



א. לוי השקעות ובנין בע"מ

דוח מעקב | דצמבר 2012

1

מחבר:

ניר יוסף, אנליסט

niry@midroog.co.il

איש קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות

eylong@midroog.co.il

א. לוי השקעות ובנין בע"מ

אופק הדירוג: שלילי	דירוג: B1	דירוג סדרות ד', ה', ו'
--------------------	-----------	------------------------

מידרוג מודיעה על הוצאת דירוג אגרות החוב שהנפיקה חברת א. לוי השקעות ובנין בע"מ (להלן: "לוי" או "החברה") מרשימת מעקב והורדת הדירוג מ- **Ba2** ל- **B1** ומתן אופק דירוג שלילי

להלן פירוט האג"ח המדורג במחזור של החברה (סולו - אלפי ש"ח):

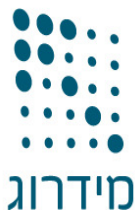
שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.09.2012 (אלפי ש"ח)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
*2012-2013	32,117	מדד	6.10%	05-ט-05	7190077	אג"ח ד'
*2012-2015	56,433	מדד	6.50%	06-ב-06	7190168	אג"ח ה'
2014-2018	88,499	מדד	7.45%	11-ר-11	7190150	אג"ח ו'
177,049						סה"כ

* נכון למועד הדוח, החברה לא פרעה את חלויות הקרן בגין שנת 2012 והיא נמצאת במגעים להארכת לוח הסילוקין. נכון להיום הסיכום בעלי אג"ח ה' לדחות את פירעון הקרן בגין שנת 2012 לינואר 2013

הורדת הדירוג נובעת, בין היתר, מכך שהחברה טרם הצליחה להשלים מהלכים להגדלת נזילות החברה ובהם מימוש קרקע מהותית ברמת גן, קבלת תקבול מקבוצת הרכישה ברמת גן ומימושם של נכסים נוספים. בעקבות כך, לחברה לא היו מקורות מספקים לצורך פירעון של חלויות האג"ח השוטפות של סדרה ד' ושל סדרה ה' במועד הפירעון, ועל כן ביקשה החברה דחייה במועד התשלום ורואי החשבון של החברה הציבו לחברה הערת עסק ח'; החברה עומדת בפני אתגרים משמעותיים ליצירת תזרים מזומנים, הנבעת מהעובדה כי מרכיב גבוה ממקורות החברה כולל מימוש קרקעות, מימוש נכסים מניבים אשר חלקם ללא שוכרים ומכירת יח"ד בפרויקטים בביצוע, אשר לאור מועד ההשלמה של הפרויקטים, צפויים להיפרס במהלך השנים 2013-2014; חשיפה להרעה המתמשכת בפעילות חברת הבת יורו גלוב (להלן: "יורו גלוב"), בין היתר, בשל שיעבוד שני של אחזקות החברה בנכסים בצרפת לטובת מחזיקי האג"ח ביורו גלוב, אשר עלול למנוע מהחברה ליהנות מהכנסות מהנכסים ומהתזרים השירי הצפוי ממימושם (כ- 30 מיליון ₪ נטו, בהתאם לשווי בספרים בניכוי אשראי בגין הנכסים); לחברה תלות במספר מצומצם של פרויקטים למגורים בביצוע, אשר קצב התקדמותם סביר, אשר עשויים להפיק תזרים לשירות החוב בטווח הבינוני.

בהמשך לפניית החברה למחזיקי האג"ח על מנת לדחות את מועד פירעונות חובות, אותו מגדירה מידרוג כאירוע של כשל פירעון, ביצעה מידרוג הערכה ראשונית לשיעור ההפסד הצפוי לסדרות האג"ח, **בתרחיש של מימוש מהיר** של נכסי החברה. תרחיש זה מניח, כי החברה לא תצליח לממש בהתאם לעלות הנכסים בספרים (בהתאם לנתוני הסולו המורחב¹ ליום 30.09.12, ההון העצמי המיוחס לבעלי מניות הרוב הינו חיובי ועומד על כ-100 מיליון ₪ וכ- 30 מיליון ₪ בניטרול השקעותיה של החברה בחברת יורו גלוב ובאג"ח חברת יורו גלוב. זאת, ללא הפחתת האחזקה בנכסים בצרפת).

¹ החברה נבחנה על בסיס רמת הסולו המורחב - בניטרול חברת הבת יורו גלוב בע"מ (להלן "יורו גלוב")



לצורך הערכת שיעור ההפסד יישמה מידרוג מודל Run-Off, למקורות העומדים לטובת נושי החברה, הכוללים, בין היתר, תמורה ממימוש קרקעות ופרויקטים בישראל, נכסים מניבים בישראל ובחו"ל, אחזקות החברה בחברת יורו גלוב (מניות ואג"ח) וזכויות אחרות של החברה.

על בסיס ניתוח רגישות לתקבולים הצפויים **ממימוש מהיר**, מידרוג מעריכה, כי נכון למועד זה, שיעור ההפסד למחזיקי האג"ח תואם לדירוג B1². אולם, בשלב זה קיים קושי בקביעת מחירי המימוש של חלק ניכר מהמקורות, הכוללים 2 נכסים ריקים מדיירים, קרקעות חקלאיות, קרקע הקשורה בהליך משפטי ופרויקטים בביצוע, אשר יכולת הנראות, לגבי עיתוי והתמורה ממימוש, הינה נמוכה.

מתן אופק הדירוג השלילי משקף את האפשרות לשיעורי הפסד גבוהים יותר, בשל הקושי האמור בהערכת התמורות ממימוש מהיר של נכסי החברה ובשל העובדה כי החברה טרם הגיעה להסכמה עם בעלי האג"ח על פריסת חובותיה.

יצוין כי, לפי מתווה שהציעה החברה למחזיקי האג"ח, הכולל פריסת מחודשת של החוב (דחיית לוח הסילוקין לסדרות ד' ו-ה' בשנה), כך שמלוא החוב יוחזר במלואו, צפויים בעלי האג"ח לקבל שיעבוד על נכסים ותמורות עתידיות של החברה וכן פיצוי כספי על ידי הגדלת שיעור הריבית וע"י הקצאת מניות ואופציות.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

החברה לא ביצעה במועד את פירעונות הקרן של סדרה ד' וסדרה ה' (בהיקף של כ- 30.5 מיליון ₪); נזילות וגמישות פיננסית שאינן מספקות ביחס ללוח הסילוקין של החברה

נכון ליום 30.09.2012, לחברה הייתה יתרת מזומנים בלתי משועבדים בסך של כ- 4.5 מיליון ₪ בלבד (כ- 2 מיליון ₪ נכון למועד הדוח) ברמת הסולו המורחב, בנוסף ליתרת מזומנים מוגבלים בחשבונות ליווי, בהיקף של כ- 30.5 מיליון ₪. יתרת האג"ח של החברה נכון ליום 30.09.2012 מסתכמת לכ- 176 מיליון ₪ (בקיזוז יתרת אג"ח הנמצא בבעלות החברה וחברות בנות שלה, עקב רכישה עצמית). על פי לוח הסילוקין המקורי של האג"ח, נכון למועד דוח זה, החברה בפיגור של פירעון קרן בהיקף של כ- 30.5 מיליון ₪ (כ- 14 מיליון בגין סדרה ה' וכ- 16.5 מיליון בגין סדרה ד'), כאשר בשנת 2013 צפויים לחברה פירעונות בהיקף דומה. יצוין כי, מחזיקי סדרה ה' נתנו לחברה אורכה לצורך פירעון האג"ח בגין שנת 2012 עד לינואר 2013. בנוסף, לחברה הלוואות בנקאיות בהיקף של כ- 122 מיליון ₪, אשר מרביתן הינן הלוואות כנגד נכסים מניבים (כ- 105 מיליון ₪), המשועבדים בשיעור LTV סביר, והיתרה הינה בגין הלוואות שוטפות מבנקים אשר לחלקן משועבדים נכסי רכוש קבוע וקרקע חקלאית.

מלבד יתרת הנזילות, מקורות החברה כוללים בעיקר תקבולים ממכירת יח"ד בפרויקטים למגורים בביצוע ובתכנון, ממימוש נכסים מניבים וקרקעות ואחזקה בחברת הבת יורו גלוב. נכון ליום 30.09.12, החברה בונה 5 פרויקטים, בהיקף כולל של כ- 258 יח"ד (מתוכן החברה מכרה כ- 99 יח"ד) אשר מרביתם צפויים להסתיים בין אמצע 2013 ולסוף 2014. על אף שקצב המכירות הינו סביר ביחס לשיעור ההשלמה ולמרות מיקום ואופי הפרויקטים, ההכנסות מפרויקטים אלו צפויות להיפרס, באופן שאינו תואם את צורכי שירות החוב של האג"ח. למרות שקצב המכירה סביר ביחס לקצב

² ראה דוח מיוחד - [דירוג חוב בהינתן כשל פירעון](#), נובמבר 2009



מידרוג

ההשלמה, מידרוג רואה בעובדה כי חלק ניכר מהכנסות החברה מפרויקטים חשופות לתנודות השוק, כגורם סיכון. החברה מתכננת להתחיל במהלך 2013 את בנייתן של כ-90 יח"ד נוספות. לאור מצבה הכספי של החברה, סביר כי השקעה בפרויקטים אלו תיעשה רק עם אישור בעלי האג"ח ובכל מקרה, תחל להניב את פירותיה רק לקראת סוף שנת 2014.

כאמור, לחברה מקורות נוספים לשירות החוב, מעבר למלאי המגורים בביצוע ובתכנון ובהם נכסים מניבים וקרקעות. מקורות החברה כוללים מלאי קרקעות, בשווי בספרים של כ-67 מיליון ₪, מלאי דירות שבנייתן הושלמה, שצפוי להניב לחברה תזרים בהיקף כולל של כ-10 מיליון ₪ ונכסי נדל"ן מניב (ברמת הסולו המורחב), המוצגים בדוחות בשווי נטו של כ-85 מיליון ₪. יש לציין כי נכסיה של החברה בצרפת, המוצגים בדוחות בשווי נטו (ללא השפעות מס במימוש) של כ-30 מיליון ₪, משועבדים (שיעבוד שני) לטובת מחזיקי האג"ח בחברת יורו גלוב. לאור מצבה הפיננסי של חברת יורו גלוב ביחס לחובות האג"ח שלה (ראו להלן), מידרוג מעריכה כי קיימת חשיפה שאחזקותיה של החברה בצרפת לא יתרמו באופן מהותי לשירות חוב האג"ח של א. לוי. מלבד החשיפה לצרפת, מימוש הנכסים והקרקעות של החברה כולל גם 2 נכסים מניבים ריקים, קרקעות חקלאיות וקרקעות אשר תלויות כנגדן תביעות משפטיות. לאור האמור לעיל, מידרוג לקחה בחשבון תרחיש לפיו חלק ניכר מנכסים אלו ימומשו במחיר הנמוך מזה המשתקף בספרים.

מידרוג מעריכה כי שווי אחזקותיה של לוי בחברת יורו גלוב הינו אפסי; בעלי האג"ח מגבילים את החשיפה ליורו גלוב

חברת הבת יורו גלוב, אשר פועלת בתחום הנדל"ן המניב בגרמניה, מצויה בחולשה מזה תקופה. על פי נתוני סולו מורחב שהתקבלו מהחברה, נכון למועד דוח זה, שווי אחזקותיה של החברה בחברת יורו גלוב עומד על כ-70 מיליון ₪ והוא כולל אחזקה במניות, הלוואות בעלים ואחזקה באגרות חוב של יורו גלוב. יחד עם זאת, לאור העובדה כי החזקותיה של החברה ביורו גלוב הינן נדחות ביחס למחזיקי אגרות החוב של יורו גלוב, מידרוג מעריכה כי שווי אחזקותיה של החברה ביורו גלוב הינו אפסי. כמו כן, כפי שצוין לעיל, ככל שתוכניות יורו גלוב להנזיל את נכסיה המניבים באופן משמעותי לא ייצלחו, קיימת חשיפה כי אחזקות החברה בנכסים מניבים בצרפת, אשר משועבדות לטובת בעלי אגרות החוב ביורו גלוב, ישמשו לצורך פירעון אג"ח יורו גלוב, באופן שיוביל לפגיעה ביכולת שירות האג"ח של א. לוי.

במסגרת שיקולי הדירוג מידרוג התחשבה באפשרות של פריסה מחדשת של חובות האג"ח, אשר עשויה לסייע לחברה לממש את פוטנציאל הערך של נכסיה

כאמור, נכון למועד דוח הדירוג, החברה לא עמדה בתשלומי קרן האג"ח לשנת 2012 של סדרה ד' ושל סדרה ה' המסתכמים לכ-30.5 מיליון ₪ (כאמור, מחזיקי סדרה ה' העניקו לחברה אורכה לפירעון החלות השוטפת של האג"ח שהיתה אמורה להיות משולמת בחודש נובמבר 2012, עד ינואר 2013). לאור זאת, החברה נמצאת במגעים עם נאמני אגרות החוב (של סדרה ד', סדרה ה' וסדרה ו') לגביי שינויים במועדי תשלומי הקרן של אגרות החוב, אך לא בהיקפם. על פי המתווה שהוצג למידרוג (אשר הוצע על ידי החברה וטרם אושר על ידי מחזיקי האג"ח), לוח הסילוקין של סדרה ד' ו-ה' צפוי להידחות בשנה ואילו תשלום הקרן הראשון של סדרה ו' (הקבוע ליום 10 במרץ 2014) יוקדם כך שיפרע ביחד עם פירעון תשלומי הקרן בפיגור לסדרות ד' ו-ה', פרי-פסו לגודל התשלום. יתרת לוח הסילוקין של סדרה ו' לא תשתנה במסגרת המתווה שהחברה מציעה. מימון הפירעונות בשנת 2013 צפוי להיעשות, להערכת החברה, על ידי מימוש המגרש ברמת גן וקבלת הסכומים המגיעים לחברה בגין מכירת מגרש לקבוצת רכישה, גם כן ברמת גן.

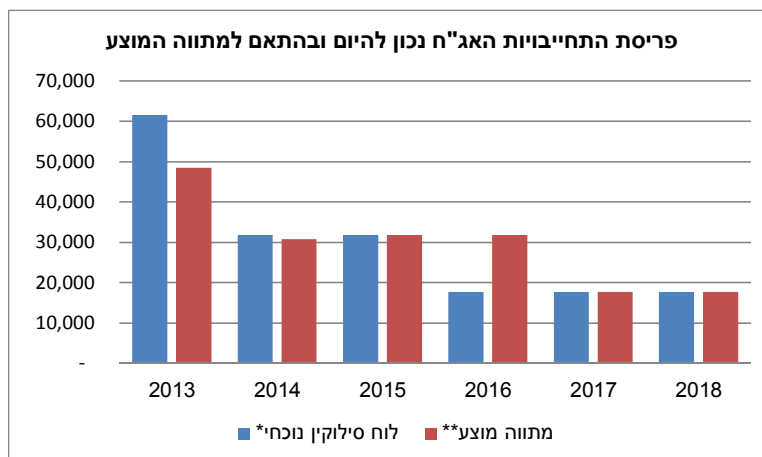


מידרוג

במסגרת המתווה המוצע, מועדי תשלום הריבית אינם צפויים להשתנות אך שיעור הריבית בגין החובות בפיגור (סדרה ד' וסדרה ה') צפוי לעלות ובנוסף - לכלל מחזיקי האג"ח פיצוי באקוויטי (על ידי הקצאת מניות). כמו כן, עבור כלל הסדרות צפויים להתקבל שיעבודים מדרגה ראשונה על חלק ניכר מנכסי החברה אשר אינם משועבדים, כאשר התמורה בגין מימושם תשמש (באופן חלקי) להפחתת החוב של החברה בגין אגרות החוב (תחילה ריבית צבורה ולאחר מכן קרן) וזאת ללא עמלת פירעון מוקדם.

בנוסף, המתווה המוצע מגביל את פעילות החברה באופן אשר צפוי להפחית את שימושי החברה אשר אינם קשורים בשירות חוב האג"ח (הגבלות על חלוקת דיבידנד, עסקאות עם בעלי שליטה, הרחבת סדרות אג"ח, שינוי שליטה, מגבלות על שימוש במקורות החברה לצורכי השקעות חדשות וקיימות (ובהן יורו גלוב או נושיו).

מידרוג אמנם רואה בפריסת החובות צעד חיובי, אך מידרוג מעריכה כי גם במסגרת המתווה המוצע, לחברה אתגרים משמעותיים ביישום תוכניתיה לשירות חוב האג"ח.



* כמחצית מתשלום הקרן בשנת 2013 הינה קרן אג"ח שהייתה אמורה להיות משולמת בשנת 2012 בגין סדרה ד' וסדרה ה'.

** פירעון הקרן בשנת 2013 כולל את פירעון הקרן של אג"ח ד' ואג"ח ה' אשר נדחו משנת 2012 ואת פירעון אג"ח ו' אשר צפוי כי יוקדם משנת 2014.

א. לוי השקעות ובנין בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪):

31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	30.09.2012	הפחתת יורו גלוב**	נתונים פיננסיים עיקריים (סולו מורחב)* אלפי ₪
20,825	12,790	7,224	11,185		רווח גולמי ממכירת דירות
11,247	10,301	6,058	5,256		מדמי שכירות NOI
32,072	23,091	13,282	16,441		רווח גולמי
15,928	2,599	13,464	-13,809		שינוי בשווי נדל"ן להשקעה והפחתות מלאי קרקעות
22,004	11,493	4,319	-1,765		EBITDA בנטרול שינוי בשווי מקרקעין
30,416	27,033	-8,306	-32,607		רווח נקי (הפסד) לתקופה
212,714	218,584	277,481	297,744	297,744	חוב פיננסי
63,701	47,149	48,378	49,365	49,365	נזילות כולל אנ"ח יורו גלוב ומזומנים מוגבלים
31,483	20,000	15,456	14,174	14,174	חלק מנזילות המיוחס לאחזקה באנ"ח יורו גלוב
18,694	9,201	23,622	30,500	30,500	מזומנים מוגבלים בחשבונית ליווי
13,524	17,948	9,300	4,691	4,691	נזילות בניכוי אנ"ח יורו גלוב ומזומנים בחש' ליווי
199,190	200,636	268,181	293,053	293,053	חוב פיננסי נטו
364,100	388,304	430,146	416,409	345,661	Cap
350,576	370,356	420,846	411,718	340,970	CAP נטו
135,267	155,084	135,191	100,375	29,627	הון עצמי
39,990	9,956	28,352	69,378	69,378	מקדמות מרוכשי דירות
406,710	435,322	455,281	452,057	381,309	סך מאזן בנטרול מקדמות
33.3%	35.6%	29.7%	22.2%	7.8%	הון עצמי זכ' מיעוט לסך מאזן בניכוי מקדמות
58.4%	56.3%	64.5%	71.5%	86.1%	חוב ל-CAP
56.8%	54.2%	63.7%	71.2%	85.9%	חוב נטו ל CAP נטו
9,610	-610	-9,956	-12,672		FFO
22.13	שלילי	שלילי	שלילי		חוב פיננסי ל FFO
20.73	שלילי	שלילי	שלילי		חוב פיננסי נטו ל FFO
9.7	19.0	64.2	-126.5		חוב פיננסי ל EBITDA בנטרול נדל"ן להשקעה

* על בסיס נתוני החברה כאשר יורו גלוב מוצגת כחברה מוחזקת. ** בנוסף קיימת חשיפה לשיעבוד שני של נכסי צרפת לטובת אנ"ח יורו גלוב

אופק הדירוג

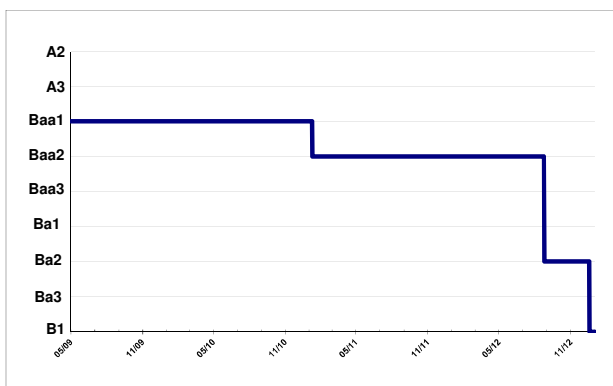
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואת אופק הדירוג

- שיפור משמעותי בנזילות החברה
- גיוס הון משמעותי
- פריסת חובות האג"ח ועמידה לאורך זמן בתוכניות החברה

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- אי הסכמה על פריסת חובות האג"ח
- אי עמידה בתחזיות החברה להפקת תזרים משמעותי לשירות החוב והגדלת יתרת הנזילות
- הרעה בתחומי הפעילות של החברה

היסטוריית דירוג



7

פרופיל החברה

חברת א. לוי השקעות ובניין בע"מ, פועלת בעצמה ובאמצעות חברות בנות וקשורות, בשני תחומי פעילות: ייזום והקמת פרויקטים למגורים וכן ברכישה, פיתוח והשבחת נכסים מניבים בישראל ובמערב אירופה (גרמניה וצרפת). החברה התאגדה באוגוסט 1977 על ידי האחים עזרא, אברהם ויונה לוי, כחברה פרטית. בפברואר 1994 הפכה לחברה ציבורית, לאחר הנפקה ראשונה של מניותיה לציבור. בני משפחת לוי הינם בעלי השליטה בחברה.

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

דוח קודם: דוח מעקב אוגוסט 2012 ודוח מעקב מאי 2012

תאריך דוח: 30 בדצמבר 2012

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 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 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: CRLEVY11121200M

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") 2012.

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. 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.