

ר בד בע"מ

דו"ח מעקב שנתי 10 ינואר 2010

1

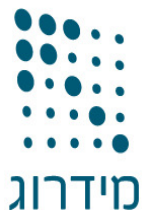
מחבר:

נדב גורן - אנליסט
nadav@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש צוות
ran@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה - ראש תחום תאגידים ומוסדות פיננסיים
bardayan@midroog.co.il



רבד בע"מ

אופק דירוג: שלילי	דירוג: Baa1	דירוג סדרה
-------------------	-------------	------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרת אג"ח יג' של חברת רבד בע"מ (להלן: "החברה", "רבד"), מדירוג A3 לדירוג Baa1 והותרת האופק השלילי. להלן פירוט סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו:

שנות פירעון האג"ח	יתרת אג"ח בספרים ליום 30.9.09 (אלפי ש"ח)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ב ליום 30.9.09 (אלפי ש"ח)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2010-2014	*162,717	מדד	6.1%	184,249	27/12/2007	5260039	אג"ח יג'

* ליום 30.9.2009 החזיקה חברה בת בכ- 35 מיליון ש"ח. אג"ח, יתרת האג"ח בספרים מייצגת רק כ- 149 מיליון ש"ח.

הורדת הדירוג נובעת, בין היתר, נוכח שחיקה ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי של החברה וגידול ברמות המינוף, באופן שאינו תואם רמת דירוג של A3. הירידה ביחסי האיתנות והכיסוי הינם כתוצאה מרכישת נכסים ממונפים. החברה פעלה לרכישת נכסים ברמת מינוף גבוהה אשר הגדילה את היקף החוב הפיננסי באופן ניכר, במקביל לעלייה ביחסי הכיסוי. הפחתה נוספת ברמת הנזילות נגרמה מפירעון הלוואת בעלים בהיקף של כ- 40.7 מיליון ש"ח, שקוזזה בחלקה ממכירה חוזרת לשוק של אג"ח מסדרה י"ג, שהוחזקו ע"י חברות בנות של החברה, בהיקף של כ- 34 מיליון ש"ח.

הותרת אופק הדירוג שלילי נובעת מכך שעל אף שלחברה יתרות נזילות ומסגרות אשראי לא מנוצלות, המאפשרות לה גמישות פיננסית סבירה בטווח הקצר, בטווח הבינוני ובעיקר בשנים 2012-2013 תידרש החברה להתמודד עם עומס הפרעונות הצפוי לה, בשל היקף המימון מחדש על נכסיה. להערכת מידרוג, יתכן שעל מנת לבצע מימון מחדש על כמה מנכסיה, תיאלץ החברה להזרים הון עצמי. כמו-כן, מצפה מידרוג כי יחסי הכיסוי התזרימיים של החברה ישתפרו באופן משמעותי. בנוסף, נמשכת החשיפה של החברה למשבר הפיננסי בשוקי פעילותה, בעיקר במערב אירופה, אשר עלול להשליך לשלילה על ההתפתחות העיסוקית והפיננסית.

הגדלת מצבת נכסי החברה

ביוני 2009 הקצתה החברה כ- 9% מהון מניותיה למר צבי בירן. בתמורת להקצאה, רכשה החברה מצבי בירן את החזקותיו בחברת *Lupo*, המחזיקה בשני בנייני משרדים ומסחר בשטח של כ- 20 דונם בפרבר של העיר ברן, בשוויץ (להלן שם הנכס "מוזלי"). בעקבות רכישה זו, הגדילה החברה את שליטתה בחברת *Lupo* מכ- 50% לכ- 90%. רכישה זו לא הגדילה את המנוף הפיננסי של החברה, בשל הקצאת המניות לבירן.

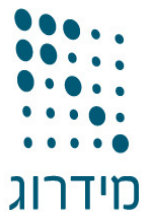
ביוני 2009 רכשה החברה כ- 50% מקומפלקס בן 5 מבני משרדים מחוברים, בני 3 קומות כל אחד ובשטח בנוי של כ- 24 אלפי מ"ר. הקומפלקס ממוקם בפארק עסקים, כ- 135 ק"מ דרומית ללונדון, אנגליה, תמורת כ- 29.8 מיליון ליש"ט (להלן שם הנכס "סולנט"), חלקה של רבד ברכישה. הנכס מושכר במלואו לשוכר אחד - *National Air Traffic Services plc*, בחוזה השכירות שבתוקף עד לחודש נובמבר 2023. סך דמי השכירות השנתיים עומדים על כ- 4.6 מיליון ליש"ט, והוא מניב לחברה NOI שנתי של כ- 2.1 מיליון ליש"ט, המשקף תשואה כ- 7.2%. הרכישה מומנה באמצעות הלוואה בהיקף של כ- 21.1 מיליון ליש"ט, חלקה של רבד בהלוואה, בריבית של כ- 6.2% לתקופה בת 14 שנים. שיעור המינוף בעסקה עמד על כ- 76%.

בספטמבר 2009 רכשה החברה 25% מנכס הכולל 6 חנויות בערים שונות באנגליה, בשטח כולל של כ- 73 אלפי מ"ר, תמורת כ- 16 מיליון ליש"ט. הנכס מושכר במלואו ל- *Debenhams Retail plc*, רשת בתי כלבו, המפעילה כ- 140 בתי כלבו ברחבי בריטניה ואירלנד וכ- 45 חנויות, הפועלות באמצעות זכיינים, ב-15 מדינות ברחבי העולם (להלן שם הנכס "דבנהמס"). חוזה השכירות הינו בתוקף עד לשנת 2034 וסך דמי השכירות עומדים על כ- 5.31 מיליון ליש"ט. הנכס מניב לחברה NOI שנתי של כ- 1.35 מיליון ליש"ט, המשקף תשואה של כ- 8.6%. הרכישה מומנה באמצעות הלוואות בהיקף של כ- 10.875 מיליון ליש"ט, לתקופה בת 5 שנים בריבית של כ- 4.8% ושיעור המינוף בעסקה עמד על כ- 68%. החברה התמה הסכם למכירת הנכס בינואר 2010, כפי שיפורט בהמשך.

לאחר שאושרה בנובמבר 2009 ע"י אסיפת בעלי המניות של החברה, יצאה לפועל בחודש ינואר 2010, עסקה לרכישת החזקותיו של צד ג' בשתי חברות זרות, המחזיקות יחדיו בנכס מניב (50%), הכולל שבעה בנייני משרדים בשלוש ערים שונות בגרמניה, המאוכלסים בשכירות ארוכת טווח ע"י *Deutsche Telekom* (להלן שם הנכס "אוריון"). תמורת אוריון שילמה החברה 5.5 מיליון יורו ממקורות עצמיים וצפויה לשלם עוד כ- 3 מיליון יורו, לאחר קבלת חו"ד באשר למיסוי הכנסות הנכס בגרמניה. כמו כן, לקחה על עצמה החברה את חלקן של החברות (50%) ביתרת הלוואה קיימת כנגד אוריון, בסך 225 מיליון יורו. דמי השכירות השנתיים המשולמים ע"י *Deutsche Telekom* עומדים על כ- 15.2 מיליון יורו והוא מניב לחברה NOI שנתי של כ- 7.58 מיליון יורו, המשקף תשואה של כ- 5.9%.

באוגוסט 2009 מכרה החברה את החזקותיה במקרקעין ברחובות בתמורה לכ- 11 מיליון ₪. המקרקעין הינם בשטח של כ- 10 דונם, המיועדים לבניית 78 יח"ד (חלק החברה 46 יח"ד). בגין המכירה רשמה החברה רווח של כ- 4.3 מיליון ₪.

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מאז דוח המעקב התקופתי שנעשה בדצמבר 2008



החזר הלוואת בעלים ומכירה חוזרת של אג"ח סדרה י"ג

באפריל 2009 פרעה החברה הלוואה שניתנה מבעל שליטה, בהיקף של כ- 40.7 מיליון ₪. בשנת 2008 רכשה החברה, באמצעות חברות בנות, כ- 54.7 מיליון ע.ג. אג"ח מסדרה י"ג ורשמה כתוצאה מכך רווח הון של כ- 19 מיליון ₪. על מנת לשמור על רמת נזילות, תוך ניצול מחירי ניירות הערך, החלה במכירה חוזרת של חלק מהאג"ח. עד ליום 7 בינואר 2010 מכרה החברה כ- 33 מיליון ע.ג. אג"ח בתמורה לכ- 34 מיליון ₪ ומחזיקה בכ- 2.3 מיליון ע.ג. אג"ח נוספים, בשווי שוק נוכחי של כ- 2.5 מיליון ₪ (היתרה נמחקה מהמסחר).

יחסים פיננסיים נבחרים *

31.12.07 לאחר איחוד יחסי	31.12.2008	30.9.2008	30.9.2009	אלפי ₪
44,393	80,678	58,800	66,000	הכנסות מהשכרת נכסים
-	8,584	7,935	12,486	הכנסות ממכירת מקרקעין
22,976	-39,278	-8,959	-	התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה
51,540	23,531	36,758	53,102	רווח מפעולות רגילות
27,555	-11,438	-9,543	8,558	רווח (הפסד) לאחר מסים על ההכנסה
44,828	-8,948	3,701	-12,788	חלק החברה בתוצאות של חברה כלולה נטו
72,288	-20,103	-5,842	-4,230	רווח נקי (הפסד)
267,566	115,426	128,908	89,008	יתרות נזילות (מזומנים ופיקדונות לזמן קצר)
1,045,369	1,422,735	1,324,686	1,790,948	חוב פיננסי
777,803	1,307,309	1,195,778	1,701,940	חוב פיננסי נטו
1,366,113	1,713,626	1,629,060	2,100,183	Cap
1,098,547	1,598,200	1,500,152	2,011,175	Cap נטו
271,400	248,499	254,501	262,949	הון עצמי וזכויות מיעוט
1,366,113	1,738,453	1,654,380	2,149,852	סך מאזן
76.5%	83.0%	81.3%	85.3%	חוב פיננסי ל-CAP
70.8%	81.8%	79.7%	84.6%	חוב פיננסי נטו ל-CAP נטו
19.9%	14.3%	15.4%	12.2%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן
12,760	13,302	13,844	11,447	FFO (לפי שיטת תזרים שוטף לפני שינויים בהון חוזר)
81.9	107.0	71.8	117.3	חוב פיננסי ל-FFO בגילום שנתי
61.0	98.3	64.8	111.5	חוב פיננסי נטו ל-FFO בגילום שנתי

* הנתונים המאזניים מוצגים באיחוד יחסי של נכסי החברה בברלין ובאנגליה הנתונים התוצאתיים על בסיס איחוד מלא בלבד.

שיפור בהכנסות כתוצאה מהגדלת מצבת הנכסים המניבים ומכירת קרקע

בתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009 (להלן "תקופת הדו"ח") גדלו סך הכנסות החברה ביחס לתקופה המקבילה אשתקד בכ- 11.8 מיליון ₪. עיקר הגידול בהכנסות נבע מגידול במצבת הנכסים של החברה וכן מממוש קרקעות, בתמורה העולה על התקופה המקבילה אשתקד. החברה שמרה על שיעור רווחיות גולמית יציב, של כ- 81%-80% מהכנסות שכ"ד.

הפסד נקי כתוצאה מהמשך ירידה בשווי נדל"ן להשקעה

בתקופת הדו"ח רשמה החברה יציבות בסעיף התאמות שווי הוגן של נדל"ן להשקעה, לאחר שהציגה הפסד של כ- 9 מיליון ₪ בתקופה המקבילה. עם זאת, החברה רשמה בתקופה הדו"ח הפסד בגין חלקה בתוצאות חלקה כלולה, נטו, בסך כ- 12.8 מיליון ₪. הפסד זה נגרם כתוצאה מהתאמות שווי הוגן של נכסים המוחזקים בידי החברה הכלולה במערב אירופה.

שחיקה ביחסי האיתנות עקב רכישת נכסים מניבים

במהלך תקופת הדו"ח חל גידול בהיקף החוב הפיננסי נטו של החברה בכ- 395 מיליון ש"ח ביחס ל- 31 בדצמבר 2008. גידול זה, אשר נבע ממספר רכישות שביצעה החברה בתקופה, הביא להמשך מגמת השחיקה ביחסי האיתנות. כך, יחס הון עצמי למאזן שעמד על כ- 15.4% ביום 30.9.2008 ו- 14.3% ביום 31.12.2008, נשחק בתקופת הדו"ח לכ- 12.2% בלבד. באופן דומה, יחס החוב נטו ל- CAP נטו של החברה גדל לכ- 84.6% בתקופת הדו"ח לעומת כ- 79.7% ביום 30.9.2008 ו- 81.8% ביום 31.12.08.

התייצבות על רמת יחסי כיסוי גבוהים

בתקופה הדו"ח יצרה החברה תזרים FFO במונחים שנתיים של כ- 15.3 מיליון ש"ח בלבד (לפי 11.45 מיליון ש"ח בתקופה). בעוד שביחס לשנת 2008 רשמה החברה גידול נמוך ב- FFO, הצמיחה החדה בחוב הפיננסי הביאה להתדרדרות ביחסי הכיסוי - חוב פיננסי ל- FFO וחוב פיננסי, נטו, ל- FFO מרמות של 64.8 ו- 71.8 בהתאמה, בתקופה המקבילה אשתקד ל- 111.5 ו- 117.3 בתקופת הדו"ח.

עם זאת, מכיוון שתזרים ה- FFO שחושב על בסיס הדוחות הכספיים אינו מגלם הנבה שנתית מלאה של מספר נכסים שנרכשו ע"י החברה בחודשים האחרונים, אך מנגד מציג את מלוא החוב בגינם, נוצרת הטיה שמגדילה את יחסי הכיסוי של החוב. להערכת מידרוג, על פי נתוני פרופורמה מהחברה, לאחר תיקון, אשר לוקח בחשבון הנבה שנתית מלאה לנכסים, החברה מייצרת כיום FFO שנתי של כ- 25.3 מיליון ש"ח. מכאן שיחסי הכיסוי המתוקנים של החברה עומדים על יחס חוב פיננסי ל- FFO של כ- 71 ויחס חוב פיננסי נטו ל- FFO של כ- 67, אשר הינם גבוהים לקבוצת דירוג החברה.

יש לציין, שיחסי כיסוי אלו צפויים להיות גבוהים יותר ויעמדו על כ- 85 חוב פיננסי ל- FFO, כ- 80 חוב פיננסי נטו ל- FFO ויחס הון עצמי למאזן של כ- 12.5%, זאת - לאור השפעה כוללת של מספר עסקאות שביצעה החברה לאחר תאריך המאזן וכאלו שעתידיה לבצע. חלק מההליכים אלו כוללים:

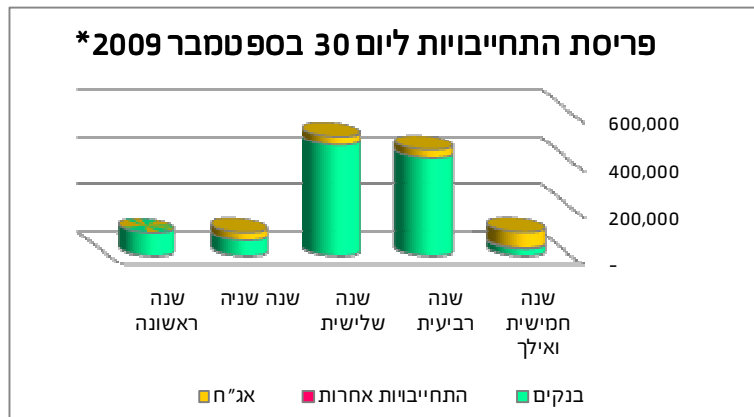
רכישת אוריון: כפי שצוין, במהלך ינואר 2010 רכשה החברה את נכס אוריון בתמורה ל- 8.5 מיליון יורו וכן לקחה על עצמה יתרת הלוואה בהיקף גבוה של כ- 113 מיליון יורו, אשר הגדילה באופן משמעותי את היקף החוב.

מכירת דבנהמס: לאחר שרכשה בשנת 2009 נכס זה, חתמה החברה הסכם במהלך ינואר 2010 למכירת מלוא החזקותיה בדבנהמס. עם השלמת העסקה, צפויה החברה להכיר ברווח לפני מס בסך של כ- 2.2 מיליון ליש"ט.

רכישת חלק מחוב שכנגד נכס: החברה הגיעה להסכמה עם בנק בחו"ל, לרכישת חלקו בהלוואה (כ- 11%) שכנגד נכס בגרמניה שבבעלותה (להלן שם הנכס "מון"), בהיקף 6.7 מיליון יורו וזאת בתמורה ל- 3.9 מיליון יורו. החברה תרשום את ההפרש כרווח הון.

עומס פירעוגות צפוי בעיקר החל משנת 2012, רמת מינוף גבוהה בנכסים לקראת מימון מחדש מהווה גורם סיכון

נכון ליום 30.9.2009, לחברה גמישות פיננסית סבירה ביחס לדרישות התזרימיות הצפויות לה בטווח הקצר - בינוני. לחברה יתרות נזילות של כ- 89 מיליון ₪, אשר צפויות לגדול כתוצאה ממכירת נכסים ובנוסף, על פי דיווחי החברה, מסגרת אשראי בסך 150 מיליון ₪, מתוכה מסגרת בלתי מנוצלת בהיקף של כ- 39 מיליון ₪. כנגד מסגרת האשראי משועבדים נכסי החברה בישראל. מנגד, לחברה חלויות שוטפות בסך 95 מיליון ₪, אשר מתוכם סך של 45 מיליון ₪ הינו הלוואה על נכס בקנדה, שמוחזרה בנובמבר 2009 לתקופה של שנתיים. החברה תידרש לבצע מימון מחדש על מרבית נכסיה במהלך התקופה שמינוי 2011 ועד לאפריל 2012. שיעור ה-LTV של 6 מנכסי החברה בחו"ל, שעליהם תידרש החברה לבצע מימון מחדש בשנים 2012-2014, גבוה ועומד על כ-85.6%, לפי שווי נכסים בסך כ- 2.03 מיליארד ₪, אל מול יתרת ההלוואות בגינם בסך כ- 1.74 מיליארד ₪. במידה ולא יחול עד לאותו מועד שיפור בשווקים, עלולה החברה לעמוד בפני דרישות להזרמת הון עצמי, העלולות להגיע להיקף של עשרות מיליוני ₪ במועד חידוש ההלוואות. בהקשר זה, העסקה לרכישת חלק מהחוב בגין מון הינה צעד חיובי של החברה להתמודדות עם הבעיה.



* לא כולל חוב בגין אוריון

אופק הדירוג

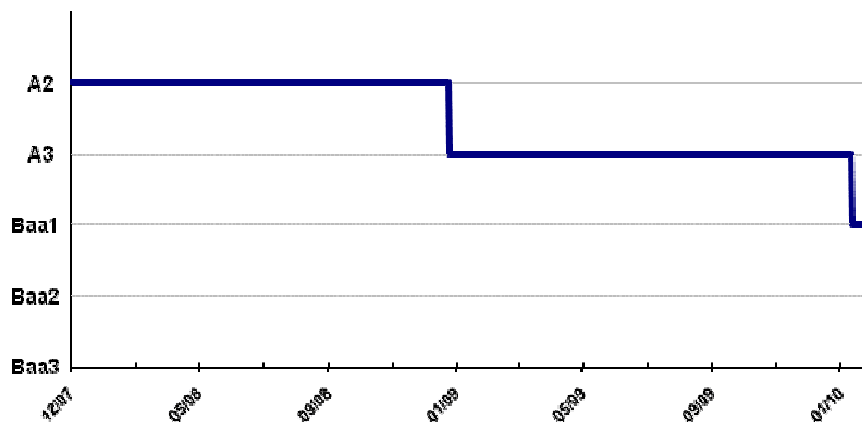
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג:

- שיפור משמעותי ביחסי כיסוי החוב
- שיפור בגמישות הפיננסית, לרבות אחזקה בנכסים שאינם משועבדים
- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות ורמת המינוף

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג:

- אובדן ערך, נוכח אתגרי מימון העומדים בפני החברה, בכלל זה - שמיטה של נכסים באופן אשר יפגע בפריסה הגיאוגרפית ובפיזור תיק הנכסים
- אי שיפור יחס החוב הפיננסי נטו ל- FFO
- ירידה ביחס ההון העצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן. לצורך החישוב יילקחו בחשבון כל ההתחייבויות הפיננסיות, לרבות התחייבויות מסוג *Non Recourse*, כולל חלקה של החברה בחוב של חברות כלולות
- הידרדרות ברמת הנזילות ובגמישות למקורות מימון
- שינויי בעלות אשר יעלו את רמת הסיכון לגבי האסטרטגיה העסקית

היסטוריית דירוג



אודות החברה

רביד בע"מ (להלן: "רביד" או "החברה") פועלת בתחום הנדל"ן המניב ועוסקת באיתור, רכישה, תפעול והשבחה של נכסים מניבים בארץ ובח"ל. נכון ל-30 בספטמבר 2009, לחברה 14 נכסים מניבים במערב אירופה, בצפון אמריקה ובישראל. לחברה חמישה נכסים מניבים בקנדה, בשטח כולל של כ-90 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ-24 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009; שני נכסים בגרמניה, בשטח כולל של כ-98 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ-39 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009; שני נכסים בשווייץ, בשטח כולל של כ-28 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ-19 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009; שלושה נכסים באנגליה, בשטח של כ-28 אלף מ"ר אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ-13 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009 ושני נכסים בישראל, בשטח כולל של כ-15 אלף מ"ר, אשר תרמו הכנסה בהיקף של כ-7 מיליון ₪ לתשעת החודשים הראשונים של שנת 2009.

בעל המניות העיקרי בחברה הינו יגאל אהובי, המחזיק בשיעור של כ-73.65% בחברה.

מונחים פיננסיים עיקריים

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית Interest
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות Cash Interest
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי EBIT
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות EBITA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות EBITDA
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה EBITDAR
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים Assets
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי Debt
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו Net Debt
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון Capitalization (CAP)
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות Capital Expenditures (Capex)
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * Funds From Operation (FFO)
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

התחייבויות המדרגות בדירוג Aaa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימאלי.	Aaa	דרגת השקעה
התחייבויות המדרגות בדירוג Aa הן, על פי שיפוט של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.	Aa	
התחייבויות המדרגות בדירוג A נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.	A	
התחייבויות המדרגות בדירוג Baa כרוכות בסיכון אשראי מתון. הן נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית, וככאלה הן עלולות להיות בעלות מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.	Baa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ba הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.	Ba	דרגת השקעה ספקולטיבית
התחייבויות המדרגות בדירוג B נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.	B	
התחייבויות המדרגות בדירוג Caa הן, על פי שיפוט של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.	Caa	
התחייבויות המדרגות בדירוג Ca הן ספקולטיביות מאוד ועלולות להיות במצב של חדלות פירעון או קרובות לכך, עם סיכויים כלשהם לפדיון של קרן וריבית.	Ca	
התחייבויות המדרגות בדירוג C הן בדרגת הדירוג הנמוכה ביותר ובד"כ במצב של חדלות פירעון, 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 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 מודי'ס אינבסטורס סרויס לטד (Moody's Investors Service Ltd.) (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.