



Nanette Real Estate Group N.V.

מעקב - אפריל 2014

1

מחברים:

גבריאל דרנוב, אנליסט

gabrieled@midroog.co.il

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל

rang@midroog.co.il

Nanette Real Estate Group N.V.

אופק הדירוג: יציב	דירוג: Ba1	דירוג סדרות ב', ג'
אופק הדירוג: יציב	דירוג: Baa3	דירוג סדרה ד'

מידרוג מודיעה על העלאת הדירוג מדירוג Ba2 לדירוג Ba1 לסדרות אג"ח ב' ו-ג' שבמחזור של חברת Nanette Real Estate Group N.V. (להלן: "נאנט" או "החברה"), וכן על העלאת דירוג אג"ח ד' שבמחזור, מדירוג Ba2 לדירוג Baa3. לגבי כלל הסדרות, משנה מידרוג את אופק הדירוג מאופק דירוג שלילי ליציב.

להלן פירוט סדרות האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרה	מספר ני"ע	מועד הנפקה	ריבית שנתית נקובה	תנאי הצמדה	יתרת האג"ח בספרים ליום 31/12/13 במיליוני אירו	יתרת שנות פירעון האג"ח	דירוג
אג"ח ב'	1111202	יוני-07	4.85%	מדד	14.0	2014-2015	Ba1 יציב
אג"ח ג'	1111210	יוני-08	8%	מדד	2.0	2014	Ba1 יציב
אג"ח ד'	1122068	ינו-09	8.19%	מדד	11.5	2014-2017	Baa3 יציב

27.4

* לאחר תאריך המאזן, החברה ביצעה רכישה עצמית של אג"ח בהיקף של כ-88 אלף אירו עג.

העלאת הדירוג נתמכת, בין היתר, בשיפור המשמעותי שחל מאז הדירוג הקודם ביולי 2013¹ בנזילות החברה, יחד עם העלייה בוודאות ובנראות תזרים המזומנים; מידרוג רואה לנכון להעניק לסדרה ד' notch נוסף בגין שווי הביטחונות, המגלים גמישות פיננסית עודפת; התקדמות בשיעור המכירות בפרויקטים בהונגריה, מכירת קרקעות בהונגריה ואוקראינה וצפי לקבלת דיבידנד גם בשנת 2015 מ-Robyg S.A. (להלן- "רוביג"), משפרים אף הם את הפרופיל התזרימי של החברה; יכולת מוכחת של ההנהלה לממש את מניות רוביג, כך שבשנה האחרונה החברה מימשה כ-19% ממניות רוביג תמורת סכום כולל של כ-19 מיליוני אירו, כאשר המכירות האחרונות נעשו יחסית בהתאם למחירי השוק ואינם מגלים מימוש ב-distress; עלייה בהיקף המסחר ובשער המניה, משפרים בצורה ניכרת את הגמישות הפיננסית בחברה, כך שכ-19.86% ממניות רוביג, שנותרו בבעלות החברה, נסחרו לסוף חודש מרץ 2014, לפי שווי של כ-31 מיליון אירו. יתרה מכך, לאחרונה החברה הגיעה להסכם מול השותף המחזיק ברוביג, המשפר את נראות קבלת החזר הלוואות הבעלים, בהיקף של כ-6.6 מיליון אירו בשנתיים הקרובות (מתוכן, עד לתאריך דוח דירוג זה, נתקבלו כ-4.2 מיליון אירו); דירוג החברה משקף גם את הצלחת החברה בעמידה בתחזיות קודמות (קצב מימושי המניות והדירות בהונגריה אף עלה על תחזיות החברה ותרחישי מידרוג בדירוגים הקודמים). האמור הביא לשיפור לא מבוטל בתזרים

¹ הדוח מפורסם באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il



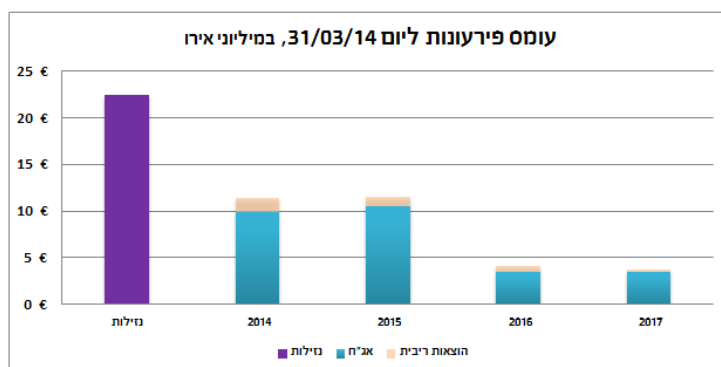
המזומנים של החברה ביחס לחלויות האג"ח, כך שכבר כיום לחברה יתרת מזומנים הגבוהה מכלל השימושים הצפויים (בין היתר, קרן וריבית אג"ח, הוצאות הנהלה ותשלום דיבידנד) לשנת 2014. בהתחשב בכלל מקורות החברה, בסוף שנת 2015, החברה צפויה להיות עם יתרת נזילות טובה ביחס ליתרת החוב הפיננסי וזאת כאשר יוותרו בבעלותה המניות של חברת רוביג, הנסחרות כאמור לפי שווי של כ-31 מיליון אירו. מידרוג התחשבה במספר תרחישי רגישות, הכוללים, בין היתר, דחיית והפחתת תקבולים צפויים, שינויים בשער החליפין, ירידה בשווי מניית רוביג ואף בחנה את ההשפעה של תשלום הדיבידנד המוכרז, על סך של 4.45 מיליון אירו, על יכולת פירעון האג"ח, לאור האמור, מידרוג מצינת לחיוב כי גם תחת תרחישים אלה יכולת פירעון החברה השתפרה מאוד ביחס לדוח הדירוג האחרון. מנגד, הדירוג מושפע לשלילה מהיקף ופיזור פעילות החברה, אשר מצוי במגמת ירידה, למרות הקיטון בחשיפת החברה לאזורים כגון אוקראינה, רומניה והונגריה אשר הינם בעלי מאפיינים של כלכלות מתפתחות. בנוסף, לחברה רגישות למחיר מניית רוביג, אשר עלול להיות תנודתי ואף להשפיע בתרחיש קיצון על עמידה באמות מידה פיננסיות לבעלי האג"ח; הסתמכות על מימושי נכסים והעדר תזרים שוטף פרמננטי. להערכת מידרוג, הדירוג הנוכחי משקלל מחד את ההשפעות השליליות האמורות ומאידך את השיפור בנזילות והמצב התזרימי.

הצבת האופק היציב נובעת משיפור ברמת ודאות התזרים, שיפור בפעילות רוביג ושיפור ביכולת החברה לעמוד בתשלומי האג"ח.

פירוט גורמי מפתח לדירוג

יכולת טובה לעמוד בתשלומי האג"ח לאור השיפור בנזילות, בנראות התזרים ושינוי שטר הנאמנות

נכון ליום 31/03/2014, לחברה יתרת נזילות של כ-22.4 מיליון אירו (לא כולל פיקדונות משועבדים בסך של כ-1.35 מיליון אירו, מתוכם סך של כ-1.2 מיליון אירו אשר הופקדו לטובת סדרת אג"ח ד', ראה להלן). יתרה זו הינה לאחר שהחברה מכרה מניות רוביג בהיקף של כ-7 מיליון אירו ופרעה בדצמבר 2013 קרן וריבית אג"ח בהיקף של כ-1.9 מיליון אירו. תשלומי האג"ח שנתו לחברה לשנת 2014 עומדים על כ-11.4 מיליון אירו (כ-9.9 מיליון אירו על חשבון הקרן וכ-1.5 מיליון אירו הוצאות ריבית) ובשנת 2015, היקף הפירעונות צפוי לעמוד על כ-11.8 מיליון אירו (כ-10.76 מיליון אירו על חשבון הקרן וכ-1.05 מיליון אירו הוצאות ריבית). תכניות החברה לשירות חוב האג"ח כוללות, בין היתר, את יתרות הנזילות שברשותה, תזרים מזומנים נטו ממכירת דירות למגורים בהונגריה בהיקף של כ-4.1 מיליון אירו (לאחר החזר של כ-2 מיליון אירו שהועברו לחברה במהלך השנה), מימוש שתי קרקעות בהונגריה, החזר הלוואות בעלים הוניות שניתנו לרוביג, בהיקף של כ-2.5 מיליון אירו (לאחר שכ-4.2 מיליון אירו שולמו במהלך מרץ 2014) יחד עם דיבידנדים מרוביג. בנוסף, בכוונת החברה לבחון מימוש מניות נוספות של רוביג, בכפוף למחיר מניית רוביג ולנזילות החברה. יצוין כי ביוני 2013 הוסכם כי החברה תוכל לשנות תנאי בשטר הנאמנות של סדרה ד', לפיו התחייבה לשמור על יתרות נזילות בהיקף מינימאלי של כ-7 מיליון אירו. בעקבות השינוי ויתרו מחזיקי סדרה ד' על התחייבות זו, אך מנגד החברה הפקידה כ-1.2 מיליון אירו לטובת מחזיקי סדרה ד'. ההצלחה בשינוי שטר הנאמנות מאפשרת לחברה מרווח פעולה גדול יותר ויכולת עמידה טובה יותר באמות המידה הפיננסיות ועל כן מידרוג רואה את השינוי בשטר הנאמנות כגורם המשפיע באופן חיובי על הדירוג. לאור האמור, ובהתחשב בגמישות הפיננסית הנובעת מהחזקה במניות רוביג (ראו להלן), מידרוג מעריכה כי לחברה נזילות טובה ביחס ללוח הסילוקין.



* נתוני התרשים לעיל משקללים אירועים לאחר תאריך המאזן, בין היתר, מימוש מניות רוביג, רכישות עצמיות של אג"ח וקבלת חלק מהלוואות הבעלים. יצוין כי החברה הכריזה על חלוקת דיבידנד בהיקף של כ-4.45 מיליון אירו שתבוצע לאחר תאריך זה.

שיפור בגמישות הפיננסית ביחס לדירוג הקודם, תורם באופן חיובי לפרופיל הסיכון של החברה

החברה מחזיקה בכ-2.3 מיליון מניות, חופשיות משעבוד לבעלי איגרות חוב סדרה ד', של רוביג, בשווי של כ-1.3 מיליון אירו. כחלק מהסכם מול קבוצת LBREP (להלן: "ליהמן"), צפויות להשתחרר משעבוד עוד כ-18.8 מיליון מניות, בשווי של כ-11 מיליון אירו, לכל המאוחר, עד לספטמבר 2014 (יצוין כי עד למועד זה, לליהמן אופציה לרכוש מניות אלה מהחברה ב-10% הנחה על מחיר השוק הממוצע של 90 ימי המסחר האחרונים). כחלק מאותו הסכם, ירדה גם ההגבלה על החברה לשמירה על שיעור החזקה של 25% ממניות רוביג (בנוסף לקביעת לוחות הזמנים להחזר הלוואות הבעלים של נאנט לרוביג - ראו להלן). בנוסף, השיפור בגמישות הפיננסית נובע גם מהעלייה בהיקפי המסחר במנייה (עלייה ממחזור יומי ממוצע של כ-89 אלפי אירו במחצית הראשונה של 2013 לכ-142 אלפי אירו במחצית השנייה של 2013 ול-185 אלפי אירו ב-2014 עד כה) יחד עם שיעור עלייה ניכר בשער המניה בשנה האחרונה (אשר אפשרה שחרור מניות המשועבדות לאג"ח ד', ראה בהמשך). כמו כן, החברה מראה יכולת מוכחת למימוש מניות רוביג בשוק החופשי, בהיקפים גדולים, כך שבמהלך שנת 2013 ועד לינואר 2014 מימשה כ-19% מהון המניות של רוביג, בסכום כולל של כ-19 מיליון אירו.

התקדמות בפעילות מכירת יח"ד בהונגריה; הגעה להסכם החזר הלוואות בעלים מחברה מוחזקת תורמים באופן חיובי לפרופיל הסיכון בחברה

נכון לסוף מרץ 2014, לחברה יש כ-50 יח"ד זמינות למכירה בפרויקטים בהונגריה, אשר בנייתן הסתיימה (המהוות שיעור מכירות של כ-90% מכלל הפרויקטים תחת שיווק). החברה צופה כי כל הדירות ימסרו במהלך 2014 ויניבו תזרים של כ-4 מיליון אירו (סכום זה לא כולל כ-2 מיליון אירו שנתקבלו ע"י החברה במהלך שלושת החודשים הראשונים של שנת 2014). יש לציין, כי החברה מציגה Track Record חיובי ממכירת הדירות בפרויקטים בהונגריה, כך שהחברה מכרה כ-171 דירות במהלך שנת 2013. יצוין כי שוק המגורים בהונגריה סובל מהאטה מתמשכת, אך לאור הצלחת החברה במכירת הדירות, יחד עם בחינת מחירי המכירה הצפויים ביחס למחירי המכירה בפועל ע"י החברה ובשוק בכלל, סביר כי פעילות זו צפויה להניב תזרים משמעותי לשירות החוב גם בתרחישי רגישות.

החברה המשיכה לממש את אחזקותיה בחברת רוביג, כך שנכון למועד דוח המעקב, שיעור ההחזקה בהון המניות עומד על כ-19.86%. רוביג ממשיכה להציג ביצועים טובים, זאת לאחר שמסרה 1178 יח"ד במהלך שנת 2013. יתר על כן,



החברה התקשרה בהסכמים למכירת 1731 יח"ד (היקף שיא) בשנת 2013 וברבעון הראשון של 2014 בעוד 576 יח"ד-היקף זה תורם לנראות מקורות התזרים גם בעתיד. יצוין כי מחיר המניה המשיך את מגמת העלייה ובין תקופות הדירוג, שווי החברה עלה ביותר מ-50%. לרוביג פרופיל פיננסי טוב, הבא לידי ביטוי באיתנות פיננסית (הון עצמי למאזן, בניכוי מקדמות, בשיעור של 46%, וחוב פיננסי נטו ל-CAP נטו בשיעור של 32%) ובשיעורי רווחיות גולמית "כלכלית" (רווח גולמי כלכלי של כ-27.4%, הנתון בנטרול שערורים מהוונים לעלות מלאי עבר). רוביג מחזיקה ביתרות נזילות גבוהות (כ-48 מיליון אירו, בנטרול מזומנים מוגבלים) ובמהלך החודשים האחרונים אף ביצעה מהלך של ריפיינס, אשר פרס את החוב הפיננסי בצורה נוחה יותר. לאור החלטת הדירקטוריון להמליץ על דיבידנד בשיעור של 0.08 זלוטי למניה (אשר צפוי לייצור תזרים של כ-1 מיליון אירו לחברה בשנת 2014), החברה מעריכה, כי רוביג תמשיך לעמוד בתוכנית חלוקת הדיבידנד גם בשנת 2015 יחד עם עמידה בהתחייבות להחזר יתרת הלוואות הבעלים לחברה. בהקשר זה נציין, כי בהתאם להסכם שנחתם מול ליהמן, סוכם כי החזר הלוואות הבעלים לחברה יבוצע בשתי פעימות, במהלך הרבעון הראשון של 2014 והרבעון הראשון של 2015, בסכום כולל של כ-6.6 מיליון אירו (מתוכן כ-4.2 מיליון אירו ב-2014, אשר התקבלו לאחר תאריך המאזן). נציין כי, בשנתיים האחרונות החברה מימשה קרקעות בהונגריה, רומניה ואוקראינה בהיקף של כ-2.8 מיליון אירו (חלק חברה) וזאת כאשר החברה צופה כי תממש קרקעות נוספות. להערכת מידרוג, ההתפתחויות שהוצגו מהוות שיפור משמעותי בנראות המקורות לשירות החוב ביחס לדירוג הקודם.

הבטוחות הקיימות לטובת אג"ח סדרה ד' מקנות עדיפות דירוגית

להערכת מידרוג, הבטוחות המוקנות לסדרה ד' מקנות ודאות גבוהה יותר ביחס לאפשרות פירעון מלוא החוב של סדרה ד' בהשוואה לשתי סדרות האג"ח האחרות. זאת בהתבסס על מקורות הפירעון הקיימים לסדרה ד', המתבססים על שעבוד של כ-1.2 מיליון אירו, וכן משעבוד של כ-31 מיליון מניות רוביג אשר שוויין בשוק הינו כ-18 מיליון אירו. למועד הדוח ובעקבות עליית שווי מניות רוביג, החברה עומדת בדרישות הבטוחה וזאת לעומת היקף הסדרה העומד כיום על כ-11.5 מיליון אירו, כך ששווי החוב המשועבד ליתרת החובות המבוטחים (יתרת חוב בניכוי שעבוד המזומנים המשועבדים) הינו מעל 1.5.

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

31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013	נתונים פיננסיים מאוחדים אלפי אירו
-3,908	-2,116	-1,231	-852	*EBITDA
-593	-13,898	-13,761	-11,970	ירידת ערך מלאי ושינוי בגדל"ן להשקעה
-1,282	-26,841	-18,214	-10,885	רווח (הפסד)
55,332	64,369	56,316	27,419	חוב פיננסי מתואם**
12,268	20,715	10,317	10,404	נדילות***
43,064	43,654	45,999	17,015	חוב פיננסי מתואם נטו
122,212	105,365	82,209	49,255	CAP מותאם
109,944	84,650	71,892	38,851	NET CAP מותאם
66,897	41,174	25,994	21,891	הון עצמי וזכויות מיעוט
75,115	44,640	34,086	19,631	השקעה בחברה מוחזקת****
143,467	125,526	86,539	51,597	סך מאזן בניכוי מקדמות
45%	61.1%	68.5%	55.7%	חוב פיננסי מתואם / CAP מותאם
39%	51.6%	64.0%	43.8%	חוב פיננסי מתואם נטו / NET CAP
47%	32.8%	30.0%	42.4%	הון עצמי/ סך מאזן בניכוי מקדמות
-2,907	40	-4,635	-3,544	FFO

* בתוספת דיבידנד בגין ההחזקה ברוביג **חוב פיננסי - CAP מתואם הינו בנטרול הלוואות שותפים, שהינן בעלות מאפייני הון עצמי *** סכום זה אינו כולל כ-1.2 מיליון אירו אשר משועבדים לטובת סדרת אג"ח ד', בהתאם לשינוי בשטר הנאמנות מחודש יוני 2013 **** הסכום הנ"ל אינו כולל כ-5.3% ממניות רוביג, אשר סווגו למכירה ו-4.2 מיליון אירו הלוואות הבעלים. בהתאם לשווי השוק הנוכחי, הסכום היה עולה לכ-32.5 מיליון אירו.

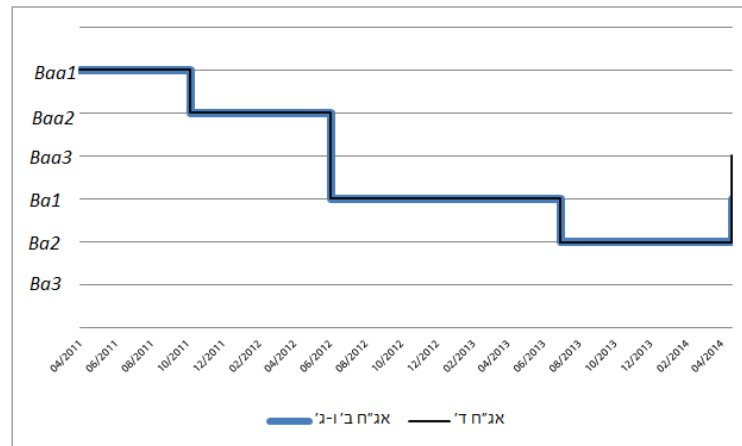
אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג:

- שיפור משמעותי נוסף של הנזילות ביחס ללוח הסילוקין
- המשך מימוש מניות רוביג ושמירת המזומנים לטובת פירעונות האג"ח
- ירידה משמעותית נוספת בחוב הפיננסי נטו לאורך זמן

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אי עמידה בתחזיות אותן הציגה החברה לצורך שירות חובותיה
- ירידה משמעותית בשווייה של רוביג לאורך זמן
- חלוקת דיבידנד גבוהה המסליכה לשלילה על פרופיל סיכון החברה



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. פעילות החברה בפולין מתבצעת באמצעות חברת Robyg SA, המוחזקת בשיעור של 19.86% ע"י נאנט. יצוין כי בעלת המניות הגדולה ביותר בחברה, חברת אולימפיה החזקות נדל"ן בע"מ, המחזיקה בכ- 31.1% מהון מניות החברה, מצויה בהליכי פירוק.

מחקרים מתודולוגיים

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

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

[ניתוח חברות נדל"ן למגורים - דוח מתודולוגי](#) - ינואר 2012

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

דוחות קודמים: דוח מעקב יולי 2013

תאריך דוח: 08 באפריל 2014

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 הלואות 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 ממוחזקות 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 מאוד.
	<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.

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") 2014.

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 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 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.