

חברה כלכלית לירושלים בע"מ

אופק: יציב	A2	דירוג סדרות אג"ח במחזור
-------------------	-----------	--------------------------------

אירועים מרכזיים במהלך התקופה הנסקרת¹

רכישת נכסים בהיקפים גבוהים במספר מדינות – קנדה, צרפת, שוויץ, פולין, גרמניה ורוסיה

במהלך התקופה הנסקרת עסקה החברה ברכישת נכסים בהיקפים גבוהים מאוד במספר מדינות הכוללות את קנדה, צרפת, שוויץ, גרמניה, פולין ורוסיה. היקף הרכישות עד ל-ספטמבר 2006 הסתכם בכ-3.4 מיליארד ₪ אשר בגינם התקבל מימון בגובה של כ-2.6 מיליארד ₪. סך ה-NOI הצפוי מנכסים אלו צפוי להסתכם בכ-286 מ' ₪ לשנה ושטח הנכסים מסתכם ב-573 אלף מ"ר. הנכסים המניבים הינם מסוגים שונים וכוללים מסחר(מרכז מסחרי וסניפי סופרמרקטים), מגורים ותעשייה קלה בשוויץ, לוגיסטיקה (נכסים המושכרים לחברת התקשורת France Telecom), תעשייה קלה ומשרדים בצרפת, מסחר ומגורים בגרמניה ומרכזים מסחריים בקנדה. פיזור השוכרים בנכסים אלו הינו גבוה יחסית ואין שוכר אשר מהווה למעלה מ-5% מהכנסות החברה משכירות. נכס מהותי אשר נרכש במהלך תקופה זו הינו מקבץ של 15 נכסים בצרפת בשטח של כ-271 אלף מ"ר המושכרים ברובם (כ-70%) לחברת Thales אשר הינה חברת ענק בתחום התעשייה הביטחונית בצרפת עד 2010. עלות הרכישה של הנכס הסתכמה ב-1.6 מיליארד ₪ ומומנה באמצעות חוב recourse בסכום של כ-1.34 מיליארד ₪. הנכס צפוי להניב NOI שנתי בסך של כ-129 מ' ₪ מההווים תשואה של כ-8.1%. הנכסים מושכרים בשיעור תפוסה של כ-96%.

נכסים שנרכשו בתקופה הנסקרת

נכס	מיקום	שטח במ"ר	תאריך רכישה	מחיר רכישה בש"ח	מימון	NOI בש"ח	תשואת NOI
Woodbine	קנדה	63,206	מרץ-05	437,826	279,030	50,415	11.5%
Market Mall	קנדה	28,455	פברואר-05	111,643	69,184	10,958	9.8%
שלושה נכסים בפולין	פולין	15,716	אוגוסט-05	48,162	27,146	6,477	13.4%
Hydromashservice	רוסיה	12,500	יוני-05	35,949	0	6,466	18.0%
Limonest	צרפת	9,326	מאי-05	49,778	36,408	4,752	9.5%
COOP	שוויץ	18,344	דצמבר-05	178,608	145,119	11,006	6.3%
Muller	גרמניה	14,233	דצמבר-05	117,225	90,339	11,284	10.0%
France Telecom	צרפת	13,612	דצמבר-05	56,890	42,840	5,370	9.4%
Corin	צרפת	62,284	דצמבר-05	117,264	90,440	10,349	9.1%
Thales	צרפת	271,680	אפריל-06	1,599,942	1,344,960	128,982	8.1%
Swiss 2	שוויץ	11,847	אפריל-06	83,500	47,074	5,133	6.2%
KF1	שוויץ	45,510	אפריל-06	539,665	433,189	30,267	5.6%
Spandau	גרמניה	6,300	ספטמבר-06	43,711	37,155	4,502	10.3%
סה"כ		573,013		3,420,163	2,642,883	285,961	8.4%

¹ מאז פרסום הדוח האנליטי בחודש אפריל 2005

אביטל איגנר
אנליסטית בכירה
a.ignier@midroog.co.il

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

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

מימוש שני נכסים בקנדה ובפולין

החברה מימשה את המרכז המסחרי Eglinton בקנדה בסכום של 162 מ' ש, עסקה אשר תרמה רווח הון של 41 מ' ש ברבעון הרביעי של 2005. בנוסף, מימשה החברה במהלך הרבעון השני של שנת 2006 נכס בפולין אשר תרם לחברה רווח של כ-4 מ' יורו.

החברה נמצאת במו"מ מתקדם למכירת שני מרכזים מסחריים נוספים בקנדה, Pembroke ו-Garden City תמורת כ-81 מ' דולר קנדי ואשר צפויים לתרום לחברה רווח של כ-16.3 מ' דולר קנדי.

ביצוע מימון מחדש בשני נכסים בצרפת ובקנדה

במהלך הרבעון הראשון של שנת 2006 החברה קיבלה מימון מחדש בנכס בצרפת אשר הוסיף לתזרים המזומנים שלה סכום של כ-54 מ' ש. בנוסף, בספטמבר 2006, צפוי להתבצע מימון מחדש בנכס בקנדה אשר יוסיף לתזרים המזומנים של החברה סכום של 5.4 מ' דולר קנדי. במסגרת המימון מחדש יוסר שיעבוד מחלק מהקרע אשר מיועד לבניית כ-1,000 יח"ד באמצעות עסקת קומבינציה עם יזם מקומי. השווי המוערך על ידי החברה של עסקה הנ"ל צפוי לעמוד על כ-5 מ' דולר קנדי (חלק החברה).

עליית ערך ההחזקה במבני תעשייה

ההחזקה העיקרית של החברה הינה ההחזקה בכ-65% ממניות מבני תעשייה. בתקופה הנסקרת עלה שווי ההחזקות של החברה במבני תעשייה כך ששווי השוק של ההחזקות במבני תעשייה עומד על כ-1.67 מיליארד ש (נכון למועד כתיבת הדוח) לעומת שווי בספרים העומד על כ-1.1 מיליארד ש נכון ליום 30.6.2006. עודף השווי הנ"ל תורם להגדלת הגמישות הפיננסית ולחיזוק האיתנות הפיננסית של החברה.

התפתחות התוצאות הכספיות

רכישת נכסים בהיקפים משמעותיים תורמת לגידול משמעותי בהכנסות, אופן המימון תורם לגידול בחוב הפיננסי ובהוצאות המימון

הכנסות החברה גדלו באופן משמעותי בעקבות רכישת נכסים בהיקפים משמעותיים. סך הכנסות החברה עמדו על כ-230 מ' ש במחצית הראשונה של שנת 2006 לעומת כ-323 מ' ש בשנת 2005 המלאה. הכנסות החברה צפויות אף לגדול לאחר השלמת רכישת הנכסים אשר החלה במהלך הרבעון הראשון.

הוצאות המימון עלו באופן ניכר בשנת 2005 ובמחצית הראשונה של 2006 ביחס ל-2004 ועמדו נכון למחצית הראשונה של 2006 על 133 מ' ש. הגידול בהוצאות המימון נבע מגידול בחוב הפיננסי אשר עלה מכ-2.4 מיליארד ש נכון ל-31.12.2004 לכ-3.4 מיליארד ש נכון ל-31.12.2005 ולכ-5.65 מיליארד ש נכון ל-30.6.2006. למימון רכישת הנכסים החדשים בחו"ל הן באמצעות חוב אג"ח וכן באמצעות חוב non recourse מבנקים בחו"ל. הוצאות המימון הגבוהות עולות על הרווח התפעולי כך שהרווח לאחר מימון הינו שלילי, אך הוצאות אלו כוללות הוצאות בגין הלוואות למימון רכישת מניות מבני תעשייה בסכום של כ-1.1 מיליארד ש כאשר ההכנסות מדיבידנד ממבני תעשייה אינן נכללות בהכנסות. ניטרול הוצאות המימון בגין הלוואה לרכישת מבני תעשייה יגדיל את הרווח באופן משמעותי. על אף ההפסד לאחר מימון, החברה רשמה רווח נקי חיובי בסך של כ-37 מ' ש וכ-25 מ' ש במחצית הראשונה של שנת 2006 וזאת בשל הכנסות ממימוש נכסים בפולין בהיקפים משמעותיים.

ירידה ביחסי האיתנות הפיננסית אך בהתחשב בשווי העודף בנכסי החברה, האיתנות הפיננסית הינה סבירה

יחסי האיתנות הפיננסית של החברה הורעו מעט בעקבות הגידול המשמעותי בחוב בעקבות רכישת הנכסים החדשים. יחס ההון העצמי לסך המאזן ירד מכ-12% נכון ל-31.12.2005 ל-8% נכון ל-30.6.2006 יחס החוב ל-CAP לעומת זאת, נשאר ברמה דומה שכן חישוב ה-CAP כולל מיסים נדחים אשר עלו באופן משמעותי בגין איחוד חברה

שבעלותה הנכסים המושכרים ל-Thales ולה מיסים נדחים בסכום של כ-280 מ' ש. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי לחברה עודף שווי משמעותי מעבר לרשום בספריה הנובע הן מההחזקה במבני תעשייה אשר רשומה בספרי החברה בכ-1.15 מיליארד ש' לעומת שווי בורסאי גבוה ב-500 מ' ש' (נכון לספטמבר 2006) וכן שווי בגין נכסים הרשומים בספרי החברה בערכים הסטוריים ומגלמים עודף שווי משמעותי בישראל ובהשקעותיה של החברה בחו"ל. לאחר שקלול עודף השווי מידרוג מעריכה כי האיתנות הפיננסית של החברה הינה סבירה ותואמת את דירוגה.

עליה ב-FFO בעקבות הגידול במצבת הנכסים ושיפור ביחסי הכיסוי על אף הירידה בדיבידנד ממבני תעשייה

ה-FFO של החברה כולל הכנסות בגין נכסים אשר נרכשו במהלך השנה אך לא הניבו כל התקופה וכן את הכנסות החברה מדיבידנד ממבני תעשייה אשר היה בסכום נמוך יחסית במחצית הראשונה של שנת 2006 ובשנת 2005 לעומת שנים קודם לכן. הירידה בדיבידנד גרמה לירידה ב-FFO מכ-58 מ' ש' בשנת 2005 לכ-32 מ' ש'. לעומת זאת, ה-FFO המתוקן בניכוי הדיבידנד ממבני תעשייה ובניכוי הוצאות המימון בגין הלוואה (תיאורטית) לרכישת מניות מבני תעשייה, רשם עליה מכ-49 מ' ש' בשנת 2004 לכ-62 מ' ש' בשנת 2005. במחצית הראשונה של שנת 2006 ה-FFO עלה משמעותית בעקבות הגידול המשמעותי במצבת הנכסים ועמד על כ-65 מ' ש' כולל תוספת בגן נכסים שנרכשו במהלך המחצית ולא הניבו תקופה שלמה. ה-FFO בניטרול הוצאות מימון בגין חוב משויך למבני תעשייה ובניכוי דיבידנד ממבני תעשייה עמד על כ-78 מ' ש' בתקופה זו. בעקבות הגידול המשמעותי ב-FFO, השתפרו גם יחסי הכיסוי כך שיחס החוב בניכוי הלוואה לרכישת מבני תעשייה ל-FFO מתוקן ירד מ-32 מ' ש' בשנת 2005 ל-29 במחצית הראשונה של שנת 2006 והחוב נטו ל-FFO ירד מ-30 ל-27.6.

נתונים פיננסיים עיקריים

אלפי ₪	30.6.2006	31.12.2005	31.12.2004
הכנסות	230,391	323,955	161,440
מזה, הכנסות מהשכרה	190,497	241,712	156,230
שיעור EBITDA	58%	54%	74%
הוצאות מימון	133,506	181,821	119,144
הוצאות מימון של הלוואה למימון רכישת מניות מבני תעשיה	28,859	55,944	52,481
רווח לאחר מימון	-41,237	-53,056	-33,969
הכנסות אחרות	25,367	100,082	38,472
רווח נקי	25,429	36,937	45,773
חוב פיננסי	5,647,985	3,373,002	2,412,127
חוב פיננסי נטו	5,400,812	3,260,889	2,328,948
השקעה במבני תעשיה	1,145,688	1,105,241	1,051,852
יתרות נזילות	247,173	112,113	83,179
רכוש קבוע נטו	4,966,083	2,665,026	1,759,617
הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן	8%	12%	15%
הון עצמי כלכלי וזכויות מיעוט לסך מאזן	20%	25%	
חוב ל-CAP	87%	88%	84%
חוב נטו ל-CAP	84%	85%	81%
FFO כולל תוספת בגין נכסים שנרכשו במהלך השנה ולא הניבו כל התקופה	65,493	31,728	58,439
FFO בניטרול הוצ מימון בגין חוב משויך למניות מבני תעשיה ודיבידנד ממבני תעשיה להלן FFO מתוקנן)	78,144	60,949	49,582
חוב בניכוי הלוואה לרכישת מניות מבני תעשיה ל-FFO ובניכוי חוב מנכסים שנרכשו בדצמבר ללא הוצאות מימון בגין מבני תעשיה וללא דיבידנד ממבני תעשיה	29.2	32.0	28.7
חוב נטו בניכוי הלוואה לרכישת מניות מבני תעשיה ל-FFO ובניכוי חוב מנכסים שנרכשו בדצמבר ללא הוצאות מימון בגין מבני תעשיה וללא דיבידנד ממבני תעשיה	27.6	30.1	27.0
חוב פיננסי בניכוי חוב בגין מבני תעשיה וחוב בגין נכסים שנרכשו בדצמבר ל-EBITDA	12.1	10.1	11.8
חוב פיננסי נטו בניכוי חוב בגין מבני תעשיה וחוב בגין נכסים שנרכשו בדצמבר ל-EBITDA	11.4	9.5	11.1
EBITDA להוצאות מימון	1.4	1.0	1.0

שיקולים עיקריים לדירוג

החברה פועלת בענף הנדל"ן המניב אשר תלוי בהתפתחות הכלכלית במשק; בשנים האחרונות נפגע תיק המניבים בישראל מהמיתון במשק אך מסתמנת התאוששות בעיקר בשכר דירה; לחברה אחזקה מהותית במניות חברת מבני תעשיה המתאפיינת באיכות עסקית ומיצוב פיננסי גבוהים, העולים על זה של החברה; בשנים האחרונות הגדילה החברה באופן משמעותי את משקל הנכסים בחו"ל ביחס לסך הפעילות; גיוון תיק הנכסים לחו"ל מצמצם את התלות בהתפתחות הכלכלה המקומית ובעל פוטנציאל לשפר את שיעורי התשואה להון. מצד שני ההשקעות בחו"ל מבוססות על שימוש ברמת חוב פיננסי גבוה, תוך עליה מהותית ברמת החוב הכוללת של החברה בעיקר בחוב מסוג non recourse; גמישות פיננסית טובה הנובעת ממסגרות אשראי פנויות וכן עתודות מקרקעין, נכסים וניירות ערך בלתי משועבדים. מחזקים להערכת מידרוג את הגמישות הפיננסית של החברה; דומיננטיות של בעל השליטה בכל הקשור באופי הפעילות של החברה.

סיכון ענפי

החברה חשופה לסיכונים הכרוכים בענף הנדל"ן, ומגזר הנכסים המניבים בפרט, והכוללים פעילות הנתונה למחזוריות עסקית אשר לא ניתן לצפותה מראש. המחזוריות תלויה בגורמים מקרו כלכליים ובגורמים ענפיים הכוללים גם את התפתחות ההיצע והביקוש לנכסים. מידרוג מעריכה כי פיזור גבוה של נכסים ושוכרים, הסכמי שכירות ארוכי טווח עם שוכרים בעלי איתנות עסקית ופיננסית עשויים להגן מפני מחזור שלילי של ענף הנכסים.

פיזור גיאוגרפי נמוך יחסית בישראל - מרבית נכסי החברה נמצאים באזור ירושלים ובעיקר בגבעת שאול

מרבית שטחי הנכסים להשכרה של החברה הכלכלית סולו, כ-78% ממוקמים באזור ירושלים ומתוכם כ-29% משטחי הנכסים מרוכזים בגבעת שאול (אשר בירושלים). מידרוג מעריכה כי הפיזור הגיאוגרפי בישראל הינו נמוך וחושף את החברה לשינויים בביקושים לשכירות באזור ירושלים. יחד עם זאת יש לציין כי משקל ההכנסות מנכסים בישראל ירד משמעותית בשל רכישת הנכסים בחו"ל (30% מסך ההכנסות סולו), תהליך המגדיל את הפיזור הגיאוגרפי.

דומיננטיות של בעל השליטה בכל הקשור באופי הפעילות של החברה

החברה הכלכלית לירושלים היא אחת מחברות הפועלות בתחום הנדל"ן ואשר מר אליעזר פישמן הינו בעל השליטה בהן. מבנה זה יוצר מצב בו קיימת דומיננטיות של בעל השליטה בחברה בכל הקשור באופי הפעילות של החברה וקשר עסקי עם חברות אחרות שבשליטתו, בין השאר באמצעות שיתופי פעולה בהשקעות חדשות והשכרת נכסים לחברות שבבעלות מר אליעזר פישמן ושאינן פועלות בתחום הנדל"ן.

אין לחברה מדיניות דיבידנד מוצהרת

עד היום החברה לא נהגה לחלק דיבידנדים באופן קבוע. בשנת 2005 חולק דיבידנד בסך של כ-45 מ' ש. לחברה כיום אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת ומידרוג מעריכה כי במידה ורווחיות החברה תעלה היא תחלק דיבידנד. על אף זאת, התחייב בעל שליטה בחברה שלא לחלק דיבידנד עד למחצית השניה של שנת 2007.

שינויים באמנות למניעת כפל מס

מעצם ביסוס המודל העסקי לפיו נרכשים הנכסים בחו"ל בהתבסס על אמנות מס קיימות בין המדינות בהן רשומות החברות/הנאמנויות השונות, שינוי באמנות המס עלול לפגוע הן בתזרים המזומנים השוטף אך בעיקר בתזרים שיתקבל ממימוש הנכסים.

הדיבידנד המתקבל ממבני תעשייה אינו מכסה את הוצאות המימון של ההלוואה (התיאורטית) כנגד ההשקעה בסך של כ-1 מיליארד ברכישת מבני תעשייה. אולם, שווי השוק של מניות אלו כיום גבוה באופן משמעותי מהערך בספרים

השקעה מהותית של החברה הינה במניות חברת מבני תעשייה אשר ערכן בספרי חכ"ל עומד על כ-1.1 מיליארד ש. מימון רכישת המניות נעשתה באמצעות הלוואות בנקאיות. בהנחה כי ההלוואה שנלקחה למימון רכישת מבני תעשייה עומדת על סכום השווה לעלות המאזנית של ההשקעה במבני תעשייה היא יוצרת עלויות מימון שעומדות על כ-53 מיליון ש לשנה. הדיבידנד שהתקבל ממבני תעשייה בשנת 2005 עמד על כ-26 מיליון ש ובמחצית הראשונה של שנת 2006 חולק סכום של כ-16 מ' ש כך שאינם מכסים הוצאות מימון אלו. בשנים האחרונות (עד לשנת 2003) פעילות מבני תעשייה נחלשה כתוצאה מהמיתון ועל כן נפגע שיעור הדיבידנד שהועבר לחכ"ל. מידרוג מעריכה כי הוצאות מימון אלו מכבידות על הרווחיות ועל תזרים המזומנים של החברה. נציין כי לחברה אין הלוואה שניתנה ספציפית כנגד ההשקעה במניות מבני תעשייה (אם כי מרבית מניות מבני תעשייה משועבדות כנגד הלוואות מבנקים).

יש לציין כי הגאות בשוק ההון בשנה האחרונה השפיעה לטובה גם על שווי מניות מבני תעשייה כך ששווי החזקות החברה במבני תעשייה גבוה משמעותית משווין בספרים ועומדות על כ-1.67 מיליארד ₪ נכון לספטמבר 2006.

גידול במנוף פיננסי נוכח תנופת השקעות בנדל"ן בחו"ל

הירידה ביחסי האיתנות כאמור לעיל, נובעת מכך שההשקעות בנדל"ן בחו"ל נעשות תוך שימוש בשיעור חוב העולה על מאפייני ההשקעה בנדל"ן בישראל. האסטרטגיה של הרחבה מואצת של ההשקעות בנכסים בחו"ל העלתה באופן משמעותי את סך החוב ושחקה את יחסי האיתנות הפיננסית לאור רמות המינוף הגבוהות המקובלות בעולם המערבי (יחסית לישראל). מידרוג מעריכה כי אסטרטגיה זו מעלה את הסיכון הפיננסי של החברה. מידרוג מעריכה כי בהתחשב בעודף השווי המגולם בנכסים יחסי האיתנות טובים יותר.

גם בבחינת יחסי האיתנות הפיננסית בחברת מבני תעשייה ניכרת מגמת שחיקה ביחס ההון העצמי למאזן נוכח תנופת השקעות בחו"ל המלווה ברמת מינוף גבוהה.

אופק הדירוג

גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בתזרימי המזומנים המתקבלים מהנכסים בישראל
- הקטנת שיעור המינוף באופן משמעותי.

גורמים אשר עלולים לפגוע בדירוג

- המשך הגדלת החוב ללא הגדלת ההון העצמי תוך הרעה ביחסי האיתנות הפיננסית
- מדיניות דיבידנד חריגה
- הידרדרות במצבה העסקי והפיננסי של חברת מבני תעשייה.

אודות המנפיק

החברה הכלכלית לירושלים פועלת בעצמה ובאמצעות חברת הבת מבני תעשייה בע"מ (להלן חמ"ת) המוחזקת בשיעור של כ-65%, בייזום, רכישה והקמת מבנים והשכרתם לתעשייה, מלאכה, היי טק, משרדים ומסחר ברחבי הארץ ובאמצעות חברות מוחזקות בחו"ל בהשקעה בנכסי נדל"ן מניבים בקנדה, ארה"ב צרפת, גרמניה, שוויץ, הולנד, פולין, פורטוגל ורוסיה.

פעילות חכ"ל ללא מבני תעשייה (להלן "חכ"ל סולו") כוללת רכישה, ייזום והקמת מבנים והשכרתם לשימושים שונים ברחבי הארץ. כמו כן החלה החברה לפעול בחו"ל החל משנת 2002 באמצעות חברות מוחזקות בקנדה, צרפת, פולין, שוויץ, גרמניה ורוסיה.

נכון לתקופת כתיבת הדוח בבעלות חכ"ל סולו נכסים בישראל בשטח של כ-356 אלף מ"ר המניבים הכנסות של כ-89.4 מיליון ₪ לשנה בשיעורי תפוסה של כ-77%. פעילות החברה בחו"ל כוללת השכרת מבנים בשטח של כ-803 אלף מ"ר, המניבים הכנסות (NOI) של כ-314 מיליון ₪ לשנה (חלק החברה בגילום שנתי) ובאחוזי תפוסה של 93%.

סולם הדירוג

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

מידרוג משתמש 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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.



דוח מספר :

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") 2006

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 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 או מכל סיבה אחרת, על כן מומלץ לעקוב אחר עדכונים או שינויים 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, ואין להתייחס אליהם בגדר הבעת דעה באשר לכדאיות מחירן או תשואתן של אגרות חוב או של מסמכים מדורגים אחרים. דירוגי מידרוג מתייחסים במישרין רק לסיכוני 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 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 של כדאיות השקעה 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.