



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דוח דירוג ראשוני | אפריל 2011

1

מחבר:

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

אנשי קשר:

רן גולדשטיין, עו"ד - חשבונאי - ראש תחום נדל"ן
rang@midroog.co.il

אביטל בר דיין, סמנכ"ל בכירה
bardayan@midroog.co.il

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ

דירוג: Baa2	דירוג סדרת אג"ח כו'
-------------	---------------------

מידרוג מודיעה על מתן דירוג Baa2 לסדרת האג"ח כו' שבמחזור, אותה הנפיקה חברת אפריקה ישראל להשקעות בע"מ (להלן: "אפריקה השקעות", "הקבוצה" או "החברה").

להלן פירוט האג"ח במחזור של החברה:

שנות פירעון האג"ח	יתרת האג"ח בספרים 30.09.10 (אלפי ₪)	הצמדה	שיעור ריבית שנתית	ע.ג האג"ח 30.09.10 (אלפי ₪)	מועד הנפקה	מספר ני"ע	סדרת אג"ח ***
2013-2025	3,717,048	מדד	ממוצע 7% **	3,626,643	מאי-10	6110365	כו'

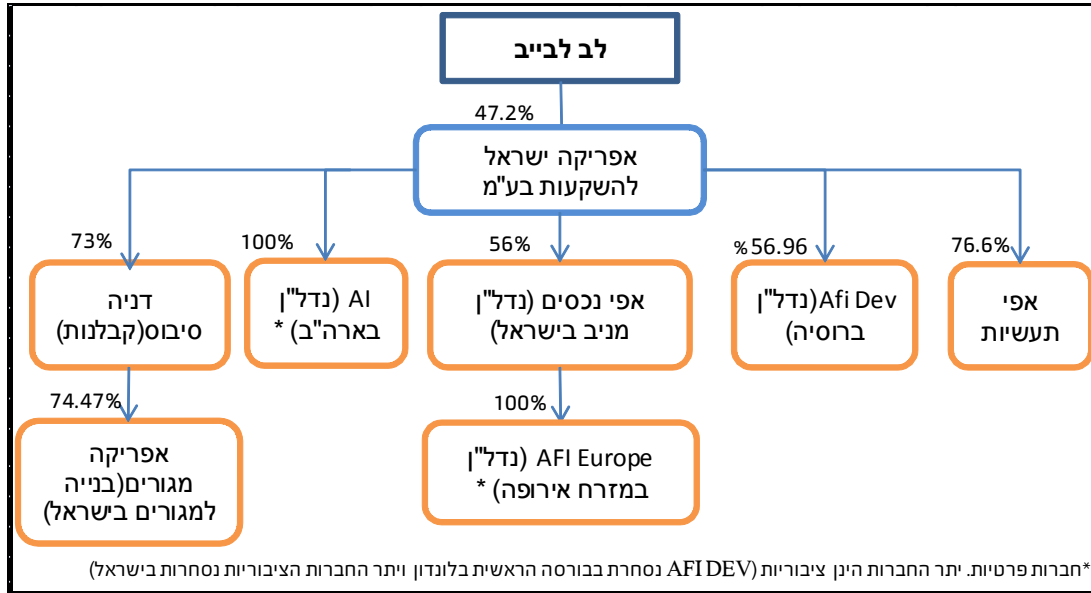
* לאחר פירעון כל סדרת אג"ח כה' בהיקף של כ- 1 מיליארד ₪ לאחר תאריך המאזן ** שיעור הריבית של אג"ח כו' עולה באופן מדורג מ-6% ל-10.75% ובממוצע עומד על 7% *** לטובת האג"ח במחזור, החברה שעבדה כ-24% ממניות אפי פיתוח וכ- 51% ממניות אפריקה נכסים, בשווי כולל של כ- 1.8 מיליארד ₪ (לאפריל 2011).

פרופיל החברה

אפריקה השקעות הוקמה במאי 1934 כחברה פרטית והפכה לחברה ציבורית בשנת 1973, לאחר ביצוע הנפקה ראשונה לציבור. החל משנת 1997, החברה הינה בשליטתו של מר לב לבייב (לרבות באמצעות חברות המצויות בשליטתו) אשר מחזיק בכ- 47% ממניות החברה (לאחר ניכוי מניות רדומות המוחזקות על ידי נאמן), בהתאם לתנאי ההסדר. הקבוצה פועלת ברוסיה, ישראל, ארה"ב ומדינות אחרות במרכז ובמזרח אירופה בייזום, פיתוח ותפעול של מרכזי מסחר, מבני משרדים ותעשייה וכן בייזום פרויקטים למגורים. בנוסף, לחברה פעילות במגזרי קבלנות הבנייה, מגזר הפלדה ומגזר הקרמיקה. מטת החברה מרוכז בישראל.

הקבוצה מהווה את אחת מקבוצות הנדל"ן המשמעותיות הרשומות בישראל. נכון ליום 31.12.2010, לחברה (במאוחד) נדל"ן להשקעה ונדל"ן להשקעה בהקמה בעלות של למעלה מ-11 מיליארד ₪, וכן מלאי מקרקעין ומלאי מגורים בבנייה בעלות של כ-4.6 מיליארד ₪, וכן מקרקעין בחברות כלולות (בייחוד חברות כלולות של אפריקה נכסים, חברה בת של אפריקה השקעות) בעלות של כ-1.3 מיליארד ₪, חלק החברה. במהלך שנת 2008 ביקשה החברה לארגן מחדש את החוב הפיננסי. 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. בעקבות ההסדר היקף החוב הפיננסי ברמת הסולו ירד משיא של מעל 8 מיליארד ₪ ליהיקף של כ-5.5 מיליארד ₪.

תרשים מבנה ובעלות - אחזקות עיקריות בלבד



אפריקה ישראל להשקעות בע"מ - נתונים פיננסיים עיקריים - דוח סולו (אלפי ₪):

31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010	אג"ח לפי ערך התחייבותי*	נתונים פיננסיים אלפי ₪ (סולו)
143,330	85,530	346,287	117,760		הכנסות מהשכרת נכסים ומכירת מקרקעין
57,927	122,096	66,762	444,995		הכנסות אחרות**
9,165	-1,029	4,464	4,081		שערוך נדל"ן להשקעה
-2,837	2,144	-8,092	340,467		EBITDA בנטרול שערוכים
171,184	661,164	842,530	-1,846,713		הוצאות (הכנסות) מימון, נטו
4,429,765	-4,860,956	-673,023	1,702,057		רווח (הפסד) לתקופה
8,427,167	8,282,467	7,709,031	4,112,124	5,423,831	חוב פיננסי
8,396,282	7,993,608	7,699,948	2,938,134	4,249,841	חוב פיננסי, נטו
10,819,478	9,960,841	8,844,747	7,644,889	8,956,596	CAP
10,788,593	9,671,982	8,835,664	6,470,899	7,782,606	NET CAP
9,763,859	11,672,175	11,722,224	9,623,693		תיק אחזקות בספרים כולל הלוואות
2,399,442	1,685,505	1,135,716	3,532,765	3,532,765	הון עצמי וזכויות מיעוט
11,560,504	14,048,747	12,666,860	11,488,019	12,799,726	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
-2,150,206	-293,918	1,230,909	367,321		תזרים מפעילות שוטפת (CFO)***
20.8%	12.0%	9.0%	30.8%	27.6%	הון עצמי/ סך מאזן בניכוי מקדמות****
77.9%	83.2%	87.2%	53.8%	60.6%	חוב פיננסי/CAP
77.8%	82.6%	87.1%	45.4%	54.6%	חוב פיננסי נטו/ NET CAP

* הפרופורמה הכוללת את האג"ח לפי ערך התחייבותי, לוקחת בחשבון את העג. של האג"ח בתוספת הפרשי הצמדה ולא את השווי ההוגן המופחת של האג"ח, כפי שמוצג בספרי החברה ** הכנסות אחרות כוללות פריטים כגון מכירת אחזקות ומימוש מניות *** לצורך חישוב CFO ברמת הסולו נכללה הנזילות הכלולה בחברת הבת (100%) אפריקה ישראל (מימון) 1995 בע"מ **** לאחר תאריך המאזן החברה השלימה מספר מהלכים, כולל פירעון אג"ח כה, אשר צפויים להביא לשיפור נוסף ביחסי האיתנות ולקישון בחוב הפיננסי.

חברה יזמית הפועלת במספר כלכלות, בדגש על הכלכלה הרוסית

עיקר הפעילות הינה ייזום פרויקטים בתחום הנדל"ן הכוללים איתור, רכישה, תכנון ופיתוח מקרקעין לייעודים שונים של מרכזי מסחר, מבני משרדים, מלונאות ודירות מגורים בשווקים שונים בעולם ובדגש על רוסיה. החברה יוזמת פרויקטים בהיקפים מגוונים ובכלל זה, אף עסקה בשנים האחרונות בהקמתם של מספר "מגה פרויקטים", בעלי היקף ומורכבות משמעותיים. בהתאם לתוכנית, החברה צפויה לשמור על מרכיב גבוה של פעילות ייזום, תוך התמקדות בפיתוח עתודות המקרקעין הקיימות ובאותם אזורים בהם צברה ניסיון ומטה ניהולי פעיל. כחלק מתהליך ההשבחה פועלת החברה לחלץ את הרווח היזמי באמצעות מימוש של נכס, בעיקר לאחר השבחתו באופן מלא או חלקי, וזאת באמצעות הכנסת שותפים, כמו גם באמצעות קבלת מימון כנגד הנכס. לצד זאת, החברה שואפת להרחיב את תיק הנכסים המניבים ולהגדיל את התזרים הפרמננטי מהנכסים.

להערכת מידרוג, רמת הסיכון הגלומה באסטרטגיה העסקית הינה גבוהה, בהתחשב במאפייני הסיכון הגלומים בייזום, בפרט של פרויקטים בהיקפים משמעותיים, ברמת מורכבות גבוהה ובהתמקדות בכלכלות מסוכנות יחסית, כפי שעולה מרמת התנודתיות של הפעילות הכלכלית בהן ומרמת השקיפות. מידרוג מזהה מאפיינים אלו בפרויקט ייזום ה-AFIMALL City (במוסקבה) אשר הושק לאחרונה בפרויקטים במנהטן. מנגד, קיימים גורמים הממתנים את רמת הסיכון, הכוללים אחזקה בנכסים מניבים. נוסף כי בתקופה המשבר פעלה החברה למימוש נכסים מניבים כך שהיקף הנכסים המניבים צומצם וירד באיכותו. לאחר פתיחת קניון קוטרוצ'ין בבוקרשט והשקת המרכז המסחרי ה-AFIMALL City מתחזקת מחדש זרוע הנכסים המניבים.

המשך חיזוק בסיס ההון

החברה ובעל השליטה פועלים לחיזוק בסיס ההון. גישה זו, להערכת מידרוג, תומכת בכך שלא יחולק דיבידנד לבעלי המניות בטווח הקצר-בינוני (עד שלוש שנים). בתוך כך, במסגרת הסדר החוב מול מחזיקי האג"ח, התחייב בעל השליטה על הזרמתם של כ-750 מיליון ₪, מתוכם הזרמו בפועל כ-300 מיליון ₪ בשנת 2010. בכוונת בעל השליטה להזרים את יתרת ההון לחברה, בסך של כ-450 מיליון ₪. יצוין, כי בשטר הנאמנות של סדרה כו', קיימות מגבלות בדבר חלוקת דיבידנד שעלולות להגדיל את מינוף החברה (סולו) ליחס חוב נטו ל-CAP נטו, העולה על 70%. יצוין, כי כחלק מתרחישי הרגישות לא נלקחו מלוא הזרמות ההון על ידי בעל השליטה.

גישה מתודולוגית

במידרוג רואים באפריקה השקעות קבוצת עסקים, העונה על ההגדרה של קונגלומרט. הקריטריונים העיקריים לאפיון קונגלומרט: קבוצת עסקים בעלת מספר אחזקות שליטה בתחומים או אזורים שונים; אסטרטגיה עסקית ופיננסית משותפת לחברות הקבוצה וניהול על; קיומה של סינרגיה בין חברות הקבוצה; משמעות הגדרה זו הינה כי בדירוג החברה ניתן משקל לסיכון האשראי של כל אחת מאחזקות הליבה ולאיתנות הפיננסית המצרפית, זאת - בנוסף לאיתנות הפיננסית והנזילות של החברה על בסיס נפרד.

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.

בהתאם למתודולוגיית Moody's, כאמור בנייר עמדה מיום 9.11.2010, שכותרתו "Ratings Assigned to Non-Financial Corporates Emerging from Bankruptcy", אין שינוי במתודולוגיית הדירוג לבחינת חברה שעברה תהליך של הסדר נושים ומדורגת מחדש, לאחר ארגון חובותיה. יחד עם זאת, במסגרת שיקולי הדירוג האיכותיים נלקחות בחשבון הנסיבות אשר הובילו למצב של הסדר חוב והשלכותיו על פעילות החברה.

עצם ביצוע הסדר החוב פוגע בהערכת האיכותית של החברה, שכן מטרתו היתה לאפשר התמודדות עם עומס החוב על רקע קשיי מימוש נכסים ויצירת מקורות תזרים. נוכח מצבה הפיננסי של החברה ערב הסדר החוב, מומשו נכסים מניבים אסטרטגיים ומשמעותיים, בעיקר בחברת הבת אפריקה נכסים, תוך פגיעה במיצוב העסקי ובהיקף התזרים הפרמננטי הכולל ותוך מיקוד עיקר הפעילות לשווקים בעלי רמות סיכון גבוהות יותר. כמו כן, להסדר עלולות להיות השלכות בטווח הקצר בנוגע לנגישות החברה לשוק ההון והחוב, בשל פגיעה במוניטין החברה והגבלות משפטיות החלות עליה, כתוצאה מהסדר הנושים.

הסדר החוב כלל הפסד אפקטיבי למחזיקי האג"ח ביום ביצוע ההסדר. לצד זאת, מספר דגשים עולים מהסדר החוב, הכוללים שיפור משמעותי בפריסה של לוח הסילוקין, תוך התאמתו לאופי הפעילות, לעיתוי הבשלת פרויקטים והותרת גמישות מסוימת של מקורות התזרים. במסגרת זו נציין כי החברה ביצעה צעדים משמעותיים בשנה האחרונה לפירעון סדרה כה, בסכום של מעל 1 מיליארד ₪, באמצעות מכירת מספר אחזקות אשר אינן אחזקות ליבה. יתרת האג"ח בחברה סולו כוללת את סדרה כו, בהיקף של כ- 3.7 מיליארד ₪, העומדת לפירעון ב- 13 תשלומים שנתיים שווים החל משנת 2013. זאת, לעומת יתרת אג"ח סולו של כ- 7.2 מיליארד ₪ ביום 31.12.2008. בהתחשב בקיטון של כ- 0.5 מיליארד ₪ בחוב הבנקאי סולו בין 31.12.2008 להיום, החוב הפיננסי של החברה קטן בכ- 4 מיליארד ₪.

אסטרטגיית החברה עברה שינוי משמעותי בשנתיים האחרונות, תוך הרחבת מערך ניהול הסיכונים וניהול החוב הפיננסי באמצעות הסתמכות על מקורות תזרים מתוך הפעילויות השונות והפיכת החברות המוחזקות ליחידות כלכליות עצמאיות, הפועלות ליצירת ומיסוד מקורות מימון עצמאיים, זאת בניגוד למדיניות החברה ערב הסדר החוב לפיה מימון הפעילויות הושג באמצעות גיוס חוב בחברת האחזקות.

יצוין כי, היות ולא נעשה שינוי שליטה בחברה, הרי שמידרוג תעקוב אחר עקביות תהליכים אלו לאורך זמן ותחת תנאי שוק משתנים.

שיקולים עיקריים לדירוג

דירוג החברה מושפע לחיוב מהורדת נטל החוב, תוך פריסה מחדש ויצירת עומס פירעון התואם את התפתחות המקורות. לצד זאת, עצם ביצוע הסדר החוב פגע בהערכה האיכותית לחברה; התקדמות בהבשלה של פרויקטים משמעותיים, אשר ממוצבים כמובילים בשוקי פעילותם, ניסיון רב שנצבר בקבוצה בהתמודדות עם אתגרים משמעותיים, תוך הטמעת מנגנונים התומכים בשליטה ובבקרה בחברה וכן ניהול סיכונים תוך ראייה מערכתית; שיפור משמעותי במבנה המאזן ויחסי האיתנות הפיננסית לאור הסדר החוב ומהלכים נוספים שהושלמו כפי שנדרש, להערכת מידרוג, לאור הפן היזמי של פעילות החברה; פוטנציאל להמשך פיתוח ללא צורך ברכישה משמעותית של קרקעות בגין זכויות בנייה בהיקף משמעותי, בייחוד ברוסיה ומזרח אירופה.

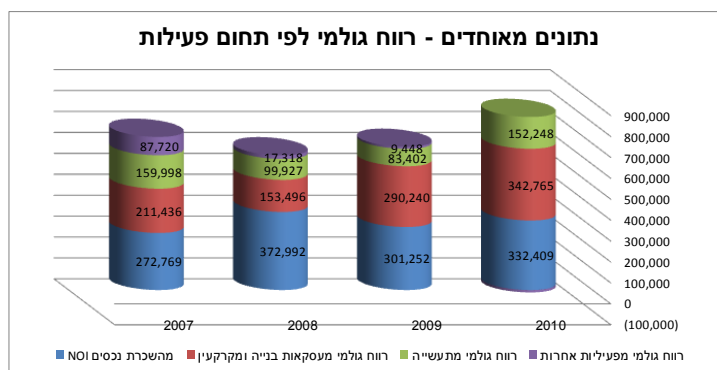
דירוג החברה מושפע לשלילה מהיקף ייזום גבוה והסיכונים הכרוכים בכך, סיכונים הנובעים מחשיפה גבוהה של הפעילות למדינות בעלות מאפייני כלכלות מתפתחות; חשיפת החברה למצבת הנכסים המוטה המתאפיינת בתלות במספר נכסים משמעותיים; אתגרים ביצירת תזרים מזומנים בטווח הבינוני והארוך; ירידה בשיעור החזקה באחזקות ליבה לאחר הסדר החוב אשר פוגמת בגמישות הפיננסית. כמו כן, טרם הוכחה נגישות החברה לשוקי ההון בישראל לאחר הסדר החוב; שינוי האסטרטגיה בפעילות החברה טרם נבחן לאורך זמן בעיקר לאור מאפייני שליטה של בעל שליטה דומיננטי; חשיפה מטבעית.

חוזקות

קידום פרויקטים מרכזיים תורם לגידול בתזרים השוטף ולגמישות הפיננסית

החברה קידמה בשנים האחרונות את פיתוחם של מספר נכסים משמעותיים ברחבי העולם וזאת למרות אקלים כלכלי קשה בחלק ניכר ממדינות הפעילות. הבולטים מבין אלו כוללים, בין היתר, את קניון Cotroceni, שלב 3 של Airport City Belgrade, קניון Palace Pardubice, וכן התקדמות משמעותית בתוכניות הפיתוח של מספר נכסים בארה"ב. כך גם החברה השלימה את הבנייה וביצעה בימים אלו "פתיחה רכה" של קניון AFIMALL City במוסקבה, אשר מהווה נכס מהותי מבין נכסי החברה. בשל האמור, תיק הנכסים של החברה למועד דוח דירוג זה, צפוי לייצר NOI, הגבוה בלפחות 250 מיליון ₪ ביחס לשנת 2010 (בהתבסס על חוזים חתומים בלבד). כמו כן, החברה קידמה את התכנון והפיתוח של נכסי מקרקעין משמעותיים המיועדים למכירה. החברה נמצאת בשלבים מתקדמים של מו"מ לגבי מכירתם של שני נכסים משמעותיים אשר במידה ויושלמו, צפויים להניב לקבוצה תזרים משמעותי לאחר שירות חוב, חלק מתזרים זה עשוי לשמש את שירות החוב ברמת החברה סולו.

להלן גרף התפתחות הרווח הגולמי המאוחד של החברה בין השנים 2007 - 2010:



הטמעת מנגנונים התומכים ברמת השליטה והבקרה וניהול סיכונים ברמה מערכתית

במהלך השנתיים האחרונות החברה השלימה מהלכים משמעותיים לייצוב פעילותה, לרבות הסדרת החובות הפיננסיים בארה"ב, פיתוח נכסים בקבוצה, מימוש נכסי מקרקעין ואחזקות שאינן בתחום פעילות הליבה, שיפור מערכות ותהליכי השליטה והבקרה ברמת המטה וכן מתן דגש על ניהול סיכונים. מהלכים אלו מקנים לחברה ניסיון משמעותי להמשך פעילותה. בנוסף, הקבוצה מאופיינת גם בניהול מקומי רחב באזורי הפעילות המשמעותיים, באופן התורם להכרת השוק. יצוין, כי בדירקטוריון החברה מונה דירקטור מטעם הנאמן למחזיקי אגרות החוב, בהתאם לתנאי הסדר החוב, המקנה להערכת מידרוג, רמת בקרת חוב נוספת.

שיפור משמעותי במבנה המאזן ויחסי האיתנות הפיננסית, בהמשך להסדר החוב ומהלכים נוספים שהושלמו; להערכת מידרוג, הפן היזמי והמיקום הגיאוגרפי של פעילות החברה, מובילים לצורך בשמירה על רמת מינוף נמוכה ביחס לענף

בעקבות הסדר החוב ובהתחשב במספר מהלכים שבוצעו במהלך ובשלהי שנת 2010 וכן לאחר תאריך המאזן, שיעור ההון עצמי לסך מאזן צפוי לעמוד על כ- 30% - 32%, הן בדוח סולו והן בנתוני הדוחות המאוחדים של הקבוצה. רמה זו הינה טובה ביחס לרמת הדירוג ומהווה שיפור קרדינאלי ביחס לנתוני השנים 2008 - 2009. מרבית השיפור נובע מהסדר חוב האג"ח (שגם חיזק את בסיס ההון בקבוצה) וכן הסדרי חובות פיננסיים בארה"ב ומימוש אחזקות בעלות רמת מינוף גבוהה. יחד עם זאת, בשיקולי הדירוג נלקח בחשבון הצורך לשמור על רמת מינוף נמוכה על מנת לאזן את הסיכון היזמי והחשיפה לשוקי פעילות מתפתחים (ראה להלן) וזאת, בין היתר, לאור חשיפת הנדל"ן להשקעה ומלאי מקרקעין בספרי החברה למצב השווקים בהם פועלת החברה.

יצוין, כי בעבר מבנה חוב הקבוצה אופיין ברמת מינוף סולו, הגבוהה יחסית לחוב חברות הקבוצה, בשל התנהלות מבנה חוב הקבוצה אשר כללה גיוסים מהותיים בחברת האם לצורך מימון פעילות החברות הבנות. להערכת מידרוג, טיוב החוב כך שיתבצע Push Down לחובות הקבוצה ושעיקר החובות יתקבלו ברמת החברות המוחזקות, יאפשר נראות רבה יותר של מקורות החזר החוב בתוך חברות הקבוצה וכלפי חברת האם. כאמור, פריסה מחדש של לוח הסילוקין במסגרת הסדר החוב משפרת את התאימות מול מקורות הפירעון, עיתוי הבשלת פרויקטים, תוך הותרת גמישות מסוימת.

פוטנציאל להמשך פיתוח בגין קרקעות וזכויות בנייה בהיקף משמעותי בייחוד ברוסיה ובמזרח אירופה

כפי שצוין, לקבוצה מלאי מקרקעין משמעותי לבניית נכסים להשכרה ודירות למכירה בארה"ב, רוסיה, מזרח אירופה וישראל וכן זכויות בנייה לפיתוח המקרקעין בבעלותה, אשר צפויים לשרת את החברה בהמשך פעילותה. לאור המודל העסקי של החברה, אשר כאמור ממוקד בייזום פרויקטי נדל"ן, עתודות הקרקע הנ"ל הינן מהותיות במיצוב החברה, בשל העדר צורך בטווח הקצר-בינוני לאתר ולהשקיע מקורות מהותיים ברכישת קרקעות. מכיוון שמרבית עתודות הקרקע מיועדות לפיתוח בטווח הארוך, הנ"ל עשויות לייצג גמישות תפעולית ביחס ליכולת החברה להמשיך פעילות שוטפת, ללא רכישת קרקעות ואף גמישות פיננסית חלקית על ידי מימוש חלק מהקרקעות. יצוין, כי כחלק מניתוחי הרגישות שנערכו על ידי מידרוג, הונחה ירידת שווי של חלק מקרקעות החברה לרבות קושי בהנזלתן.

היקף ייזום משמעותי; חשיפה לסיכונים הכרוכים בשוק הנדל"ן; התרחבות פעילות החברה תלויה בפעילות יזמית עתידית

ענף הנדל"ן מושפע משינויים בביקושים, הקשורים בתנאי הסביבה המאקרו כלכלית ומאופיינים בהשקעות עתירות הון. סיכונים אלו מקבלים משנה תוקף בפעילות הייזום בענף הנדל"ן אשר הינה בעלת רמת סיכון גבוהה יחסית, נוכח החשיפה לסיכונים הכרוכים בתהליך רכישת הקרקעות, משך הזמן להוצאת הפרויקט, ייזום הפרויקטים וההשקעה בבנייתם ולאחר מכן מציאת שוכרים/מכירת הדירות והטמעת פעילות הנכס לאורך זמן. בהתחשב בשווי נכסי הנדל"ן בהקמה והשווי בספרים של מלאי הבניינים למכירה, כ- 34% מסך המאזן המאוחד בקבוצה ליום 31.12.2010 מיוחס לפעילות הייזום. יצוין כי לאחר שהושלם לאחרונה פרויקט AFIMALL City במוסקבה, היקף הפעילות היזמית של הקבוצה צפוי לקטון לכ- 24%.

המודל העסקי של החברה כפי שפורט, חושף את החברה לפעילות יזמית ענפה אשר הצלחתה כפופה, בין היתר, ליכולת החברה להקים ולממש את הפרויקטים בדרך של מכירה או קבלת REFINANCE כנגד הנכסים. להערכת מידרוג, מודל עסקי זה מביא לפרופיל סיכון גבוה. יצוין, כי המודל העסקי של החברה כולל שמירה על מצבת נכסים מניבה מסוימת וכן חלק ניכר מהייזום מיועד להגדלת פורטפוליו הנכסים, לצד פעילות הייזום. בהתאם לתוכנית הפיתוח שהוצגה על ידי החברה, מידרוג מצפה כי המשך הפיתוח יעשה באופן מדורג, תוך מתן דגש על פרמטרים להקטנת סיכון יזמי.

בעל שליטה דומיננטי; תרומה של בעל השליטה בקידום הפעילות ברוסיה

החברה, כבעבר וכחלק מהאסטרטגיה של בעל השליטה, ממשיכה להתמקד בפעילות הייזום, הכוללת פיתוח והחזקה במגה פרויקטים ונכסי Land Mark חלקם בכלכלות המאופיינות ברמת סיכון בינונית-גבוהה. הנהלת החברה כיום ובניגוד לעבר נוקטת באסטרטגיה שונה בכל הקשור בניהול הסיכונים, בין היתר, בעקבות המנגנונים שהוטמעו בחברה לאחר הסדר החוב. מידרוג תבחן את מידת העקביות ביישום מנגנונים אלו אשר תלויה, בין היתר, באסטרטגיה של בעל השליטה, בייחוד לאחר שהחברה תתרחק ממצב משבר הנזילות שבו היא הייתה שרויה. כמו כן, תבחן מידרוג את מידת היציבות של שכבת הניהול הבכירה. נוסף כי למר לבייב קיימת השפעה משמעותית יותר בכל הנוגע להמשך הפיתוח ברוסיה, בין היתר, בשל היכרות מעמיקה וקשרים רחבים עם גורמים בשוק.

סיכונים ענפיים משמעותיים בשל הצפי לריכוז בטווח הארוך של חלק ניכר מהפעילות במדינות בעלות מאפיינים של כלכלות מתפתחות

פעילות החברה מפוזרת בין מספר רב של מדינות ברחבי העולם, בעלות מאפיינים ונתוני מקרו מגוונים. אולם, בהתחשב הן בשווי הסחיר והן בשווי בספרים של אחזקות החברה, למעלה מ-50% מערך החברה מיוחס לחברת אפי פיתוח, הפועלת ברוסיה. בנוסף, ניתוח תוכנית החברה מראה שלמרות שבטווח הקצר-בינוני חלק ניכר מהתזרים לשירות החוב צפוי לנבוע מפעילות בישראל (בעיקר מכירת נכסים וקרקעות בסולו כמו גם עיבוי ההון) ובארה"ב, בטווח הארוך מרבית התזרים של החברה צפוי לנבוע מפעילות הקבוצה ברוסיה ומדינות מרכז ומזרח אירופה - חלקן בעלות מאפיינים מובהקים של כלכלות מתפתחות, אשר הינן בעלות מאפייני סיכון גבוה. לפיכך, גמישותה הפיננסית ויכולת הפקת תזרימים בהתאם לתחזיות החברה, כפופה למגמות הקיימות במדינות הפעילות וחשיפתן לשינויים כלכליים. כמו כן, היכולת להפיק תזרימים משמעותי ממכירת דירות, שטחי מסחר ומלונות בניו יורק ומיאמי תלויה בשיפור האקלים הכלכלי החל באזורי הפעילות וחשיפתם לתמורות נוספות.

חשיפת החברה למספר נכסים מצומצם בעלי היקף משמעותי ביחס למצבת הנכסים

על אף שבבעלות הקבוצה מספר רב של נכסים, במסגרת הפורטפוליו בולטת החשיפה למספר נכסים מהותיים. בפרט נציין את AFIMALL City, שהינו נכס מרכזי ברמת הקבוצה. יתרת ההשקעה עומדת על כ- 536 מיליון דולר (100% ביצוע ע"י אפי פיתוח) ותרומו ל- NOI של אפי פיתוח עומדת על מעל 66% ובסך של כ- 60 מיליון דולר לשנה (על בסיס חוזים קיימים עבור חלקה של אפי פיתוח בפרויקט-75%). הקניין נפתח בימים אלו בתפוסה של כ-75%. הצלחת הקניין עשויה להוביל לגידול משמעותי ב-NOI. בחודש מרץ 2011, הודיעה אפי פיתוח כי בהמשך למשא ומתן שהיא מקיימת עם עיריית מוסקבה, היא הגיעה להבנה לא מחייבת עם עיריית מוסקבה בנוגע לרכישת חלקה של העירייה בקניון, וכן לרכישת מתחם של כ-2,700 מקומות חניה הסמוך לקניון, בתמורה לסך של כ-310 מ' דולר.

נכס נוסף הינו קניון Cotroceni בבוקרשט. המוחזק ע"י אפריקה נכסים ותורם כ-38% מתזרים ה- NOI השנתי המייצג של האחרונה וסך של 24 מיליון אירו בשנה. עלות הקמתו הסתכמה בכ- 440 מיליון אירו.

נכסים בעלי מורכבות בארה"ב בעיקר במנהטן

לקבוצה יתרת השקעות משמעותית (יתרת ההשקעה בחברת AI Holdings המאגדת את פעילות החברה בארה"ב עומדת על כ-540 מיליון ש"ח ליום 31.12.2010. כמו כן, החברה ערבה להלוואה של AI Holdings בגובה של כ-75 מיליון דולר) בנכסים מרכזיים במנהטן, המהווים חלק משמעותי מתחזית התזרים לטווח הבינוני. מרבית הפרויקטים מיועדים לשוק היוקרה בארה"ב וחלקם מאופיינים במורכבות תכנונית ביצועית, הכוללים, בין היתר הסבת שטחי משרדים לדירות יוקרה ולמלונות, השכרת שטחי מסחר ומכירתם בשיעורי היוון נמוכים וכדומה, לצד מורכבות פיננסית. מידרוג מעריכה כי אי עמידה בתוכנית העיסוקית באשר לפעילות בארה"ב תחייב מקורות תזרים חלופיים ויוצרת גורם סיכון בדירוג.

סיכונים פיננסיים

גמישות פיננסית בינונית-נמוכה ביחס למצבת ההתחייבויות

בהעדר מסגרות אשראי, הגמישות הפיננסית של החברה ברמת הסולו נובעת בעיקר מהחזקות במניות לא משועבדות אשר נסחרות, למועד דוח דירוג זה, בסכום כולל של כ-2.7 מיליארד ש. אולם, מתוכן רק כ-310 מיליון ש מיוחסות לניירות ערך סחירים, אשר אינם חלק מאחזקות הליבה של החברה ומיועדים למימוש. בנוסף, החברה מחזיקה במניות אפריקה תעשיות, הפועלת בתחום הפלדה והקרמיקה ולא בתחום הנדל"ן, הנסחרות בשווי של כ-317 מיליון ש. לפיכך, בהינתן המשך פעילות החברה כ-Ongoing Concern, מרבית הסכום אינו מייצג גמישות פיננסית מלאה, בייחוד בהתחשב בכך ששיעור האחזקה של החברה נשחק לעומת העבר. יצוין כי הסכומים המצוינים אינם כוללים את שווי המניות המשועבדות לטובת אג"ח כו, אשר עומד על כ-1.8 מיליארד ש ליום 1.4.2011. בנוסף, בבעלות החברה, סולו, קרקעות ונכסי נדל"ן (לעיתים באמצעות חברות נכס) לא משועבדים הרשומים בספרים ליום 31.12.2010 בשווי של כ-340 מיליון אשר עשויים להניב תזרים גבוה מכך בעת מימושם. כמו כן, הגמישות הפיננסית ברמת כל נכסי הקבוצה כוללת קרקעות ונכסים לא משועבדים בשווי של מיליארדי שקלים (כ-3.4 מיליארד ש בגין אפי פיתוח) וכן נכסים המשועבדים ב-LTV נמוך יחסית. אולם, להערכת מידרוג, העדר היקף משמעותי של נכסים מניבים לא משועבדים ומיקום חלק ניכר מהקרקעות הנ"ל, פוגע בגמישות הפיננסית ברמת הקבוצה. יש לציין, כי כחלק מניתוחי הרגישות שנערכו על ידי מידרוג, הונחה ירידת שווי של חלק מקרקעות החברה לרבות קושי בהנזלתן.

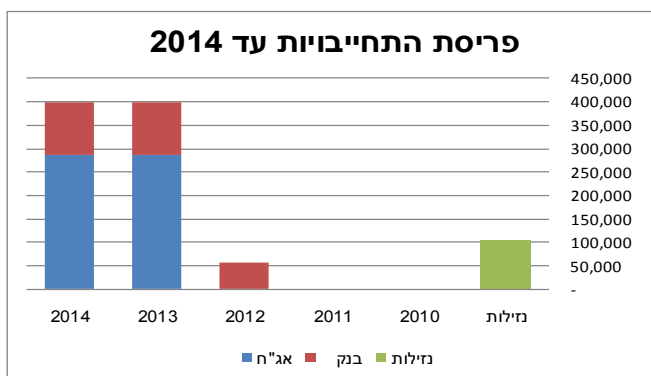
נזילות טובה לשנתיים הקרובות; אתגרים בטווח הבינוני והארוך

נציין כי עד לשנת 2013 החברה לא נדרשת לפרוע קרנות חוב. בשנים אלו החברה מתכננת לצבור נזילות באמצעות מימוש נכסים והזרמות הון בעלים (כחלק מהסדר החוב). לצד זאת נציין, כי הנזילות סולו למועד דוח דירוג זה כוללת מזומנים של כ-100 מיליון ש"ח, ניירות ערך בשווי של כ-310 מיליון ש"ח בגין אלון USA ואלון גז וכן יתרה לקבל מדניה סיבוס, בגין רכישת אפריקה מגורים, בסך של 170 מיליון ש"ח.

החל משנת 2013 מקורות החברה נסמכים על הפעילויות המרכזיות: אפי פיתוח, AI Holdings ואפריקה נכסים. עפ"י המודל העיסקי הנוכחי, תרומת הפעילות בארה"ב מתוכננת להגיע לשיא בשנים 2013 - 2014. להערכת מידרוג, לצורך עמידה בתחזיות אלו נדרשת החברה להתמודד עם אתגרים משמעותיים. כדוגמת הכנסת שותפים או הגדלת המימון של קניון ה-AFIMALL City. בהתייחס לאפשרות הרחבת המימון נוסף, כי היכולת לבצע תלויה במצב שוק האשראי ברוסיה, שיעורי ההיוון המקובלים, ה-NOI שהנכס יניב במועד המימון מחדש והיכולת למצוא קונסורציום של מוסדות בנקאיים, המוכן לבצע מימון בסדר גודל של כמיליארד דולר. כמו כן, בשלב זה, משך הפעילות הקצר של הקניון מקשה על נראות עמידתו באתגרים משמעותיים בתפעול והטמעה. באופן דומה, כ-16% מהתזרים הצפוי מחברת אפי אירופה ב-4 השנים הקרובות נובע מ-refinance וכן מימוש חלקי של קניון Cotroceni. בחברת AI Holdings, כ-33% מהתזרים עד לשנת 2014 צפוי לנבוע מפרויקט ה-Clock Tower, בין אם באמצעות מימוש או באמצעות הסבת שטחים ריקים לדיירות ויקרה ומכירתן. כך גם לגבי מרבית יתרת התזרימים בארה"ב, הדורשים השלמת מספר פעולות לא טריוויאליות כגון, מכירת דירות (לעיתים לאחר הסבה ושיפוץ), שטחי מלונות, השכרת שטחי מסחר ומכירתם בשיעורי היוון נמוכים וכדומה. יכולת חברת האם לקבל את התזרימים מהמכירות האמורות כפופה לקבלת מחירים גבוהים דיים, כך שהם יכסו את כל שכבות החוב הרלוונטיות, הכוללות לעיתים הלוואה ראשונה והלוואת Mezzanine וכן פירעון חוב ברמת ה-Corporate. לאור האמור, כחלק משיקולי הדירוג, נערכו תרחישי רגישות מקיפים על תוכניות החברה על מנת לשקף את האתגרים העומדים בפניה.

המקורות שפורטו לעיל, בתוספת לגמישות הפיננסית של החברה, צפויים לשרת את התחייבויות החברה, הכוללות תשלום שנתי של כ-286 מיליון ש"ח פירעון קרן אג"ח בין השנים 2013 - 2025 וכן פירעון שנתי של קרן בנקאית של 112 מיליון ש"ח בין השנים 2012 - 2016. בנוסף, לחברה הוצאות ריבית תזרימיות של כ-250 מיליון ש"ח בשנה (הצפויות לרדת בטווח הארוך) והוצאות מטה שנתיים של כ-45 מיליון ש"ח. להערכת מידרוג, לאור פרופיל הסיכון של פעילות החברה, הן באופי היזמי והן במדינות הפעילות, לחברה לא צפויים קשיי נזילות בשנתיים הקרובות (שנות הגרייס לפירעון קרן האג"ח וההלוואות הבנקאיות) אך על החברה לנצל את התקופה הנ"ל להגדלת הנזילות באופן משמעותי.

להלן גרף פריסת התחייבויות החברה סולו (קרן בלבד) באלפי ש"ח:



חשיפה לירידת שער החליפין של הדולר והאירו אל מול הש"ח

פירעון קרן וריבית האג"ח והחוב הבנקאי סולו הינו שקלי. בנוסף, האג"ח הינן צמודות למדד המחירים לצרכן והחוב הבנקאי סולו צמוד לפריים. חלק ניכר ממקורות החברה נובעים מהכנסות באירו ודולר ארה"ב. כתוצאה מכך, לחברה צפויה חשיפה לירידת שער החליפין של הדולר והאירו אל מול השקל וכן לעליית מדד המחירים לצרכן וריבית בנק ישראל, אשר יביאו לקיטון במקורות משמעותיים לשירות החוב ביחס לגובה החוב.

אופק הדירוג

גורמים העשויים לשפר את הדירוג

- הגדלת מצבת הנכסים המניבים תוך איזון פרופיל הסיכון האינהרנטי הנובע מפעילות ייזום ענפה
- שיפור משמעותי בנזילות ובגמישות הפיננסית, לרבות יצירת תזרים פרמננטי משמעותי ועמידה בתחזיות החברה
- ירידה בחשיפת הפעילות לכלכלות ברמת סיכון גבוהה, המאופיינות בהשתנות מהירה של הסביבה הכלכלית וברמת שקיפות נמוכה

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 תוך אי עמידה באמות המידה הפיננסיות בשטר הנאמנות של האג"ח

אפריקה ישראל להשקעות בע"מ: נתונים פיננסיים עיקריים (אלפי ₪)

נתוני סולו		נתונים פיננסיים מאוחדים			נתונים פיננסיים אלפי ₪	
31.12.2009	31.12.2010	אג"ח לפי ערך התחייבותי *	31.12.2009	31.12.2010		
5,037	6,326		487,926	440,152	הכנסות מהשכרת והפעלת נכסים	
341,250	111,434		2,491,739	2,706,043	הכנסות מעסקאות בניה ומקרקעין	
ל"ר	ל"ר		1,383,938	1,876,727	מתעשייה	
ל"ר	ל"ר		11,860	28,246	מפעילויות אחרות	
346,287	117,760		4,375,463	5,051,168	סה"כ הכנסות	
89,463	22,697		684,342	816,228	רווח גולמי	
25.8%	19.3%		15.6%	16.2%	% רווח גולמי	
-8,092	340,467		517,473	775,369	EBITDA בנטרול שערורים	
842,530	-1,846,713		-486,570	-598,714	הוצאות (הכנסות) מימון, נטו	
-673,023	1,702,057		-763,378	1,833,674	רווח (הפסד) לתקופה	
7,709,031	4,112,124	5,423,831	18,731,441	12,497,565	13,809,272	חוב פיננסי
9,083	1,173,990	1,173,990	1,914,475	2,338,643	2,338,643	נילות
7,699,948	2,938,134	4,249,841	16,816,966	10,158,922	11,470,629	חוב פיננסי, נטו
8,844,747	7,644,889	8,956,596	23,437,504	20,932,542	22,244,249	CAP
8,835,664	6,470,899	7,782,606	21,523,029	18,593,899	19,905,606	NET CAP
1,135,716	3,532,765	3,532,765	4,320,402	8,040,906	8,040,906	הון עצמי וזכויות מיעוט
12,689,269	11,562,785	12,874,492	27,834,184	26,426,587	27,738,294	סך מאזן
12,666,860	11,488,019	12,799,726	27,091,277	25,612,427	26,924,134	סך מאזן בניכוי מקדמות מלקוחות
87.2%	53.8%	60.6%	79.9%	59.7%	62.1%	חוב פיננסי/CAP
87%	45.4%	54.6%	78.1%	54.6%	57.6%	חוב פיננסי נטו / NET CAP
9%	30.6%	27.4%	15.5%	30.4%	29.0%	הון עצמי / מאזן
9%	30.8%	27.6%	15.9%	31.4%	29.9%	הון עצמי / סך מאזן בניכוי מקדמות
			941,027	1,120,003		תזרים מפעילות שוטפת CFO
			1,325,581	205,373		*** FFO
			13	49		חוב פיננסי נטו/FFO

* עמודת האג"ח לפי ערך התחייבותי לוקחת בחשבון את הפער בין הערך בספרים של האג"ח, הרשום לפי השווי ההוגן המופחת של האג"ח למועד ההסדר ** כאמור, לאחר תאריך המאזן החברה השלימה מספר מהלכים, כולל פירעון אג"ח כה, אשר צפויים להביא לשיפור נוסף ביחסי האיתנות ולקטון בחוב הפיננסי.

בשל התמורות שחלו בחברה, יחסי הכיסוי אינם מייצגים את הפעילות הנוכחית של החברה; הדגש היזמי של החברה ומבנה לוח הסילוקין צפויים להביא ליחסי כיסוי תנודתיים, כאשר חלק ניכר מהתזרים צפוי לנבוע מפעילות מימון והשקעה המהלכים שבוצעו בקבוצה, לרבות, הסדרת החובות, מימושים ועיבוי ההון, הביאו לתזרימים מהותיים בשנים האחרונות. אולם, אלו אינם בהכרח מייצגים את פעילות החברה בעתיד. כאמור, התזרים העתידי של החברה נסמך באופן מהותי על חילוץ רווחים משמעותיים ומימוש נכסים בסולו. כמו כן, ה-Grace של פירעון התחייבויות החברה מביא לכך שהחברה עשויה למשוך דיבידנדים בהיקף נמוך יותר בשנים הקרובות על מנת להמשיך לקדם את פיתוח הנכסים בחברות הבנות. לפיכך, ה-FFO העתידי צפוי להיות תנודתי וחלק ניכר ממקורות החברה לשירות החוב בעתיד נובעים מפעילות מימון (קרי, refinance) ומימוש נכסים.

יצוין כי חלק ניכר מרווחי החברה בשנת 2010 נובעים מהכנסות מימון בגין הסדר החוב, בגובה של כ-1.4 מיליארד ₪. בדוחות הכספיים המאוחדים לשנת 2009 לחברה הכנסות מימון בגובה של כ-1.4 מיליארד ₪ בגין הסדרי חובות בנקאיים בארה"ב.

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

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

[דירוג חברות אחזקה מתודולוגיה](#) - פברואר 2008.

2010, [Ratings Assigned to Non-Financial Corporates Emerging from Bankruptcy](#), נובמבר

הדוחות מפורסמים באתר מידרוג www.Midroog.co.il

מונחים פיננסיים עיקריים

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 בציוד, במכונות ובנכסים בלתי מוחשיים.	השקעות הוניות <i>Capital Expenditures</i>
תזרים מזומנים מפעילות לפני שינויים בהון חוזר ולפני שינויים בסעיפי רכוש והתחייבויות אחרים.	מקורות מפעילות * <i>Funds From Operation</i>
תזרים מזומנים מפעילות שוטפת לפי דוחות מאוחדים על תזרימי מזומנים.	תזרים מזומנים מפעילות שוטפת * <i>Cash Flow from Operation</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 המדרגות בדירוג <i>Aaa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מהאיכות הטובה ביותר וכרוכות בסיכון אשראי מינימלי.
	<i>Aa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Aa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, מאיכות גבוהה, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך מאד.
	<i>A</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>A</i> נחשבות על ידי מידרוג בחלק העליון של הדרגה האמצעית, וכרוכות בסיכון אשראי נמוך.
	<i>Baa</i>	התחייבויות המדרגות 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 המדרגות בדירוג <i>Ba</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות אלמנטים ספקולטיביים, וכרוכות בסיכון אשראי משמעותי.
	<i>B</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>B</i> נחשבות על ידי מידרוג כספקולטיביות, וכרוכות בסיכון אשראי גבוה.
	<i>Caa</i>	התחייבויות המדרגות בדירוג <i>Caa</i> הן, על פי שיפוטת של מידרוג, בעלות מעמד חלש וכרוכות בסיכון אשראי גבוה מאוד.
	<i>Ca</i>	התחייבויות המדרגות 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 המדרגות 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") 2011.

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 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 ביעוץ 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 (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.