



בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

דו"ח מעקב שנתי אפריל 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט
amira@midroog.co.il

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד (חשבונאי) ראש צוות
rang@midroog.co.il

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

בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ

דירוג סדרה (Issue)	סדרה א' - A3 סדרה ב' - Baa1 סדרות ג', ד' - Baa2	אופק דירוג: שלילי
--------------------	---	-------------------

מידרוג מאשרת מחדש, במסגרת מעקב שנתי, את דירוג סדרות אג"ח א', ב', ג' ו-ד' של חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "בוני התיכון", "החברה") ומציבה את אופק הדירוג על שלילי.

סדרות האג"ח הכלולות בפעולת דירוג זו:

סדרה	יתרה לתאריך 31.12.08 כולל הצמדה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית	מועד התשלום הראשון	מועד התשלום האחרון	מספר תשלומי קרן נותרים
סדרה א'	18,315	מדד	8.00%	1.1.2007	1.7.2009	2
סדרה ב'	2,377	מדד	4.85%	10.5.2009	10.11.2011	6
סדרה ג'	74,432	מדד	6.50%	1.5.2010	1.5.2012	5
סדרה ד'	105,506	מדד	6.50%	1.2.2011	1.8.2014	6

200,630

2

הותרת דירוגי הסדרות על כנם נסמכת, בין היתר, על שמירת מתווה הפעילות, אשר הוגדר על ידי החברה במועד הדירוג; במהלך שנת 2007 ובמחצית הראשונה של שנת 2008, חל גידול בהיקף המכירות של החברה אשר יצר מצב בו, נכון למועד דו"ח הדירוג הנוכחי, מרבית הפרויקטים של החברה מכורים ו/או מכסים את מרבית עלויות הבניה. במקביל, נשמר יחס התקבולים להיקף האג"ח בסדרות אג"ח ג' ו-ד' וצומצם משמעותית היקף סדרות אג"ח א, כתוצאה מפירעון במועד, ואג"ח ב, כתוצאה מרכישה ומחיקה ממסחר.

קביעת אופק שלילי לדירוג נובעת מההאטה בשוק הנדל"ן למגורים אשר החלה להעמיק בחודשים האחרונים. האטה זו עלולה להשפיע על היקף הפרויקטים שיבוצעו על ידי החברה, היקף המכירות ורמת מחירי המכירה. בנוסף, רכישת קרקעות בהיקף משמעותי בירושלים ועיכוב בהתחלת הבנייה, עלולה לגרום לחברה לקושי תזרימי, כתוצאה מתשלום קרן וריבית להלוואות בגין הקרקעות ובמקביל - העדר תקבולים מספקים ממכירת דירות. לחברה חשיפה כתוצאה מפעילותה ברומוניה והונגריה.

במהלך תקופת הדו"ח ביצעה החברה מספר עסקאות לרכישת קרקעות, כדלקמן:

- במהלך חודש פברואר 2008 התקשרה החברה בהסכם חכירה עם המינהל לחכירת מגרש בנתניה, בשטח כולל של כ- 6,195 מ"ר, בתמורה לסך כולל של כ- 27.7 מיליון ₪. על הקרקע אשר נרכשה קיימת עתירה מנהלית לבית המשפט המחוזי בתל אביב נגד, בין היתר, המינהל, בה התבקש בית המשפט לבטל את התב"ע הקיימת. להערכת מידרוג, לאור ויתור החברה, במסגרת המכרז, על טענות נגד המינהל, מחמת קיומה של החלטה שיפוטית בקשר עם העתירה האמורה, קיים לפרויקט סיכון, החורג ממסגרת הסיכונים הגלומים בפרויקטים יזמיים אחרים של החברה.
- במהלך חודש פברואר 2008 זכתה החברה במספר מכרזים של המינהל לחכירת מגרשים בתלפיות, ירושלים. החברה זכתה בחמישה מגרשים, בשטח כולל של כ- 12,206 מ"ר, בעלות כוללת של כ- 165.76 מיליון ₪. תמורת המגרשים שולמה באמצעות מקורות עצמיים ומימון בנקאי. לאחר תאריך הרכישה הגישה החברה תביעה לביטול ההסכם, בטענה כי המינהל ביצע הפרה יסודית, לאור עיכוב עבודות הפיתוח באזור, כמתחייב על פי הסכם הרכישה. בקשת החברה לביטול הזכייה בגין מצג חלקי נדחתה על ידי המינהל ותביעת החברה מתנהלת בבית המשפט המחוזי. להערכת מידרוג, קיים סיכון משמעותי כתוצאה מרכישה זו, הסיכון מתבטא בהיקפם של המגרשים ובריכוזיות באזור ירושלים, הכרזת המתחם כאתר עתיקות מוכרז כדן והחובה המוטלת על החברה לשאת בעלויות לחפירות הצלה, בדיקה, פיקוח, עבודות שימור, וכד' בהתאם לדרישת רשות העתיקות, כתנאי נלווה לבנייה במקום תגרום, להערכת מידרוג, לעלויות בנייה גבוהות ולהאטה ואף עיכובים בלתי צפויים בלוחות הזמנים.
- במהלך חודש יולי 2008 רכשה החברה 50% ממקרקעין באשדוד, בשטח של כ- 8 אלף מ"ר, בתמורה לסך של כ- 3.37 מיליון ₪. התב"ע הנוכחית מיועדת לתעשייה ומסחר.
- במהלך חודש ספטמבר 2008 החלה החברה בייזום פרויקט פיני-בינוי במתחם המקרקעין "פיין" בראשון לציון. במסגרת הפרויקט יורשו 120 יחידות דיור המצויות במתחם ובמקומן, על פי התכנון המוצע, ייבנו 530 יחידות דיור בכ- 4-5 בניינים חדשים, מתוכן יוקנו לבעלי הנכסים 120 יחידות דיור חדשות. בשלב מקדמי זה, אין ביכולתה של החברה להעריך אם הפרויקט יצא לפועל, היקפו ולוחות הזמנים. היות ולחברה, נכון למועד דו"ח דירוג זה, אין הסכמים ו/או התחייבויות בגין ייזום זה, לא קיים, להערכת מידרוג, סיכון מהותי לפעילות החברה, הנובע מפרויקט זה.

¹ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מינואר 2008.

אירועים נוספים בתקופת הדו"ח:

- החל מחודש נובמבר 2008 ועד למועד דו"ח דירוג זה, רכשה החברה ומחקה ממסחר אגרות חוב (סדרה ב') בהיקף של כ- 43.6 מיליון ₪ ע.ג., בסך כולל של כ- 45.8 מיליון ₪. בכך שרכשה ומחקה ממסחר את מרבית סדרות החוב מסדרה ב', תוכל החברה, בעתיד הקרוב, לשחרר את שאר העודפים אשר ישבו בחשבונות ליווי הבנייה המיועדות לתשלום סדרה ב' ובאמצעותו - להגדיל את נזילותה וגמישותה הפיננסית. נכון למועד דו"ח דירוג זה, לחברה אגרות חוב מסדרה זו בהיקף כולל של כ- 2,377 אלפי ₪ בלבד.
- במסגרת הארכת הלוואה על קרקע ברומניה, על ידי חברה בת, סיפקה החברה ערבות של כ- 4 מיליון אירו. בנוסף, לחברה התחייבות להשקעה של כ- 1.5 מיליון אירו נוספים בעבור קרקע אשר נרכשה בהונגריה. היקפן הכולל של התחייבויותיה, הנאמד בכ- 5.5 מיליון אירו, עלול לגרום לקשיים תזרימיים.

התפתחות התוצאות הכספיות

העדר שינויים משמעותיים במאזן החברה, גידול בהון העצמי בעקבות רווח נקי

במהלך התקופה חל גידול משמעותי בהונה העצמי של החברה, הנובע מהכרה ברווחים בגין פרויקטים אשר נסתיימו ואוכלסו. כתוצאה מכך, חוזרים יחסי האיתנות של החברה ומשתפרים, לאחר ההתערערות שחלה בגין המעבר לדיווח לפי תקני IFRS.

ירידה בנזילות החברה וביתרת המזומנים ושווי המזומנים העומדים לרשותה

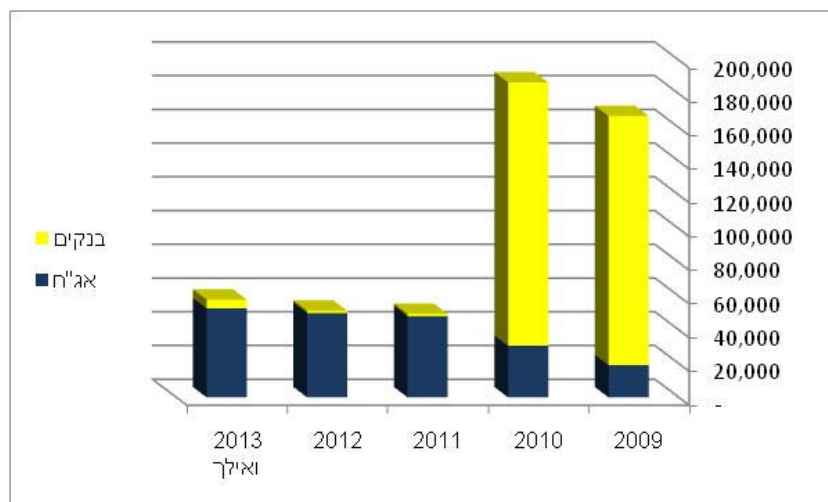
בעקבות שימוש ביתרות המזומנים בתקופת הדוח לצורך רכישת מקרקעין, קטנו באופן משמעותי יתרות המזומנים העומדים לרשות החברה. על אף האמור, לחברה יתרות מזומנים בחשבונות ליווי הבנייה, המיועדים בלעדית לתשלומי סדרות אגרות החוב השונות - ולפיכך, לא רואה מידרוג במצב זה סכנה מהותית לפירעון העתידי הצפוי לסדרות אגרות החוב במחזור.

הכנסות מימון, בעיקר כתוצאה מרכישת אגרות חוב של החברה, הביאו לנטרול העליה בהוצאות המימון של החברה כתוצאה מחשיפה למדד הגבוה בשנת 2008.

החברה מסיימת את שנת 2008 עם הכנסות מימון, נטו, בסך של כ- 7 מיליון ₪ וזאת על אף העלייה בהוצאות המימון הכוללות, בעקבות עלייה במדד המחירים לצרכן בשיעור של 4.5% בשנת 2008 וכתוצאה מהפסד תיק ניירות ערך של החברה בסך של כ- 3 מיליון ₪ נוספים. הסיבות העיקריות להכנסות המימון נובעת מעסקאות הגנה על המדד ומרווח מדין מוקדם בעקבות רכישה של אגרות חוב שהונפקו על ידי החברה.

לחברה התפלגות פירעונות מאוזנת לסדרות האג"ח, חובותיה הבנקאיים הינם פרויקטי ליווי בנייה ומסגרות אשראי לרכישת מקרקעין המסווגים כחוב לזמן קצר.

התפלגות פירעונות קרן אג"ח והלוואות בנקאיות של החברה - אלפי ₪



סטאטוס פרויקטים בביצוע - נכון לתאריך 31.12.2008 (אלפי ₪)

שם הפרויקט	מיקום	מס' יחידות	מחיר מכירה ממוצע (אלפי ₪) 12.08	שיעור מכירות 31.12.08	שיעור השקעה 31.12.08 ללא הקדע	רווח חזוי 31.12.08	שיעור רווח חזוי 31.12.08	רווח שנדקף ברווח והפסד ליום 31.12.08	רווח חזוי נותר
מרינה שלב 2	אשדוד	76	1,252	97%	100%	30,742	32%	28,244	2,498
אור יהודה שלב 3 בנין 4	אור יהודה	70	747	87%	86%	9,297	17%	-	9,297
אור יהודה שלב 3 בנין 5	אור יהודה	69	698	100%	100%	8,640	18%	8,408	232
ראשון לציון הקטנה שלב 2	ראשל"צ	72	843	92%	100%	11,262	18%	9,997	1,265
ראשון לציון הקטנה שלב 3	ראשל"צ	72	889	72%	78%	12,439	19%	-	12,439
בת ים שלב 1	בת ים	92	1,030	99%	100%	34,169	36%	32,759	1,410
בת ים שלב 2	בת ים	92	1,142	88%	76%	38,515	36%	-	38,515
בת ים שלב 3	בת ים	92	1,677	12%	37%	37,423	35%	-	37,423
מודיעין	מודיעין	168	944	74%	61%	19,899	12%	-	19,899
עיר ימים	נתניה	114	1,490	60%	61%	34,299	19%	-	34,299
קפיטל	פתח תקווה	95	1,233	25%	61%	19,339	17%	-	19,339
סה"כ / ממוצע		1,012	1,027	71%	75%	256,023	23%	79,407	176,616

סטאטוס הפרויקטים מראה כי במרבית הפרויקטים נמצאת החברה בשיעור מכירות ההולם את שיעור ההשקעה או מעבר לו. פרויקט קפיטל בפתח תקווה הינו הפרויקט היחיד, המשקף את הבעייתיות במכירות באזור הבנייה של החברה בפתח תקווה, הנובעת מריבוי פרויקטים באזור, במקביל לירידה הכללית בהיקפי המכירות.

בוני התיכון - יחסים פיננסיים נבחרים לתאריך 31.12.2008 (אלפי ₪):

GAAP 31.12.2004	GAAP 31.12.2005	GAAP 31.12.2006	IFRS 31.12.2007	IFRS 31.12.2008	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
177,764	209,138	133,054	67,203	290,619	הכנסות
22,128	24,253	16,572	-8,360	59,901	רווח תפעולי
10,885	16,786	13,207	11,220	-7,069	הוצאות (הכנסות) מימון
12,100	7,887	8,090	-18,597	66,575	רווח לאחר מימון
7,591	5,111	5,431	-14,492	51,383	רווח נקי
196,494	227,853	351,067	456,859	542,456	חוב פיננסי
39,576	32,132	44,937	67,348	37,385	יתרות נזילות
156,918	195,721	306,130	389,511	505,071	חוב פיננסי נטו
33,538	39,301	42,650	11,995	59,708	הון עצמי וזכויות מיעוט
286,564	369,052	446,596	804,509	963,380	סך מאזן
230,098	267,262	393,890	455,742	595,185	CAP
12%	11%	10%	1%	6%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבוני
85%	85%	89%	100%	91%	חוב ל-CAP
82%	83%	88%	100%	91%	חוב נטו ל-CAP
14,118	14,460	11,654	-6,195	55,814	FFO
13.9	15.8	30.1	שילי	9.7	חוב פיננסי ל-FFO
7.9	7.9	18.2	שילי	8.6	חוב פיננסי ל-EBITDA
2.3	1.7	1.5	N/A	N/A	EBITDA להוצאות מימון
18%	16%	21%	17%	28%	אחוז רווח גולמי מהכנסות
12%	12%	12%	-12%	21%	אחוז רווח תפעולי מהכנסות
4%	2%	4%	-22%	18%	אחוז רווח נקי מהכנסות

היחס העודף בסדרות המדורות משתפר לאור מכירת דירות בפרויקטים המיועדים לתשלום סדרה ד', כתוצאה מפירעון מרבית סדרה א' וכתוצאה מרכישה ומחיקה ממסחר של מרבית סדרה ב'.

להלן פירוט סדרות האג"ח של החברה - בחלוקה לבטוחות אשר ניתנו למחזיקי אגרות החוב בסדרות השונות. לכל פרויקט מפורטים ומעודכנים יתרות המלאי, התקבולים הצפויים מדירות מכורות והערכת עלויות, על פי אומדני המפקחים מטעם הבנקים של כל פרויקט.

סדרת אג"ח	מועד הקצאה	יתרת אג"ח במחזור, לרבות הצמדה, ליום 31.12.08 באלפי ₪	הבטוחות שניתנו למחזיקי אגרות החוב	מועד סיום צפוי לפרויקט	מלאי דירות	תקבולים צפויים מדירות מכורות באלפי ₪	יתרת עלויות באלפי ₪ כולל ריבית אשכנזי	אשראי בנקאי נטו באלפי ₪	ערך חזוי, נטו, אלפי ₪	מועד תחילת פירעון קרן	מועד סיום פירעון קרן	יחס העודף החזוי
סדרה א'	20.9.2004	18,315	שעבוד שני בדרגה והמחאה ושעבוד זכויות החברה ב"עודפים" בארבעה פרויקטים: א. נווה דקלים - ראש"צ ב. כפר גנים - פ"ת ג. שכונת קיזור - מודיעין ד. ראשון הקטנה - ראש"צ	2007 2008-2009	2,000 31,630	0 13,000	0 8,332	0 437	0 35,861	1.1.2007	1.7.2009	2.19
סדרה ב'	18.5.2005	2,377	שעבוד שני בדרגה בשני פרויקטים: א. שיא פארק - בתים ב. נווה רבין - אור יהודה	2008-2010 2008	110,563 8,085	35,413 13,645	57,252 6,222	27,746 -1,033	60,977 16,541	10.5.2009	10.11.2009	32.6
סדרה ג'	6.12.2005	74,432	שעבוד קבוע ושני בדרגה של הזכויות החזיות בפרויקט הוד"ה שעבוד קבוע ושני בדרגה של הזכויות החזיות בפרויקט "Tower" ב"ת לרבות המחאה זכות לקבלת עודפים	2010-2011 2009-2010	120,000 88,000	11,150	80,000 43,337	12,000 19,893	28,000 35,920	1.5.2010	1.5.2012	0.86
סדרה ד'	28.8.2006	105,506	המחאה של זכויות החברה לקבלת סכומי עודפים פרויקט מודיעין 4 פרויקט "עיר ימים" נתניה	2009-2010 2009-2010	42,659 76,675	38,066 52,169	52,722 60,561	-16,861 18,546	44,864 49,738	1.2.2011	1.8.2014	0.9
סה"כ		200,630				479,612	163,442	58,499	276,130			

שיקולים עיקריים לדירוג.

ניסיון רב של מנהלי החברה בשוק הנדל"ן בארץ וליווי צמוד של הפרויקטים, לאורך כל שלביהם תורמים רבות להתפתחות החברה ולמיצובה העסקי; התמקדות החברה באזורי ביקוש בארץ ופיזור טוב של הפרויקטים; מספר אלמנטים בחברה מצמצמים את הסיכון האינהרנטי לפעילות, בהם רווחיות גבוהה יחסית בחלק מן הפרויקטים, שיווק יעיל יחסית, המתבטא בשיעור גבוה של מכירה מוקדמת ובנייה בשלבים, בהתאם למצב השוק; הבטחת סדרות אג"ח א' + ב' באמצעות שעבודי פרויקטים ספציפיים אשר רווחיהם הצפויים עולים באופן משמעותי על סכום האג"ח המובטח; במקביל, ענף הייזום למגורים מאופיין בסיכון עסקי גבוה יחסית, הנובע מחשיפה לסיכונים הקמה וסיכונים ביקוש - הנובעים מפער הזמן שבין רכישת הקרקע לבין שיווק הדירות; האטה בשווקים וירידה חדה במכירת דירות חדשות בשוק הישראלי; איתנות פיננסית נמוכה; ריכוז משמעותי של קרקעות לבניה בירושלים, אשר נרכשו בהלוואות נושאות ריבית ועליהן תתקשה החברה להתחיל בביצוע פרויקטים בתקופה הקרובה; חשיפה לנטל מימון קרקעות בארץ ובחו"ל.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי של פרמטרים פיננסיים עיקריים, בעיקר יחסי האיתנות - על ידי חיזוק ההון העצמי
- שיפור משמעותי בגמישותה הפיננסית של החברה

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- האטה ניכרת ומתמשכת במכירת דירות ו/או ירידה במחירי הנדל"ן באזורים בהם פועלת החברה, בפרט בפרויקטים המגבים את סדרות האג"ח השונות
- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים אשר יפגעו באיתנות הפיננסית ובנזילות של החברה
- הגדלת משקל הפעילות במדינות זרות, בעלות רמות סיכון גבוהות, באופן שיש בו להגדיל במידה משמעותית את רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה
- ירידה ביחסי ההון העצמי לסך מאזן

חברת בוני התיכון הנדסה אזרחית ותשתיות בע"מ (להלן: "החברה"), הינה חברה ציבורית אשר מניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל אביב בע"מ. תחום פעילותה העיקרי של החברה הינו ייזום והקמת פרויקטים לבנייה, בעיקר למגורים. בשנים האחרונות פועלת החברה בעיקר במרכז הארץ. נכון לתאריך 31.12.2008, עוסקת החברה בייזום, תכנון ובנייה של כ- 1,268 יחידות דיור למגורים ב- 10 פרויקטים שונים ברחבי הארץ, וכן בייזום ובתכנון של כ- 198 יחידות נופש. לצורך הרחבת פעילותה הקימה החברה חברות בנות בחו"ל, באמצעות חברה הולנדית שבבעלותה. נכון למועד הדו"ח לחברה פעילות ברומניה והונגריה, המתבטאת בהחזקת קרקעות בלבד. נכון למועד דו"ח מעקב שנתי זה, נשלטת החברה על ידי פרץ עמרם ואברהם, המחזיקים ביחד בכ- 82% מהונה העצמי ומזכויות ההצבעה. כ- 6.5% נוספים מוחזקים על ידי אלטשולר שחם והיתרה - בידי הציבור.

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 + חליוות 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 הניות 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)

סולם דירוג התחייבויות

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

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.

דו"ח מספר: CRB07180409000M

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") 2009.

מסמך זה, לרבות פסיקה 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 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. 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 Investor Services 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.