

## חברה כלכלית לירושלים בע"מ

A2	דירוג Issues
----	--------------

הדירוג ניתן לכל סדרות אג"ח שבמחזור ולגיוס חוב פיננסי בסך של 380 מליון ₪ מזה 250 מליון ₪ מיועד להחלפת חוב נוכחי.

### פרופיל החברה

החברה הכלכלית לירושלים (להלן "חכ"ל" או "החברה") פועלת בעצמה ובאמצעות חברת הבת מבני תעשייה בע"מ (להלן חמ"ת) המוחזקת בשיעור של כ-63%, 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, 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 והולנד.

נכון לתקופת כתיבת הדוח בבעלות חכ"ל סולו נכסים בישראל בשטח של כ-365 אלף מ"ר המניבים הכנסות של כ-93 מיליון ₪ לשנה בשיעורי תפוסה של כ-75%. פעילות החברה בחו"ל כוללת השכרת מבנים בשטח של כ-260 אלף מ"ר, המניבים הכנסות (NOI) של כ-100 מיליון ₪ לשנה (חלק החברה בלבד) ובאחוזי תפוסה של 93%.

מבני תעשייה עוסקת ברכישה והקמת מבני תעשייה ומלאכה, מסחר, היי-טק ומשרדים המיועדים בעיקר להשכרה ומכירה בארץ ובחו"ל. חמ"ת מחזיקה בארץ ובחו"ל מבנים בשטח כולל של כ-1.68 מיליון מ"ר בשיעור תפוסה כולל של כ-88% המניבים הכנסות שנתיות של כ-323 מיליון ₪ מזה מנכסים בישראל סך של 250 מליון ₪. חמ"ת פועלת גם בתחום הבניה למגורים ולנופש במספר אתרים בארץ. בנוסף לפעילויות אלה, מבצעת חמ"ת (באמצעות חברות בנות) שירותי ניהול ואחזקה למבנים בבעלותה ושלא בבעלותה בארץ ובחו"ל בשטח כולל של כ-550 אלף מ"ר.

חכ"ל הינה חברה ציבורית אשר נשלטת על ידי איש העסקים מר אליעזר פישמן. מר פישמן מחזיק באמצעות חברת TLC ובאמצעות אחזקות ישירות כ-79% ממניות החברה.

#### נתונים פיננסיים עיקריים – דוח סולו

אלפי ₪	2004	2003
הכנסות	161,440	149,163
שיעור רווח גולמי	64%	65%
שיעור EBITDA	74%	80%
חלק החברה בחברות מאוחדות	46,987	3,432
רווח/ נקי	45,773	-14,542
סך נכסים	2,980,803	2,773,362
יחס הון עצמי למאזן	15%	14%
יחס חוב פיננסי נטו ל-CAP	81%	72%

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)

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)

**תקציר זה מתייחס למבנה הנפקה בהתבסס על נתונים שנמסרו למידרוג עד 4.4.2005. אם יחולו שינויים במבנה ההנפקה, תהיה למידרוג הזכות לדון שנית בדירוג ולשנות את הדירוג שניתן. 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 דוח הדירוג.**

## אסטרטגיה עסקית

### הרחבת הפעילות לחו"ל במטרה לשפר את שיעור התשואה הכולל

בשנים האחרונות אופיינה פעילות חברות הנדל"ן אשר מוחזקות במישרין ובעקיפין ע"י איש העסקים מר אליעזר פישמן בהשקעות מואצות בנדל"ן מניב בחו"ל ובפרט בצפון אמריקה (קנדה וארה"ב) ובאירופה המתאפיינות ביציבות כלכלית ומדורגות בדירוגים העולים על דירוג מדינת ישראל. חכ"ל מתכוונת להמשיך לצמוח באמצעות רכישת נכסים מניבים בחו"ל במדינות שונות תוך שימת דגש על שיעורי תשואה ומרווחים גבוהים להחזר מהיר של ההון העצמי, פיזור גיאוגרפי להקטנת הסיכון, מימון באמצעות הלוואות non recourse אשר מגבילות את החשיפה של הלווה בגין ההלוואה וניהול הנכסים על ידי שותף מקומי.

### עצירת הבניה היוזמה בישראל ובניה אך ורק לשוכרים שיאותרו מראש

בעקבות המיתון בענף הנדל"ן ועודף ההיצע הקיים באזורי הפעילות של החברה, קבלה החברה החלטה שלא לבצע בניה יזומה אלא אם יאותר שוכר מראש. בעבר פעילות החברה כללה מרכיב של ייזום בניית נכסים מניבים מבלי שיאותרו מראש שוכרים לאכלוס המבנים.

### מדיניות של מימוש נכסים בישראל אשר ישמשו להגדלת מקורות המימון

מאז שנת 2003 פועלת החברה למימוש נכסים בישראל. בהתאם מימשה החברה נכסים בסכום של כ-30 מיליון ₪ בשנת 2003 וכ-10 מיליון ₪ בשנת 2004. הנהלת הקבוצה הגדירה יעדים של מימוש נכסים בקצב של כ-30 מיליון ₪ לשנה להצפת ערך החברה בהתאם לתנאי השוק, להגדלת ההון ולהגדלת מקורות המימון לרכישת נכסים בחו"ל. כמו כן, חברת הבת מבני תעשייה פועלת למימוש נכסים בישראל בהיקפים של כ-30-40 אלף מ"ר, ובסכום של כ-80 מיליון ₪ לשנה.

## שיקולים עיקריים לדירוג

החברה פועלת בענף הנדל"ן המניב אשר תלוי בהתפתחות הכלכלית במשק; בשנים האחרונות נפגע תיק המניבים בישראל מהמיתון במשק; לחברה אחזקה מהותית במניות חברת מבני תעשייה המתאפיינת באיכות עסקית ומיצוב פיננסי גבוהים, העולים על זה של החברה; 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 בגינו אין זכות חזרה ללווה; החברה פועלת בתקופה זו לחיזוק מערך הפיקוח והבקרה על נכסיה בחו"ל, תוך שיתוף פעולה עם חברות נדל"ן אחרות בקבוצת פישמן; גמישות פיננסית טובה הנובעת ממסגרות אשראי פנויות וכן עתודות מקרקעין, נכסים וניירות ערך בלתי משועבדים. בנוסף, החברה מחזיקה ב-63% ממניות חברת מבני תעשייה אשר שווים עומד כיום על כ-1 מיליארד ₪ - מאפיינים אלו מחזקים להערכת מידרוג את הגמישות הפיננסית של החברה; דומיננטיות של בעל השליטה בכל הקשור באופי הפעילות של החברה.

## חזקות

- גמישות פיננסית טובה הנובעת ממסגרות אשראי פנויות וכן עתודות מקרקעין, נכסים וניירות ערך בלתי משועבדים. בנוסף, החברה מחזיקה ב-63% ממניות חברת מבני תעשייה אשר שווים עומד כיום על כ-1 מיליארד ₪ ואשר חלקם אינו משועבד. החזקה זו הינה החזקה סחירה ותורמת, להערכת מידרוג, באופן מהותי לגמישות הפיננסית של החברה.
- כאמור, החברה מחזיקה במניות חברת מבני תעשייה אשר הינה חברה בעלת מאפיינים עסקיים ופיננסיים חזקים ויציבים העולים על זו של החברה.
- החל משנת 2002 החליטה החברה להפנות את פעילות ההשקעה לרכישת נכסים מניבים בחו"ל (בעיקר בקנדה) אשר מאופיינים בתשואות ומרווחים גבוהים יותר, קבלת מימון גבוה יותר לתקופות ארוכות יותר ומסוג non recourse. משנת 2002 החלה החברה להגדיל את משקל הפעילות בחו"ל כך שהיא תרמה כ-45% מסך הכנסות החברה בשנת 2004.
- נגישות גבוהה לשוק ההון הן של חכ"ל והן של חברת הבת מבני תעשייה.

## גורמי סיכון עסקיים

### 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 היצע 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. תקופת השכירות הממוצעת של השוכרים העיקריים בחכ"ל הינה כ-8 שנים. על אף העובדה כי תקופות השכירות הינן ארוכות יחסית, המיתון המתמשך בענף הנדל"ן בישראל הביא לירידה משמעותית של מחירי השכירות בנכסי החברה של כ-14% בין ממוצע שנת 2002 לממוצע שנת 2004.

**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). הנכסים הממוקמים בירושלים תרמו בשנת 2004 כ-73% מהכנסות החברה מדמי שכירות בישראל כאשר הנכסים הממוקמים בגבעת שאול תרמו כ-41%. מידרוג מעריכה כי הפיזור הגיאוגרפי בישראל הינו נמוך וחושף את החברה לשינויים בביקוש לשכירות באזור ירושלים. יחד עם זאת יש לציין כי משקל ההכנסות מנכסים בישראל ירד משמעותית בשל רכישת הנכסים בחו"ל, תהליך המגדיל את הפיזור הגיאוגרפי.

### פריסה גיאוגרפית נרחבת של נכסים בחו"ל מקשה על פיקוח ניהול ובקרה

הנכסים בחו"ל, אשר נרכשו ע"י החברה מצויים בפיזור גיאוגרפי נרחב הכולל מספר מדינות בשתי יבשות – אמריקה ואירופה, בפיזור גיאוגרפי נרחב יחסית בתוך קנדה וכוללים סוגי נכסים שונים בהם מבני משרדים, מרכזים מסחריים ומבני מגורים. מידרוג מעריכה כי מאפיינים אלו יוצרים אתגרים מהותיים בכל הקשור בניהול ובפיקוח על הנכסים. שיטת הניהול נבנתה עד כה על פיקוח השותף המקומי בכל עסקה ועסקה. לאחרונה ובמקביל לצבירת היקף נכסים גדול בחברות אחרות אשר נשלטות ע"י מר אליעזר פישמן נבנים מנגנוני פיקוח ובקרה.

## **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. הדיבידנד האחרון שחילקה החברה לבעלי מניותיה היה בשנת 2000 בסכום של כ-25 מיליון ₪. לחברה כיום אין מדיניות חלוקת דיבידנד מוצהרת ומידרוג מעריכה כי במידה ורווחיות החברה תעלה היא תחלק דיבידנד.

### **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.

## **גורמי סיכון פיננסיים**

### **שיעורי תפוסה נמוכים בישראל בשנים האחרונות ביחד עם מגמת ירידה משמעותית במחירי שכר הדירה שוחקים את רווחיות הפעילות בישראל**

שיעור התפוסה בנכסים בישראל בשנים האחרונות הינו נמוך ועומד על כ-75%. בנוסף, מחירי השכירות בנכסי החברה ירדו באופן מהותי בשנים האחרונות. המחיר הממוצע למ"ר ירד בכ-14% בין שנת 2002 לשנת 2004. מידרוג מעריכה כי שיעורי התפוסה הנמוכים ביחד עם הירידה במחירי שכר הדירה גורמים לשחיקה ברווחיות החברה מן הפעילות בישראל. לעומת זאת, בחברת הבת מבני תעשיה, ניכרת עליה בשיעורי התפוסה ועצירת מגמת ירידת מחירי שכר הדירה.

### **הדיבידנד המתקבל ממבני תעשיה מכסה בקושי את הוצאות המימון של ההלוואה (התיאורטית) כנגד ההשקעה בסך של כ-1 מיליארד ברכישת מבני תעשיה. שווי השוק של מניות אלו כיום כמעט זהה לערךן בספרים**

השקעה מהותית של החברה הינה במניות חברת מבני תעשיה אשר ערכן בספרי חכ"ל עומד על כ-1 מיליארד ₪. מימון רכישת המניות נעשתה באמצעות הלוואות בנקאיות. בהנחה כי ההלוואה שנלקחה למימון רכישת מבני תעשיה עומדת על סכום השווה לעלות המאזנית של ההשקעה במבני תעשיה היא יוצרת עלויות מימון שעומדות על כ-52 מיליון ₪ לשנה. הדיבידנד שהתקבל ממבני תעשיה עמד על כ-60 מיליון ₪ בשנת 2004 ועל כ-40 מיליון ₪ בשנת 2003 כך שכיסוי הוצאות המימון על ידי הדיבידנד ממבני תעשיה מספיק בקושי לכיסוי הוצאות המימון התיאורטיות בגין רכישת המניות. בשנים האחרונות (עד לשנת 2003) פעילות מבני תעשיה 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 תעשיה (אם כי מרבית מניות מבני תעשיה משועבדות כנגד הלוואות מבנקים). שווי מניות מבני תעשיה עומד כיום על סכום הדומה לערך ההשקעה בספרי החברה של כ-1 מיליארד ₪.

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

יחס ההון העצמי לסך המאזן ירד בשנת 2002 לכ-15% (מכ-20% ליום 31.12.2001) ונותר יציב ברמה זו עד ליום 31.12.2004. יחס החוב הפיננסי נטו ל-CAP עלה מכ-60% ליום 31.12.2001 לכ-78% נכון ליום 31.12.2004. הירידה ביחסי האיתנות נובעת מכך שההשקעות בנדל"ן בחו"ל נעשות תוך שימוש בשיעור חוב העולה על מאפייני ההשקעה בנדל"ן בישראל. מידרוג מעריכה כי אסטרטגיה של הרחבה מואצת של ההשקעות בנכסים בחו"ל תמשיך להעלות את סך החוב ולשחוק את יחסי האיתנות הפיננסית לאור רמות המינוף הגבוהות המקובלות בעולם המערבי (יחסית לישראל) וכוונת החברה לנצל רמות חוב גבוהות לצורך רכישת הנכסים. מידרוג מעריכה כי אסטרטגיה זו מעלה את הסיכון הפיננסי של החברה. מידרוג מעריכה כי בהתחשב בעודף השווי המגולם בנכסים והחזקת מניות אוצר, יחסי האיתנות משתפרים.

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

## פירעונות קרן בהיקפים משמעותיים בשנתיים הקרובות

לוחות הסילוקין של החברה לשנים הקרובות כוללים פירעונות קרן בהיקפים משמעותיים של 314 מיליון ₪ ו-286 מיליון ₪ בשנים 2005 ו-2006 בהתאמה. סכומים אלו הינם גבוהים מתזרימי המזומנים אשר משמשים לפירעונות ועל כן החברה פועלת למיחזור של חלק מהלוואותיה תוך החלפה בין חוב בנקאי בחוב ציבורי/מוסדי.

### לוחות סילוקין של חובות החברה ליום 31.12.2004

מיליוני ₪	זמן ארוך	בנקים	אג"ח	סה"כ
2005	198	116	314	
2006	223	63	286	
2007	108	27	135	
2008	78	98	176	
2009	70	98	168	
2010 והלאה	158	397	555	

## אופק הדירוג

### גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג

- שיפור בתזרימי המזומנים מתקבלים 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

**הגדרות בסיסיות ליחסים פיננסיים**

מושג (עברית)	מושג (English)	הגדרה
הכנסות נטו	Net Income	הכנסות נטו (בניכוי הנחות) מדוח רווח"פ
נכסים	Assets	סך נכסי החברה במאזן
חוב פיננסי	Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ חבויות בגין ליסינג
חוב פיננסי נטו	Net Debt	חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך -מזומן ושווי מזומן- השקעות לזמן קצר
בסיס ההון	Capitalization (CAP)	חוב+ הון עצמי+ זכויות המיעוט + מניות בכורה (לפי ערך פדיון) + מסים נדחים
תזרים מזומנים גולמי	Gross Cash Flow (GCF)	רווח נקי+ פחת+ הפחתות+ מסים נדחים+ זכויות המיעוט + דיבידנד במזומן מחב' בנות+ הוצאות חד"פ לא תזרימיות- הכנסה הונית שלא במזומן.
תזרים מזומנים מפעילות	Cash Flow from Operation (CFO)	הגדרה 1- תזרים מזומנים מפעילות שוטפת מהדוח המאוחד. הגדרה 2- תזרים הכולל את כל הפעולות פרט לפעולות השקעה ומימון.
מקורות מפעילות	Funds from Operation (FFO)	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפני שינויים בהון חוזר

**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 המגינים 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 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 שאלה 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 : IRKJ030305

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 למדרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

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.