

# רבע כחול נדל"ן בע"מ

פעולת דירוג | אוגוסט 2012

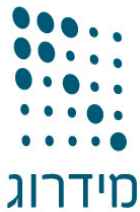
1

**מחבר:**

נדב גורן - אנליסט בכיר  
[nadava@midroog.co.il](mailto:nadava@midroog.co.il)

**איש קשר:**

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן  
[ranq@midroog.co.il](mailto:ranq@midroog.co.il)



## רבע כחול נדל"ן בע"מ

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

מידרוג מודיעה על אישור מחדש של דירוג A1 באופק דירוג שלילי לסדרות האג"ח שבמחזור של רבע כחול נדל"ן בע"מ (להלן: "החברה"). כמו כן, מאשרת מידרוג דירוג זה לגיוס אג"ח בהיקף של עד 50 מיליון ₪ ע.ג., שיעשה באמצעות הרחבת סדרה קיימת. תמורת הגיוס תשמש את החברה למחזור חוב.

דירוג ההנפקה מתייחס למבנה ההנפקה, בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד ליום 20.08.2012 למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן, בהתאם למבנה ההנפקה, ככל שתבוצע. 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 30.6.2012 (במיליוני ₪):

יתרת שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים ליום 30.6.12 מיליוני ₪	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	מועד הנפקה סקורית	מספר ני"ע	סדרת אג"ח
2013-2016	120	מדד	6.25%	אוג-06	1098649	אג"ח א*1
2013-2016	887	מדד	4.70%	אוג-06	1098656	אג"ח ב'
2012-2018	292	מדד	4.20%	אוק-09	1115724	אג"ח ג'
2017-2020	263	מדד	4.50%	יול-10	1119999	אג"ח ד'
	<b>1,561</b>					<b>סה"כ</b>

\*אג"ח להמרה

**אישור מחדש של דירוג A1** נובע מפרופיל פיננסי איכותי, הכולל רמת מינוף נמוכה לצד תזרים משמעותי מפעילות, הכולל NOI בהיקף העולה על 200 מיליון ₪ בשנה. הלוואה שלקחה החברה להשלמת רכישת הקרקע בשוק הסיטונאי הביאה להרעה מסוימת ביחסים הפיננסיים, אך להערכת מידרוג, הרעה זו הינה זמנית ועם קבלת היתר בנייה וחתימה על הסכם ליווי בנקאי ישובו יחסים אלו להיות טובים ותואמים את הדירוג; החברה נהנית מרמות נזילות וגמישות פיננסית טובות הכוללות החזקה ביתרות נזילות אשר עמדו, נכון ליום 30.6.2012, על למעלה מ-340 מיליון ₪ (וכן ני"ע סחירים בשווי של כ-169 מיליון ₪) והחזקה בנכסים בלתי משועבדים בשווי של קרוב ל-2 מיליארד ₪, המגלמים יחס בין שווי נכסים לא משועבדים לחוב לא מובטח של כ-1.3 שהינו תואם לרמת הדירוג; פרויקט השוק הסיטונאי מתקדם בהתאם לתחזיות החברה. סיכון שיווק הדירות פחת, לאור הצלחת החברה ושותפתה - קבוצת גנדי - למכור עד כה כ-82% מסך הדירות המיועדות למכירה. החברות אף הצליחו לפתור את הבעיות התכנוניות וההנדסיות שעמדו בפניהן, אשר אפשרו להן לחתום על הסכם עם קבלן ביצוע להקמת המרתפים, החניות והחלק המסחרי.

**הותרת אופק הדירוג השלילי** נובעת מכך שבעוד הסיכון היזמי בגין השוק הסיטונאי פוחת, גדל היקף החשיפה של החברה ביחס אליו. החברה השקיעה בפרויקט, עד ליום 30.6.2012, כ-570 מיליון ₪, מזה כ-200 מיליון ₪ מהון עצמי. רמת השקעה זו מגלמת חשיפה משמעותית לחברה ביחס להיקף פעילותה הכוללת, המוגדרת ע"י מידרוג כבינונית



## מידרוג

ביחס לחברות מובילות בישראל. יודגש כי על אף ששיעור הייזום של החברה עלה, הוא לא חרג מתחזיות הדירוג (שיעור זה עומד כיום על כ- 15%). ככל שההתקדמות בפרויקט תביא להמשך הגידול בחלקו בפעילות הכוללת, עלול דירוג החברה להיפגע; דירוג החברה האם - אלון החזקות ברבוע כחול, ירד לפני מספר חודשים מדירוג A1 ל- A2, בין היתר לאור אתגרים עסקיים בפניהם עומדת רשת הסופרים "מגה", המוחזקת על ידה. יציין כי, אלון החזקות ברבוע כחול הינה חברה ציבורית דואלית המחזיקה, בנוסף להחזקתה בחברה, במגה קמעונאות, בדור אלון בקבוצת בי קמעונאות ובדיינרס. מעבר לחשיפה של החברה לירידת הדירוג בחברה האם, השחיקה בפעילות מגה מגלמת לחברה סיכון ישיר, שכן מגה הינה שוכר עיקרי של החברה, אשר שכ"ד ממנה מהווה כ- 85% מסך תזרים ה- NOI הכולל. עם זאת, מיקומם האיכותי בלב הערים של מרבית נכסי החברה, מפחית במידה רבה את הסיכון הנ"ל. מידרוג תמשיך לבחון את מצב החברה האם ורשת מגה והשפעתן על החברה.

### פירוט גורמים עיקריים בדירוג

**פרויקט השוק הסיטונאי מתקדם בהתאם לתכניות, הן בצד התכנוני והן בצד השיווקי; לצד קיטון בסיכוני הייזום וההקמה, ככל שנמשכת התקדמות הפרויקט, כך גדל היקף החשיפה של החברה אליו, בין היתר, לאור ביצוע תשלום משמעותי להשלמת הרכישה על הקרקע**

פרויקט השוק הסיטונאי בת"א, הכולל הקמת כ- 770 יח"ד, כ- 37 אלף מ"ר שטחי מסחר וכן מבני ציבור, מתקדם בהתאם לתחזיות. החברה ושותפתה בפרויקט - קבוצת גינדי - נמצאות בשלבים מתקדמים לקבלת היתר בנייה בפרויקט (היתר חפירה ודיפון כבר נתקבל) ואף נחתם הסכם עם קבלן ביצוע להקמת החניונים וחלק מהשטחים העיליים. במקביל, נמשכת מכירת הדירות בקצב מהיר. נכון ליום 30.6.2012, נמכרו כ- 82% מהדירות המוצעות למכירה בפרויקט ונתקבלו מקדמות מרוכשים בהיקף של כ- 200 מיליון ₪ (חלק החברה). מידרוג רואה בהתפתחויות אלו גורם חיובי אשר מפחית את הסיכון היזמי, בעיקר בכל הקשור לחלק המגורים.

בהתאם ללוחות הזמנים שנקבעו לתשלום לרכישת הקרקע, שילמו השותפות בפרויקט בסוף חודש מאי סך של כ- 730 מיליון ₪ (חלק החברה 50%), המהווה את יתרת התשלום לרכישה. תשלום זה, אשר מומן בהלוואה בנקאית, הגדיל באופן מהותי את חשיפת החברה לפרויקט (כפי שצוין, על אף ירידה מסוימת ברמת הסיכון הכוללת) ואף הגדיל באופן משמעותי את משקלו בפעילות הכוללת (כ- 13% מסך המאזן, לפי חישוב חלק המגורים על בסיס עלות). כיום עומד שיעור היזמות בפעילות הכוללת, כפי שנגזר מיתרת הנכסים בפיתוח מתוך כלל המאזן, על קרוב ל- 15% אחוז. מדובר, אמנם, ברכיב ייזום גבוה יחסית לחברות נדל"ן מניב מובילות, אך כזה העומד עדיין בטווח תחזיות הדירוג.

**ויתור על השליטה המשותפת בחלק המגורים בפרויקט השוק הסיטונאי - לטובת השותפה, אפשר לחברה להציג פעילות זו בדוחות הכספיים כהחזקת אקוויטי; קבלת הלוואה בנקאית להשלמת רכישת הקרקע בשוק הסיטונאי הביאה לשחיקה זמנית בפרופיל הפיננסי**

במהלך הרבעון השני של שנת 2012, הודיעה החברה כי הגיעה להסכם עם השותפה בפרויקט לפיו, תמכור לה החברה חלק מזכויותיה בפרויקט המגורים באופן שלאחריו תחזיק בו כ- 49.5% בלבד (במקום 50%, טרם המהלך). במקביל, שינו החברות את הסכם הניהול ביניהן כך שלא יהיה מדובר עוד בניהול משותף, אלא בניהול שיבוצע ע"י קבוצת גינדי. יציין כי לא חל כל שינוי באופן הבעלות (50% כל צד) והניהול בחלק המסחרי של הפרויקט נותר במשותף ע"י שני

הצדדים.

היותור על השליטה המשותפת בחלק המגורים בפרויקט השוק הסיטונאי אפשר לחברה להציג, החל מדוחות הרבעון השני של שנת 2012, את החזקותיה בפעילות המגורים כהחזקת אקוויטי ולא כפי שהוצג עד כה - לפי איחוד יחסי. שינוי זה הביא לכך שהלוואות בסך כ- 275 מיליון ₪, אשר משיכות לרכיב פעילות יזום המגורים, לא מוצגות כחלק מהמאזן המאוחד ועל כן אפשרו לחברה להציג, בדוחות הרבעון השני, יציבות ביחסי האיתנות. על בסיס המתודולוגיה הדירוגית, לפיה בניתוח הפרופיל הפיננסי יש להציג את כלל הפעילויות המשמעותיות לפי איחוד יחסי או מלא, ביצעה מידרוג תחשיב פרופורמה - על בסיס נתונים שנמסרו מהחברה - להצגת פעילות המגורים לפי איחוד יחסי. כמו כן, ביטלה מידרוג בתחשיב שערך כלכלי שביצעה החברה לפעילות המגורים, אשר אפשר לה לרשום בדוחות הרבעון השני רווח מירידה בשיעור שליטה בחברה, שהוצגה באיחוד יחסי, בסך של כ- 19 מיליון ₪ וזאת על מנת להביא לבסיס השוואתי זהה ביחס ליתר חברות הייזום למגורים, המציגות פרויקטים טרם מסירתם לפי ערכי עלות. מביצוע הפרופורמה עולה, כי קיימת שחיקה בפרופיל הפיננסי של החברה ביחס לשנים קודמות (שהינה, להערכת מידרוג, זמנית, כפי שיוסבר להלן). עיקר השחיקה נובע מההלוואה שנלקחה לרכישת הקרקע. ראשית, חלק החברה בהלוואה, המסתכם בכ- 360 מיליון ₪, מגדיל את המינוף הכולל ושנית, כיוון שהלוואה זו אינה מוגדרת כהלוואת ליווי בנקאי, הריבית עליה משולמת באופן שוטף. הגידול בעומס תשלומי הריבית, אשר לא מלווה בגידול כלשהו בצד המקורות, מביא להפחתה של כ- 22 מיליון ₪ בהיקף תזרים ה- FFO לכ- 80-75 מיליון ₪ בשנה ואף מביא לשחיקה ביחסי כסוי החוב. על אף שהפרופיל הפיננסי ובעיקר יחסי כסוי החוב הנוכחיים אינם תואמים את רמת הדירוג של החברה, מעריכה מידרוג כי הרעה זו הינה זמנית וכי עם קבלת היתר בנייה ובעקבותיו חתימה על הסכם ליווי (הצפויים בחודשים הקרובים) יאפשרו חזרת החברה ליחסים פיננסיים התואמים לדירוג. זאת מכיוון שחתימה על הסכם ליווי תאפשר לחברה לנצל את המקדמות הגבוהות מלקוחות שנצברו עד כה לפירעון מלא של חלק ההלוואה המיוחס למגורים ואף תאפשר את המרת ההלוואה המיוחסת לחלק המסחרי להלוואת ליווי בנייה, שהריביות על סוג הלוואות זה אינן משולמות בד"כ באופן שוטף אלא נצברות לקרן. גורם נוסף אשר אמור להביא לשיפור ביחסים הפיננסיים הוא מימוש מספר נכסים.

## דירוג החברה האם - החזקות אלון ברבוע כחול הורד מ- A1 ל- A2 באופק יציב; שחיקה בפעילות מגה המהווה שוכר

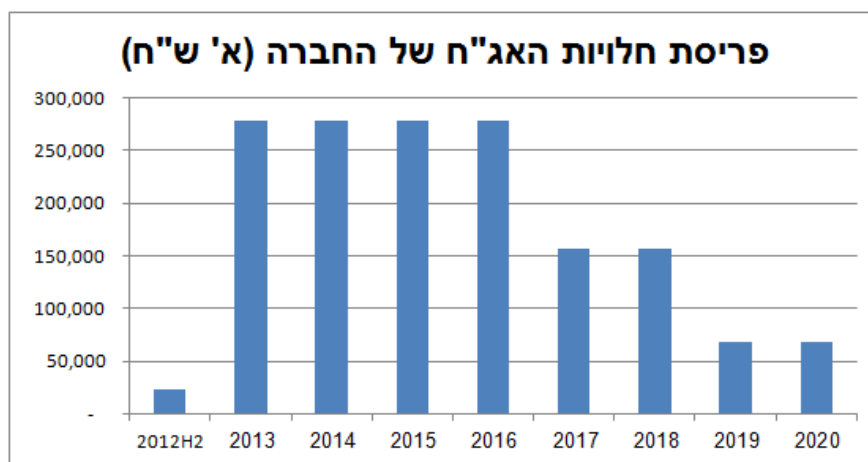
### עיקרי בנכסי החברה; מיקומם האיכותי של מרבית נכסי החברה מהווה גורם מסתן לסיכון זה

התחרות בשוק הקמעונאי הביאה לפגיעה מסוימת במצב רשת הסופרים "מגה" - ובעיקר בתת הרשת "מגה בול". פגיעה זו הייתה אחד הגורמים שהביאו להחלטת מידרוג מלפני מספר חודשים להורדת דירוג החברה האם של רבוע כחול נדל"ן. מכיוון שרשת מגה מהווה שוכר עיקרי של החברה - שכ"ד המשולם על ידה מהווה כ- 85% מתזרים ה- NOI השנתי של החברה, החלשות רשת מגה מהווה גורם סיכון ישיר על החברה, מעבר לגידול ברמת הסיכון בגין החברה האם.

על אף האמור, סיכון זה מתמתן לאור העובדה כי מרבית נכסי החברה המושכרים לרשת מגה נמצאים במרכזי הערים הגדולות, במיקומים איכותיים אשר מבטיחים במידה רבה של סבירות כי במידה ומגה תבקש לפנות את נכס כלשהו, יימצא שוכר חלופי בתנאי שכירות דומים בתוך זמן קצר. תמיכה להערכה זו ניתן לקבל מהעובדה שבחודשים האחרונים הצליחה מגה לאתר בזמן קצר שוכרים אשר היו מעוניינים להחליף אותה במספר נכסים ששכרה מהחברה ובתנאי שכ"ד דומים. מידרוג תוסיף לעקוב אחר מצבן של אלון החזקות ברבוע הכחול ורשת מגה, והשפעתן על דירוג החברה.

**נזילותה וגמישותה הפיננסית של החברה הינן טובות לרמת הדירוג, על אף שצורכי שירות חוב האג"ח צפויים לגדול בשנים הבאות**

נכון למועד הדוח, לחברה חוב פיננסי (כולל איחוד יחסי) של כ- 2.4 מיליארד ₪, מתוכו חוב אג"ח בהיקף של כ- 1.6 מיליארד ₪ והיתרה - חוב בנקאי כנגד נכסים מניבים ונכסים בפיתוח - כדוגמת פרויקט השוק הסיטונאי. מנגד, מחזיקה החברה ביתרות נזילות גבוהות, אשר הסתכמו נכון ליום 30.6.2012 בכ- 510 מיליון ₪. יתרות אלו כוללות פיקדון המוחזק בחברה האם בהיקף של כ- 195 מיליון ₪, הניתן למשיכה בהתראה של יום בכל עת. נזילות זו נחשבת גבוהה ביחס לצורכי שירות החוב של החברה, הגם שאלו צפויים לגדול בשנים הבאות עקב פירעון קרנות אג"ח בהיקף שנתי של כ- 280 מיליון ₪, החל משנת 2013. מעבר לכך נהנית החברה מרמת גמישות פיננסית גבוהה בזכות החזקה בנכסים מניבים בלתי משועבדים בהיקף של כ- 2 מיליארד ₪. שוויים הכלכלי של הנכסים הבלתי משועבדים הינו כ- 1.3 ביחס לחובות הבלתי מובטחים של החברה (חובות האג"ח) - יחס טוב, ההולם את רמת הדירוג של החברה.



נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

31.12.10	31.12.11	30.06.12	תוספת בגין איחוד יחסי, ביטול שיערוך והתאמות אחרות	פרפורמה לאחר שינויים	גיוס אג"ח	פרפורמה לאחר גיוס אג"ח	
188,686	208,350	106,298					הכנסות משכירות
162,276	96,481	99,688					עליית ערך נדל"ן להשקעה
314,478	285,098	202,790	-2,703	200,087			רווח מפעולות
191,296	86,541	127,787	-22,325	105,462			רווח (הפסד) נקי
22,428	102,704	-	167,746	167,746	-	167,746	מקדמות מלקוחות
302,153	260,189	509,461	136,367	645,828	50,000	695,828	יתרות נזילות*
1,692,218	1,724,820	2,121,844	272,807	2,394,651	50,000	2,444,651	חוב פיננסי
1,390,065	1,464,631	1,612,383	136,441	1,748,824	-	1,748,824	חוב פיננסי נטו
3,116,326	3,250,070	3,807,142	269,232	4,076,374	50,000	4,126,374	CAP
2,814,173	2,989,881	3,297,681	132,865	3,430,546	-	3,430,546	CAP נטו
1,256,194	1,280,447	1,410,473	-3,575	1,406,898	-	1,406,898	הון עצמי
3,255,685	3,459,839	3,906,831	520,770	4,427,601	50,000	4,477,601	סך מאזן
3,233,257	3,357,135	3,906,831	353,023	4,259,854	50,000	4,309,854	סך מאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
38.85%	38.14%	36.1%		33.0%		32.6%	הון עצמי למאזן בנטרול מקדמות מרוכשי דירות
38.6%	37.0%	36.1%		31.8%		31.4%	הון עצמי למאזן
54.3%	53.1%	55.7%		58.7%		59.2%	חוב ל- CAP
49.4%	49.0%	48.9%		51.0%		51.0%	חוב נטו ל- CAP נטו
88,688	117,776	35,229		**100,148		**100,148	FFO בתקופה
19.08	14.64	30.12		23.91		24.41	חוב ל- FFO
15.67	12.44	22.88		17.46		17.46	חוב נטו ל- FFO
152,202	188,617	83,480		193,057 ***		193,057 ***	EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן
11.12	9.14	12.71		12.40		12.66	חוב ל- EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן
9.13	7.77	9.66		9.06		9.06	חוב נטו ל- EBITDA בנטרול שיערוך נדל"ן

\* כולל פיקדון בחברה האם \*\* במונחים שנתיים, מניח פירעון חלק ההלוואה המשויך למגורים שוק הסיטונאי והמרת חלק ההלוואה

המשויך למסחר בשוק הסיטונאי להלוואת ליווי \*\*\* במונחים שנתיים

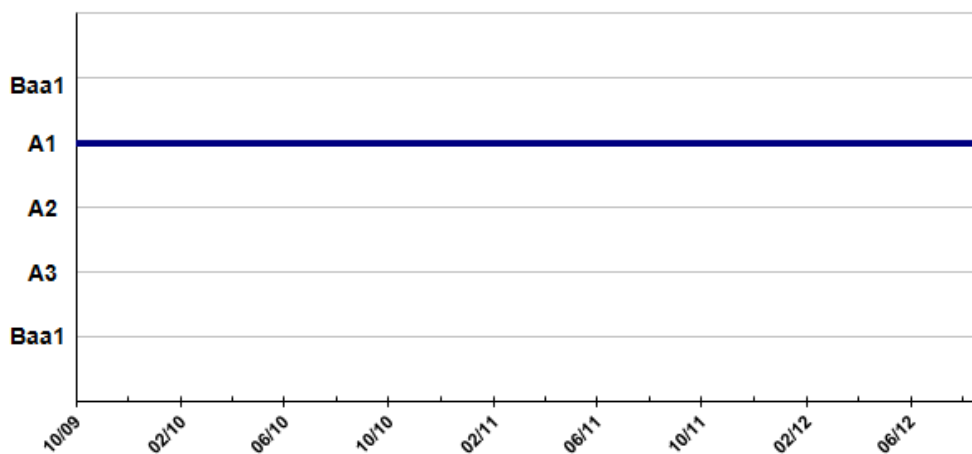
## אופק הדירוג

### גורמים העשויים לשפר את הדירוג או אופק הדירוג

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

### גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- אי עמידה בתחזיות החברה לרבות הקטנת חוב פיננסי ואי עמידה בלוחות הזמנים שהוצגו למידרוג בעניין קבלת היתר בנייה וחתימה על הסכם ליווי בנקאי בפרויקט השוק הסיטונאי
- עליה ביחסי הכיסוי, כך שיחס החוב נטו ל- FFO במונחים שנתיים יעלה על- 18
- יחס החוב הפיננסי ל- CAP יעלה על 60%
- שחיקה ביחס הנכסים לא משועבדים לחוב לא מובטח 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 בהיקף העולה על 50% מתזרים ה- FFO המיוחס של החברה (FFO לתקופה שעל בסיס תוצאותיה מחולק הדיבידנד).



אודות החברה

חברת רבוע כחול נדל"ן התאגדה בדצמבר 2005, במסגרת רה ארגון בפעילות אלון החזקות, בו הועבר פעילות הנדל"ן של הקבוצה לחברה, במטרה למקד ולפתח פעילות זו. החברה עוסקת בניהול, השכרה, השבחה, איתור וייזום השקעות בתחום הנדל"ן המניב בישראל. מרבית נכסי הקבוצה מושכרים לחברות בקבוצת רבוע כחול, בעיקר לחברת מנה קמעונאות בע"מ.

בחדש יוני 2010 התקשרה החברה, ביחד עם גינדי השקעות בע"מ, בעסקה לרכישת זכויות חכירה בחלק ממתחם השוק הסיטונאי בתל אביב והקמת מתחם מגורים, מסחר וכן מבני ציבור. עקב פרויקט זה פועלת החברה כעת בתחום נוסף, בניה למגורים.

מחקרים מתודולוגיים:

[דוח דירוג קודם - אוגוסט 2011](#)

תאריך דוח 26 באוגוסט 2012

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

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

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג [www.Midroog.co.il](http://www.Midroog.co.il)





**מונחים פיננסיים עיקריים**

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	<b>הוצאות ריבית</b> <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	<b>הוצאות ריבית תזרימיות</b> <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	<b>רווח תפעולי</b> <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני הפחתות</b> <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת והפחתות</b> <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות + דמי חכירה תפעוליים.	<b>רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה</b> <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	<b>נכסים</b> <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר + חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך + חוב לזמן ארוך + התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	<b>חוב פיננסי</b> <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	<b>חוב פיננסי נטו</b> <i>Net Debt</i>
חוב + סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	<b>בסיס ההון</b> <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	<b>השקעות הוניות</b> <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	<b>מקורות מפעילות*</b> <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	<b>תזרים מזומנים מפעילות שוטפת*</b> <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	<b>תזרים מזומנים פנוי*</b> <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	<b>תזרים מזומנים חופשי*</b> <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](http://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](http://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.