



אפריקה ישראל מגורים בע"מ

דו"ח מעקב - ספטמבר 2009

1

מחבר:

אמיר ארד, אנליסט בכיר
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

אפריקה ישראל מגורים בע"מ

אופק דירוג: נבנה (Developing)	A3	דירוג סדרה (Issue)
-------------------------------	----	--------------------

מידרוג מודיעה על הורדת דירוג סדרות אגרות החוב של חברת אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "אפריקה מגורים", "החברה"), מדירוג A1 לדירוג A3 ומציבה אופק דירוג נבנה.

סדרת האג"ח הכלולה בפעולת דירוג זו

שנות פירעון הקרן	יתרה לתאריך 30.06.09 כולל הצמדה (אלפי ₪)	הצמדה	ריבית שנתית נקובה	יתרת ע.ב. באלפי ₪ לתאריך 30.06.2009	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרה
2009 - 2016	278,212	מדד	5.90%	260,000	03/07/2006	1097955	סדרה א'
	278,212			260,000			סה"כ

הורדת הדירוג והצבת אופק הדירוג הנבנה נובעים בשל חשיפת החברה למצבה הנוכחי של חברת האם - אפריקה ישראל להשקעות בע"מ. ההרעה המשמעותית במצבה של חברת האם, כתוצאה משינוי בתחזיותיה התפעוליות והתזרימיות והודעתה של חברת האם על כוונתה לגבש הסדר עם כלל מחזיקי האג"ח, הובילה להורדת הדירוג לרמת Caa3 עם אופק שלילי¹.

2

היות ולחברה אין מגוון פעילויות ונכסים למימוש והינה בעלת פעילות יחידה בתחום ייזום הנדל"ן בישראל, עיקר חשיפתה מתבטא בחלוקת דיבידנדים ופגיעה אפשרית במוניטין החברה בהיותה חלק מקבוצת אפריקה אשר עלולים להשפיע לרעה על פעילותה העסקית יש לציין כי היקף המזומנים הקיים בידי החברה ויתרת הרווחים לחלוקה מתוך הונה העצמי, בהיקף של כ-300 מיליון ₪, מהווים אפשרות נוחה עבור חברת האם למשיכת דיבידנדים על אף הדברים האמורים, אנו מעריכים כי חשיפת החברה מתונה בהשוואה לחלק מהחברות האחרות בקבוצתה נכסי נדל"ן מניבים או פעילויות עצמאיות נוספות הניתנות למימוש באופן קל יותר

אופק הדירוג הנבנה אף משקף תרחיש בו תימכר החזקת חברת אפריקה השקעות בחברה לצד ג'. במקרה זה תבחן מידרוג את השלכות המכירה על דירוג אגרות החוב של החברה

אנו מוצאים לנכון לציין כי בפרמטרים התפעוליים של אפריקה מגורים לא חלה הרעה ובחלקם אף חל שיפור בהשוואה למצבה בתקופה המקבילה אשתקד. היקף המכירות של החברה גבוה אל מול שיעור ההשקעה ומחזק את תזרימי החברה ואת יכולתה לעמוד בחובותיה הפיננסיים, העתידים להיפרע במהלך השנה הקרובה; יחסי האיתנות נשמרו ברמה ההולמת את דירוגה והיקף קרקעות לא משועבדות ונזילות סבירה שומרים על יכולותיה של החברה

¹ אופק דירוג נבנה משמעותו כי כיוון ההתפתחות של הדירוג תלוי באירוע מסוים.

² ראה דו"ח דירוג - אפריקה ישראל להשקעות בע"מ מתאריך 3.9.2009.

במהלך התקופה הנסקרת לא ביצעה החברה מהלכים משמעותיים כלשהם מעבר לשימור פעילותה בהיקפים דומים. עיקר האירועים נובעים כתוצאה ממכירה של חטיבות קרקע עודפות, בהיקפים לא משמעותיים וביטולן של רכישות או התקשרויות בפרויקטים שוליים.

- במהלך חודש ינואר 2009 חתמה החברה מול חברת שיינפלד ייזום והשקעות בע"מ, השותפה בחלקים שווים בנכס ברחוב הרב קוק בירושלים, על הסכם דילול, במסגרתו מחזיקה כעת החברה ב- 77.5% מהמקרקעין והפרויקט. במסגרת הסכם הדילול, התחייבה החברה להשקיע סכום של כ- 5 מיליון ₪ במקומה של השותפה. במסגרת ההסכם נקבע גם מנגנון לביצוע דילול עתידי, במידה ותידרש החברה להעמיד מימון לפרויקט במקום השותפה. להערכתנו, הדבר מגדיל את הסיכון שנוטלת על עצמה החברה, לאור הסיכון הגלום בטבעו יוצא הדופן של הפרויקט ובאופיו. היקף הסיכון הנאמד, במצבה הנוכחי של החברה, אינו מהותי בבחינת היקף פעילותה הכוללת של החברה.
- במהלך חודש מרץ 2009 מכרה החברה חטיבת מקרקעין בעתלית, בתמורה לסך כולל של כ- 27.4 מיליון ₪, בתוספת מע"מ. כתוצאה מהעסקה רשמה החברה רווח, לאחר מס, בסך של כ- 16 מיליון ₪.
- בנוסף, ביצעה החברה מספר עסקאות אשר טרם באו לידי ביטוי בדו"חותיה הכספיים. התקיימותן של העסקאות תלוי בקיומם של מספר תנאים וסיום מוצלח של ההתקשרות צפוי בפרק זמן של בין תשעה חודשים לשנה וחצי. בין העסקאות, מכירת חלקה של החברה בחטיבת קרקע במודיעין וחטיבת קרקע בפתח תקווה. החברה לא צפויה לרשום בגין המכירה רווח הון משמעותי.

אירועים נוספים

החברה שומרת על חלוקת דיבידנדים בהיקף דומה; חריגה משמעותית בהיקף חלוקת הדיבידנדים, עלולה לגרום לפגיעה בדירוגה הנוכחי של החברה

בהתאם להחלטת הדיירקטוריון, בישיבתו מיום 19.3.2009, במהלך הרבעון השני לשנת 2009 חולק דיבידנד בסך של 15 מיליון ₪ לבעלי המניות, מתוך יתרת הרווח הצבורה של החברה. יתרת הרווחים לחלוקה, לאחר תשלום הדיבידנד, עומדת על כ- 313 מיליון ₪. להערכת החברה, לא יחולק סכום דיבידנד נוסף במהלך שנת 2009 והדיבידנד לשנים הבאות יישמר ברמה דומה.

³ הדוח סוקר את ההתפתחויות העיקריות מדו"ח המעקב השנתי מתאריך 24.12.2008.

לחברה שיעור גבוה של דירות מכורות בפרויקטים בביצוע והיקפי מכירה משמעותיים במהלך התקופה, אשר מחזקים את תזרים החברה ומקטינים את הסיכון הקיים לפרויקטים בביצוע

במהלך שנת 2008 מכרה החברה 402 יחידות דיור, בסך כולל של כ - 523 מיליון ₪ (חלק החברה כ - 318 מיליון ₪). היקף המכירות, במהלך המחצית הראשונה של שנת 2009, בפרויקטים של החברה, עמד על 306 יח"ד, בסכום כולל של כ - 418 מיליון ₪ (חלק החברה כ - 243 מיליון ₪), זאת לעומת מכירה של 256 יחידות דיור בתקופה המקבילה אשתקד, בסכום כולל של כ - 314 מיליון ₪ (חלקה של החברה כ - 165 מיליון ₪). בנוסף, מכרה החברה לאחר תאריך המאזן, 49 יחידות דיור נוספות במהלך חודש יולי - 21 יחידות דיור במהלך חודש אוגוסט. בהתאם לנתונים הקיימים, צפויים נתוני המכירות לעלות בהיקפם על אלו של שנת 2008 ולשפר את מצבה התזרימי של החברה. כתוצאה מגידול במקדמות מלקוחות, חל גידול בהיקף יתרות המזומנים ושווי מזומנים המוצגים בדו "חות החברה. יש לציין כי על אף הגידול בהיקף המכירה, לא יבוא גידול זה לידי ביטוי בהכנסות החברה, עד למסירת הדירות והכרה ברווח על פי תקני ה - IFRS. על אף הגידול הניכר במכירת דירות בחודשים האחרונים, להערכתנו, קצב המכירות הנוכחי חריג בהיקפו ושיעורי המכירות צפויים להתייבב לאורך זמן.

שיעורי הרווח הגולמי והתפעולי של החברה ממכירת דירות נשמרים. רמת הרווחיות הגולמית של החברה ממכירת דירות, העומדת על כ - 16%, נמוכה יחסית בהשוואה לחברות אחרות בשוק, אולם יש לציין כי לחברה עסקאות קומבינציה רבות, המקטינות את שיעורי הרווח, בעקבות רישום הוצאות הקומבינציה כחלק מעלויות הפרויקט וזאת בהשוואה לרכישת הקרקע במזומן, אשר אינה נכללת במסגרת תחשיב ההוצאות. מידרוג מצפה כי בהתאם לתחזית החברה, ישתפרו שיעורי הרווחיות ממכירת דירות לאורך זמן.

שיעור רווח גולמי	רווח גולמי	עלויות	הכנסות	שיעור רווח גולמי ינואר - דצמבר 2008 (אלפי ₪)
16%	68,979	353,719	422,698	מכירת דירות למגורים
	-	-	-	מכירת מקרקעין
	12,488	-	12,488	דמי ניהול
	-6,996	6,996	-	שכר ואחרות
17%	74,471	360,715	435,186	סה"כ

שיעור רווח גולמי	רווח גולמי	עלויות	הכנסות	שיעור רווח גולמי ינואר - יוני 2009 (אלפי ₪)
16%	13,254	71,905	85,159	מכירת דירות למגורים
72%	20,124	7,636	27,760	מכירת מקרקעין
	13,319	-	13,319	דמי ניהול
	-3,300	3,300	-	שכר ואחרות
34%	43,397	82,841	126,238	סה"כ

טבלה מרכזת : פרויקטים, שיעורי מכירה, השקעה ורווח גולמי חזוי לתאריך 30.6.2009 (אלפי ₪)

שם הפרויקט	מיקום	מס' יחידות (כולל)	מחיר מכירה ממוצע	שיעור מכירות	שיעור השקעה ללא קרקע	מועד איכלוס צפוי	שיעור רווח גולמי חזוי
לייף פארק בניין 161	פתח תקווה	60	948	100%	85%	2009	21%
מגדל התמר	רמת גן	29	993	93%	88%	2009	17%
רמת אביב בניין 7	תל אביב	21	4,112	67%	67%	2009	9%
שער הים בניין 3	ראש לצ	57	-	100%	91%	2009	12%
לב הסביונים בניין 51	פתח תקווה	82	1,080	60%	43%	2010	17%
רמת אביב בניין 8	תל אביב	21	4,267	52%	36%	2010	13%
מגדלי הסביונים בניין 2	יהוד	70	979	89%	46%	2010	28%
שער הים בניין 4	ראש לצ	58	-	100%	73%	2010	17%
גינות סביון שלב ב'	רחובות	29	1,601	86%	68%	2010	15%
גינות סביון שלב ג'	רחובות	26	1,750	31%	15%	2010	22%
סביון פלטינוס	רמת גן	66	1,638	88%	67%	2010	20%
לייף פארק בניין 162	פתח תקווה	60	1,076	83%	25%	2010	25%
סביוני נתניה בניינים 11-13	נתניה	80	954	76%	26%	2010	23%
מגדלי הסביונים בניין 3	יהוד	70	963	27%	23%	2011	32%
סביוני כפר סבא בניין 79/3	כפר סבא	87	1,205	59%	25%	2011	9%
רמת אביב בניין 5	תל אביב	47	3,191	62%	31%	2011	21%
שער הים בניין 2	ראש לצ	59	-	92%	22%	2011	28%
לב הסביונים בניין 111	פתח תקווה	80	1,099	43%	10%	2011	26%
ספייס בניין 1	פתח תקווה	58	1,245	29%	16%	2011	18%
עיר ימים בניין 1	נתניה	120	1,532	23%	1%	2012	23%
ג' החדשה בניינים 22+23	תל אביב	90	-	14%	5%	2012	39%
הרב קוק	ירושלים	120	1,988	14%	4%	2012	30%
סביוני העמק מגרשים א'	עפולה	20	-	0%	0%	2011	25%
סביוני נתניה בניין 14	נתניה	26	957	19%	10%	2011	26%
סביוני נתניה בניין 15	נתניה	26	1,124	4%	10%	2011	24%
שער הים בניין 5	ראש לצ	58	-	7%	3%	2011	23%
סביוני רמת אביב בניין 6	תל אביב	45	3,627	4%	16%	2012	21%
סה"כ		1,565		52%	28%		18%

עלייה משמעותית בהוצאות מימון של החברה, בעקבות גידול בחוב הפיננסי ובעקבות חשיפת החברה למדד המחירים לצרכן, במהלך שנת 2008; היקף דומה של הוצאות מימון צפוי גם במהלך שנת 2009

עלויות המימון, נטו, של החברה הסתכמו בשנת 2008 בכ - 25.3 מיליון ₪, לעומת עלויות מימון, נטו, בסך של כ - 7.3 מיליון ₪ בלבד, בתקופה המקבילה אשתקד. גידול זה בהוצאות המימון נובע מהפרשי הצמדה על אגרות החוב של החברה, הצמודות למדד המחירים לצרכן ומרכישות אשר בוצעו במהלך שנת 2008 והקטינו את יתרות המזומנים של החברה, אשר ייצרו הכנסות מימון במהלך התקופה המקבילה אשתקד.

עלויות המימון, נטו, של החברה הסתכמו, במחצית הראשונה של שנת 2009, בכ - 9 מיליון ₪. היקף נמוך של הוצאות מימון אלו נובע בעיקר משיעור נמוך של עליית המדד בתקופת הדו"ח ומירידה בשיעור ריבית הפריים, בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד. להערכת מידרוג, העלייה הידועה בשיעור המדד במהלך החודשים שלאחר תאריך המאזן ועלייה אפשרית נוספת בריבית הפריים, תשוב ותעלה את הוצאות המימון של החברה. להערכתנו, הוצאות המימון של החברה צפויות, לכל הפחות, להיות דומות בהיקפן להוצאות המימון בשנת 2008.



עלייה בהיקף החוב הפיננסי של החברה, במהלך שנת 2008, חלוקת דיבידנדים והיקפי מכירות גבוהים שחקו את יחסי האיתנות של החברה והורדת הדירוג במהלך חודש דצמבר 2008⁴

היקף רכישות מקרקעין משמעותי במהלך השנים 2007-8 ועלייה בחוב הפיננסי, בשל גידול בהיקף הפרויקטים בביצוע, הביאה לעלייה בחובה הפיננסי של החברה. ההרעה ביחסי האיתנות, אשר נבעה לא רק מעלייה ברמת המינוף, אלא אף בשל חלוקת דיבידנד אשר גרע מהונה העצמי של החברה, הביאו בחודש דצמבר 2008 להורדת דירוג החברה מדירוג Aa3 לדירוג A1 באופק שלילי. במהלך התקופה הנסקרת, מאז דו"ח המעקב השנתי ועד לתוצאות הרבעון השני לשנת 2009, לא חל שינוי משמעותי בהיקף החוב של החברה ויחסי החוב ל-CAP נשמרים על רמה יציבה. להערכתנו, פתיחתם של פרויקטים חדשים עתידה לגרום לעלייה קלה בהיקף החוב של החברה עד לסוף שנת 2009. אנו מצפים כי יחסי האיתנות של החברה יישמרו במסגרת אופק הדירוג.

אפריקה ישראל מגורים בע"מ - יחסים פיננסיים עיקריים לתאריך 30.06.2009 (אלפי ₪):

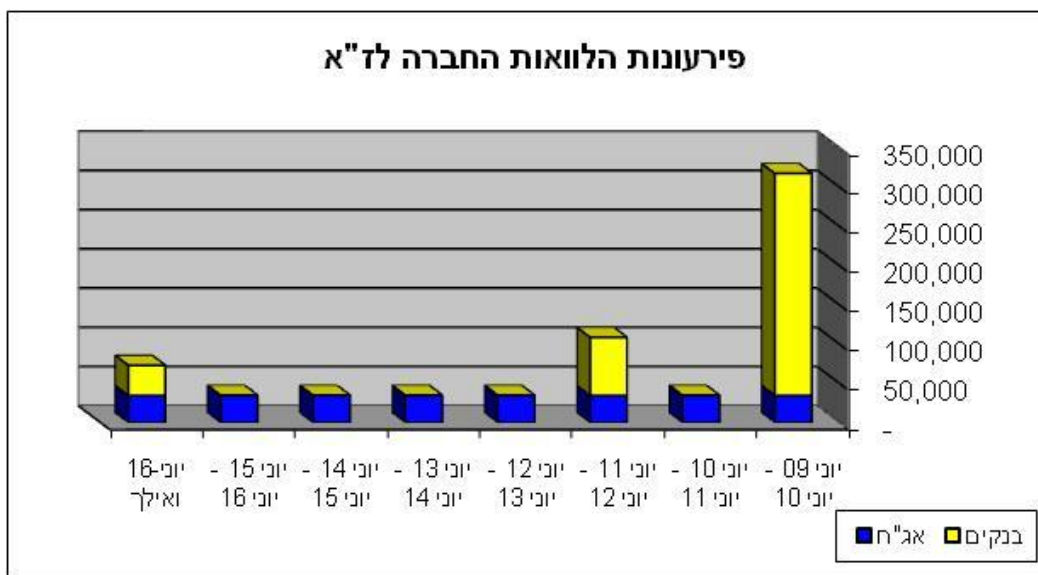
GAAP	GAAP	GAAP	IFRS	IFRS	IFRS	
31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.12.2007	31.12.2008	30.06.2009	נתונים פיננסיים עיקריים למעקב - אלפי ₪
169,596	153,373	147,735	207,990	436,609	127,507	הכנסות
38,468	26,510	18,952	49,134	48,967	30,987	רווח תפעולי
-11,864	-14,554	-5,739	26,227	36,117	12,705	הוצאות (הכנסות) מימון
57,231	53,379	29,913	29,668	16,948	15,660	רווח נקי
385,180	409,810	522,237	545,815	668,227	647,501	חוב פיננסי
31,035	22,002	285,987	296,502	172,967	220,589	יתרות נזילות
354,145	387,808	236,250	249,313	495,260	426,912	חוב פיננסי נטו
398,821	452,200	563,195	562,100	549,327	551,601	הון עצמי וזכויות מיעוט
872,859	923,353	1,175,678	1,623,857	1,728,130	1,843,473	סך מאזן
774,516	853,789	1,081,984	1,085,860	1,183,411	1,171,108	CAP
4,594	16,372	28,914	23,200	39,223	28,877	FFO בנטרול השקעה במקרקעין
46%	49%	48%	35%	32%	30%	הון עצמי וזכויות מיעוט לסך מאזן חשבונאי
50%	48%	48%	50%	56%	55%	חוב ל-CAP
48%	47%	30%	32%	49%	45%	חוב נטו ל-CAP נטו
84	25	18	24	17	11	חוב פיננסי ל-FFO בנטרול השקעה במקרקעין
N/A	N/A	N/A	1.9	1.4	2.4	EBITDA להוצאות מימון

⁴ ראה [אפריקה מגורים בע"מ](#) - מעקב שנתי מתאריך 24.12.2008.



נזילות סבירה לחברה וגמישות פיננסית טובה , לאור היקף הקרקעות הלא משועבדות , במקביל להיקף פירעונות מצומצם הצפוי במהלך השנה הקרובה

לחברה שתי הלוואות לזמן ארוך מגופים בנקאיים . בנוסף, צפויה החברה להתחיל ולפרוע את סדרת האג"ח הקיימת בסוף שנת 2009. לחברה היקף משמעותי של קרקעות, בהיקף של כ- 240 מיליון ₪, אשר אינן משועבדות. קרקעות אלו מגדילות את גמישותה הפיננסית של החברה , כאשר במידת הצורך הן משמשות לצורך לקיחת הלוואות למימון פירעונות אגרות חוב ו/או למימון הלוואות בנקאיות העומדות בפני פירעון . בנוסף, לחברה יתרות נזילות בהיקף משמעותי, של כ- 220 מיליון ₪, חלק משמעותי מסכום זה מופקד בחשבונות ליווי פרויקטים , אשר אינו ניתן לשימוש לפירעון סדרות האג"ח, היות ושחרורו מותנה בהסכמת הבנק המלווה ובתנאים מתלים. מתוך סכום זה, עיקר המזומנים הנזילים הקיימים בידי החברה מסתכמים , נכון לדו"ח דירוג זה, בכ- 80 מיליון ₪, המופקדים בבנקים שונים כבטוחות סחירות (פק"מ, מק"מ ואג"ח ממשלה) וניתנים למשיכה בכל עת. בהתבסס על נתונים אלו, לא צפויה החברה להיקלע לבעיית נזילות. יש לציין כי חלוקת דיבידנדים נוספת, במידה ותתרחש, תשפיע על מצבה של החברה ועלולה להשליך באופן שלילי על דירוג החברה - בהתאם להיקף חלוקת הדיבידנד.



* הלוואות החברה מבנקים הינם ברובם הגדול הלוואות ליווי בנייה , אשר מוחזרות בתום תקופת הבנייה ו/או ממוחזרות לצורך פרויקט נוסף. לפיכך, מוצגות הלוואות אלו כמיועדות לפירעון בטווח של 12 חודשים.

** הלוואות החברה מבנקים המוצגות מיוני 2016 ואילך הינן אשראי חוץ מאזני שאינו מחויב בפירעון וייתכן ולא ייפרע כלל.

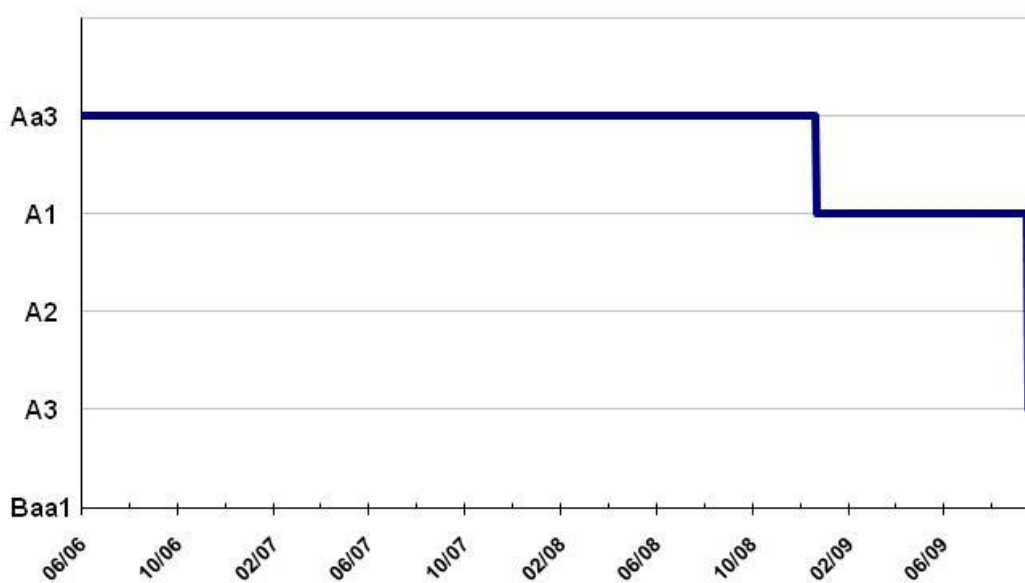
גורמים אשר עשויים לשפר את הדירוג או את אופק הדירוג

- שיפור משמעותי ביחסי האיתנות וביחסי הכיסוי.
- הוספת תחומי פעילויות תוך גיוון מקורות התזרים

גורמים העלולים לפגוע בדירוג

- חלוקת דיבידנדים בסכומים מהותיים, אשר יפגעו באיתנות הפיננסית וביכולת העסקית של החברה
- הרעה בפעילותה העסקית של החברה, בין היתר, כתוצאה מפגיעה במוניטין החברה והשתייכותה לקבוצת אפריקה
- גידול ביחס החוב ל-CAP מעל 60%. לצורך חישוב החוב הפיננסי יילקחו בחשבון הלוואות מהקבוצה והתחייבויות למוכרי מקרקעין.
- הרעה בסביבה העסקית בה פועלת החברה, כמו ירידה במחירי הנדל"ן למגורים באזורים בהם פועלת החברה.
- פגיעה בשיעורי הרווחיות ובתזרימי המזומנים.

היסטוריית דירוג



אודות החברה

אפריקה ישראל מגורים בע"מ (להלן: "החברה" או "אפריקה מגורים"), הינה חברה העוסקת בייזום פרויקטים למגורים בישראל על דרך של איתור קרקעות, רכישתן, הקמת המבנים ומכירתם ומהווה את הזרוע של החברה האם לייזום פרויקטים של נדל"ן למגורים בארץ. החברה מבצעת עסקאות, לרוב בשותפות עם אחרים, בדרך של רכישת המקרקעין במזומן, בעסקאות קומבינציה עם יזמים אחרים ובעסקאות פינוי בינוי. החברה פועלת בייזום והקמה של שכונות מגורים המאופיינות במיצוב בינוי גבוה ביחס לשוק הדירות, הנובע ממיקומן ומפיתוח סביבתי. לחברה פרויקטים עיקריים בלב אזורי הביקוש במרכז הארץ. בחלק מהפרויקטים אותם מבצעת החברה, הקבלן המבצע הינו דניה סיבוס בע"מ, חברה ציבורית, שהינה חברה אחות.

נכון לתאריך 30.6.2009 לחברה 27 פרויקטים בביצוע, המקיפים כ- 1,565 יח"ד ובנוסף מתכננת החברה להתחיל בביצוע של כ- 2,214 יח"ד נוספות. מתוך כלל הפרויקטים המשווקים מכרה החברה 814 יח"ד, המהוות כ- 52% מכלל יחידות הדיור בביצוע.

החברה הוקמה בשנת 1960 כחברה פרטית והחל מחודש יולי 2006 נסחרת מנייתה בבורסה לני"ע בתל אביב. נכון לתאריך דו"ח פעולת הדירוג, מוחזקת החברה על ידי חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ, בהיקף של כ- 75%. החזקות גופים מוסדיים, בעיקר חברות שונות מקבוצת כלל, מסתכמות בכ- 8.2% נוספים.

מסמכים מגבים

דו"ח מיוחד - [תהליך המעקב](#), נובמבר 2006.

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

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

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 + חלויות 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 בצידוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות 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 הוניות - דיבידנדים.	תזרים מזומנים חופשי * Free Cash Flow (FCF)

סולם דירוג התחייבויות

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 מאוד.	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 מאוד.	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 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: CRA07090909000M

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 פיסקה 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 נכונות, שלמות, התאמתו, דיוקו או אמיתותו של המידע (להלן: "המידע") שנמסר לה והיא מסתמכת על המידע שנמסר לה לצורך קביעת הדירוג על ידי החברה המדורגת.

12

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 ולגבי 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 מודיס אינבסטורס סרויס לטד. (Moody's Investor Services Ltd.) (להלן: "מודיס"), שלה 51% במידרוג. יחד עם זאת, הליכי הדירוג של מידרוג הנם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודיס, ואינם כפופים לאישורה של מודיס. בו בזמן שהמתודולוגיות של מידרוג מבוססות על אלה של מודיס, 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.