

**גירון פיתוח ובניה בע"מ**

אופק: יציב	A1	סדרה ב'
------------	----	---------

הדירוג הניתן לאג"ח סדרה ב' נעשה על סמך התחייבות החברה כי יחס ההון העצמי לסך המאזן לא ירד מ-30% לכל אורך חיי האג"ח. לצורך חישוב יחס ההון העצמי לסך המאזן לא יילקחו בחשבון הלוואות המוגדרות כ- non recourse (אשראי ללא זכות חזרה ללווה) של חברות מאוחדות. כמו כן התחייבה החברה כי בגין רווחי שנת 2006 ועד לתום חיי האג"ח לא יחולק דיבידנד לבעלי המניות מעבר לשיעור של 25% מהרווח השנתי הנקי.

אביטל איגנר  
אנליסטית  
[a.ignier@midroog.co.il](mailto:a.ignier@midroog.co.il)

אביטל בר דיין  
ראש תחום תאגידים  
ומוסדות פיננסיים  
[bardayan@midroog.co.il](mailto:bardayan@midroog.co.il)

**אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת<sup>1</sup>**

**שינוי בעלות כתוצאה מפירוק השותפות בין בעלי המניות העיקריים ועזיבתו של מנכ"ל החברה**

ביום 17 ינואר 2005, נחתם הסכם בין בעלי השליטה בחברה, קבוצת דסיטיני בשליטתם של מר אבי רויכמן ומר אריה עובדיה, לבין קבוצת דוראה בשליטתו של מר בצלאל איגר (לשעבר, מנכ"ל החברה) לפיו יפרקו בעלי השליטה בחברה את שותפותם באמצעות הליך BMBY. בהתאם לתוצאות מנגנון פירוק השותפות, רכשה קבוצת דסיטיני ביום 31.3.2005 חלק מהחזקותיה של קבוצת דוראה בתמורה לסך של כ-56 מיליון ₪. יתרת החזקותיה של קבוצת דוראה נמכרה לאחרים תמורת כ-14 מיליון ₪. בעקבות כך, התפטרו נושאי המשרה בחברה הקשורים לקבוצת דוראה ובכלל זה, המנכ"ל בצלאל איגר. לתפקיד מנכ"ל החברה התמנה מר אבי רויכמן אשר הינו בעל שליטה בקבוצת דסיטיני. במסגרת הסכמי ההעסקה החדשים הן של מנכ"ל החברה והן של יו"ר הדירקטוריון, צפוי גידול בהוצאות השכר.

מידרוג בע"מ  
מגדל המילניום  
רח' הארבעה 17  
תל-אביב, 64739  
טל: 03-6844700  
פקס: 03-6855002  
[info@midroog.co.il](mailto:info@midroog.co.il)  
[www.midroog.co.il](http://www.midroog.co.il)

**השלמת מימון מחדש (refinance) של נכסי נדל"ן מניב באנגליה אשר הקנו לחברה עודפי מזומנים בסכום של 43 מיליון ₪**

לפני המימון מחדש החזיקה החברה באמצעות חברות בת ב-25% מכל אחת מהנכסים, Mitre House ו- Stonecutter court. במסגרת המימון מחדש, נכלל גם נכס נדל"ן מניב שלישי, ה- Farringdon Place אשר בו לחברה לא היו אחזקות. לאחר המימון מחדש, החברה מחזיקה באמצעות חברה בת זרה בבעלות מלאה ב-17% מזכויות הבעלות בשלושת הנכסים. ההלוואה החדשה שהועמדה הינה בסכום של כ-275 מיליון ליש"ט אשר באמצעותה יפרעו ההלוואות הקיימות בסכום של כ-234 מיליון ליש"ט. ההלוואה הינה מסוג non recourse אך בערבות צולבת בין החברות הזרות המחזיקות במישרין בשלושת הנכסים. חלקה של גירון בעודף המזומנים שנוצר, בניכוי הוצאות הינו כ-43 מיליון ₪ בניכוי הוצאות. עודף זה הינו גבוה מהמקורות העצמיים אשר השקיעה גירון ברכישת הנכסים הללו.

<sup>1</sup> מאז הדו"ח האנליטי ועד למועד פרסום דו"ח זה

### **רכישת נכס בסקוטלנד בהשקעת הון עצמי של כ-1.3 מ' ליש"ט**

החברה רכשה 42.5% מזכויות בנכס (באמצעות חברת בת זרה) אשר מושכר בהסכם שכירות ארוך טווח לחברת NCR Financial Solutions שהינה חברת בת של תאגיד אמריקאי בתחום המחשבים. עלות הנכס הסתכמה בכ-20 מיליון ליש"ט ובגינו נתקבלה הלוואה בנקאית מסוג non recourse בסכום של כ-16.75 מיליון ליש"ט. המקורות העצמיים שנדרשו להשקעה מצד החברה עמדו על כ-1.3 מיליון ליש"ט. הנכס מניב דמי שכירות שנתיים בגובה כ-1.58 מיליון ליש"ט. הסכם השכירות עם השוכר מסתיים בשנת 2026 עם אפשרות יציאה בשנת 2016.

### **רכישת מניות של חברת IIC International ואיחודה לראשונה בדוחות הכספיים**

במהלך הרבעון השני של שנת 2004 השלימה החברה רכישת מניות של חברת IIC International (להלן "IIC") המהוות כ-23.8% מהון המניות של החברה בתמורה כוללת של כ-4.1 מיליון דולר (בנוסף ל-15% אשר היו בידיה קודם לכן). בנוסף, קיבלה החברה יפויי כוח מבעלי מניות של IIC המחזיקים בה כ-10.6%. לפיכך, גירון מחזיקה כיום בכ-51.8% מזכויות ההצבעה בחברת IIC. גירון אף נתנה לבעלי המניות הנוספים ב-IIC אופציית PUT לרכישת מניותיהם עד ל-15.6.2007 אשר במידה וינצלו, תידרש החברה לשלם סכום נוסף של עד כ-2.3 מיליון דולר. IIC מחזיקה עתודת קרקע בוורשה בפולין עליו עתיד לקום מבנה מסחרי, אשר טרם הוחל בבנייתו, וכן בניית פרויקט לבניית 137 יחידות דיור בתל מונד.

### **רכישת קרקעות בקרקוב שבפולין תמורת סכום של כ-3 מ' דולר אשר מיועדת לפרויקט בנייה למגורים וכן להקמת תחנת כח**

החברה חתמה הסכם עם שותף לפיו הקימו הצדדים בחלקים שווים שותפות מוגבלת בישראל. השותפות רכשה קרקעות בקרקוב. בהסכם השותפות נקבע כי החברה תעמיד הלוואות בסכום כולל של כ-3 מ' דולר לתקופות של 3-4 שנים לשותפות זו. כמו כן גירון התחייבה להעמיד לשותפות הלוואות נוספות להון עצמי שיידרש לרכישת קרקעות נוספות בקרקוב עד לסך של 6 מ' דולר.

### **חלוקת דיבידנד בסכום כולל של כ-17.6 מיליון ₪ ברבעון השני של שנת 2005**

ברבעון השני של שנת 2005 הודיעה החברה על חלוקת דיבידנדים בסכום של 9.7 מיליון ₪ באפריל ו-7.9 מיליון ₪ ביולי 2005. דיבידנדים אלו חולקו בגין חלק מרווחי שנת 2004 כך שיחד עם דיבידנד בסכום של כ-4.8 מיליון ₪ חולקו כל רווחי שנת 2004, אשר הסתכמו בכ-22.4 מיליון ₪, כדיבידנד. יש לציין כי רווחי שנת 2004 כוללים רווח בגין שיערוך נכסי חברות כלולות (בהתאם לתקן בינלאומי) אשר הוסיפו לרווח הנקי סכום של 17.3 מיליון ₪ נטו. ברבעון השני של 2005 לאחר מימון מחדש לחברה נוצר עודף תזרימי בסך של 43 מיליון ₪ ברוטו מנכסים אלו.

## התפתחות התוצאות הכספיות

### **התייצבות ואף עלייה מתונה בהכנסות משכירות, אך ירידה בסך ההכנסות בשל סיום פרויקט בניה באנגליה**

הכנסות החברה מושפעות מהיות חלק מפעילותה פעילות במסגרת של פרויקטים למכירה. לפיכך, ההכנסות והרווח משתנים בהתאם לעיתוי רישום הכנסות וריווחיות מפרוייקטים כאלו. בשנת 2004 הכנסות החברה הסתכמו בסך של כ-60 מיליון ₪ וכללו בעיקר הכנסות מפרוייקט מכירת דירות באנגליה בסכום של כ-29 מיליון ₪. ההכנסות משכירות אשר רשמו ירידה של כ-7% בין שנת 2002 ל-2003 עלו מעט בשנת 2004 לכ-22.9 מיליון ₪ מגמה שנמשכה גם לפי נתוני הרבעון הראשון של שנת 2005 (בגילום שנת).

### **רווח משיערוך נכסים לפי שווי הוגן**

בשנת 2004 רשמה החברה רווח נקי של כ-22.4 מיליון ₪ אשר נבע ברובו מיישום תקן חשבונאי בינלאומי מספר 40, אשר לפיו מוצג נדל"ן מניב על פי שווי הוגן, ושינויים בשווי הוגן נזקפים לדוח רווח והפסד. בשנת 2004 רשמו חברות כלולות רווח מעליית ערך הנדל"ן המניב המוחזק על ידן בסך של כ-12.5 מיליון ליש"ט. חלק החברות הכלולות בעליית ערך הנכסים עמד על כ-3.1 מיליון ליש"ט ולאחר השפעת מס והפרשה לירידת ערך השקעות, הסתכם חלקן ברווח לכ-17.3 מיליון ₪. כאמור, ברבעון השני של 2005 החברה ביצעה refinance על חלק מנכסיה בעקבות עלייה מהותית בשוויים אשר הסבה לחברה הכנסה תזרימית בסך של כ-43 מיליון ₪.

### **גידול בחוב הפיננסי כתוצאה מגיוס אג"ח בסך 100 מיליון ₪ בשנת 2004**

החוב הפיננסי של החברה גדל באופן משמעותי מכ-162 מיליון ₪ ב-31.12.2003 לכ-224 מיליון ₪ נכון ליום 31.12.2004 כתוצאה מהנפקת אג"ח בסכום של כ-100 מיליון ₪ בשנת 2004. מחצית מתמורת הגיוס שימש להשקעה בנכסים בחלקם עתודות מקרקעין שאינם מניבים. כמו כן חילקה החברה דיבידנד לבעלי המניות. כיוון שמרבית תמורת ההנפקה לא הושקעה באופן ישיר בנכסים מניבים, במקביל לגידול בהוצאות המימון נשחקה הרווחיות (להוציא רווח משיערוך מקרקעין), יחסי האיתנות ויחסי הכיסוי. יחד עם זאת, יחסי האיתנות הפיננסית נותרו גבוהים בהשוואה לחברות בעלות פעילות דומה.

### נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ₪	31.3.2005	31.12.2004	31.12.2003	31.12.2002
הכנסות	10,534	60,178	69,758	32,792
מזה, הכנסות מהשכרה	5,815	22,893	22,308	23,963
רווח תפעולי	5,882	12,570	21,318	8,402
שיעור EBITDA	69%	29%	36%	35%
הוצאות מימון	2,824	10,558	6,826	2,731
רווח נקי	3,614	22,440	15,309	9,597
שיעור רווח נקי	34%	37%	22%	29%
חוב פיננסי	222,297	223,880	161,676	39,724
חוב פיננסי נטו	165,741	160,741	107,855	29,075
יתרות מזומן ופיקדונות	56,556	63,139	53,821	10,649
רכוש קבוע	203,102	203,721	204,128	174,899
הון עצמי לסך מאזן	47%	46%	54%	77%
חוב ל-CAP	51%	52%	45%	17%
חוב נטו ל-CAP	38%	37%	30%	12%
FFO	3,901	3,845	13,913	8,450
חוב פיננסי ל-FFO	14.2	58.2	11.6	4.7
חוב פיננסי נטו ל-FFO	10.6	41.8	7.8	3.4
חוב פיננסי ל-EBITDA	7.7	12.6	6.5	3.4
חוב פיננסי נטו ל-EBITDA	5.7	9.1	4.3	2.5
EBITDA להוצאות מימון	2.6	1.7	3.7	4.2

השינויים ביחסי האיתנות הפיננסית כפי שמתבטאים ביחס ההון העצמי למאזן ויחס החוב ל-CAP כללו ירידה ביחס ההון העצמי לסך המאזן מכ-54% נכון ל-31.12.2003 לכ-47% נכון ל-31.3.2005 ועליה ביחס החוב ל-CAP מכ-45% ב-31.12.2003 לכ-51% ב-31.3.2005.

יחסי כיסוי החוב הורעו בין ה-31.12.2003 ל-31.12.2004 בעקבות הגידול בחוב. ברבעון הראשון של שנת 2005 נרשם שיפור ביחסי הכיסוי אך זה הינו בעל אופי חד פעמי בשל עיתוי רישום ההכנסות ממכירת דירות ברבעון זה אשר ההוצאות בגינם נרשמו בשנה קודמת. ה-FFO אשר אינו לוקח בחשבון את הרווח החד פעמי כתוצאה מישום תקן בינלאומי 40 (המפורט לעיל), היה נמוך מאוד בשנת 2004 ועל כן יחסי הכיסוי - חוב פיננסי וחוב פיננסי נטו ל-FFO היו גבוהים מאוד ועמדו נכון ליום 31.12.2004 על 58.2 ו-41.8 בהתאמה. ברבעון הראשון של שנת 2005 נרשם שיפור ונכון ליום 31.3.2005 יחסים אלו עמדו על 14.2 ו-10.6 בהתאמה.

### שיקולים עיקריים לדירוג

אסטרטגיה עסקית הכוללת בעיקר אחזקה בנכסים מניבים; לחברה פעילות בייזום פרויקטים אם כי בהיקפים נמוכים ביחס לתיק הנדליין המניב; בסיס טוב של נדליין מניב בארץ אשר משמש כפלטפורמה להשקעות נוספות בארץ ובח"ל; הפעלת מנגנון BMBY לפירוק השותפות ושינוי בהנהלה הבכירה; מינוף נוכחי נמוך תוך תחזית להמשך הגדלת המנוף הפיננסי; ניצול חלקי של תמורת הנפקה אג"ח בהשקעה בנכסים חדשים; גמישות פיננסית הכוללת נכסים שאינם משועבדים ויתרות נזילות גבוהות יחסית.

### ההשקעות האחרונות כוללות בעיקר רכישת מקרקעין לפיתוח

מרבית ההשקעות של החברה בעבר בחו"ל בוצעו בנכסים מניבים קיימים המושכרים בחוזים לטווח ארוך לשוכרים מובילים. ההשקעות האחרונות כוללות בעיקר השקעה בפעילות ייזום במזרח אירופה. מדרוג מעריכה כי רמת הסיכון בפעילות הייזום עולה על ההשקעה בנכסים מניבים קיימים ולכן ניכרת עליה מסוימת ברמת הסיכון העסקי הטמון בפעילות החברה. יחד עם זאת נציין כי ההיקפים הכספיות של השקעות אלו הינם נמוכים יחסית.

**אין לחברה שליטה בנכסיה באנגליה, ולא קיים הסכם בין בעלי המניות המחזיקים בנכסים באנגליה באשר לחלוקת עודפי תזרימי המזומנים למעט בעסקת החניונים (NCP)**

חלקה של החברה בבעלות על הנכסים באנגליה הינו נמוך מ-50% ועל כן מידרוג מעריכה כי השפעתה על חלוקת תזרימי המזומנים העודפים מהנכסים הינה מוגבלת. יחד עם זאת נציין כי להבנתנו, למרבית בעלי המניות בחברות המחזיקות בנכסים, אינטרס של חלוקת עודפי התזרים. מידרוג מעריכה כי קיימת רמת סיכון מסוימת נוכח העובדה כי ההסכם באשר לחלוקת העודפים בין השותפים הינו בעל פה וכי לגירון החזקת מיעוט בנכסים. בעסקת החניונים (NCP) בו לחברה חלק מיעוט של 8%, נחתם הסכם, אשר תקף עד לשנת 2010, עם שותף המחזיק ב-40% אשר אם לא יגיעו הצדדים להסכמה בנוגע לחלוקת דיבידנד, דעתו של השותף תתקבל.

### שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל על אמנות מס קיימות בין אנגליה לחברות off shore ובין האחרונות לבין ישראל, שינוי באמנות המס עלול לפגוע בתזרים המזומנים שיתקבל מפעילויות אלו.

### חשיפה מטבעית

מקורות המימון של החברה הינם ברובם בשקלים בעוד שהכנסותיה בעתיד מתוכננות לנבוע ממט"ח ובעיקר מליש"ט. החברה אינה מתכוונת ליישם מדיניות הגנה על שינויים בשערי חליפין באופן מלא ולפיכך החשיפה המטבעית עתידה לגבור.

### פיזור שוכרים מוגבל

בארץ כ-18.6% מההכנסות נובעים משלושה שוכרים. בחו"ל כל נכס מושכר במלואו לשוכר יחיד, עובדה שמגדילה תלות בשוכרים.

**החברה חשופה למצב שוק הנדל"ן המניב באנגליה ומגמת הריבית המוניטרית אשר יכולים להקשות על ביצוע re-finance**

יתר על כן, מידרוג מעריכה כי בתרחיש של מדיניות מוניטרית מצמצמת באנגליה ייווצר קושי בביצוע re-finance למחזור הלוואות הבלון. יש לציין כי החברה ביצעה ברבעון השני של שנת 2005 refinance על מספר נכסים באנגליה אשר הקנו לחברה תזרים של כ-43 מיליון ₪.

### אי עמידה בהתחייבות להגבלת המנוף פיננסי ומדיניות הדיבידנד

הנהלת החברה הצהירה על כוונה להגדיל את המנוף הפיננסי עליו מתבססת הפעילות אולם התחייבה לצורך מתן הדירוג הנוכחי לאג"ח (סדרה ב') שיחס ההון העצמי לסך המאזן לא ירד מ-30% לכל אורך חיי האג"ח (סדרה ב'). לצורך חישוב יחס ההון העצמי לסך מאזן לא יילקחו בחשבון הלוואות המוגדרות כ-non recourse (אשראי ללא זכות חזרה ללווה) של חברות מאוחדות.

החלטת דירקטוריון ממאי 2003 קבעה חלוקת דיבידנד מדי שנה בשיעור של 50% לפחות מהרווח הנקי בשנה שקדמה למועד חלוקת הדיבידנד. החלטה זו נקבעה לשנים 2003-2005. בפברואר 2004 החליט דירקטוריון החברה על חלוקת דיבידנד לבעלי המניות בסכום של כ-40 מיליון ₪ אשר מתוכם, כ-10 מיליון ₪ מקיימים את מבחן הרווח כהגדרת

המונח בחוק החברות וחולק במרץ 2004. בגין יתרת הסכום של כ-30 מיליון ₪ הגישה החברה בקשה לאישור מבית משפט. החברה התחייבה כי בגין רווחי שנת 2006 ועד לתום חיי האג"ח לא יחולק דיבידנד לבעלי המניות מעבר לשיעור של 25% מהרווח השנתי הנקי. אי עמידת החברה בשתי התחייבויות אלו עלולה לפגוע בדירוג הסדרה בעתיד.

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- עיבוי וחיזוק תיק הנכסים המניבים תוך הצגת שיפור ביחסי הכיסוי והחוזק התזרימי
- מימוש רווחים תוך ניצול הזדמנויות עסקיות ואפשרויות להשבת נכסים קיימים תוך השגת רווחיות טובה.

### גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- הרחבה נוספת של השקעות למדינות המדורגות ברמת סיכון בינונית ומטה כדוגמת חלק ממדינות מזרח אירופה.
- שינויים באמנות המס אשר ישפיעו באופן שלילי על רווחיות החברה.
- העלאה מהותית של משקל הפעילות בתחום ייזום בניה על חשבון החזקת נדל"ן מניב.

## אודות המנפיק

גירון פיתוח ובנייה בע"מ, להלן "גירון" או "החברה", עוסקת במישרין ובעקיפין באמצעות חברות בנות ואחרות בהשכרת נכסים בישראל ובחו"ל, ייזום פיתוח ובנייה של נכסי מקרקעין בישראל ובחו"ל, אחזקת מבנים אשר בבעלות הקבוצה, ניהול נכסים של החברה ושל צדדים שלישיים וכן השקעות נדל"ן לא מניבים בישראל ובחו"ל. שטח הנכסים אשר בבעלותה של החברה עומד נכון ליום 31.3.2005 על כ-88 אלף מ"ר (חלק החברה) מתוכו כ-56 אלף מ"ר בישראל וכ-32 אלף מ"ר באנגליה וסקוטלנד. סך עלות ההשקעה בנכסים אלו הסתכמו נכון ליום 31.3.2005 על כ-276 מיליון ₪. שיעור התפוסה הממוצע בנכסים בישראל עומד על כ-95% ואילו שיעורי התפוסה באנגליה וסקוטלנד עומדים על 100%.

בתחום ייזום הפרויקטים, החברה סיימה את מכירת הדירות בפרויקט דורהם באנגליה אשר כלל בניית 36 דירות מגורים (ומסעדה) בשטח של כ-2,950 מ"ר. חלק הקבוצה בפרויקט זה הינו 50%. לחברה שני פרויקטים בביצוע. האחד בו החברה שותפה ב-50% הינו פרויקט בניית מרכז מסחרי ברומניה בשטח של כ-5,500 מ"ר. עלות הפרויקט בספרים עמד נכון ליום 31.12.2004 על כ-7.5 מיליון ₪ ועד ליום זה הושלמו כ-65% מהפרויקט ומועד ההשלמה הסופי צפוי לנובמבר 2005. פרויקט נוסף הינו בניין משרדים ומסחר בהיקף של כ-5,600 מ"ר באשקלון אשר עד ליום 31.12.2004 הושקע בפרויקט כ-9.1 מיליון ₪ והושלם כ-10% ממנו. לחברה עתודות קרקע בישראל ובפולין המיועדים בעיקר למגורים ולמסחר אשר הינם בשלבי תכנון בלבד.

סולם הדירוג

<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aaa הן אלה מהאיכות הטובה ביותר. באגרות חוב אלה כרוך סיכון השקעה הקטן ביותר. תשלומי הריבית מוגנים או יציבים בצורה יוצאת דופן, והקרן עצמה מובטחת. למרות שהגורמים המגנים על אגרת החוב יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.</p>	Aaa	<p>דרגת השקעה</p>
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Aa הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג הן איכותיות על פי כל אמת מידה. אגרות חוב המדורגות בדירוג זה, יחד עם קבוצת אגרות החוב המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל כאגרות חוב מדרגה גבוהה (high investment grade). אגרות חוב אלה מדורגים בדירוג שנמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון בתשלומי הריבית והקרן נמוכים במידת מה בהשוואה לאגרות חוב המדורגות Aaa. קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך באגרות החוב המדורגות Aa לגדול במידת מה מאשר באגרות החוב המדורגות Aaa.</p>	Aa	
<p>לאגרות המדורגות בדירוג A יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותן כהתחייבויות בחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון לקרן ולריבית כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.</p>	A	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Baa נחשבות כהתחייבויות בדרגה בינונית (כלומר, הן אינן מוגנות בצורה גבוהה אך גם אינן מוגנות בצורה חלשה). הקרן ותשלומי הריבית נראים מוגנים לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים בכל פרק זמן ארוך. לאגרות חוב אלה חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש להן גם מאפיינים ספקולטיביים.</p>	Baa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ba הן אלה שעל פי שיפוטה של מידרוג כוללות גורמים ספקולטיביים; אי אפשר לומר שעתידן מובטח היטב. פעמים רבות אפשר שמידת ההגנה על תשלומי הריבית והחזר הקרן מתונה ביותר, ולכן אין לומר שהן מוגנות היטב הן בזמנים טובים והן בזמנים רעים, בעתיד. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.</p>	Ba	<p>דרגת השקעה ספקולטיבית</p>
<p>לאגרות חוב המדורגות בדירוג B חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של תשלומי הריבית והחזר הקרן ומידת הביטחון בקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.</p>	B	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Caa הן בעלות מעמד חלש. יתכן שתנאי ההנפקה אינם מקוימים או שיש יסוד של סכנה בנוגע לקרן או לריבית.</p>	Caa	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג Ca הן התחייבויות ספקולטיביות בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות תנאי ההנפקה של אגרות חוב אלה אינם מקוימים, או שיש להם חסרונות אחרים הניכרים לעין.</p>	Ca	
<p>אגרות חוב המדורגות בדירוג C הן ניירות הערך המדורגים בדרגה הנמוכה ביותר. אפשר לראות הנפקות המדורגות בדירוג זה כהנפקות שסיכוייהן להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.</p>	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.

דוח מספר : CRG02080500M

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") 2005

כל הזכויות שמורות למידרוג. 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 בעינייה לאמינים ומדויקים. הואיל וקיימת אפשרות של טעות אנוש או טעות מכנית או טעות הנובעת ממרכיב אחר שמקורו בשגגה, המידע מסופק כמות שהוא ("as is"), ומידרוג אינה אחראית לנכונותו, שלמותו, סחירותו, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") המפורט במסמך זה או בחוות דעת או בדירוג שמבוצעים על ידה. הדירוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע המתקבל או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונו או שינויו באתר האינטרנט של מידרוג. 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. מידרוג אינה אחראית לנכונותו, לשלמותו, לדיוקו, לסחירותו, להתאמתו או לאמיתותו של המידע המפורט. 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 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.