



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דו"ח מעקב והמשך Credit Review | מרץ 2015

1

אנשי קשר:

אילון גרפונקל, עו"ד - רו"ח - ראש צוות
eylong@midroog.co.il

גבריאל דרנוב - אנליסט
gabrieled@midroog.co.il

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - סמנכ"ל (ראש תחום נדל"ן)
ranq@midroog.co.il

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דירוג סדרות כו', כז', כח'	Baa1	Credit Review השלכות שליליות
---------------------------	------	------------------------------

בהמשך לדו"ח ה-Credit Review¹ מחדש דצמבר 2014, מידרוג מודיעה על הורדת דירוג לסדרות האג"ח כו', כז' וכח' שבמחזור, אותן הנפיקה חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה השקעות", "הקבוצה" או "החברה"), מדירוג A3 לדירוג Baa1 תוך הותרת ה-Credit Review עם השלכות שליליות.

להלן פירוט סדרות האג"ח במחזור שנכללות בדירוג:

סדרת אג"ח	מספר ני"ע	מועד ההנפקה המקורי	תנאי הצמדה	שיעור ריבית שנתי	יתרת האג"ח ליום 30.09.2014 במיליארדי ש"ח, **	יתרת שנות פירעון האג"ח
אג"ח כו'	6110365	מאי-10	מדד	7% ממוצע **	1.9	2015-2025 ****
אג"ח כז'	6110431	ינו-13	מדד	6.8%	1.3	2015-2025 ****
אג"ח כח'	6110480	ספט-14	מדד	5.7%	0.6	2018-2023

סה"כ 3.9

* אומדן יתרת האג"ח הינו גבוה מהערך בספרים בשל ניכיון שנוצר במועד הסדר החוב ** שיעור הריבית של אג"ח כו' עולה באופן מדורג מ-6% ל-10.75% ובממוצע עומד על 7% *** לטובת האג"ח שועבדו מניות של חברות הבנות של החברה **** ביום 01/02/2015 ביצעה החברה פדיון מוקדם חלקי של אגרות החוב מסדרות כו' וכז' בהיקף של כ-253 מיליון ש"ח (לא כולל ריבית צבורה). הפדיון המוקדם משקף את הקדמת תשלום הקרן מחדש מאי 2015. ***** לאחר תאריך המאזן, החברה מימשה אופציות להמרה לאג"ח כ"ח בהיקף של 125 מ' ש"ח ע.ג.

הורדת הדירוג והותרת ה-Credit Review, בין היתר, מעוצמת ההתדרדרות שחלה בכלכלה הרוסית על רקע הירידה החדה והתנודתית במחירי הנפט, בשילוב הסכסוך עם אוקראינה שהביא למשבר גיאופוליטי. על רקע האמור, הופחת דירוג האשראי הבינלאומי של רוסיה ע"י מודי'ס לדירוג Ba1 באופן שלילי (הורדת דירוג שלישית מאוקטובר 2014 ועד היום, כאשר בטרם הורדות אלו דירוג המדינה היה Baa1). בהמשך לאמור, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפחות שער הרובל בייחוד אל מול הדולר, שירד בין אוקטובר 2014 לפברואר 2015 ביותר מ-35% יחד עם השינויים החדים בריבית הבנק המרכזי הרוסי שהביאו לכך שהריבית עומדת כיום על כ-15% לשנה. הרעה זו משפיעה באופן שלילי על נראות יכולת החברה למשוך דיבידנדים בטווח הקצר-בינוני מחברת הבת (65%) "AFI Development Plc" (להלן: "אפי פיתוח") הפועלת בעיקר במוסקבה והינה אחזקה מהותית ביחס לתיק האחזקות של הקבוצה. על כן, התלות והרגישות ביצירת תזרים ממקורות אחרים עולה (בין היתר, מממוש נכסים וקבלת דיבידנדים מחברות בנות). בנוסף, המשבר צפוי להביא לירידות שווי של נכסי אפי פיתוח ולהוביל לשחיקה ביחסי האיתנות בחברה ופגיעה משמעותית בהון העצמי. ביום 26/02/2015 דיווחו אפריקה השקעות ואפי פיתוח על אזהרת רווח לפיה צפויות הפחתות בשווי נכסים בהיקף של כ-0.5 מיליארד ד' דולר אשר יובילו להפחתות הון, בהיקפים משמעותיים, בדוחות אפריקה השקעות. בהתאם לדיווחים אפריקה השקעות צפויה להודיע על הפסד המיוחס לבעלי המניות בהיקף של מעל ל-800 מיליון ש"ח ברבעון הרביעי של שנת 2014.

¹ הדוחות מפורסמים באתר מידרוג בע"מ www.midroog.co.il



יצוין כי להערכת החברה, גם לאחר התפתחויות אלו היא עומדת, בכל אמות המידה של סדרות האג"ח, תוך כדי שמירה על מרווח מספק.

לאור המצב ברוסיה, חלה ירידה גם במחירי המניות של החברות הבנות המרכזיות, באופן שפוגע בגמישות הפיננסית בחברה. למעשה, ככל שבוחנים את שווי אחזקות אלו, בהתאם לשווי שוק (ולא בהתאם להון העצמי הנגזר מהערכות השווי של הנכסים), ה-LTV של החברה עומד על טווח שבין 95%-105%.

אף על פי כן, לחברה נזילות גבוהה ומספר מקורות נוספים משמעותיים, בעלי נראות גבוהה, שצפויים לתרום ליכולת שירות החוב בשנים הקרובות. למעשה יתר המקורות, מלבד אפי פיתוח, אחראים על כ-40% עד כ-60% מסך מקורות החברה, כאשר בחלק ניכר מהם חלו התפתחויות חיוביות כגון: השכרות שטחים, מכירת דירות, מימון מחדש ומימוש נכסים. אולם, בטווח הארוך, וככל שלא תחול התאוששות במצבה של רוסיה, האמור עלול להשליך על יכולתה של אפי פיתוח לחלק דיבידנדים בהיקף משמעותי הנדרשים לצורך שירות החוב של החברה.

הותרת ה-Credit Review נובעת, בין היתר, מאי הוודאות בנוגע למצב המקרו כלכלי של רוסיה כיום לרבות שקלול אפשרות לתרחישי הפחתות נוספות בעתיד ולהרעה אף מעבר לתחזיות הנוכחיות בסביבה הכלכלית, וכן פגיעה נוספת בנראות היקף ומועד קבלת דיבידנדים מאפי פיתוח. אולם, ככל שלא יכול שינוי משמעותי לחיוב או לשלילה במצב החברה סביר כי תקופת ה-Credit Review תוארך מפעם לפעם וזאת עד להתבהרות המצב.

פירוט גורמי מפתח בדירוג

השחיקה במצב המקרו כלכלי של רוסיה משליך לשלילה על פרופיל הסיכון בחברה; לאפי פיתוח מינוף נמוך שחלקו נקוב במטבע הרובל וכן נזילות בהיקף של כ-95 מ' דולר המאפשרים להמשיך בפיתוח נכסיה

בתקופה האחרונה התעצמו ההתפתחויות השליליות בכלכלת רוסיה, בין היתר, לאור הרעה במצבה הגיאופוליטי וביחסים עם מדינות המערב, במקביל לירידה המשמעותית של מחירי הנפט בעולם. בהמשך לאמור, ביטוי להידרדרות הכלכלה הרוסית ניתן למצוא בפיחות שער הרובל בייחוד אל מול הדולר. בתגובה להתפתחויות אלו, הבנק המרכזי של רוסיה העלה ביום 15/12/2014 את שיעור הריבית ("key interest") מ-10.5% ל-17% ולאחר מכן הוריד את הריבית ל-15%. יצוין כי חלק משמעותי מהשווי הנכסי הנקי של החברה מיוחס לאחזקותיה בחברת אפי פיתוח, הפועלת בעיקר במוסקבה.

לגבי הפעילות המניבה ובייחוד בהתייחס לקניון AFI Mall, היות וחלק ניכר מהחוזים נקובים בדולר לעומת הכנסות השוכרים שלרוב נקובות ברובל, קיים חשש כי לאורך זמן פדיון החנויות בקניונים ישחק, לפחות במונחים דולריים, באופן אשר עלול להביא להרעה "בעומס השוכרים" ולשחיקה בדמי השכירות. בהתאם לזאת, החברה נתנה לחלק מהשוכרים הנחות זמניות (של מספר חודשים) בחוזי השכירות או שינוי תנאי ההצמדה של החוזה. יצוין כי שוכרים אשר יעברו לחוזים רובלים חשופים לעליית מדד המחירים לצרכן הרוסי בשל מרכיב ההצמדה הגלום בהם. מדד זה לפי תחזיות שונות עלול לעמוד על טווח של 8%-15% ולפיכך להגדיל את שכ"ד שהחברה מקבלת לאורך זמן.

כמו כן, לאפי פיתוח פרויקט למגורים בביצוע שההכנסות בגינו נקובות ברובל. מנגד, גם ההוצאות, לרבות החוזים עם הקבלנים, הסכמי הלוואות וכדומה נקובים באותו המטבע. לאור האמור, סך התזרים מהפרויקט במונחים דולריים, עלול להיות נמוך מהציפיות. בפרויקט זה קצב המכירות הינו גבוה: החברה מכרה את מרבית הדירות בשלב הראשון שכולל מעל ל-700 יח"ד ונמצאת בתחילת הפיתוח של השלב הבא. למעשה קצב המכירות הגבוה מאפשר לחברה לממן את הבנייה מתוך מקדמות שנתקבלו מהרוכשים.



בהתאם לדיווחי החברה, בטווח הקצר-בינוני, המצב הכלכלי צפוי להשפיע באופן שלילי על שוויים של נכסי אפי פיתוח, בנוסף להקשחת תנאי המימון הבנקאי. לפיכך, הדירוג משקלל את ההפחתות הצפויות בדוחות הרבעון הרביעי של אפי פיתוח ואפשרות להפחתות שווי משמעותיות נוספות (מנגד, האמור יקוזז חלקית בגין קיטון במרכיב החוב הרובלי בקניון וכן בהוספת נכס חדש לספרים - Botanic Gardens (נכס אשר הופחת בעבר וצפוי להיות מוחזר כיום). אף על פי כן, בהתאם לדיווחי החברה, צפויה הפחתה מהותית בדוחות הכספיים, כך שצפוי קיטון בהיקף של למעלה מכ-800 מיליון ₪ בהון העצמי המיוחס לבעלי המניות בדוחות אפריקה השקעות באופן המשפיע לשלילה על יחסי האיתנות של החברה. להערכת החברה, גם לאחר התפתחויות אלו היא עומדת, בכל אמות המידה של סדרות האג"ח.

יש לציין כי נכסי אפי פיתוח ברוסיה מאופיינים בהיותם נכסים ו/או קרקעות משמעותיות באזורי ביקוש, בעיקר במוסקבה. חלקם אף מצויים באזורי ה-Prime של העיר. לפיכך, ככל שיחול שיפור במצב המקרו הכלכלי של המדינה, מיצוב החברה, נגישותה למקורות מימון ועסקאות וכן מיצוב הנכסים, עשויים לסייע להתאוששות מהירה של התזרים מהנכסים ביחס לחברות אחרות המחזיקות בנכסים במיצוב נמוך יותר במדינה. יצוין כי, אפי פיתוח מיחזרה לאחרונה את החוב המשמעותי הנוסף היחיד, מלבד החוב כנגד הקניון, ומרבית הנכסים והקרקעות האחרות אינם משועבדים. בנוסף, לאפי פיתוח נזילות בהיקף של כ-95 מיליון דולר. יתרה מכך, נתוני מספר המבקרים בקניון והיקף המכירות בפריקט המגורים מצויים בצמיחה.

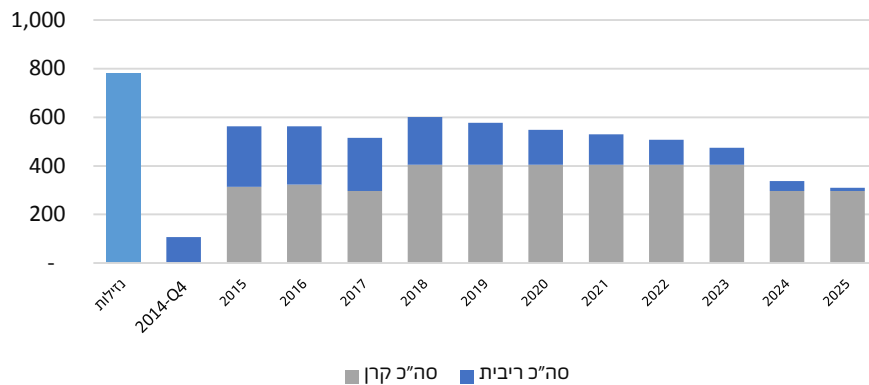
לחברה נזילות ומקורות תזרים נוספים, מלבד אפי פיתוח, המקנים נראות גבוהה ליכולת שירות החוב בטווח הקצר-בינוני; בטווח הארוך שירות החובות נסמך, בין היתר, על קבלת תזרים מזומנים מאפי פיתוח ומחברת אפריקה נכסים, מימוש נכסים וגיוס חוב נוסף

חרף ההרעה בנראות קבלת דיבידנדים מאפי פיתוח, בטווח הקצר-בינוני לאור היקף הנזילות של החברה ומגוון המקורות הנוספים לשירות החוב, לחברה אין תלות ניכרת בשנים הקרובות בקבלת דיבידנדים מאפי פיתוח. אולם, להערכת מידרוג, בטווח הארוך קיימת לחברה תלות בהפקת תזרים משמעותי מפעילות זו.

נכון למועד דוח דירוג זה, החוב הפיננסי סולו של החברה עומד על כ-3.8 מיליארד ₪. למרות מגמת הירידה בהיקף החוב בשנים האחרונות, נטל שירות חוב האג"ח והבנקים ברמת הסולו, נותר גבוה (פירעון קרן וריבית שנתי של כ-0.25 מיליארדי ₪ ליתרת שנת 2015, כ-0.56 מיליארדי ₪ לשנת 2016 וכ-0.52 מיליארד ₪ לשנת 2017).

נכון ליום 30/09/14, יתרת הנזילות סולו עמדה על כ-0.78 מיליארד ₪. אולם, כיום לאחר פידיון מוקדם של קרן האג"ח לשנת 2015 ולאחר מימוש אופציות להמרה לאגרות חוב נוספות בהיקף של כ-0.12 מיליארד ₪ ברבעון הרביעי של שנת 2014, יתרת הנזילות עומדת על כ-0.47 מיליארד ₪. בכוונת החברה לשרת את התחייבויותה בשנים הקרובות, בין היתר, מיתרת הנזילות הקיימת כיום, מדיבידנדים מאפריקה נכסים ודניה סיבוס, ובמידה פחות משמעותית מחברת המפעיל, אפריקה מלונות ואפריקה תעשיות. כמו כן, בכוונת החברה לפעול למימוש מספר נכסים נוספים, המוחזקים ברמת הסולו המורחב ובארה"ב, לרבות עסקה שפורסמה למכירת קרקעות לחברת אפריקה מגורים (מוחזקת כ-60.9% בשרשור) וכן לממש נכסים נוספים. נראות התזרים הטובה בטווח הקצר-בינוני משפיעה לחיוב על הדירוג. מנגד, התלות בקבלת דיבידנדים בשנים הבאות, לצד החשיפה של חלק מהחברות הבנות לשווקים מתפתחים משפיעה לשלילה על הדירוג.

פריסת התחייבויות סולו-קרן וריבית (אג"ח ובנקים) ליום 30/09/2014, מיליוני ₪



נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

דוחות סולו אפריקה השקעות							אפריקה השקעות נתונים מאוחדים							נתונים פיננסיים אלפי ₪
31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.09.2013	31.12.2013	30.09.2014	31.12.2009	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	30.09.2013	31.12.2013	30.09.2014	
5,037	6,326	5,145	5,110	4,052	5,419	3,377	487,926	440,152	672,392	732,395	614,575	840,704	649,099	הכנסות מהשכרת והפעלת נכסים
341,250	111,434	105,136	56,954	8,431	5,154	173	2,491,739	2,706,043	3,018,764	3,693,364	2,413,971	3,193,070	2,245,961	הכנסות מספקאות בניה ומקרקעין
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	1,383,938	1,331,860	1,756,548	2,064,820	1,508,182	2,001,010	1,415,557	מתעשייה
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	11,860	28,246	44,841	65,105	57,400	76,497	41,823	מפעילויות אחרות
346,287	117,760	110,281	62,064	12,483	10,573	3,550	4,375,463	4,506,301	5,492,545	6,555,684	4,594,128	6,111,281	4,352,440	סה"כ הכנסות
-	41,440	34,222	21,827	8,038	7,703	1,770	622,846	790,321	867,814	888,318	752,343	1,018,461	734,075	רווח גולמי בניכוי הוצאות שיווק
0.0%	35.2%	31.0%	35.2%	64.4%	72.9%	49.9%	14.2%	17.5%	15.8%	13.6%	16.4%	16.7%	16.9%	% רווח גולמי בניכוי הוצאות שיווק
ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	ל"ר	833,610	1,048,792	802,100	854,891	802,926	1,143,349	629,032	EBITDA בנטורל שערזכים
-673,023	1,702,747	595,811	-916,579	-4,747	27,953	93,893	-763,378	1,836,974	912,005	-1,309,484	175,607	253,056	282,325	רווח (הפסד) לתקופה **
7,709,031	5,423,831	4,179,109	4,181,407	3,737,119	3,702,225	3,817,257	18,731,441	13,809,274	12,971,485	13,274,063	13,523,945	13,486,377	13,270,018	חוב פיננסי *
347,071	1,324,802	310,809	747,030	218,389	155,165	779,883	2,127,652	2,580,432	1,501,728	2,081,635	1,528,796	1,759,688	1,298,507	נדילת **
7,361,960	4,099,029	3,868,300	3,434,377	3,518,730	3,547,060	3,037,374	16,603,789	11,228,842	11,469,757	11,192,428	11,995,149	11,726,689	11,971,511	חוב פיננסי נטו
8,844,747	7,644,889	7,694,760	7,108,615	6,601,629	6,506,612	7,040,504	23,437,504	20,932,544	21,482,512	20,633,189	21,008,752	20,925,660	21,383,984	CAP
8,497,676	6,320,087	7,383,951	6,361,585	6,383,240	6,351,447	6,260,621	21,309,852	18,352,112	19,980,784	18,551,554	19,479,956	19,165,972	20,085,477	NET CAP
1,135,716	2,221,058	3,508,539	2,900,325	2,837,627	2,777,504	3,188,888	4,320,402	6,729,199	7,814,905	6,644,108	6,601,823	6,558,759	7,114,654	הון עצמי וזכויות מינוס **
12,666,860	11,488,019	8,049,568	7,647,016	7,012,730	6,776,198	7,332,543	27,091,277	25,588,656	24,853,317	23,640,953	23,850,874	23,823,689	24,508,605	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
87.2%	70.9%	54.3%	58.8%	56.6%	56.9%	54.2%	79.9%	66.0%	60.4%	64.3%	64.4%	64.4%	62.1%	חוב פיננסי/CAP
87%	64.9%	52.4%	54.0%	55.1%	55.8%	48.5%	77.9%	61.2%	57.4%	60.3%	61.6%	61.2%	59.6%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
9%	19.3%	43.6%	37.9%	40.5%	41.0%	43.5%	15.9%	26.3%	31.4%	28.1%	27.7%	27.5%	29.0%	הון עצמי/ סך מאזן בניכוי מקדמות
							941,027	1,114,819	512,531	1,695,065	475,420	754,433	659,057	תזרים מפעילות שוטפת CFO
							20	11	14	13	11	10	14	חוב נטו ל- EBITDA

5

* החוב הפיננסי מוצג בערך התחייבותי (פארי) אשר היו גבוה מהיתרה בספרים בשל סיבות חשבונאיות. הפער מביא גם להתאמה בהוצאות המימון, ברווח (הפסד) לתקופה ובהון העצמי ** הנדילת סולו הינה לפי נתוני החברה

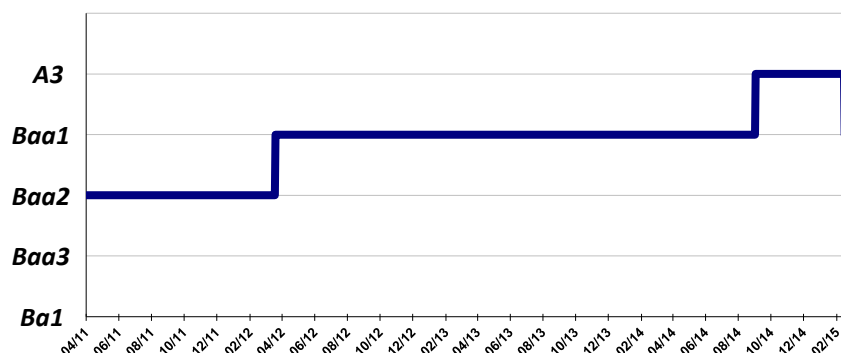
גורמים העשויים לשפר את הדירוג ואופק הדירוג

- חיזוק משמעותי של המקורות לשירות החוב בטווח הארוך, תוך כדי השבחת נכסים
- שיפור בכלכלת רוסיה באופן המשליך לחיוב על נראות חלוקת דיבידנדים מאפי פיתוח
- שיפור בנגישות למקורות מימון ובייחוד לשוק ההון בישראל, לאורך זמן

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- שינויים מהותיים בניהול ואסטרטגיית המימון והפיתוח של החברה והעלאת פרופיל הסיכון העסקי
- אי עמידה בתחזיות החברה, באופן אשר יש בו כדי להרע את נזילות החברה
- הרעה משמעותית באיתנות הפיננסית ובנזילות, תוך אי עמידה באמות המידה הפיננסיות בשטרי הנאמנות של האג"ח

היסטוריית דירוג



פרופיל החברה

אפריקה השקעות הינה אחת מקבוצות הנדל"ן המשמעותיות הרשומות בישראל והינה בשליטתו של מר לב לבייב. הקבוצה פועלת ברוסיה, ישראל, ארה"ב ומדינות אחרות במרכז ובמזרח אירופה, בייזום, פיתוח ותפעול של מרכזי מסחר, מבני משרדים, תעשייה מלונאות וכן בייזום פרויקטים למגורים. בנוסף, לחברה פעילות במגזרי קבלנות הבנייה, מגזר הפלדה ומגזר הקרמיקה. מטה החברה מרוכז בישראל. ביום 21.03.2010 אישר בית המשפט המחוזי בתל אביב את הסדר החוב בין החברה לבין מחזיקי אגרות החוב שלה. ההסדר כלל, בין היתר, תנאים להמרת חלק מחובות החברה להון החברה והון חברות בנות, השקעה בחברה על ידי מר לב לבייב ופריסת החוב למח"מ ארוך.

מחקרים מתודולוגיים

[ניתוח חברות נדל"ן - דוח מתודולוגי](#) - אוגוסט 2009.

[חברות נדל"ן - מתודולוגיה](#), נובמבר 2008.

המחקרים מפורסמים באתר מידרוג www.midroog.co.il

דוח קודם: דצמבר 2014

תאריך דוח: 3 במרץ, 2015

הוצאות מימון מדוח רווח והפסד.	הוצאות ריבית <i>Interest</i>
הוצאות מימון מדוח רווח והפסד לאחר התאמות להוצאות מימון שאינן תזרימיות מתוך דוח תזרים מזומנים.	הוצאות ריבית תזרימיות <i>Cash Interest</i>
רווח לפני מס + מימון + הוצאות/רווחים חד פעמיים.	רווח תפעולי <i>EBIT</i>
רווח תפעולי + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני הפחתות <i>EBITA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים.	רווח תפעולי לפני פחת והפחתות <i>EBITDA</i>
רווח תפעולי + פחת + הפחתות של נכסים לא מוחשיים + דמי שכירות/דמי חכירה תפעוליים.	רווח תפעולי לפני פחת, הפחתות ודמי שכירות/חכירה <i>EBITDAR</i>
סך נכסי החברה במאזן.	נכסים <i>Assets</i>
חוב לזמן קצר+ חלויות שוטפות של הלוואות לזמן ארוך+ חוב לזמן ארוך+ התחייבויות בגין חכירה תפעולית.	חוב פיננסי <i>Debt</i>
חוב פיננסי - מזומן ושווי מזומן - השקעות לזמן קצר.	חוב פיננסי נטו <i>Net Debt</i>
חוב+ סך ההון העצמי במאזן (כולל זכויות מיעוט) + מסים נדחים לזמן ארוך במאזן.	בסיס ההון <i>Capitalization (CAP)</i>
השקעות ברוטו בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures (Capex)</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation (FFO)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation (CFO)</i>
מקורות מפעילות (FFO) בניכוי דיבידנדים ששולמו לבעלי המניות.	תזרים מזומנים פנוי * <i>Retained Cash Flow (RCF)</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת (CFO) - השקעה הונית - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * <i>Free Cash Flow (FCF)</i>

* יש לשים לב כי בדוחות IFRS, תשלומים ותקבולים של ריבית, מס ודיבידנד שהתקבל ממוחזקות יכללו בחישוב תזרימי המזומנים השוטפים גם אם אינם נרשמים בתזרים מפעילות שוטפת.

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

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") 2015.

מסמך זה, לרבות פסקה 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 צריכה 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 שירותי הערכה ודירוג הניתנים על ידי מידרוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס (Moody's) (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.