IFRS אשר אינם מאפשרים לשקף באופן מלא את השיפור במכירות החברה עד למסירת הדירות לרוכשים. להערכת מידרוג, בשל האמור, החברה לא תייצר רווחים משמעותיים עד לשנת 2013.

התפתחות התוצאות הכספיות

Nanette Real Estate Group N.V. - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.11 (אלפי אירו) :

נתונים פיננסיים אלפי אירו	30.06.2011	31.12.2010	30.06.2010	31.12.2009	31.12.2008
הכנסות ממכירת דירות	7,097	39,551	22,073	21,530	26,529
עלות הדירות שנמכרו	5,209	27,131	15,769	16,351	20,921
רווח גולמי*	1,888	12,420	6,304	5,179	5,608
% רווח גולמי	26.6%	31.4%	28.6%	24.1%	21.1%
EBITDA בנטרול שערך נדל"ן*	-2,182	3,308	2,389	-2,415	-703
שינוי בשווי נדל"ן להשקעה ומלאי קרקעות	86	-1,067	133	-5,114	1,969
רווח (הפסד) לשנה	-1,358	-32	-6,559	-10,473	5,622
חוב פיננסי מתואם	119,665	107,291	102,302	106,794	95,338
נזילות	30,420	30,979	13,740	13,906	22,056
חוב פיננסי מתואם נטו**	89,245	76,312	88,562	92,888	73,282
CAP	186,679	173,967	165,760	176,401	174,980
NET CAP	156,259	142,988	152,020	162,495	152,924
הון עצמי וזכויות מיעוט	65,925	65,930	62,753	69,173	79,903
סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות	236,602	214,173	207,998	228,911	196,918
חוב פיננסי מתואם / CAP	64%	62%	62%	61%	54%
חוב פיננסי מתואם נטו / NET CAP	57%	53%	58%	57%	48%
הון עצמי / סך מאזן בניכוי מקדמות	28%	31%	30%	30%	41%
* FFO	-4,502	-461	326	-3,588	-1,809
חוב פיננסי, נטו / EBITDA בנטרול שערך	שלי ל	23	19	שלי ל	שלי ל
בנטרול שערך / הוצאות מימון, נטו EBITDA	שלי ל	0.4	0.3	שלי ל	שלי ל

* בנטרול הפרשה לירידת ערך מלאי בני קרקעות ברומניה, קרואטיה והונגריה אשר תחילת בנייתם צפויה רק בטווח הארוך ** חוב פיננסי מתואם הינו בנטרול הלוואות שותפים, שהין בעלות מאפייני הון עצמי

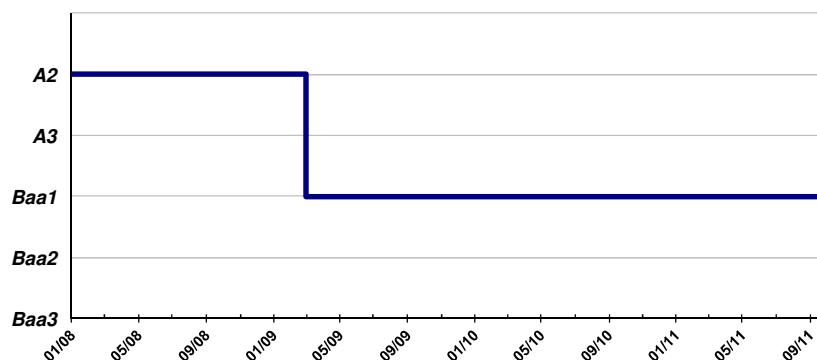
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בתזרים הפרמננטי (FFO) שיופק על ידי החברה באופן יציב לאורך זמן
- שיפור המצב הכלכלי במדינות פעילות החברה אשר יביא לשיפור בפעילות החברה
- שיפור משמעותי של הנזילות והגמישות הפיננסית סולו

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג ובאופק הדירוג

- אי עמידה בתחזיות הרווחים והתזרימים אותם הציגה החברה לצורך שירות חובותיה
- עלייה משמעותית ברמת המינוף וחלוקת דיבידנדים בהיקף משמעותי, שיש בה כדי לפגוע בנזילות החברה
- קיטון משמעותי בנזילות החברה, כך שיתרת המזומנים סולו בקופה תפחת מתחת ל- 10 מיליון אירו.
- היחלשות מתמשכת בקצבי המכירות של פרויקטים מרכזיים, שיש בה להעיד על מגמות פרמננטיות בביקושי השווקים

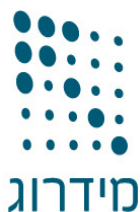
היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

נאנט הינה חברה רשומה בהולנד שהתאגדה בשנת 2000 ועוסקת באיתור, ייזום, ופיתוח של מקרקעין למגורים במזרח אירופה. מאז הקמתה ועד לתום שנת 2006 פעלה נאנט בוורשה ובבודפשט. במהלך שנת 2007 החלה לפעול גם ברומניה ובקראטיה וכן הרחיבה את פעילותה בפולין לערים נוספות. במהלך שנת 2008 נאנט אף נכנסה לפרויקט בקייב שבאוקראינה.

בעלת העניין המובילה בנאנט הינה אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ ("אולימפיה החזקות" כ-32.6%). בעלת עניין נוספת בחברה הינה חברת משולם לוינשטיין (המחזיקה בכ- 21%), חברה ציבורית הנשלטת ע"י שאול לוטן, מנכ"ל החברה.



בחודש מרץ 2007 חתמה החברה על הסכם השקעה עם קרן LEBRP, לפיו הוקצו לקרן ליהמן מניות, המהוות 15% מהון המניות של החברה, בתמורה לסך של כ-32.1 מיליון אירו. קרן LEBRP גם משקיעה ישירות בפרויקטים של החברה, וכיום נאנט הינה שותפה (44.8%) במרבית הפרויקטים בפולין, באמצעות חברת הבת ROBYG.

מחקרים מתודולוגיים

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

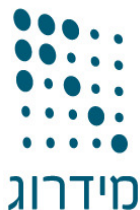
[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוחות קודמים: דוח רשימת מעקב מאי 2011 ודוח פעולת דירוג אוקטובר 2010

מושגי יסוד

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאין 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 *
Cash Flow from Operation (CFO)

מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.

תזרים מזומנים פנוי *
Retained Cash Flow (RCF)

תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.

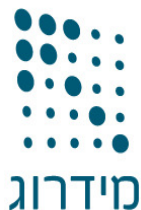
תזרים מזומנים חופשי *
Free Cash Flow (FCF)

* 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

דרגת השקעה	Aaa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	Aa	התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	A	התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	Baa	התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
דרגת השקעה ספקולטיבית	Ba	התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	B	התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	Caa	התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאד.
	Ca	התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.
	C	התחייבויות המדורגות בדירוג C 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.



דו"ח מספר: CRNA10101100M

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") 2011.

מסמך זה, לרבות פיסקה 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 נכונות, שלמות, 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. דירוגי 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.