

ב.ס.ר. אירופה בע"מ

A3	דירוג Issue
----	-------------

החברה מתכוונת לגייס סכום של כ-100 מ' ₪ למימון פעילותה העסקית של החברה ובין היתר לצורך הרחבת ההשקעות של החברה בנכסים יזמיים ו/או מניבים. האג"ח צמודות מדד, הריבית השנתית טרם נקבעה. הקרן תיפרע ב-5 תשלומים שווים בין השנים 2008-2012 אך טרם נקבע סופית. הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%.

פרופיל החברה

ב.ס.ר. אירופה בע"מ (להלן "החברה") עוסקת משנת 1999 באמצעות חברות בנות או קשורות שלה בפעילות השכרה, ניהול והשבחה של פרויקטים שונים בתחום הנדל"ן וכן ביזום, פיתוח ובנייה של נכסי מקרקעין, בהם פרויקטים בתחום הנדל"ן המסחרי ופרויקטים בתחום הנדל"ן למגורים. פעילות החברה נעשית נכון למועד כתיבת הדוח באירופה בלבד, בעיקר במזרח אירופה. נכון ליום 30.6.2005 בבעלות החברה 18 נכסים מניבים ו/או נכסים בהקמה ו/או קרקע להקמת נכסים מניבים בשמונה מדינות – פולין, הונגריה, רומניה, סלובקיה, בולגריה, צ'כיה, לטביה וקפריסין. החברה מתמקדת כיום בעיקר בייזום בניה למגורים בעיקר בקרקוב (פולין), ריגה (לטביה) וברטיסלבה (סלובקיה). כל הנכסים שבידי החברה כיום נרכשו/נבנו בשותפות עם גורמים מקומיים או אסטרטגיים.

בעלי המניות העיקריים בחברה הינם בסר הנדסה המחזיקה בכ-29.5% בהון (כ-22.5% בדילול מלא) וכ-32% בהצבעה והינה בעלת השליטה בחברה יחד עם שני גופים נוספים המחזיקים יחד כ-10% בהצבעה. בסר הנדסה הינה חברה בבעלות מר קלמן סופרין, מר נחשון קיויתי (בשרשור סופי) וגבור ספורט אחזקות בע"מ בחלקים שווים.

נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ₪	H1-2005	2004	2003
סך הכנסות	69,270	305,537	63,120
מזה, הכנסות ממימוש נכסים	13,237	241,734	6,049
מזה, הכנסות ממכירת דירות למגורים	40,523	22,710	15,924
מזה, הכנסות משכירות	14,238	39,354	40,256
רווח נקי	4,019	51,768	-3,055
מלאי מקרקעין	130,947	70,490	36,603
רכוש קבוע (עלות מופחתת)	233,188	256,218	497,602
חוב פיננסי	286,428	257,926	480,372
חוב פיננסי נטו	258,085	220,842	425,162
יחס הון עצמי למאזן מותאם*	34%	33%	15%
יחס הון עצמי לסך מאזן חשבונאי	30%	30%	14%
יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP	56%	53%	74%

* מסך המאזן קוזזו יתרות בין חברתיות אשר אינן מתבטלות במאזן המאוחד של החברה בשל שיטת האיחוד היחסי. רוב היתרות הללו מוצגות הן בצד הנכסים והן בצד ההתחייבויות.

אביטל איגנר
 אנליסטית
a.ignier@midroog.co.il

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

תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 29.9.2005. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. רק לאחר שיומצא למידרוג עותק מכל המסמכים הסופיים הקשורים באגרות החוב, ייחשב הדירוג שניתן על ידי מידרוג כתקף, ומידרוג תפרסם את הדירוג הסופי ואת תמציתו של דוח הדירוג.

אסטרטגיה עסקית

אסטרטגיה עסקית

- החברה פועלת במזרח אירופה מאז שנת 1999. בראשית דרכה פעלה החברה לאיתור, רכישה והשבחה של נכסים מניבים בעיקר בנייני משרדים. בשנים האחרונות לאחר צבירת היכרות בשווקי פעילותה ולאור הערכותיה כי הביקוש לדירות מגורים במזרח אירופה הינו גבוה על רקע מחסור הקיים בדירות, עליית רמת החיים והתפתחות שוק משכנתאות, מגבירה החברה את פעילותה בתחום הייזום ובניה של דירות מגורים. במקביל לתחום עיסוק עיקרי זה ממשיכה החברה להחזיק במספר נכסים מניבים ויוזמת הקמת נכסים שאינם מיועדים למגורים כדוגמת מבני מסחר, בניינים משרדים, מרכזים לוגיסטיים וכד'.
- פיזור סיכונים באמצעות:
 - פריסה גיאוגרפית נרחבת בשמונה מדינות אשר מקטינה את התלות בכלכלת מדינה בודדת. החברה משקיעה רק במדינות בהן פועלים בנקים מערביים הנותנים מימון לפרויקטים בתחום הנדל"ן. קיימת שונות ביציבות הפוליטית והכלכלית בין המדינות בה פועלת החברה במזרח אירופה. במדינות אלו ניכרת מגמה של עליה בדירוגן ע"י סוכנויות הדירוג. החברה בוחנת הקמת פרויקטים גם במדינות שאינן מדורגות בדרגת השקעה.
 - החזקה חלקית בפרויקטים/נכסים יחד עם שותפים בהם ישראלים או מקומיים, בנקים, קרנות השקעה בנדל"ן וכד'. במרבית הפרויקטים או הנכסים החברה מחזיקה בשיעור העולה על 50% אך בכל מקרה לא יותר מ-75%.
- מימוש פורטפוליו הנכסים המניבים – במסגרת הגדלת משקל פעילותה של החברה בתחום הייזום, החברה תבחן מימוש של נכסים מניבים אשר בבעלותה. כמו כן, תפעל לממש את הנכסים אשר תבנה במסגרת ייזום בניה למסחר ומשרדים בגמר הבניה והאכלוס.

שיקולים עיקריים לדירוג

עיקר פעילות החברה כוללת ייזום פרויקטים של בניה למגורים ומשרדים בעיקר במדינות מזרח אירופה; מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון בייזום בניה למגורים הינה גבוהה בפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם; יחד עם זאת הסיכון הכרוך ברכישת הקרקע במדינות בהן פעולת החברה נמוך מהמקובל בישראל כיוון שמרכיב הקרקע מהווה כ-10-15% מסך ההשקעה בפרויקט; הדירוג של מרבית המדינות בהן החברה פועלת השתפר בשנים אחרונות ורמתם דומה לדירוג של מדינת ישראל ואף בחלק מהמדינות עולה על דירוג מדינת ישראל; כמו כן נהנות מדינות אלו מצמיחה כלכלית גבוהה, רמת ביקושים גבוהה לדירות מגורים, אשר מונעת ע"י עליה ברמת החיים והתפתחות שוק משכנתאות; החברה מרחיבה את פעילותה גם למדינות אשר דירוגם אינו נכלל בדירוג השקעה, מהלך אשר עלול להגדיל את הסיכון בפעילות החברה; החברה פועלת מזה מספר שנים במזרח אירופה, שנים בהן צברה ניסיון, קשרים עסקיים ומוניטין אשר מסייעים לה בהמשך התפתחותה; הפיזור הגיאוגרפי הנרחב מצריך מערך תפעול ובקרה מורכב ומציב אתגרים ניהוליים; הרחבת הפעילות בתחום הייזום דורשת השקעות בהיקפים משמעותיים אשר עלולים ליצור לחץ על תזרים המזומנים ולפגוע ביחסי האיתנות; הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%; מימוש נכסים מניבים קיימים עשוי לסייע לשיפור הנזילות; חשיפה מטבעית בשל הפעילות בשמונה מדינות ובשמונה מטבעות שונים; גמישות פיננסית מוגבלת נוכח שעבוד מרבית הנכסים;

חוזקות

- פעילות בתחום הבניה למגורים במדינות מזרח אירופה בהן רמת הביקושים לדירות מגורים גבוהה. דירוגם של מדינות אלו השתפר בשנים האחרונות בשל צמיחה כלכלית מואצת ואימוץ מדיניות של גוש האירו.

להלן אינדיקטורים מאקרו כלכליים עיקריים לשנת 2004:

צ'כיה	בולגריה	קפריסין	לטביה	סלובקיה	רומניה	הונגריה	פולין	
84.8	18.0	11.2	9.9	29.9	56.7	80.8	193.7	תל"ג (מיליארדי יורו)
3.6	5.6	3.7	6	5.5	8.3	3.7	5.3	צמיחה בתל"ג (%)
8,290	2,289	15,088	4,287	5,560	2,620	8,080	5,200	תל"ג לנפש (יורו)
2.8	6.2	2.1	6.2	7.7	11.9	6.8	4.5	שיעור אינפלציה (%)
10.2	7.9	0.7	2.3	5.4	22.4	10.0	38.6	אוכלוסיה (מי)
10.34	11.9	NA	NA	NA	6.8	6	19.1	שיעור אבטלה (%)
A1	Ba1	A2	A2	A2	Ba1	A1	A2	דירוג המדינה עפ"י Moody's
יציב	חיובי	יציב	חיובי	חיובי	חיובי	יציב	יציב	אופק הדירוג

- ניסיון והוכחת הצלחה של בעלי המניות העיקריים, בסר הנדסה, בייזום הקמת ומכירה של בנייני מגורים ונכסים שאינם ביעוד מגורים בהם מרכזי מסחר ובנייני משרדים. בעלי המניות תורמים מניסיונם העסקי והמקצועי וכן מקשריהם העסקיים לאיתור הפרויקטים, לחבירה לשותפים מתאימים וגיבוש מסגרת המימון. פעילות החברה במזרח אירופה החלה בשנת 1999 וצברה מיומנות בחלק מהמדינות ובסוגי הנכסים. לבעלי המניות פעילות בתחום הייזום בארה"ב ובישראל באמצעות חברות אחרות שבעלותם.
- פעילות בשמונה מדינות אשר מקטינה את התלות בכלכלת מדינה בודדת. כמו כן, פועלת החברה לצמצם סיכונים באמצעות חבירה לשותפים (מקומיים), קרנות השקעה בינלאומיות ושותפים ישראלים) כך שהחברה מחזיקה ברוב הפרויקטים כ-50% ומעלה, ובכל מקרה לא יותר מ-75%.
- לחברה מספר פרויקטים הנחשבים כבולטים בערים בהן קרקוב, ברטיסלבה וריגה. הפרויקטים כוללים הקמת שכונות מגורים בהיקף של מאות עד אלפי יחידות דיור תוך התאמתן למאפייני הביקוש. המוניטין הנבנה מאפשר לחברה לשפר את נגישותה לעתודות מקרקעין להקמת פרויקטים נוספים ולמקורות מימון.

גורמי סיכון עסקיים

סיכונים מאקרו כלכליים המשפיעים על פעילות בענף הנדל"ן

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים ובניה. מידרוג מעריכה כי פיזור גיאוגרפי נרחב מקטין במידה מסוימת את התלות בכלכלה בודדת.

התמקדות בפעילות ייזום ובעיקר ביעוד של מגורים אשר מאופיינת כבעלת רמת סיכון גבוהה יחסית – רמת סיכון זו תגדל במידה והחברה תרחיב את השקעותיה למדינות אשר אינן מדורגות בדירוג השקעה

עיקר פעילות החברה מוסטת בשנים האחרונות לייזום במדינות שונות במזרח אירופה ובעיקר ייזום בניה למגורים. מידרוג מעריכה כי רמת הסיכון של ענף הנדל"ן למגורים גבוהה יחסית, בשל מאפייניו הייחודיים, ובפרט נוכח חשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם. בנוסף, החברה שואפת להגדיל באופן משמעותי את מספר והיקף הפרויקטים שבביצוע. מידרוג מעריכה כי מאפיינים אלו מגדילים את הסיכון העסקי של החברה. מידרוג מעריכה כי במידה והחברה תרחיב את השקעותיה למדינות אשר אינן מדורגות בדירוג השקעה, החברה תגדיל את רמת הסיכון העסקי בה היא פועלת.

שינויים במחירי נכסים מניבים בתחום המסחר והמשרדים יכולים להקטין באופן משמעותי את רווחיות החברה ממכירת נכסיה בתחום הייזום למסחר ומשרדים

תנופת ההשקעות בנכסים מניבים הביאה לירידה בתשואות ועימה עליה בשווי הנכסים. הערכות החברה למכירת הנכסים שייבנו בתחום הייזום למסחר ומשרדים בשנים הקרובות מתבססות על שיעורי התשואה הנמוכים השוררים בשווקים כיום. מידרוג מעריכה כי שינויים במחירי הנכסים בשנים הקרובות יכולים להקטין באופן משמעותי את הרווחיות מפרויקטי הייזום למסחר ומשרדים, אשר מהווה נתח משמעותי מהרווחיות הצפויה, להערכת החברה, לשנים הקרובות.

מדיניות חלוקת דיבידנד אשר יכולה לפגוע באיתנות הפיננסית של החברה – הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%.

החברה אימצה מדיניות חלוקת דיבידנד אשר לפיה תחלק לפחות 50% מהרווח הנקי השנתי. מידרוג מעריכה כי במידה והחברה תחלק את מרבית רווחיה כדיבידנד, הדבר יכול לפגוע באיתנות הפיננסית. בשנת 2004 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-24 מ' ש"ח ובמחצית הראשונה של שנת 2005 חילקה החברה דיבידנד בסך של כ-16.6 מ' ש"ח כך שבפועל חולקו רוב הרווחים בגין שנת 2004. כיום לחברה עודפים הראויים לחלוקה בסכום של כ-15 מ' ש"ח.

מערך תפעול ובקרה מורכב – תולדה של פעילות באזורים נרחבים ומפוזרים גיאוגרפית

החברה שואפת להרחיב באופן משמעותי את ההיקף הכספי של פעילותה, מספר הפרוייקטים ופריסתם הגיאוגרפית. מידרוג מעריכה כי תוכניות אלו מצביעות אתגרים ניהוליים ותפעוליים לא מבוטלים.

שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל באמצעות חברות מוחזקות מקומיות המוחזקות על ידי חברת החזקות הולנדית, בהתבססות על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות השונות, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים של החברה.

גורמי סיכון פיננסיים

בעקבות הרחבת פעילות החברה בתחום הייזום, החברה נדרשת להשקעות רבות בשנים הקרובות אשר יוצרות לחץ על תזרים המזומנים

לחברה מספר פרויקטים גדולים אשר בחלקם החלה כבר הבניה והמכירה וחלקם קרקעות אשר טרם החלה הבניה בהם. כמו כן, החברה מעוניינת להרחיב את פעילותה בתחום הייזום למגורים על ידי רכישת קרקעות לבניה. מידרוג מעריכה כי הרחבת הפעילות בתחום הייזום למגורים נדרשת להשקעות משמעותיות אשר התזרים בגינו צפוי להתקבל בשנים שלאחר מכן, כך שיכול להיווצר לחברה תזרים מזומנים שלילי בשנים הקרובות. בפרויקט משמעותי, תנאי התשלום כוללים מקדמה נמוכה ותשלום של היתרה בסיום הבניה, תנאי תשלום אשר מעמיסים על עלויות המימון של הפרויקט. יש לציין כי החברה שוקלת לממש

את הנכסים המניבים שבבעלותה על מנת לשפר את תזרים המזומנים. לחברה כיום בשלבי בניה מעל 700 יח"ד וזכויות בניה להקמת 2,600 יח"ד נוספות. בנוסף, בודקת החברה רכישת קרקעות נוספות לצורך הרחבת היקפי הפעילות.

יחסי האיתנות הפיננסית השתפרו לאחר מכירת נכסים אך התרחבות הפעילות צפויה להביא להרעה. הדירוג ניתן על סמך התחייבות החברה שלאורך כל חיי האג"ח, יחס ההון העצמי לסך המאזן המאוחד לא ירד משיעור של 20%.

האיתנות הפיננסית ערב גיוס החוב הינה טובה. יחס ההון העצמי לסך המאזן המותאם עמד נכון ליום 30.6.2005 על כ-34% ויחס החוב נטו ל-CAP על כ-56%. אם לוקחים בחשבון גם את עודף השווי הגלום בנכסים המניבים של החברה, ישתפרו יחסים אלו. יחד עם זאת, לאחר גיוס החוב, צפויה ירידה ביחסי האיתנות הפיננסית בכפוף להיקף החוב המגויס. מידרוג מעריכה כי בהתחשב בגידול הצפוי בהיקף הפעילות תתכן שחיקה נוספת ביחסי האיתנות. בנוסף, מעריכה מידרוג כי בהתחשב באופי הפעילות של החברה כחברה יזמית (בעיקר) ובתוכניות התרחבות הפעילות אל מדינות בעלות דירוג שאינו דירוג השקעה, שמירה על יחסי איתנות פיננסית הינה הכרחית על מנת לייצב את יכולת הפרעון של החוב.

חשיפה מטבעית בשל הפעילות בשמונה מדינות עם שמונה מטבעות פעילות - החברה מבצעת גידור אך זה אינו מלא

מעצם פעילותה של החברה בשמונה מדינות אשר בהן הפעילות מתבצעת במספר מטבעות שונים, נוצרת לחברה חשיפה מטבעית. התחייבויות החברה הינן בשמונה מטבעות שונים ובעיקר צמודי יורו ודולר. כמו כן לחברה גם התחייבויות שקליות בהצמדה לדולר בגין אג"ח שקלי הצמוד לדולר. הכנסות החברה מתקבלות במטבעות שונים אך אין התאמה מלאה בין התקבולים להתחייבויות ועל כן נוצרת לחברה חשיפה מטבעית. עם זאת, החברה משתדלת להתאים את מטבע ההתחייבויות למטבע הפעילות וכמו כן החברה מבצעת גידורים אך אלו אינם מלאים.

תשואה נמוכה על המקורות העצמיים עבור ההשקעה בנכסים מניבים בהשוואה למדינות מפותחות אשר אינה תואמת את רמת הסיכון

מידרוג מעריכה כי שיעור התשואה על המקורות העצמיים אשר הושקעו בנכסים המניבים (שבבעלותה במועד כתיבת הדוח) הינה נמוכה יחסית ועומדת בממוצע על כ-13%. תשואה זו נופלת ממדינות מערביות ואינה תואמת את רמת הסיכון של היציבות הכלכלית במדינות בהן ממוקמים הנכסים. שיעורי תשואה הנמוכים נובעים מתנאי מימון לתקופות קצרות יחסית (17-10 שנים) המעמיסים תשלומי קרן גבוהים לעומת תנאי מימון טובים יותר בתקופות של 25-50 שנים אשר מקובלים במערב אירופה וצפון אמריקה. שיעור תשואה זה מותיר מרווח נמוך גם בהתחשב בעלות גיוס המקורות העצמיים (ריבית ממוצעת של מעל 7.5%).

גמישות פיננסית מוגבלת

לחברה גמישות פיננסית מוגבלת הנובע מכך שכל הנכסים והקרקעות משועבדים לטובת מוסדות פיננסיים. רמת החוב כנגד הנכסים המניבים נמוכה יחסית (LTV של כ-50%) ואולם בשל אמורטיזציה של 10-17 שנים, החזרי הקרן בגין מימון מחדש יהיו גבוהים ומקטינים את הכדאיות לביצוע refinance. לחברה יתרות מזומן ופקדונות בסך של כ-30 מיליון ₪ והיא קיבלה לאחר מועד הדוח סכום של כ-48 מ' ₪ בגין חוב ממכירת פרויקטים. מנגד, החברה נדרשת להשקיע עוד כ-17 מיליון יורו על מנת לקדם פרויקטים בתהליך. תמורת ההנפקה תשמש למימון פעילותה העסקית של החברה ובין היתר לצורך הרחבת ההשקעות של החברה בנכסים יזמיים ו/או מניבים.

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור משמעותי בפרמטרים פיננסיים עיקריים בהם יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי
- ביסוס המוניטין והניסיון העסקי בשווקים בהן פועלת החברה תוך הוכחת הצלחה בהשלמת פרויקטים בתהליך ופרויקטים נוספים
- שיפור בגמישות הפיננסית

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- כניסה למדינות בעלות רמות סיכון גבוהות.
- הידרדרות ביחסי האיתנות הפיננסית.



הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים

הגדרה	מושג (English)	מושג (עברית)
הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ	Net Income	הכנסות נטו
סך נכסי החברה במאזן	Assets	נכסים
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג	Debt	חוב פיננסי
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + חבויות בגין ליסינג-מזומון ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר	Net Debt	חוב פיננסי נטו
חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים	Capitalization (CAP)	בסיס ההון
הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.	Cash Flow from Operation (CFO)	תזרים מזומנים מפעילות

סולם הדירוג

התחייבויות המדורגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדורגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדורגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדורגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדורגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדורגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוטה של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדורגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פרעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדורגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פרעון, עם סיכויים קלושים לפדיון קרן או ריבית.	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 שהיא נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר : IRBE031005100M

מידרוג בע"מ, מגדל המילניום רח' הארבעה 17 תל-אביב 64739

טלפון 03-6844700, פקס 03-6855002, www.midroog.co.il

© כל הזכויות שמורות למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

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 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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. 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