



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

Aa2	דירוג Issuer
-----	--------------

הדירוג ניתן ליכולת פירעון החובות של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, אפריקה ישראל (מימון) 1985 בע"מ ואפריקה ישראל השקעות בינלאומיות (1997) בע"מ¹. אפריקה ישראל להשקעות בע"מ ערבה לחובות הקיימים של אפריקה ישראל (מימון) 1985 בע"מ ושל אפריקה ישראל השקעות בינלאומיות (1997) בע"מ, ומתחייבת להעמיד ערבות לכל חוב שיונפק על ידי שתי חברות אלו גם בעתיד. הדירוג ניתן בתנאי שהחוב הפיננסי נטו במאזן המאוחד של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ לא יעלה על סך של 9.0 מיליארד.

כופיל החברה

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן, ביחד עם החברות הבנות והמוחזקות - "אפריקה ישראל" או "החברה") היא חברת השקעות נדל"ן הפועלת בישראל ובחו"ל, ישירות ובאמצעות חברות בנות, ואחת מחברות הנדל"ן הגדולות בישראל. עיקר פעילותה הוא בייזום נדל"ן למגורים ונדל"ן מניב למסחר ולמשרדים. החל משנת 1998 מרחיבה החברה את פעילותה בתחום ייזום הנדל"ן בחו"ל, ובכלל זאת הקמתם או רכישתם של בנייני מגורים, מרכזים מסחריים ובנייני משרדים. שווקי הפעילות העיקריים בחו"ל הם ארה"ב, צ'כיה ורוסיה. היקף השקעות הקבוצה בנדל"ן בחו"ל ליום 31.12.2004 הסתכמו בכ-3.5 מיליארד ש"ח, מרביתן בבניינים למכירה של דירות יוקרה בארה"ב. נכון לחודש מרץ 2005, החזיקה אפריקה ישראל עשרה פרויקטים פעילים בעיר ניו יורק ושלושה נוספים במיאמי, בהיקף של כ-2,200 יח"ד (כ-1,411 בניו יורק וכ-788 במיאמי), שניים מהם בשלב מכירות סופי ושניים נוספים בשלב שיווק ראשוני. יתר הפרויקטים הם בשלבים שונים של תכנון והקמה. פעילות אפריקה ישראל בארה"ב, באמצעות שותף מקומי, נפרסת על כל שלבי הייזום, התכנון, ההקמה והשיווק של הפרויקטים. חלקה במרבית הפרויקטים הינו 65%. בשנת 2004 רשמה אפריקה ישראל לראשונה הכנסות ורווח משמעותי מייזום ומכירה של דירות מגורים בארה"ב. היקף השקעות החברה ברוסיה ליום 31.12.2004 עומד על כ-523 מיליון ש"ח, מרביתן בקרקעות בשלבי תכנון והקמה של פרויקטים למסחר ולמגורים.

פעילות אפריקה ישראל בתחום נדל"ן מניב ומרכזים מסחריים מתבצעת בעיקר באמצעות **אפריקה ישראל נכסים בע"מ**² (שיעור החזקה של 83.3% בהון המנויות המונפק). היקף השטחים להשכרה של אפריקה נכסים ליום 31.12.2004 הסתכם בכ-238 אלף מ"ר, שהניבו הכנסות של כ-232 מיליון ש"ח בשנת 2004. כ-75% מהשטחים ומההכנסות נבעו מישראל והיתר בעיקר מצ'כיה. במהלך שנת 2004 מכרה אפריקה נכסים 50% מאחזקותיה בפלורה פאלאס - הנכס העיקרי בצ'כיה, ורשמה רווח הון נטו של 99 מיליון ש"ח. בתחילת שנת 2005 השלימה את הבנייה והאכלוס של שלב א' בבניין קריית הממשלה בתל אביב בשטח של כ-46 אלף מ"ר.

החברה פועלת גם בתחומי הקבלנות והתשתיות באמצעות **דניה סינוס בע"מ**² (74.3%), ובאמצעות **דרך ארץ הייוויז (1997) בע"מ** (37.5%) - זכיינית המימון, ההקמה וההפעלה של כביש חוצה ישראל.

סיגל יששכר
אנליסטית בכירה
i.sigal@midroog.co.il

אביטל בר דיין
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

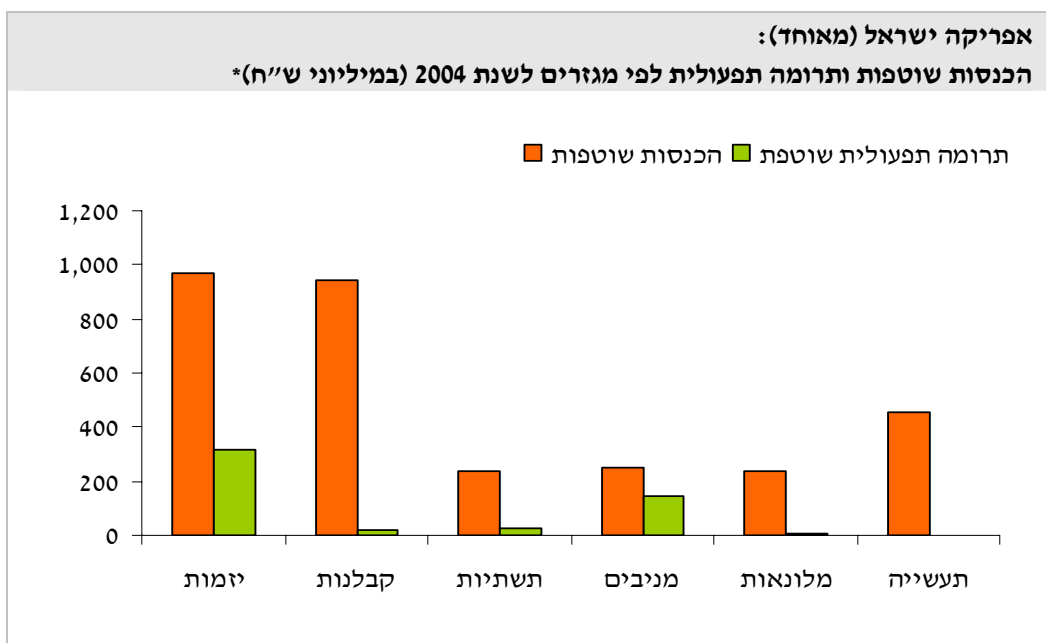
¹ אפריקה ישראל (מימון) 1985 בע"מ היא חברה בת בבעלות מלאה של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ. אפריקה ישראל השקעות בינלאומיות (1997) בע"מ מוחזקת בשיעור של 99% על ידי אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, ובשיעור של 1.0% על ידי אפרמן נאמנים בע"מ, חברה בת בבעלות מלאה של אפריקה ישראל להשקעות בע"מ.

² חברה ציבורית שמניותיה נסחרות בבורסה לניירות ערך בתל-אביב

לקבוצה אחזקות בשורת פעילויות המשיקות לתחומי הנדל"ן והתשתיות: בתחום התיירות ונופש, באמצעות **מלונות אפריקה ישראל בע"מ**² (86.3%), בתחום התעשייה, באמצעות **פקר פלדה בע"מ**² (34.0%), בתחום האנרגיה ותחנות הדלק, באמצעות **אלון חברת הדלק לישראל בע"מ** (26.1%) ובתחום תיווך הנדל"ן, באמצעות **אנגלו-סכסון סוכנויות לנכסים (ישראל 1992) בע"מ** (51.0%).

בשנים האחרונות הרחיבה החברה את השקעותיה לתחומים שמחוץ לפעילותה המסורתית, עם הרכישה של הזיכיון למותגי האופנה גוטקס וזארה (באמצעות "גוטקס מודלס" ו-"קריסטינה"), ההשקעה ב-וש טלקל בע"מ (46.2%) המחזיקה בזיכיון להפעלת הערוץ הרוסי בישראל וההשקעה ב- תדיראן טלקום בע"מ (20.5%). אפריקה ישראל נוסדה בשנת 1934 על ידי קבוצת משקיעים מדרום אפריקה. לאחר הקמת המדינה ובמשך השנים הרחיבה את פעילותה והייתה אחת החברות הראשונות שמניותיה נרשמו למסחר בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בתחילת שנות ה-70 הפכה לחברה בת של בנק לאומי. בראשית שנת 1997 רכש מר לב בלייב את השליטה בחברה, והוא מחזיק כיום 64.65% מהון המניות ומזכויות ההצבעה ומכהן כיושב ראש החברה. כ-16.4% נוספים מהון המניות וזכויות ההצבעה מוחזקים בידי בנק לאומי. מנכ"ל החברה הוא מר פנחס כהן המכהן בתפקידו שבע שנים.

אפריקה ישראל (מאוחד): נתונים עיקריים במיליוני ש"ח				
2001	2002	2003	2004	
1,680	2,179	2,567	2,922	הכנסות מפעילות שוטפת
160	85	47	290	רווחי הון והכנסות אחרות
1,839	2,263	2,613	3,211	סך הכנסות
350	318	300	784	רווח מפעילות לפני מימון
162	115	121	406	רווח נקי לשנה
5,083	5,444	7,324	10,607	סך נכסים
1,940	2,298	4,000	6,187	חוב פיננסי נטו
21%	22%	16%	13%	הון עצמי / מאזן
38%	42%	55%	58%	חוב פיננסי נטו / מאזן



*תרומה תפעולית: רווח תפעולי לפני רווחי הון, רווח חוצה ישראל ותקורות

אסטרטגיה עסקית

פעילות אפריקה ישראל מתמקדת בייזום נדל"ן בחו"ל, בעיקר לתחום המגורים, תוך שמירת הקיים בכל הקשור לפעילות בישראל. הפעילות בחו"ל משקפת אסטרטגיית השקעות דינמית, אשר נועדה לנצל חלונות הזדמנות לרווחי השקעה גבוהים, בשווקים המאופיינים בביקושים גבוהים או בצמיחה מהירה. במסגרת זו הופנו עד כה השקעות משמעותיות לשני מוקדים עיקריים בארה"ב, ובמקביל מתוכננת הרחבת הפעילות לאזורים גיאוגרפיים נוספים בהם נכללת רוסיה ולמגזרים נוספים. אפריקה ישראל מציגה אסטרטגיה עקבית של התמקדות בהשקעות באזורי ביקוש מרכזיים ובנכסים במיצוב גבוה, הפונים לפלחי שוק בינוניים ומעלה. להערכת מידרוג, האסטרטגיה העסקית של אפריקה ישראל מאופיינת ברמת סיכון ניכרת, בשל אופיין המזדמן של ההשקעות ושל רווחי ההון, ובשל רמת המינוף הגבוהה הנלוות להן. יחד עם זאת, המדיניות לפיזור ההשקעות, לגיוון מגזרי הנדל"ן, כמו גם למימוש נכסים לפי ההזדמנות לרווחי השקעה, מהווים מרכיבים מפחיתי סיכון באסטרטגיה של החברה. במידרוג מעריכים כי הניסיון הרב של אפריקה ישראל בתחומי פעילותה והוכחת הצלחה במספר שווקים מרכזיים מצמצמים במידה מסוימת את אי הוודאות האינהרנטית בפעילותה.

שיקולים עיקריים לדירוג

ניצול מומחיות בתחום ייזום הנדל"ן שנצברו משך שנים, להקמת פרויקטים למגורים ונכסים לשימושים אחרים, תוך פיזור השקעות באזורים גיאוגרפיים בעלי מאפיינים שונים, באזורי ביקוש מרכזיים; ייזום נדל"ן מאופיין בסיכון עסקי ניכר הנובע מחשיפה גבוהה לרמת הביקושים ולאווירה הכלכלית בתקופת ההקמה; הצלחה מוכחת בפעילות בחו"ל, מרכז הכובד של ההשקעות בשנים האחרונות, הבאה לידי ביטוי ברמת רווחיות גבוהה וביכולת מימוש נכסים או פרויקטים בהתבסס על בסיס כדאיות כלכלית; בולטת לטובה במיוחד רמת הרווחיות בפרויקטים בארה"ב; חשיפה גבוהה במיוחד לשינויים חדים באווירה הכלכלית בארה"ב, המהווה את יעד ההשקעות העיקרי בשנים הקרובות; הסתמכות על היכולות האסטרטגיות והתפעוליות של השותף המקומי בארה"ב. מידרוג מעריכה כי הקמת מנגנון ניהול עצמאי עשויה לצמצם סיכון זה; רמת סיכון גבוהה המאפיינת את השוק הרוסי, יעד השקעות משמעותי בשנים הקרובות. יחד עם זאת, מידרוג מעריכה כי הניסיון בשוק זה, בשילוב עם הניסיון העסקי ברוסיה של בעל השליטה, מפחיתים את אי הוודאות בפעילות שם; ניסיון רב ומובילות שיוקית בפעילות הנדל"ן למגורים בישראל; בעל מניות אסטרטגי, ובעל תרומה ניכרת לפיתוח העסקי של הפעילות ולגמישותה הפיננסית של החברה; גידול עקבי בהכנסות וברווח בשנים האחרונות, בעיקר תרומה של פעילות הנדל"ן למגורים בחו"ל. להערכת מידרוג, תרומה זו תנודתית באופייה, ונתונה להשפעות של סוגי הפרויקטים, עיתוי ההשקעה ושינויים קיצוניים בביקושים; תזרימי מזומנים יציבים מנכסים מניבים, המאופיינים במיצוב גבוה ובתפוסה גבוהה. עם זאת, קיימת תלות גבוהה בקניין רמת אביב התורם תרומה מרכזית להכנסות ולרווח של מגזר הנדל"ן המניב; איתנות פיננסית סבירה בהשוואה לחברות מסוגה. אף כי שיעור ההון העצמי ביחס למאזן ליום 31.12.2004 עומד על 13% בלבד ושיעור החוב הפיננסי נטו למאזן באותו מועד הינו 58%, במידרוג מעריכים כי בהתחשב בשווי הכלכלי העודף של חלק מההקרקעות ההיסטוריות ושל חלק מהאחזקות, יחסי האיתנות הפיננסית טובים יותר וההון העצמי הכלכלי גבוה יותר; נגישות טובה לשוק ההון ונכסים לא משועבדים בהיקף משמעותי תורמים לגמישות פיננסית גבוהה; איתנות פיננסית נמוכה של אפריקה מלוונת, אשר במידרוג מעריכים כי כמו יתר אחזקות הליבה, תזכה לתמיכה מלאה של אפריקה ישראל; הנהלה דומיננטית וותיקה, הכוללת צוות ניהולי מקצועי ומבנה ארגוני התומך בהתרחבות הגאוגרפית של הפעילות.

פעילות ממוקדת בייזום נדל"ן תוך פיזור השימושים והשווקים הגיאוגרפיים

החברה פועלת מעל ל-70 שנה בתחום ייזום והקמת נדל"ן הן למגורים והן נדל"ן מניב. פעילותה בתחום הנדל"ן המניב נפרשת בכל שרשרת הערך כולל הקמה, תפעול וניהול הנכס כמניב. בשנים האחרונות על רקע המיתון הכלכלי בישראל והזדמנויות השקעה בחו"ל עבר משקל כובד הפעילות לחו"ל. כיום, הפעילות כוללת חמישה מוקדים מרכזיים: ישראל, ניו יורק, מיאמי, רוסיה וצ'כיה. פיזור השקעות הגבוה מצמצם להערכת מידרוג את רמת הסיכון העסקי.

עוצמה בייזום בניה למגורים

הוכחת הצלחה בפיתוח ובשיווק של מספר פרויקטים למגורים בארה"ב וברוסיה, בהיקף השקעה משמעותי. פעילות המגורים בחו"ל מתמקדת באזורי ביקוש מרכזיים ופונה לפלח השוק הגבוה, עם פרויקטים איכותיים ובעלי ערך מוסף.

ניסיון ומוניטין בפעילות הנדל"ן למגורים בישראל, בשם המותג סביונים, הנהנה ממיצוב גבוה. הפרויקטים כוללים הקמת שכונות מגורים בהן עשרות-מאות יחידות דיור, באזורי ביקוש ופונים לפלח השוק הבינוני ומעלה. פרישת הפעילות של החברה בישראל ובחו"ל מאפשרת סלקטיביות בפרויקטים בישראל, ומקנה יתרון בענף הסובל ממחזור עסקי שלילי ממושך ומרווחיות נמוכה.

הצלחה בפיתוח נכסים מניבים המשמש פלטפורמה להמשך הרחבת מגזר זה

ניסיון מוכח ומוצלח בייזום, בהקמה ובהפעלה של נכסים מניבים הכוללים פרויקטי דגל בכל אחד מאזורי הפעילות ומשמשים פלטפורמה להמשך התרחבות באזורים אלו. מרבית הנכסים מצויים במיקומים מובילים, מאופיינים במיצוב גבוה ונהנים משיעורי תפוסה גבוהים. תזרימי המזומנים מהנכסים המניבים הם יציבים, ומשקפים תשואה גבוהה יחסית על ההשקעה.

מבנה ניהולי הצר ורמת המעורבות הגבוהה של מנכ"ל

צוות ניהול מקצועי ומנוסה המובל על ידי מנכ"ל וותיק ודומיננטי, אשר מונה בידי בעל המניות. מידרוג מעריכה כי הנהלת החברה הפגינה יכולת מקצועית גבוהה בישראל ומצליחה למנף מקצועיות זו לשווקים אחרים בחו"ל תוך התמקדות בתחומי ההתמחות שלה. במידרוג מעריכים כי המבנה הניהולי הצר ורמת המעורבות הגבוהה של מנכ"ל הקבוצה, תומכים בתהליכי קבלת ההחלטות. המבנה הארגוני, המבוסס על חלוקה גיאוגרפית של הפעילות, הוא פועל יוצא של ההתרחבות הגאוגרפית שאפיינה את החברה בשנים האחרונות והוא תומך בחדיירה לשווקים חדשים. לחברה מוטת שליטה טובה על יחידות התפעול העצמאיות ברוסיה ובצ'כיה.

גמישות פיננסית גבוהה ושווי עודף של נכסים

גמישות פיננסית גבוהה המתבטאת בנגישות טובה למערכת הבנקאית בארץ ובעולם ולשוק ההון. מסגרות אשראי בלתי מנוצלות ונכסים שאינם משועבדים תורמים אף הם לגמישות הפיננסית. ערך כלכלי עודף הגלום בקרקעות היסטוריות ובשווי חלק מהאחזקות.

בעל שליטה אסטרטגי בעל תרומה לפיתוח העסקי

בעל שליטה אסטרטגי התורם תרומה ניכרת לפיתוח העסקי, לקשרים העסקיים ולגמישות הפיננסית של החברה בקרב בנקים ומוסדות פיננסיים בישראל בחו"ל. במידרוג מעריכים כי לבעל השליטה מחויבות עסקית לתמיכה בפעילות החברה ובאחזקות הליבה.

גורמי סיכון עסקיים

- עליית מדרגה בהיקף ההשקעות בארה"ב בשנתיים הקרובות, בהשוואה לשנים האחרונות, חלקן הניכר מרוכז בעיר ניו יורק. שניים מהפרויקטים בניו יורק הם בעלי היקף השקעה משמעותי במיוחד
- פעילות הייזום והפיתוח של דירות למגורים בחו"ל, ובפרט בארה"ב, מאופיינת בחשיפה גבוהה לסיכונים ביקוש, בין השאר, בשל מבנה העסקאות הנהוג בארה"ב, לפיו התמורה ממכירת הדירות מתקבלת רק עם מסירת הדירה (למעט מקדמה של 15% מהמחיר, המופקדת בנאמנות ומהווה קנס בעת ביטול העסקה)
- חשיפה לשינויים באווירה הכלכלית בארה"ב, ובפרט לשינוי משמעותי במגמה של מחירי הנדל"ן במדינה כולה ובעיר ניו יורק בפרט, שחוו עליות מתמשכות בשנים האחרונות
- מדיניות ייזום המתאפיינת בפיתוח הפרויקטים החל משלב רכישת הקרקע ועד להקמת הפרויקט ושיווקו תורמת לרווחיות ולמיצוב הגבוה של הנכסים, אולם מגדילה את החשיפה לסיכונים תכנון והקמה
- היעדר תשתית אופרטיבית עצמאית בארה"ב, גורם המגדיל את הסתמכות החברה בשותפה בארה"ב, בפרט לאור מדיניות הייזום שתוארה לעיל. יש לציין כי נוכח הגידול הניכר הצפוי בהיקפי הפעילות בארה"ב, החברה הצהירה על כוונתה להקים מערך ניהול עצמאי
- גידול צפוי בחשיפה לשוק הרוסי, המאופיין בסביבה עסקית לא יציבה, הן מבחינה פוליטית והן מבחינה כלכלית, ובחשיפה לסיכונים שאינם אופייניים למדינות אחרות. על אף המגמות החיוביות בכלכלה הרוסית, שהושפעה במידה לא מבוטלת מעליות מחירים חדות במחירי הנפט, המשק הרוסי מאופיין באתגרים משמעותיים בתחום הכלכלי, המבני והחוקי - בין השאר בכל הקשור לרמת ההגנה על זכויות הקניין
- ריכוז גבוה של נכסים מניבים בישראל, החשופים להרעה במצב הכלכלי בישראל, אשר משפיע על רמת הביקושים לשטחי השכרה ועל היקפי הפעילות בקניונים. בפרט יש לציין את התרומה הניכרת של קניון רמת אביב להכנסות ולרווח מנכסים מניבים
- מספר אחזקות בישראל לא סינרגטיות לליבת הפעילות העסקית ובעלות תרומה נמוכה

גורמי סיכון פיננסיים

- פעילות המאופיינת בתנודתיות גבוהה ברווח וברווחיות, הנובעת מאסטרטגית השקעות דינמית, המתמקדת בניצול חלונות הזדמנות. מרכיב התזרים הקבוע ברמת וודאות גבוהה לאורך שנים (Recurring Cash Flow), אינו גבוה יחסית
- שיעור ההון העצמי למאזן ליום 31.12.2004 הינו כ-13% והיקף החוב הפיננסי נטו רשם גידול ניכר בשנתיים האחרונות, והסתכם בכ-6.2 מיליארד ש"ח (כ-4.0 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2003 וכ-2.3 מיליארד ש"ח ליום 31.12.2002). מרבית הגידול בחוב בשנים 2003 ו-2004 הופנה להשקעות בבניינים למכירה בארה"ב. מימון ההשקעות בארה"ב הוא ברמת מינוף גבוהה, בשיעור של 80%-90% מהיקף ההשקעה הצפוי, ואף למעלה מכך. עיקר החוב הוא לזמן קצר של שנה עד שנתיים. מבנה מימון זה תואם את אופי הפרויקטים הפעילים בארה"ב, הכוללים ליום 31.12.2004 כ-2,199 יח"ד המיועדות למסירה בשנתיים הקרובות, כ-26% מהן נמכרו עד מרץ 2005, ותוך תקופה קצרה יחסית מתחילת שיווקם. המשך ההשקעות בפרויקטים אלו ובפרויקטים נוספים בארה"ב וברוסיה צפוי להיות מלווה בגידול משמעותי בחוב, במבנה מימון דומה

- התזרימים שצפויה להניב הפעילות בארה"ב בשנים הקרובות משועבדים ברובם בדרגת שעבוד ראשונה כנגד הלוואות לזמן קצר שהועמדו לחברה על ידי בנקים בארה"ב. ההיקף הגבוה של החוב המובטח והנכסים המשועבדים מחליש את מעמדם של בעל החוב שאינם מובטחים. בהקשר זה יש לציין את מדיניות אפריקה ישראל לתמוך בכל חובותיה
- אסטרטגיית הניהול של החברה ובעלי המניות מדגישה מחויבות לתמיכה פיננסית באחזקות הליבה, הכוללות בין השאר את אפריקה מלונות. זו האחרונה סובלת מהיקף חוב גבוה ומתוצאות חלשות נוכח המשבר במלונאות בשנים האחרונות. על אף השיפור המשמעותי בהיקף הפעילות וברווחיות בשנת 2004, מידרוג מעריכה כי איתנותה הפיננסית של אפריקה מלונות נמוכה יחסית
- היעדר מדיניות דיבידנד מוצהרת. בשנת 2004 חולקה מחצית הרווח הנקי השנתי כדיבידנד לבעלי המניות, אולם היקף החלוקה המצטבר בחמש השנים האחרונות משקף חלוקה של מרבית הרווח הנקי בשנים אלו

אופק הדירוג - גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- התפתחויות שליליות בתנאים הכלכליים ובסביבה העסקית באזורים ובמדינות בהן פועלת החברה, באופן שיש בו להשפיע במידה משמעותית על רמת הסיכון של פעילות החברה
- שינוי משמעותי בתמהיל שווקי היעד של ההשקעות, באופן שישפיע לרעה על רמת הסיכון העסקי בה פועלת החברה

סולם הדירוג

למנפיקה מיוחסת האיכות הטובה ביותר ורמת הסיכון בהשקעה היא הקטנה ביותר. למרות שהגורמים המגנים על המנפיקה יכולים להשתנות, בלתי סביר ששינויים אלה, כפי שאפשר לחזותם, יפגעו במעמדן החזק של אגרות חוב אלה.	Aaa	דרגת השקעה
המנפיקה איכותית על פי כל אמת מידה. דירוגה נמוך מהדירוג הגבוה ביותר, משום שרמת הביטחון נמוכה במידת מה בהשוואה למנפיקה המדורגות Aaa. מנפיקה המדורגות בדירוג זה, יחד עם מנפיקות המדורגות בדירוג Aaa ידועים בדרך כלל בעלי דרגה גבוהה (high investment grade). קיימים גורמים אחרים ההופכים את הסיכון לטווח ארוך במנפיקה המדורגות Aa גדול במידת מה מאשר במנפיקה המדורגות Aaa.	Aa	
למנפיקה יש מאפייני השקעה חיוביים רבים, ויש לראותה כשייכת לחלק העליון של הדרגה האמצעית. אפשר לראות את הגורמים המקנים בטחון למנפיקה כגורמים מספיקים, אולם יכולים להיות גורמים המצביעים על אפשרות של פגיעה בזמן כלשהו בעתיד.	A	
המנפיקה נחשבות כבעלת איכות בינונית. המנפיקה נראית מוגנת לעת עתה, אולם יתכן שחסרים גורמי הגנה מסוימים, או שאין לאפיין אותם כמהימנים, בכל פרק זמן ארוך. למנפיקה זו חסרים מאפייני השקעה בולטים, ולמעשה, יש לה גם מאפיינים ספקולטיביים.	Baa	דרגת השקעה ספקולטיבית
למנפיקה מאפיינים ספקולטיביים ומשום כך אי אפשר לומר שעמידה מובטח. אגרות חוב השייכות לקבוצה זו מאופיינות בחוסר ודאות בנוגע למעמדן.	Ba	
למנפיקה חסרים באופן כללי מאפיינים של השקעה רצויה. מידת הביטחון של עמידה בהתחייבויות ובקיומם של תנאים אחרים שביסוד ההתקשרות, קטנה, לכל פרק זמן ארוך.	B	
למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידה בהתחייבויותיה. סיכויי המנפיקה להשיג מעמד של השקעה אמיתית נמוכים.	Caa	
למנפיקה מעמד חלש. למנפיקה מאפיינים העלולים לגרום לאי עמידה בהתחייבויותיה בדרגה גבוהה. לעיתים קרובות מנפיקות המדורגות בדירוג זה אינן עומדות בהתחייבויותיהן. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים מאוד.	Ca	
מנפיקה המדורגת בדירוג C מדורגת בדרגה הנמוכה ביותר ומכאן שהסיכוי כי המנפיקה תעמוד בהתחייבויותיה נמוכה ביותר. סיכויי המנפיקה להשיג אי פעם מעמד של השקעה אמיתית נמוכים בצורה קיצונית.	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 נמצא באמצע קטגוריית הדירוג; ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלו, המצוינת באותיות.

דוח מספר : CHA0104059000M

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, התחיבו לשלם למידרוג עוד קודם לביצוע הדירוג תשלום בגין שרותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.