

רבע כחול נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג | יולי 2010

1

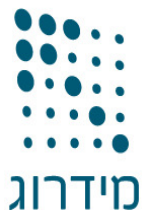
מחבר:

נדב גורן, אנליסט
nadavq@midroog.co.il

אנשי קשר:

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

אביטל בר דיין, סמונכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il



רבע כחול נדל"ן בע"מ

אופק הדירוג: שלילי	דירוג: A1	דירוג סדרה
--------------------	------------------	------------

מידרוג מודיעה על הותרת דירוג A1 והצבת אופק דירוג שלילי. הדירוג ניתן לסדרות האג"ח שבמחזור (סדרות א, ב' ו' ג'), וכן להנפקת סדרת אג"ח חדשה בסך של עד 110 מיליון ₪. סדרת האג"ח החדשה תהיה צמודה למדד המחירים לצרכן ותיפרע בתשלומים שנתיים אשר עיקרם ישולם משנת 2017 ואילך בכ- 3-4 תשלומים.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 11.07.2010. 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 דו"ח הדירוג.

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה ליום 31.3.2010 (במיליוני ₪):

שנת פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 31.3.10	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח 31.3.2010	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2013-2016	115	מדד	6.25%	100	8-2006	1098649	אג"ח א*
2013-2016	815	מדד	4.7%	650	8-2006	1098656	אג"ח ב'
				125	**9-2008		
2011-2018	295	מדד	4.2%	300	10-2009	1115724	אג"ח ג'
	1,225			1,175			סה"כ

*אג"ח ניתנות להמרה למניות רגילות של החברה ** הרחבת הסדרה

הצבת אופק הדירוג השלילי נובעת מכניסת החברה לפרויקט במתחם השוק הסיטונאי בתל אביב (50% חלק החברה) אשר, להערכת מידרוג, מעלה את רמת הסיכון העסקי בהתחשב בהיקפו המשמעותי יחסית והשפעתו על שינוי תמהיל הפעילות על ידי גידול ניכר בחלק היזמי, לרבות כניסה לפעילות בתחום יזום למגורים ותוך תלות בשותף לפרויקט. מאפיינים אלו משפיעים לשלילה על הפרופיל העסקי של החברה ורמות הסיכון הגלומות בפעילותה לעומת מתווה הדירוג הראשוני.

יצוין, כי תשלום התמורה עבור הקרקע פרוס על פני תקופה ארוכה יחסית, המאפשר לחברה לצמצם חשיפות קיימות במהלכה.

בהתאם לכך, מידרוג תמשיך לעקוב בתקופה הקרובה אחר התפתחות העסקה וחשיפות החברה לפרויקט, לרבות הגידול ברמת המינוף ובהתאם - השפעתם על דירוג או אופק דירוג הסדרות. יש לציין, כי התקדמות העסקה בהתאם למתווה הקיים עלולה להוביל להורדת דירוג.

התפתחויות עיקריות

עסקת השוק הסיטונאי - פרויקט בהיקף משמעותי אשר יש בו כדי לשנות את תמהיל פעילות החברה ולהעלות את רמת הסיכון בפרופיל הפיננסי של החברה

ביום 18 באפריל אישרו דירקטוריון החברה וועדת הביקורת עסקה לרכישת זכויות חכירה במתחם השוק הסיטונאי בת"א, בחלקים שווים עם חברת גינדי השקעות בע"מ (להלן "גינדי"). הזכויות הנרכשות כוללות כ- 62.6 אלף מ"ר עיקרי למגורים, כ- 24.5 אלף מ"ר שטחי מסחר, כ- 10.3 אלף מ"ר לשימוש רב תכליתי וכן 5 מפלסים תת קרקעיים מתחת למתחם אשר ישמשו, בין היתר, לחניית ומחסנים. התמורה שנקבעה עבור זכויות אלו הינה בסך כ- 950 מיליון ש"ח אשר תשולם בתשלומים צמודי מדד, בהתאם להתקדמות הפרויקט. חלק החברה בתשלום הראשון ע"ס 260 מיליון ש"ח יעמוד על 60% (10% שמעבר לחלקה בפרויקט אשר מהווים הלואה לגינדי). המוכרות עשויות להיות זכאיות לתמורה נוספת אשר תיגזר ממחיר המכירה של דירות בפרויקט. מעבר לכך, חלק החברה בעלויות ההקמה והפיתוח של הפרויקט צפוי לעמוד על מאות מיליוני ש"ח נוספים.

אף שהפרויקט נהנה מסיקום מרכזי ובהתאם - הינו בעל פוטנציאל שיווקי טוב, רמת הסיכון הגלומה בהקמתו, שיווקו ואכלוסו, הינה גבוהה יחסית בהשוואה לפרופיל הפיננסי של יתר פעילויות החברה. רמת הסיכון אף מתבטאת בכך שהחברה טרם התנסתה בהקמת פרויקט משולב בעל מורכבות בהיקף האמור ובתלותה בשותף אשר אמור לנהל את כלל הקמת הפרויקט ולשווק את חלק המגורים.

עסקה מניבה עם בעלי עניין

ביום 21 באפריל אישרו דירקטוריון החברה וועדת הביקורת את התקשרות החברה בעסקה במתווה Sale & Lease Back לרכישת קרקע בשטח של כ- 240 דונם, המשמשת בעיקר לאחסנת דלקים ושמינים, והממוקמת ב- Point Wells בסיאטל, ארה"ב. במסגרת העסקה נרכשה הקרקע בתמורה לסך של 19.5 מיליון דולר ועבור השתתפות בהשבחת הקרקע תשלם המוכרת תשלום שנתי בסך של כ- 1.75 מיליון דולר, המהווה 9% מעלות הרכישה. בכוונת החברה להשקיע סכומים נוספים, המוערכים בכ- 4-5 מיליון דולר, לטובת שינוי ייעוד הקרקע למגורים. לאחר שינוי היעוד, אין בכוונת החברה לפתח את המתחם אלא למכור את הקרקע. יצוין כי האחריות על ניקוי הקרקע והעלויות בגינה חלים על המוכרת.

נתוני רווח הפסד ויחסי איתנות (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.3.2010	גיוס חוב אנ"ח	מאזן פרופורמה	
116,315	126,614	145,164	45,753			הכנסות משכירות
28,715	51,836	160,399	10,575			עליית ערך נדל"ן להשקעה
8,794	15,512	12,710	5,069			הוצאות הנהלה וכלליות
136,236	162,938	292,853	51,259			רווח תפעולי
-33,766	-78,375	-57,465	-5,193			הכנסות (הוצאות) מימון נטו
102,470	84,563	235,388	46,066			רווח לפני מיסים על הכנסה
20,212	17,311	4,979	9,545			מיסים על הכנסה
82,258	67,252	230,409	36,521			רווח (הפסד) נקי
58,712	24,746	98,882	27,850			רווח (הפסד) נקי בנטרו של שערך נדל"ן*
1,502,236	1,667,296	2,342,960	2,367,695			נדל"ן להשקעה
254,702	330,553	494,394	401,464	-	401,464	יתרות נזילות (כולל פיקדון בחברה האם)
798,637	935,617	1,575,822	1,546,281	100,000	1,646,281	חוב פיננסי
543,935	605,064	1,081,428	1,144,817	100,000	1,244,817	חוב פיננסי נטו
1,778,611	1,973,763	2,846,119	2,795,931	100,000	2,895,931	CAP
1,523,909	1,643,210	2,351,725	2,394,467	100,000	2,494,467	CAP נטו
865,840	910,079	1,131,570	1,108,962	-	1,108,962	הון עצמי
1,817,806	2,027,272	2,886,856	2,831,200	100,000	2,931,200	סך מאזן
44.9%	47.4%	55.4%	55.3%		56.8%	חוב ל- CAP
35.7%	36.8%	46.0%	47.8%		49.9%	חוב נטו ל- CAP נטו
47.6%	44.9%	39.2%	39.2%		37.8%	הון עצמי למאזן

* לפי הערכת מידרוג לשיעור מס כולל של 18%

עלייה בהכנסות ועליית ערך נדל"ן להשקעה בשל הארכת תקופת שכירות נכסים במסגרת עסקה עם חברה אחות

בספטמבר 2009 השלימה החברה עסקה לרכישת 21 נכסים מחברה אחות - מוגה קמעונאות (להלן "מוגה") - בעסקת Sale & Lease Back (להלן "עסקת מוגה" ו/או "העסקה"). במסגרת העסקה נקבע כי מוגה תשלם לחברה דמי שכירות שנתיים בשיעור 9% מסכום ההשקעה של החברה בנכסים המושכרים או 2% מהפדיון, הגבוה מבין השניים. הגידול במצבת הנכסים שחל כתוצאה מהעסקה היווה את הגורם העיקרי לגידול בהכנסות משכירות שרשמה החברה בשנת 2009 ביחס לתקופה המקבילה אשתקד. במועד השלמת העסקה נכנסו לתוקפם הסכמים אשר האריכו את תקופת השכירות בכל הנכסים המושכרים למגה ל- 10 שנים ממועד השלמת העסקה ובתנאי שכירות זהים לתנאים שסוכמו במסגרת העסקה. כמו כן, ניתנה אופציה למגה להארכת תקופת השכירות בנכסים ב- 5 שנים נוספות באותם התנאים. הארכת ההסכמים, כמו גם העלייה במדד במהלך שנת 2009 (נכסי החברה מושכרים בחוזים צמודים למדד), הביאו לעליית ערך חדה בשווי נכסי הנדל"ן להשקעה.

הירידה בהוצאות מימון נטו אינה מייצגת את הגידול במצבת חובות החברה

בשנת 2009 רשמה החברה ירידה בהוצאות מימון נטו ביחס לשנת 2008 מ- 78.4 מיליון ₪ לכ- 57.5 מיליון ₪. ירידה זו נבעה בעיקר מגידול בהכנסות מימון, בשל רווחים בגין עסקאות גידור על המדד (כ- 15 מיליון ₪) ומשערוך נכסים פיננסיים זמינים למכירה (כ- 17 מיליון ₪). בהוצאות המימון (ברוטו) של החברה אשר הסתכמו בשנת 2009 בכ- 93.1 מיליון ₪ לא חל שינוי משמעותי ביחס לשנת 2008. עם זאת, מכיוון שמצבת החובות של החברה גדלה באופן משמעותי

במהלך החודשים האחרונים של שנת 2009, הוצאות המימון לשנה זו אינן מגלמות באופן מלא את הוצאות המימון בגין החוב. כך, על בסיס מצבת החוב הנוכחית ובהנחת עליית מדד שנתית בשיעור של כ- 2.5%, צפויות הוצאות המימון של החברה לעמוד על כ- 120 מיליון ₪ בשנה.

יציבות ביחסי האיתנות של החברה ברבעון הראשון של 2009 בעקבות חלוקת דיבידנד

במהלך שנת 2009 חלה עלייה ברמת החוב הפיננסי, בעיקר כתוצאה מגיוס אג"ח ג' בסך 300 מיליון ₪ וחוב בסך 250 מיליון ₪ שלקחה על עצמה החברה במסגרת עסקת מגה. עלייה זו במינוף, שהביאה לשחיקה ביחסי האיתנות, נלקחה בחשבון במסגרת שיקולי הדירוג הראשוני.

בחודש מרץ 2010 חילקה החברה דיבידנד בהיקף של כ- 56.6 מיליון ₪, על בסיס רווחי 2009, שנבעו בחלקם, כאמור, מרווחי שערך נדל"ן להשקעה. חלוקה זו, שהביאה להפחתה בהון העצמי, קיזזה את הגידול בהון העצמי שנבע מרווחים שוטפים שרשמה החברה במהלך הרבעון הראשון.

יחסי כיסוי (אלפי ₪)

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	
59,958	67,236	82,162	FFO
798,637	935,617	1,575,822	חוב פיננסי
528,935	590,064	1,051,155	חוב פיננסי נטו
13.3	13.9	19.2	חוב ל- FFO
8.8	8.8	12.8	חוב נטו ל- FFO
107,521	111,102	132,454	EBITDA בנטרול שערך נדל"ן
4.9	5.3	7.9	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שערך נדל"ן

גידול ב- FFO במהלך שנת 2009 כתוצאה מעסקת מגה

בשנת 2009 הסתכם תזרים ה- FFO של החברה בכ- 82.2 מיליון ₪ לעומת כ- 67.2 מיליון ₪ בשנת 2008. הגידול ב- FFO נבע מהגידול במצבת הנכסים של החברה עם התווספות 21 הנכסים שנרכשו במסגרת עסקת מגה. עם זאת, ביחסי כיסוי חוב ל- FFO וחוב נטו ל- FFO חלה שחיקה וזאת כתוצאה מהגידול בחוב הפיננסי, כפי שתואר לעיל. יש לציין, כי השחיקה ביחסי הכיסוי תואמת את התחזיות שנערכו בעת הדירוג הראשוני.

יש לציין, כי התזרים לשנת 2009 אינו מגלם הנבה של תקופה מלאה לנכסים החדשים במסגרת עסקת מגה וכן אינו מגלם את מלוא הוצאות המימון בגינם. יחד עם זאת, מכיון שהתוספת ל- NOI הנובעת מעסקת מגה (מעבר לתוספת ל- NOI שנכללה בנתונים לשנת 2009 בגין עסקה זו שהושלמה, כאמור, בחודש ספטמבר 2009), הנאמדת בכ- 30 מיליון ₪, דומה בהיקפה לתוספת בתשלומי הריבית השנתיים (כתוצאה מגידול במצבת החובות של החברה בשליש האחרון של שנת 2009), שינויים אלו מנטרלים אחד את השני ותזרים ה- FFO המייצג הנבה לשנה מלאה הינו בסדר גודל דומה לתזרים ה- FFO שנרשם בשנת 2009. אף על פי כן, מידרוג צופה, כי תיתכן הרעה ביחסי הכיסוי התזרימיים של החברה וזאת בשל קיטון ביתרות הנזילות שבידי החברה, אשר הניבו לה במשך השנים תקבולי ריבית בהיקף של כ- 5-10 מיליון ₪ בשנה. יתרות אלו צפויות להצטמצם באופן ניכר בשנים הקרובות, עם השימוש בהן לביצוע השקעות

שונות ובעיקר - לתשלום עבור הקרקע בשוק הסיטונאי, כאשר מנגד, ההשקעה בפרויקט השוק הסיטונאי אינה צפויה להניב תזרים משמעותי בשנים הקרובות.

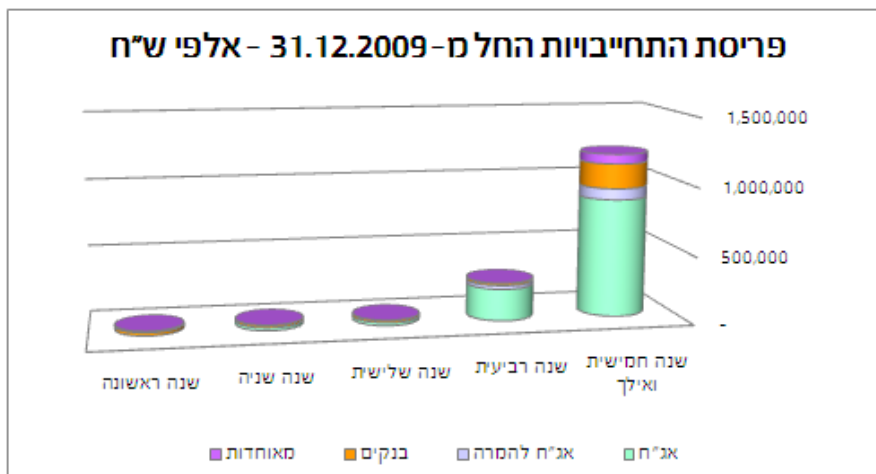
גמישות פיננסית טובה בטווח הקצר-בינוני; ביצוע השקעות יזמיות בהיקף ניכר עלול לפגוע באיתנות ובגמישות הפיננסית

נכון ליום 31.12.2009 לחברה חובות פיננסיים בהיקף של כ- 1.6 מיליארד ₪, מהם כ- 1.25 מיליארד ₪ בגין 3 סדרות האג"ח המונפקות. מכיוון שהן ההלוואות הבנקאיות והן סדרות האג"ח של החברה הינן בעלות מח"מ ארוך, עומס הפירעונות ב- 3 השנים הקרובות צפוי להיות נמוך ולעמוד על כ- 40-30 מיליון ₪ בשנה. החל משנת 2013 צפוי לחול גידול בהיקף הפירעונות השנתי, אשר יסתכם בשנה זו בכ- 281 מיליון ₪, עם תחילת פירעון סדרות אג"ח א' ו-ב'.

נכון ליום 31.12.2009 לחברה יתרות נזילות בהיקף 494 מיליון ₪, הכוללות פיקדונות בחברה האם בהיקף 181 מיליון ₪. מתוך סכום זה, כ- 300 מיליון ₪ מקורם בכספים שגייסה החברה במסגרת הנפקת אג"ח ג' שבוצעה בנובמבר 2009 ושהחברה טרם עשתה בהם שימוש. עם זאת, כפי שצוין, החברה עתידה להשתמש במרבית כספים אלו בחודשים הקרובים לצורך ביצוע מספר השקעות ובין היתר, לתשלום ראשון לרכישת הקרקע בשוק הסיטונאי בסך של כ- 156 מיליון ₪ (תשלום שכבר בוצע בפועל) ורכישת הקרקע בארה"ב בכ- 75 מיליון ₪.

החברה מייצרת תזרים FFO שנתי בסך של כ- 80 מיליון ₪ וברשותה מסגרות אשראי בלתי מנוצלות בהיקף של כ- 65 מיליון ₪. כמו כן, לחברה נכסים בלתי משועבדים בהיקף של כ- 1.9 מיליארד ₪ המהווים, נכון ליום 31.12.2009, כ- 80% משווי נכסי הנדל"ן להשקעה. יחס הנכסים הבלתי משועבדים לחוב אג"ח עומד על כ- 1.54, המהווה עדיין יחס גבוה, על אף ירידה לעומת לסוף שנת 2008, אז עמד היחס על כ- 1.86.

לאור האמור לעיל, מעריכה מידרוג כי ביכולת החברה לשרת את פירעון חובותיה בטווח הקצר - בינוני. עם זאת, המשך ביצוע השקעות בהיקף משמעותי, ובעיקר לצורך הקמה ופיתוח פרויקט השוק הסיטונאי בת"א, יחייב את החברה להגדיל באופן ניכר את החוב הפיננסי, באופן שיפגע באיתנותה ובגמישותה הפיננסית ויעלה את רמת הסיכון הגלומה בפעילותה.

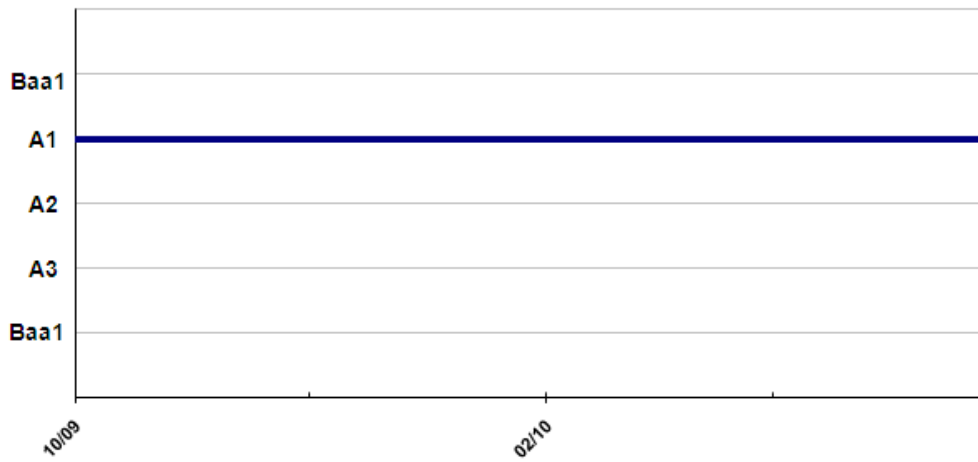


גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- גידול בתזרים הפרמננטי של החברה, מעבר למוצג בדוח דירוג זה
- הקטנת התלות בחברה קשורה
- הרחבת תיק הנכסים, תוך שמירה על יחסי הכיסוי והאיתנות
- שיפור פרמננטי משמעותי ביחסי הכיסוי

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי צמצום חשיפה לפרויקט השוק הסיטונאי
- עליה ביחסי הכיסוי, כך שיחס החוב נטו ל- EBITDA, בנטרול עליית שווי נדל"ן, יעלה על-10
- יחס החוב הפיננסי ל- CAP יעלה על 60%
- עליה ביחס הנכסים המשועבדים ופגיעה מהותית בגמישות הפיננסית
- גידול בהיקף הפעילות היזמית של החברה, מעבר להיקף הנוכחי של הייזום, מתוך סך המאזן של החברה (בין 15% ל- 20%)
- חלוקת דיבידנדים מעבר למוצע ההיקף הנהוג בחברה אשר תוביל לפגיעה מהותית ביחסי האיתנות של החברה



דוחות מתודולוגיים:

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.
[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.
 הדוחות מפורסמים באתר מידרוג - www.midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

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, 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

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

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") 2010.

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 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. 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 מודייס (Moody's) (להלן: "מודייס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודייס, ואינם כפופים לאישורה של מודייס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודייס, 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.